


Flash Economie

30 septembre 2019 - 1304

Quelle problématique pour les assureurs-vie de la zone euro ?

La problématique pour les assureurs-vie de la zone euro, du point de vue macro-financier, nous semble être la suivante :

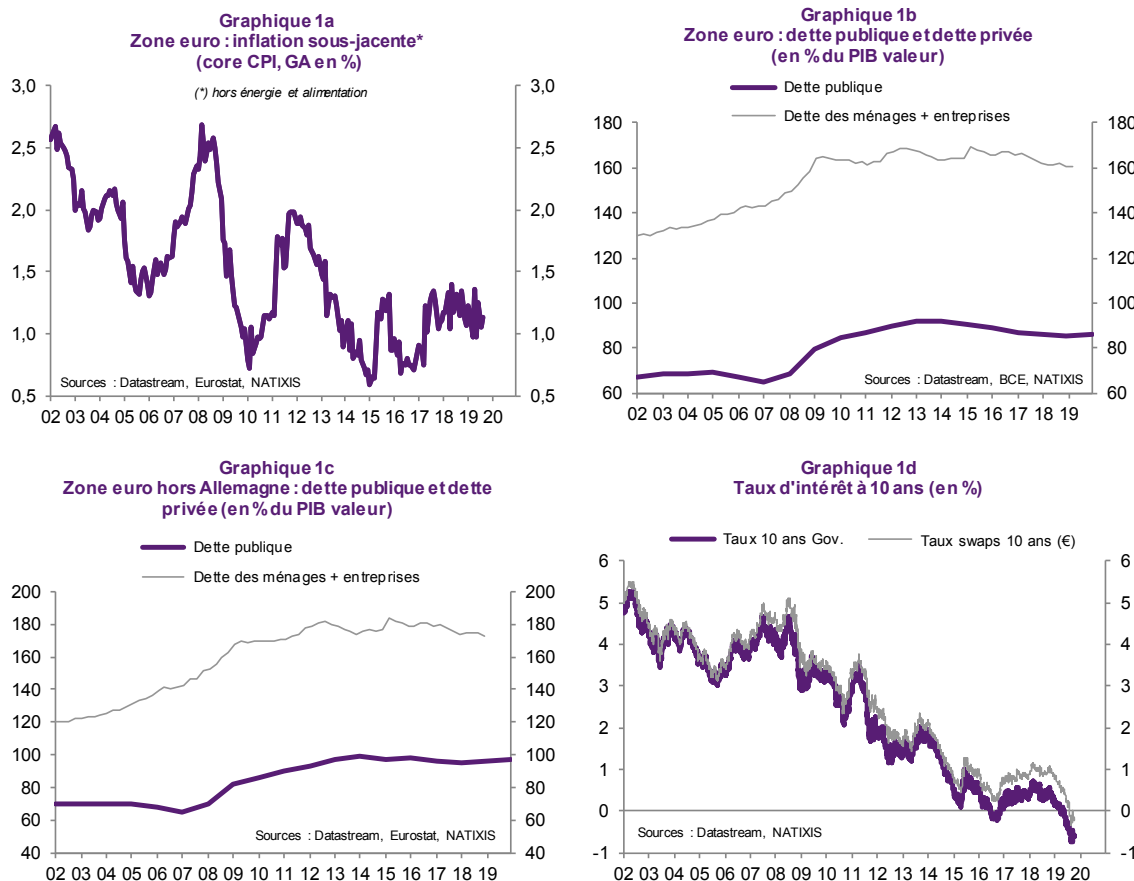
- 1- les taux d'intérêt bas risquent d'être durables dans la zone euro ; de plus, dans une perspective de long terme, l'assurance-vie investie en obligations était logique dans une période de désinflation et de baisse des taux d'intérêt, pas dans une période de stabilité de taux d'intérêt bas ou de remontée durable des taux d'intérêt à long terme ;
- 2- il serait logique que les assureurs basculent des obligations vers les actions compte tenu des rendements relatifs des deux classes d'actifs ; ceci est rendu difficile :
 - par le risque en capital lié à la détention d'actions ;
 - à court terme par le risque cyclique mondial ;
- 3- L'assurance-vie est prise dans des mécanismes vicieux :
 - la baisse des taux d'intérêt accroît la valeur actuarielle du passif et réduit les fonds propres, d'où la tentation de vendre les actifs qui consomment des fonds propres (actions, obligations d'entreprises), mais qui sont ceux qui apportent du rendement à l'actif ;
 - la détention d'actifs risqués est procyclique : un freinage de la croissance fait reculer les cours boursiers et ouvre les spreads de crédit, et pousse à vendre les actifs risqués pour réduire la consommation de fonds propres quand ils sont bon marché ;
- 4- l'assurance-vie « du futur » devrait se diversifier en high-yield, en private equity, en immobilier, en infrastructures... (actifs illiquides, non cotés). Si la demande des assureurs pour ces actifs augmentait, l'offre de ces actifs en réaction augmenterait aussi.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

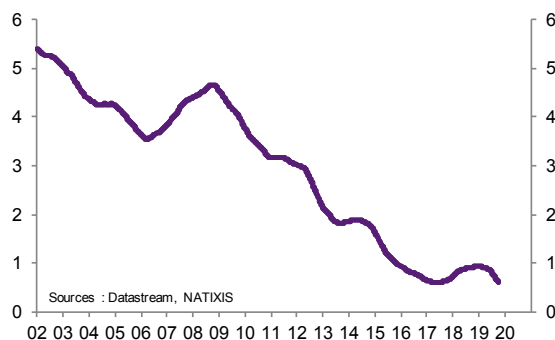
Première question pour les assureurs-vie de la zone euro : les taux d'intérêt à long terme

Tant que l'inflation de la zone euro reste faible (**graphique 1a**) avec le faible pouvoir de négociation des salariés et le faible pricing power des entreprises, que de plus la BCE est incitée à maintenir des taux d'intérêt bas par le haut niveau de l'endettement (**graphiques 1b/c**), que la demande pour les dettes sans risque est forte, **les taux d'intérêt à long terme vont rester très bas dans la zone euro (graphique 1d)**. Quel choc pourrait les faire remonter ? Un changement des règles du marché du travail ; une perte de production sur le marché du pétrole.



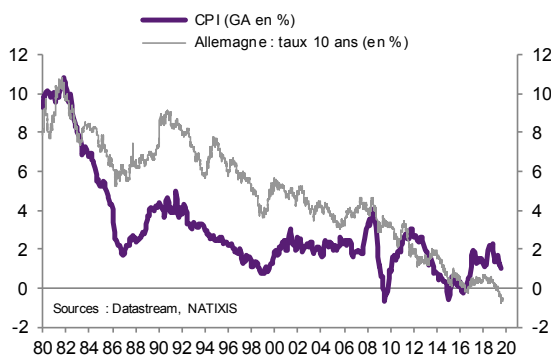
Ceci devrait **pousser l'assurance-vie à sortir des placements obligataires peu risqués** (Etats, Agences, Covered Bonds, Investment Grade) avant que la rentabilité de son actif (qu'on peut approximer par un lissage des taux d'intérêt à long terme, **graphique 1e**) ne soit trop faible.

Graphique 1e
Zone euro : taux swaps 10 ans lissé sur 5 ans
(en %)



De plus, l'assurance-vie obligatoire est logique dans une perspective de long terme de désinflation et de baisse des taux d'intérêt (graphique 1f).

Graphique 1f
Zone euro : inflation et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

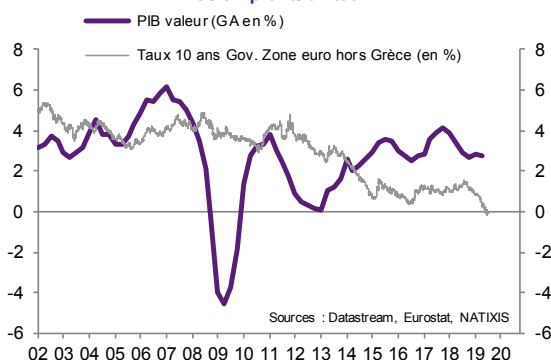


Elle ne l'est pas dans une perspective de taux d'intérêt très bas et stables ou de remontée durable des taux d'intérêt générant des moins-values en capital.

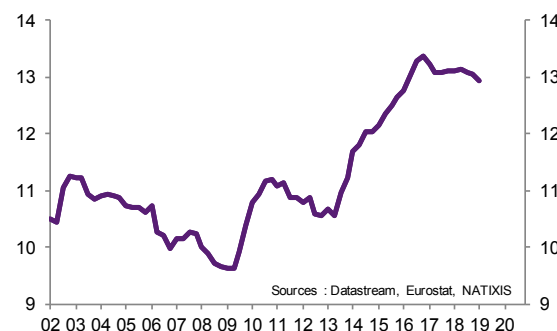
Deuxième question pour les assureurs : pourquoi ne pas investir plus en actions ?

Les taux d'intérêt inférieurs à la croissance (graphique 2a) et le niveau élevé de la profitabilité des entreprises (graphique 2b) devraient conduire à une rotation des assureurs-vie des obligations vers les actions.

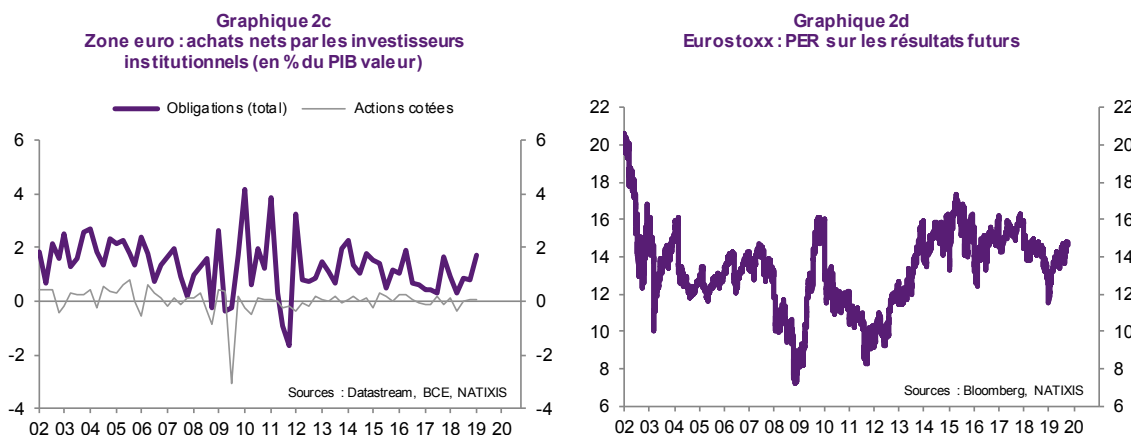
Graphique 2a
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 2b
Zone euro : profits après taxes, intérêts et dividendes (en % du PIB valeur)

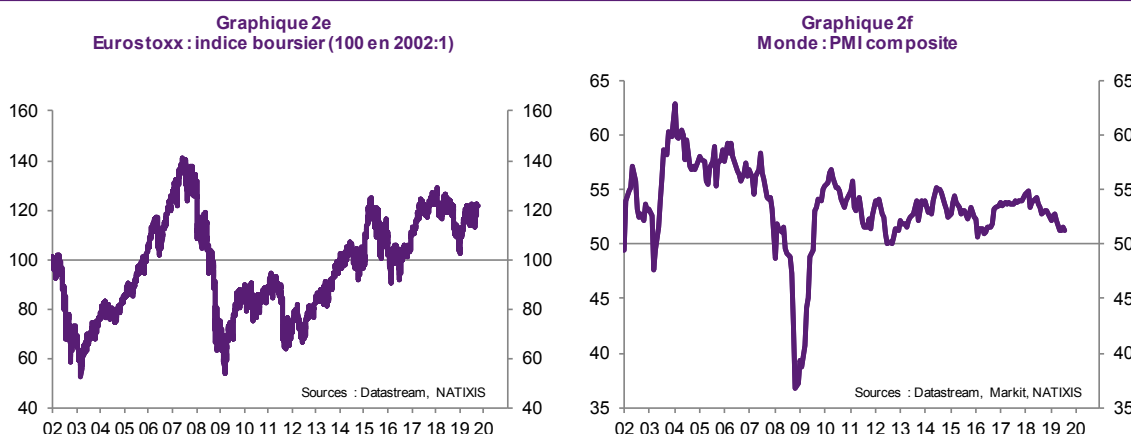


Cette rotation ne se produit pas (graphique 2c), d'où la faible valorisation des actions européennes (graphique 2d).



Cette absence de rotation vers les actions s'explique :

- par le **risque en capital** (en fonds propres) **lié à la détention d'actions**, dans un contexte de **forte variabilité répétitive des marchés d'actions** (graphique 2e) ;
- à court terme, par le **risque cyclique mondial** (graphique 2f).



Troisième question pour les assureurs : comment éviter les cercles vicieux ?

- **le premier cercle vicieux est celui du recul de la rentabilité de l'actif.** La baisse des taux d'intérêt accroît la valeur actuarielle du passif, d'où le recul des fonds propres et la **nécessité de vendre les actifs risqués qui consomment des fonds propres** ; le portefeuille à l'actif se concentre alors sur les obligations à rendement très faible ;
- **le second cercle vicieux est celui de l'investissement procyclique** ; quand la valeur des actifs risqués (actions, obligations d'entreprises) recule, les assureurs vendent ces actifs, alors que leurs prix sont bas, pour réduire leur consommation de fonds propres.

Les régulateurs des assureurs-vie devraient réfléchir aux **moyens de rendre contracyclique le comportement des assureurs** : exigence de fonds propres ajustée en fonction du cycle ?

Quatrième question : l'offre d'actifs alternatifs

Si les assureurs-vie :

- doivent réduire leur exposition aux obligations ;
- ne peuvent pas fortement accroître leur exposition aux actions,

ils devraient pouvoir se diversifier en actifs peu liquides ou non cotés : high-yield, private equity, infrastructures...

Le problème est que l'offre de ces actifs est insuffisante (**graphique 3, tableaux 1 et 2**).

Graphique 3
Zone euro : encours des obligations d'entreprises
High Yield (Mds \$)

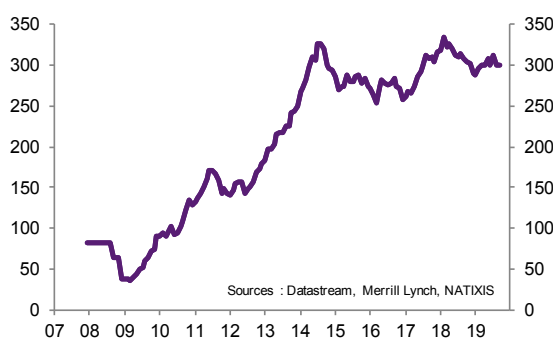


Tableau 1 : Europe : private Equity (Fonds levés en LBO, en Mds €)

| Années | Montant |
|--------|---------|
| 2002 | 27,5 |
| 2003 | 27,0 |
| 2004 | 27,5 |
| 2005 | 71,8 |
| 2006 | 112,3 |
| 2007 | 82,3 |
| 2008 | 82,6 |
| 2009 | 20,4 |
| 2010 | 25,5 |
| 2011 | 42,4 |
| 2012 | 27,0 |
| 2013 | 59,1 |
| 2014 | 57,0 |
| 2015 | 54,7 |
| 2016 | 84,1 |
| 2017 | 96,6 |
| 2018 | 97,3 |

Sources : EVCA, NVCA, Natixis

Tableau 2 : Europe : investissement en énergies renouvelables (Mds d'euros)

| Date | Montant |
|------|---------|
| 2004 | 24,9 |
| 2005 | 33,1 |
| 2006 | 46,8 |
| 2007 | 67,4 |
| 2008 | 81,3 |
| 2009 | 82,5 |
| 2010 | 113,9 |
| 2011 | 128,4 |
| 2012 | 88,9 |
| 2013 | 59,4 |
| 2014 | 67,9 |
| 2015 | 62,9 |
| 2016 | 64,1 |
| 2017 | 40,9 |

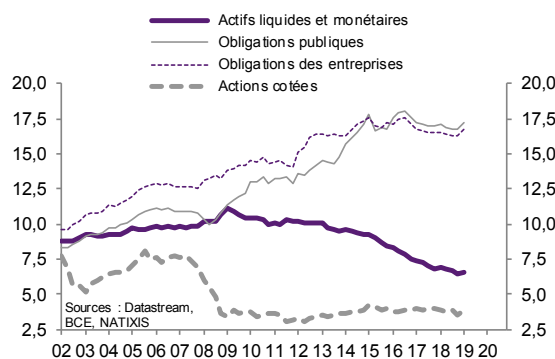
Sources : International Renewable Energy Agency (IRENA), NATIXIS

Mais on peut espérer que, **s'il y avait une hausse de la demande pour ces classes d'actifs, il y aurait aussi une hausse de l'offre.**

Synthèse : sans évolution, une situation très difficile

Si la structure des actifs des assureurs-vie ne varie pas (**graphique 4**), et si les taux d'intérêt à long terme restent à peu près au niveau présent, l'attractivité de l'assurance-vie pour les épargnants va rapidement disparaître.

Graphique 4
Zone euro : actifs à l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB valeur)



La rotation des actifs vers les actions, vers les actifs financiers non cotés ou illiquides est indispensable, et doit être rendue possible par l'évolution des produits et aussi de la réglementation.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUS-SIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.