

# L'INEVITABLE MUE DE L'ASSURANCE VIE FRANCAISE

ASSURANCE VIE | 29/06/2020



Marketing communication : Ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document

- **Les stigmates de la pandémie et de la récession économique mondiale étaient peu ou pas visibles sur les résultats du premiers trimestre 2020** de l'industrie de l'assurance. Il est vrai que le mois de mars s'est achevé par une photo des marchés en partie apaisée, et qu'il est à ce stade très compliqué d'estimer le coût de la pandémie et de la récession économique.
- Les impacts sur l'Assurance vie pourraient être longs à se faire sentir mais ne feront vraisemblablement que confirmer l'état des lieux pré-crise, **accentuant les besoins de refonte du business model et d'adaptation du système prudentiel et comptable**. Nous pensons en effet que les Etats vont se pencher très sérieusement sur **la procyclicité des mesures de solvabilité et de résultat** (en particulier IFRS 17).
- En maintenant les taux d'intérêt très bas les Banques Centrales ont clairement priorisé le sauvetage des finances publiques des Etats au détriment du secteur financier. En prenant la structure actuelle des actifs investis de l'assurance vie en France, **le rendement marginal des flux n'est que de 0,3%. L'assurance vie telle qu'elle existe en France - en particulier avec l'importance du fonds euros - va devoir se réinventer**.
- Un nouvel équilibre qui correspondrait à un financement de l'économie plus important par l'assurance vie nationale supposerait une désintermédiation (risque pris en charge par l'assuré), ou à défaut, **il faudrait que les assureurs soient moins contraints dans leurs investissements en actions**.
- **Le patrimoine des Français est majoritairement investi en immobilier et en actifs financiers liquides** (y compris l'assurance vie), avec un rôle toutefois significatif des actions non cotées. **Aux Etats Unis, la situation est inverse** avec un poids prédominant des actifs financiers cotés et minoritairement de l'immobilier.
- La Loi Pacte qui vise à moderniser l'économie intègre une réforme de l'épargne dont l'étendue et la profondeur sont inédites. **Cette réforme intervient à un moment où il existe par ailleurs une véritable prise de conscience des assureurs et peut être aussi des assurés de changer les comportements et de favoriser les produits d'épargne à long terme**. Le déconfinement permettra de dire si ces nouveaux produits d'épargne en principe plus investis en actifs actions et illiquides rencontreront leur clientèle à un moment où les marchés sont à des niveaux attractifs mais où la volatilité récente peut avoir laissé des traces sur l'appétit pour le risque des particuliers.

# SOMMAIRE

<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>4</b>
<b>1. Quelles leçons tirer de la crise du Covid 19 ?</b> .....	<b>5</b>
Stress test grandeur réelle qui montre des niveaux de résilience différents .....	5
Mise en exergue des limites des cadres prudentiels et comptables .....	5
Accentuation de la pression sur le business model de l'assurance vie .....	6
<b>2. Fonds euros et taux négatifs : les caractéristiques des assureurs français</b> .....	<b>7</b>
<b>3. Peut-on rendre compatibles les 3 objectifs d'une réforme de l'Assurance Vie ?</b> .....	<b>11</b>
Rendre plus acceptable dans l'avenir le rendement de l'assurance-vie .....	11
Accroître la détention domestique des entreprises françaises.....	12
Mais il faut respecter l'équilibre macro-financier.....	13
<b>4. Au total, il peut y avoir incompatibilité des objectifs</b> .....	<b>155</b>
Comparaison France / Etats Unis sur la structure de l'épargne et le financement de l'économie. ....	155
Structure de l'épargne en France et aux Etats-Unis.....	166
Structure du financement des entreprises aux Etats-Unis et en France .....	177
Synthèse : quelles différences importantes entre les structures de l'épargne et du financement des entreprises aux Etats-Unis et en France ? .....	188
<b>5. Quelles solutions pérennes pour un changement de business model ?</b> .....	<b>19</b>
Les solutions de court-terme permettent une « respiration » mais ne sont à long terme qu'un pansement sur une jambe de bois.....	1919
L'environnement macro-économique actuel renforce le besoin de mesure d'urgence.....	1919
Fort lobbying des assureurs pour modifier les règles de gestion et de solvabilité en place. ....	1919
Un changement de business model passe par des actions fortes .....	200
Le précédent japonais .....	200
Un environnement propice aux changements de fond.....	211
...pousse à repenser la notion de « protection de l'assuré » du point de vue réglementaire .....	222
La loi Pacte, un début de réponse ? .....	233
Les réformes antérieures n'ont pas réussi à changer la prévalence du fonds euros.....	233
La loi Pacte répond aux besoins de transformation en profondeur... ..	233
...mais reste dépendante du comportement des assurés .....	233

# INTRODUCTION

Le déséquilibre structurel entre les besoins de l'économie (financement par actions) et la structure de l'épargne (taux garantis en assurance vie) trouve son origine dans la spécificité culturelle de l'épargnant français : son aversion au risque. C'est cette aversion au risque qui pousse au besoin d'intermédiaire financier (l'assureur) qui se retrouve avec un passif sans risques (garantie de liquidité permanente et de capital pour l'assuré) et un actif risqué, consommateur de capital.

Dans l'environnement de taux bas, l'assureur est obligé de rerisquer son actif et donc surcapitaliser sa structure financière. Or, dans un environnement où le risque est en augmentation, le coût du capital devient trop cher.

**Deux approches sont possibles pour tenter de résoudre ce paradoxe :**

**Inciter à la vente d'UC.** Cela semble plus difficile dans le contexte actuel, les ventes UC diminuant historiquement après chaque recul prononcé des marchés financiers. En ce moment, ce constat ne se vérifie cependant pas : à fin Avril, la proportion des ventes UC reste stable par rapport à son niveau de Janvier 2020.

**Mieux gérer le besoin de sécurité de l'épargnant dans ce contexte de taux bas, via des mesures visant à adapter le profil de risque de l'actif par rapport à la réalité des besoins de l'épargnant :**

- allègement des charges en actions, l'approche de « théorie de la ruine » adoptée par Solvabilité 2 ne représente pas correctement les intérêts à long terme de l'épargnant ;
- allongement de la durée de l'actif afin de réduire les écarts de duration, coûteux en capital ;
- mise en place d'un mécanisme contracyclique dans la formule standard afin d'améliorer la capacité d'absorption des bilans (libération de capital en cas de détérioration économique). En parallèle, rediscuter de la mise en place d'IFRS17 qui va rajouter une couche de procyclicité, dans les bilans et les résultats des assureurs.

**Même si nous ne sommes pas en mesure de déterminer l'ampleur des impacts de la crise actuelle, il semblerait qu'en ce qui concerne l'assurance vie en France, elle ne fasse que renforcer le besoin urgent d'adaptation du business model :** dans un environnement de plus en plus risqué, l'épargnant rejette encore davantage le risque (en mars et avril 2020, collecte négative en assurance vie, forte collecte sur le livret A). Ce système semble intenable à long terme, sauf à se transformer en scénario japonais où toute l'épargne est dirigée vers l'Etat, bloquant l'accès à l'intermédiation pour les entreprises qui sont obligées de s'autofinancer et donc brider leur croissance.

**La loi PACTE, à travers le PER et l'eurocroissance réformé, doit être soumise à la réalité du marché :** s'il pouvait être attendu que les transferts de l'assurance vie vers la loi pacte ne soient pas massifs, la loi devrait néanmoins permettre une redirection sur le long terme de l'épargne française accumulée dans les contrats en supports euros. Dans le contexte actuel où les dépôts bancaires et du livret A sont historiques quand l'assurance vie enregistre deux mois consécutifs de décollecte, trouver un support assurantiel pour rediriger l'épargne des français est un enjeu clé pour le secteur

# 1. Quelles leçons tirer de la crise du Covid 19 ?

Chaque crise que le secteur de l'assurance a dû affronter au cours des dernières décennies a été différente des précédentes. Chaque fois, la résilience du modèle est venue du fait que le mécanisme de production inversée (encaissement des primes pour un service rendu plus tard) a laissé du temps aux assureurs pour s'adapter. On doit aussi souligner la résilience au niveau de la reconduction presque automatique d'une partie du portefeuille. Aucun assureur n'a fait défaut du fait de la disparition de sa clientèle. De nombreuses entreprises industrielles ont disparu du fait de la disparition de leur marché (exemple de Kodak). L'assurance est une industrie réglementée. Elle a toujours eu le temps pour s'adapter.

Bien que les enseignements de la crise en cours soient à ce stade difficiles à estimer, il semblerait que ses impacts ne font que confirmer l'état des lieux pré-crise et accentue les besoins de refonte du business model et d'adaptation du système prudentiel et comptable.

## Stress test grandeur réelle qui montre des niveaux de résilience différents

Au niveau global, cette crise épargne pour l'instant les assureurs – c'est une crise « corporate » et le nombre d'actions de notes directes liées à la crise reste minimal - nous pouvons même mentionner au moins un upgrade, celui de CCR Ré par S&P. La plupart des grands assureurs ont communiqué sur une perte de 20 à 30 points de Solvabilité 2 et leur ratio à fin mars reste dans leur fourchette d'appétit au risque. En ce sens, cette crise pourrait être considérée comme une validation de Solvabilité 2.

Pour autant, la photo est moins flatteuse si on zoome sur l'assurance vie en France : fin 2019, le ratio de Solvabilité des assureurs français s'établissait à 263%, en progression de 37 points sur un an. Mais cette amélioration s'expliquait par l'inclusion de la provision pour participations aux bénéfices des assurés dans le calcul des fonds propres réglementaires. Sans celle-ci, le ratio aurait été de 233% - à fin Mars, l'impact sur le secteur est aussi de 20 à 30 points, ce qui peut laisser à penser qu'une partie du secteur pourra être fragilisée dans les mois à venir.

En effet, les actifs investis ont été touchés durablement avec le recul des marchés actions et la détérioration des spreads sur obligations corporates, pour ne parler que des classes d'actifs visibles. De plus, on ne peut pas écarter aussi une nouvelle crise de confiance sur les dettes souveraines avec la hausse de déficits des Etats qui va se poursuivre au-delà de 2020.

## Mise en exergue des limites des cadres prudentiels et comptables

- **La procyclicité des instruments de mesure de la solvabilité et de mesure des résultats en particulier avec IFRS 17, va être remise en cause par les Etats qui ont besoin de stabilité du secteur financier.** Le mécanisme de 'Contractual Service Margin' liée à IFRS 17 impose la reconnaissance immédiate de toutes les pertes futures d'un contrat en valeur de marché. Mi-mars 2020, les conditions de marché étaient telles que l'application de cette norme aurait amené à reconnaître en résultat des dizaines de Md€ de pertes pour le marché français. **Dans le cadre des réformes de solvabilité II, soumises à consultation en octobre 2019 par l'EIOPA, le manque d'outils macro-prudentiels, en comparaison avec le secteur bancaire, est clairement mis en relief.** L'idée d'instaurer des coussins de capital systémique additionnels, un cadre de mesure de la liquidité ainsi qu'un régime de résolution est avancé. Au sein du secteur bancaire, cette crise du coronavirus nous a montré à quel point des mesures contracycliques puissantes et rapides ont permis de libérer du capital rapidement pour financer l'économie et donc investir dans des actifs risqués via des prêts envers des agents économiques en difficulté ou des extensions de lignes de crédit :
- Réduction temporaire des exigences en capital réglementaire. Les Etats ont majoritairement supprimé le coussin de capital réglementaire contracyclique et les régulateurs ont également autorisé temporairement aux banques d'opérer avec des niveaux de capitalisation inférieurs aux exigences habituelles (réformes du P2G et P2R, possibilité d'opérer sous le coussin de conservation du capital). En moyenne la somme de ces mesures a permis de doubler l'excédent de capital des banques Européennes, libérant plus de 3% d'actifs pondérés aux risques soit plus de 200 Md€. Cela s'est accompagné par des consignes fortes du superviseur pour suspendre/annuler les paiements de dividendes.

- Forte hausse de l'accès à la liquidité grâce à des programmes de prêts de la BCE à taux négatifs (TLTRO III réaménagé à -1%, PELTRO à -0,25% et LTRO à -0,50%), une baisse des exigences en collatéral et une réduction temporaire des exigences en termes de détention d'actifs liquides (LCR pouvant exceptionnellement aller sous les 100%).
- Les Etats des différents membres de l'UE ont accordé des garanties sur des encours de crédits bancaires de plusieurs centaines de milliards d'euros pour les entreprises.
- Réduction des contraintes de provisionnement pour les expositions concernées par les moratoires ou impactées par la crise du Coronavirus.
- Réincorporation temporaire des provisionnements générés par la crise du COVID dans le capital.
- **Test des institutions européennes** : Les mesures réglementaires concernant les assureurs ont essentiellement porté sur un report des dates de publications réglementaires et des consultations sectorielles ainsi que des recommandations sur les dividendes. Sur ce dernier point, les différentes interprétations nationales des recommandations EIOPA génèrent des situations de « concurrence déloyale », et montrent l'importance d'avoir une réelle approche européenne. L'EIOPA doit imposer une seule direction à tout le monde. En attendant, certaines mesures faisant partie des garanties long terme telles que l'ajustement symétrique sur le risque de marché action ou l'ajustement de volatilité pays sont mis en exergue par l'EIOPA comme ayant un effet macro prudentiel. L'ajustement symétrique permet de réduire l'impact du choc action de 10% maximum en période de forte baisse des marchés actions alors que l'ajustement de volatilité permet de corriger l'impact de la volatilité des taux. L'EIOPA produit pendant la période de crise du COVID-19 une courbe des taux sans risque hebdomadaire plutôt que mensuelle afin de permettre aux assureurs de calculer un ratio de solvabilité au plus près de son niveau réel. Toutes ces mesures sont néanmoins insuffisantes pour réduire la procyclicité de Solvabilité II.

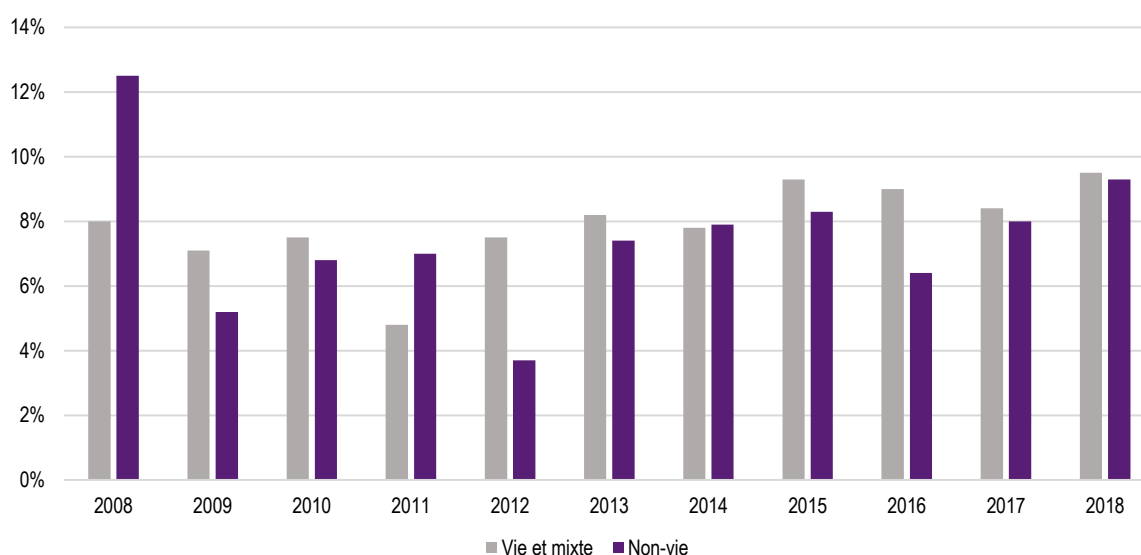
#### Accentuation de la pression sur le business model de l'assurance vie

- La longue période de désinflation que nous avons connue a été favorable aux assureurs. Les plus-values latentes obligataires étaient confortables. Cela rendait possible en épargne la rémunération de nouvelles polices avec des taux anciens plus élevés. Globalement, les assurés vie bénéficiaient de garanties de liquidité et de taux minimums qu'ils ne payaient pas.
- **Tension à venir sur les bilans** : ce très long cycle est désormais terminé. Les deux options possibles sont soit des taux bas, voire négatifs, soit une hausse des taux plus ou moins rapide. A moyen terme, avec l'hypothèse de taux durablement bas, une baisse des plus-values actions couplée à une forte volatilité des marchés ainsi que le re-rating à venir du secteur corporate, les ratios de solvabilité seront vraisemblablement sous pression. La flexibilité des assureurs pour investir dans les actifs risqués et l'économie réelle en sera d'autant réduite.
- **Le model « fee-based » à faible consommation en capital risque d'être testé** : On connaît l'étroit lien entre évolution du CAC et vente UC - il peut dans ce contexte être compliqué de promouvoir la vente de produits UC et cela va possiblement nécessiter une forte adaptation des modèles des assureurs vie. Les dépôts historiques sur le Livret A laissent augurer un besoin accru de sécurité et de liquidité de l'épargnant. Or, dans un environnement où l'épargne des ménages va vraisemblablement augmenter (en Chine, les comportements des ménages restent très prudents post confinement avec des taux d'épargne significatifs), la question du type de support va être déterminante pour le secteur de l'assurance vie. En parallèle, l'émergence de produits plus complexes pose le problème du devoir de conseil, qui va aussi devenir un élément clé pour les assureurs.

## 2. Fonds euros et taux négatifs : les caractéristiques des assureurs français

Bien qu'en France la rentabilité des activités non-vie et vie soit assez similaire comme le montre le graphique ci-dessous, le contexte actuel de taux bas, voir négatifs fait la part belle aux assureurs composite, diversifiés tant géographiquement qu'en termes de segments d'activité. En effet, le business modèle de l'assurance vie en France suscite des inquiétudes. Le stock massif de contrats d'assurance vie dont le capital et la liquidité sont garantis semble incompatible avec une ère où les rendements des obligations d'Etats sont durablement négatifs et où le cadre réglementaire de solvabilité II rend quasi impossible la réallocation du portefeuille d'investissement vers des actifs à plus haut rendements.

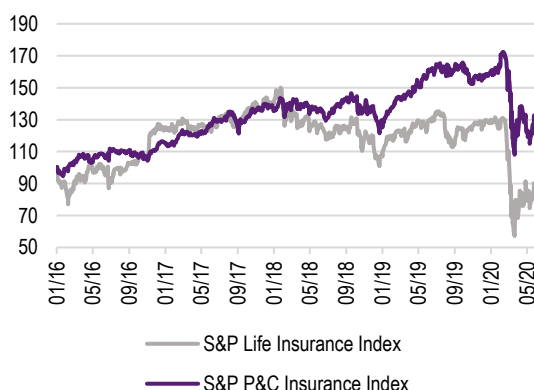
Graphique 1 : ROE de l'assurance vie et non vie en France



Sources: Natixis, FFA

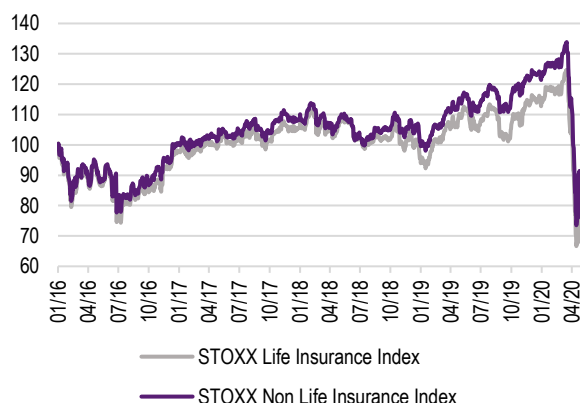
Cet environnement négatif pour l'assurance vie est reflété dans les valorisations sur les marchés actions, tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

Graphique 2a : Evolution des indices actions US assurance vie et non-vie (base 100)



Sources: Natixis, Bloomberg

Graphique 2b : Evolution des indices actions Europe assurance vie et non-vie (base 100)



Sources: Natixis, Bloomberg

Si le marché semble avoir clairement tranché, les acteurs de l'assurance vie en France ne sont pas tous armés de la même manière tant il existe des disparités entre les différentes catégories d'acteurs. **Nous mettons en**

exergue ci-après plusieurs paramètres : Le type d'assureur, la part d'unités de compte, la sensibilité de leurs ratios de solvabilités, leurs provisions pour participation aux excédents et les niveaux de plus-values latentes.

Tableau 1 : Disparité des contrats en euros par type d'assureurs (2018)

	Bancassureurs	Assureurs traditionnels	Mutuelles
Part de marché (%)	61%	35%	4%
Taux de revalorisation	1.71%	2.00%	2.61%
Taux technique	0.34%	0.70%	0.98%
Taux de chargement	0.64%	0.45%	0.32%

**Taux technique** : Le taux technique déclaré sur les contrats individuels est le taux maximal à partir duquel sont actualisés les engagements de l'assureur envers les assurés. Il est fixé au moment de la souscription et limité par la réglementation applicable à cette date (A.132-1 du Code des Assurances). Le taux servi par l'assureur ne peut lui être inférieur. Il peut donc constituer une contrainte significative pour les assureurs ayant des taux techniques élevés. **Taux de chargement** : Rapport entre les chargements de gestion, afférents au contrat, payés par l'assuré et les provisions mathématiques moyennes.

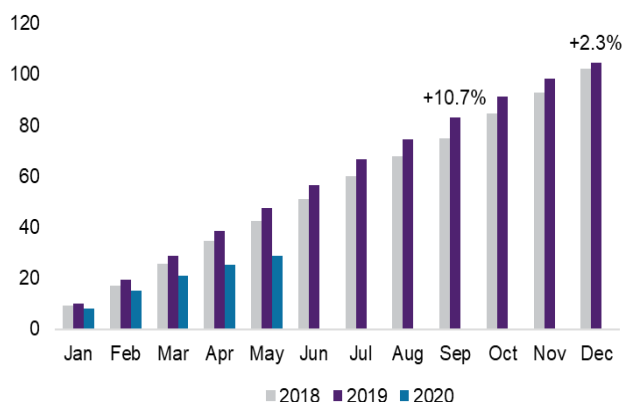
Sources : Natixis, ACPR

Le tableau ci-dessus montre la disparité des caractéristiques des encours en fonds euros en fonction du type d'assureurs. L'ACPR montre que d'un point de vue général, les caractéristiques des encours des bancassureurs sont plus favorables avec un niveau de frais et commissions plus élevé, des garanties plus faibles et une moindre rémunération des contrats. En plus de cela, les bancassureurs bénéficient du soutien de leur maisons mères (les banques), qui peuvent les recapitaliser à moindre coût en cas de besoin (grâce au compromis danois).

En 2019, les assureurs ont pris des mesures afin d'inciter les souscripteurs à opter pour les unités de compte (% minimum de souscription en UC, hausse des frais d'entrée sur les fonds euros, bonus de PPB en fonction du taux d'UC...). Ces mesures se sont montrées payantes. La collecte brute en unités de compte était en croissance de 1,8% en 2019, grâce à un fort rattrapage en fin d'année. La collecte nette a aussi montré une forte progression. Reste à savoir à quel point cette dynamique sera impactée par la crise en cours.

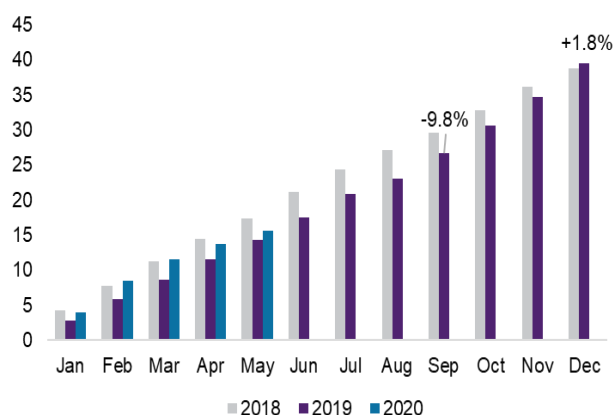


**Graphique 3a : Collecte brute cumulée sur les fonds euros (Md€)**



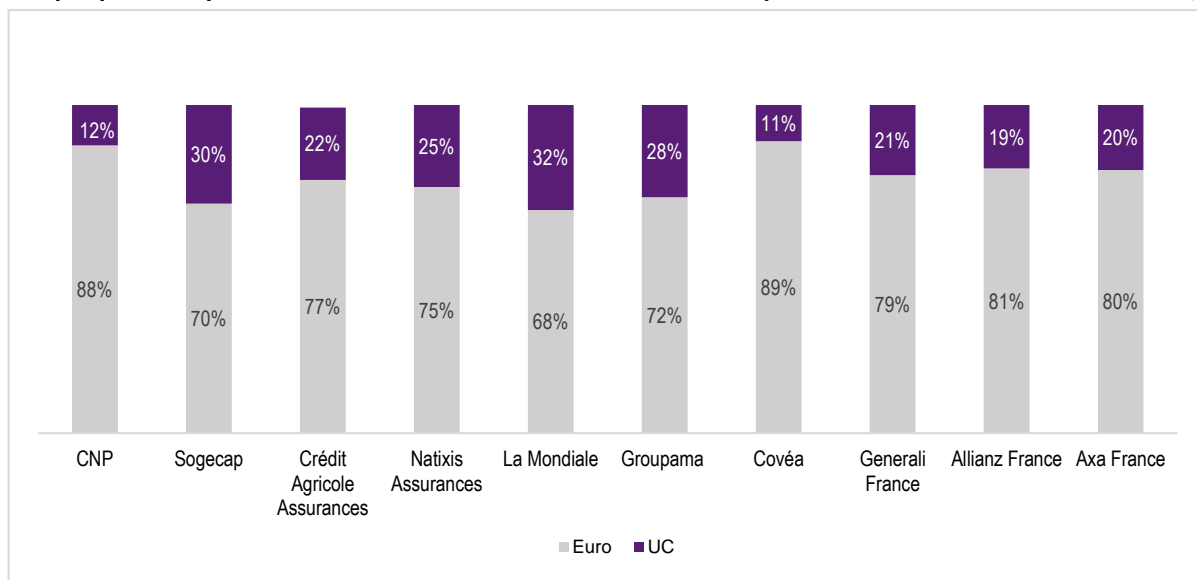
Sources: Natixis, FFA

**Graphique 3b : Collecte brute cumulée sur les unités de compte (Md€)**



Sources: Natixis, FFA

**Graphique 4 : Répartition des encours d'assurance vie en France pour un échantillon d'assureurs Français**

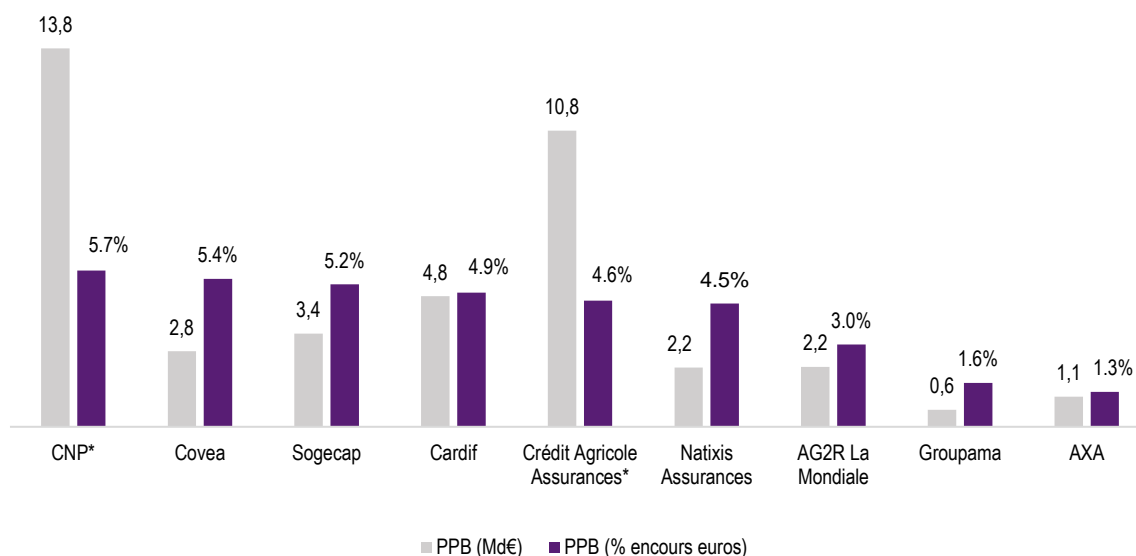


Sources: Natixis, Rapports Financiers 2019

Si la baisse des taux a réduit considérablement le rendement des nouveaux investissements, **elle a, jusqu'à l'arrivée de la pandémie, eu pour effet de booster les performances sur les marchés financiers, permettant aux assureurs vie de constituer des plus-values latentes et de gonfler les provisions pour participation aux excédents.**

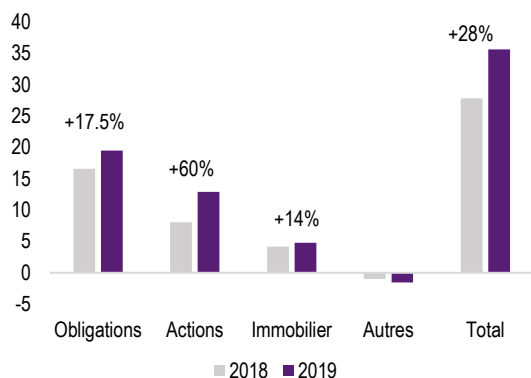
La PPE et les plus-values latentes pourront être utilisées pour lisser dans le temps l'impact des taux bas.

**Graphique 5 : Provisions pour participation aux bénéfices en Md€ et en % de l'encours de fonds euros**



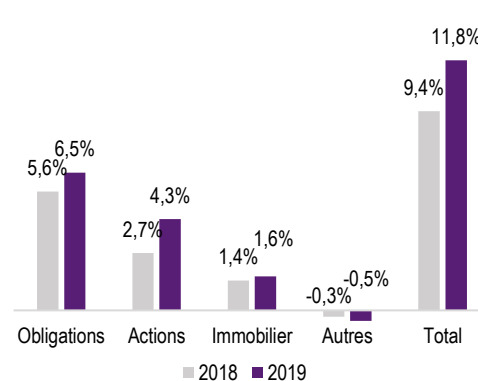
Sources: Natixis, Good Value for Money ; \*Les PPB de CNP et Crédit Agricole Assurances sont à fin 2019, les autres à fin 2018

**Graphique 6a : Plus-values latentes de CNP (Md€)**



Sources: Natixis, CNP

**Graphique 6b : Plus-values latentes de CNP (en % du total des actifs)**



Sources: Natixis, CNP

Même si les assureurs ne sont pas tous logés à la même enseigne et qu'ils bénéficient de différents outils pour tenter d'étaler l'impact de la baisse des taux dans le temps, il n'en reste pas moins vrai que le modèle de l'assurance vie est dos au mur à moyen terme et, dans l'environnement de taux actuel, nécessite d'être réformé en profondeur pour être viable à l'avenir.

### 3. Peut-on rendre compatibles les 3 objectifs d'une réforme de l'Assurance Vie ?

Les trois objectifs d'une réforme de l'assurance-vie sont :

- Rendre plus acceptable le rendement de l'assurance-vie ;
- Accroître la détention domestique des entreprises françaises ;
- Assurer de manière harmonieuse le financement de l'économie par les assureurs, les banques, les non-résidents.

Nous nous interrogeons sur la capacité à rendre ces trois objectifs compatibles.

#### Rendre plus acceptable dans l'avenir le rendement de l'assurance-vie

Le tableau 1 montre la structure moyenne des fonds en euros d'assurance-vie.

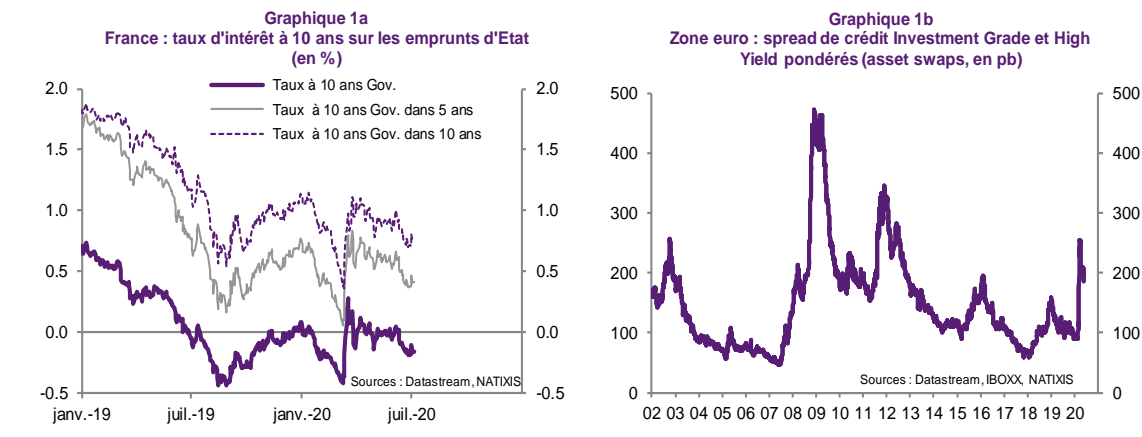
**Tableau 1 : Composition moyenne des fonds en euros classiques à fin 2018**

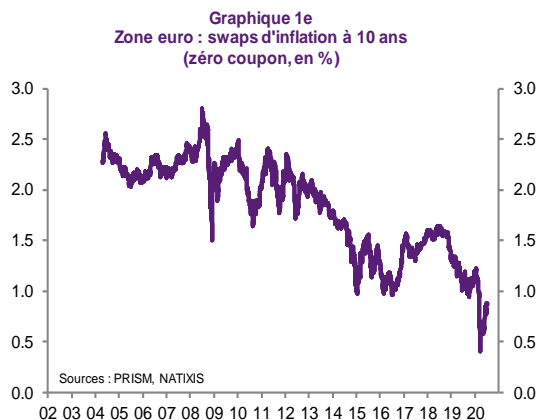
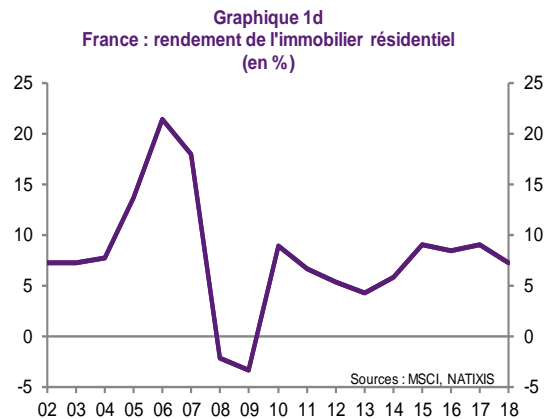
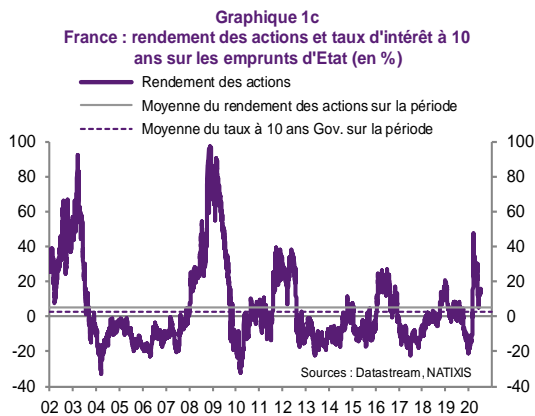
Obligations corporate	Obligations souverain et parapublic	Actions	Immobilier	Monétaire	Produits structurés	Gestion alternative	Autres
47,41%	32,76%	8,22%	6,40%	1,96%	0,03%	0,22%	3,08%

Sources : GVfM, NATIXIS

Nous partons :

- de l'évolution attendue des taux d'intérêt à long terme dans le futur (graphique 1a) ;
- des spreads de crédit moyens (graphique 1b) ;
- de l'excès moyen de rendement des actions (graphique 1c) ;
- du rendement moyen de l'immobilier (graphique 1d) ;
- d'une hypothèse de stabilité de l'inflation (graphique 1e).





Ceci conduit à un rendement moyen attendu du fonds en euros, avec sa structure actuelle, de 0,3% par an sur les 10 prochaines années, hors frais.

Ce rendement faible est évidemment un problème pour les épargnants.

### Accroître la détention domestique des entreprises françaises

La faiblesse de la détention d'actions cotées par les investisseurs-épargnants en France (graphique 2a) conduit à ce que la détention des entreprises françaises par les non-résidents soit importante (graphiques 2a/b et tableau 2).

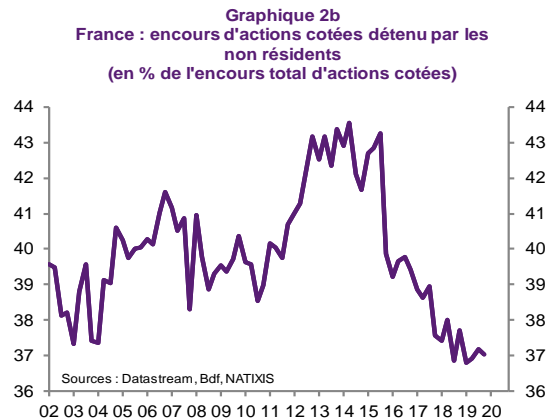
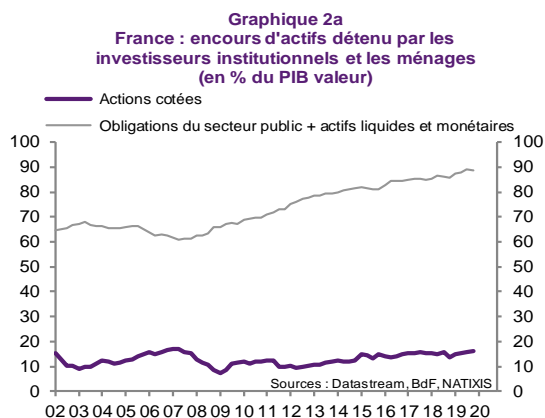


Tableau 2 : France : taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40

Année	En %
2002	39,6
2003	44,5
2004	46,7
2005	44,9
2006	46,3
2007	41,2
2008	41,7
2009	43,5
2010	41,9
2011	44,2
2012	47,3
2013	47,8
2014	46,1
2015	45,3
2016	44,8
2017	43,1
2018	42,2

Sources : Banque de France, NATIXIS

Ceci peut poser un problème de souveraineté, de gouvernance, de règles du capitalisme qui sont appliquées.

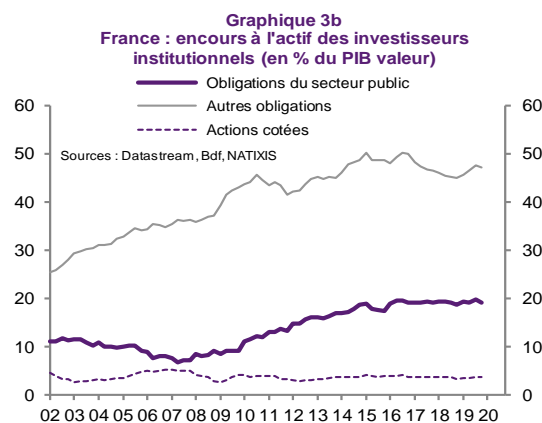
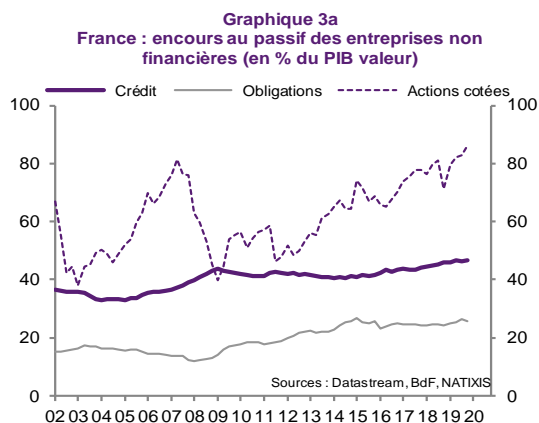
Si la réglementation des assureurs les conduisait à détenir beaucoup plus d'actions, bien sûr le poids des résidents dans la détention des entreprises augmenterait.

Au total, changer la structure de portefeuille du fonds en euros des assureurs-vie en augmentant le poids des actifs risqués (actions, obligations d'entreprises) permettrait à la fois d'accroître le rendement du fonds en euros et la détention domestique des entreprises françaises.

### Mais il faut respecter l'équilibre macro-financier

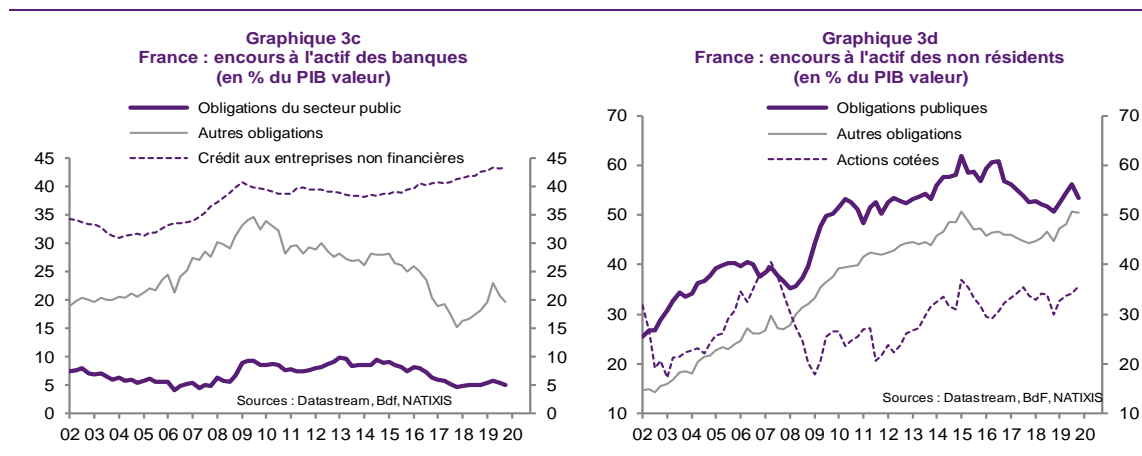
A un instant donné, le passif des entreprises non financières est ce qu'il est (graphique 3a).

Si une réforme de l'assurance-vie conduit à ce que les investisseurs institutionnels détiennent davantage d'actions et d'obligations des entreprises et moins d'obligations du secteur public (graphique 3b), comment se réalise l'équilibre macro-financier ?



A court-moyen terme, il faut :

- soit que les entreprises non financières se financent davantage sur les marchés financiers et moins par le crédit bancaire (graphique 3a ci-dessus, qu'il y ait désintermédiation) et que les banques prêtent davantage aux Etats et moins aux entreprises (graphique 3c) ;
- soit, si les entreprises non financières ne changent pas leur structure de financement, que les non-résidents détiennent davantage d'obligations du secteur public et moins de titres des entreprises (graphique 3d).



Il n'est pas certain :

- qu'on souhaite la désintermédiation du financement des entreprises, qui peut être difficile pour les PME en particulier ;
- que les non-résidents souhaitent détenir davantage de dette publique de la France (tableau 3).

**Tableau 3 : France : part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'Etat**

Année	En %
2002	41,9
2003	48,0
2004	52,7
2005	56,5
2006	59,0
2007	60,5
2008	64,1
2009	67,8
2010	67,0
2011	64,0
2012	61,9
2013	63,5
2014	63,6
2015	61,9
2016	58,3
2017	54,5
2018	52,3
2019	53,6

Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, NATIXIS

## 4. Au total, il peut y avoir incompatibilité des objectifs

Pour accroître le rendement du fonds en euros et pour accroître la détention domestique d'actions, **il faut diversifier le fonds en euros vers les actions et les obligations d'entreprises** ; mais ceci impose :

- soit de désintermédier le financement des entreprises ;
- soit de les faire financer moins par les non-résidents et de reporter ceux-ci vers le financement de l'Etat,

ce qui n'est dans le premier cas pas souhaitable, dans le second pas facile à obtenir.

### **Comparaison France / Etats Unis sur la structure de l'épargne et le financement de l'économie.**

On envisage souvent en France une évolution de l'épargne et du financement de l'économie dans la direction de ce qui est observé aux Etats-Unis, c'est-à-dire une moindre intermédiation du financement de l'économie par les banques rendue possible par la hausse de la détention d'actifs risqués par les épargnants.

Ceci nous incite à comparer les situations de la France et des Etats-Unis en ce qui concerne :

- la structure de l'épargne (immobilière et financière) ;
- le financement des entreprises (il faut ici regarder les stocks et les flux).

Les points les plus importants nous semblent être :

- le poids beaucoup plus important du patrimoine immobilier par rapport au patrimoine financier en France ;
- un financement des entreprises, en termes de stocks, dominé par les actions cotées et les obligations aux Etats-Unis, par les actions non cotées et le crédit en France ; en termes de flux, par les obligations et le crédit aux Etats-Unis, par les actions non cotées, les obligations et le crédit en France ;
- les rachats d'actions aux Etats-Unis ;
- le rôle majeur des actions non cotées (private equity, entreprises familiales) en France.

### **Une évolution de l'épargne et du financement de l'économie en France dans la direction de ce qui est observé aux Etats-Unis ?**

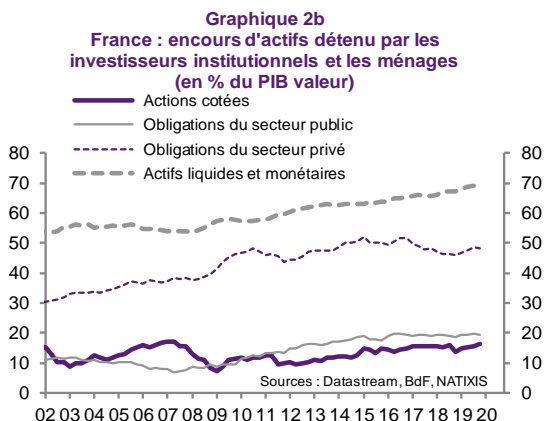
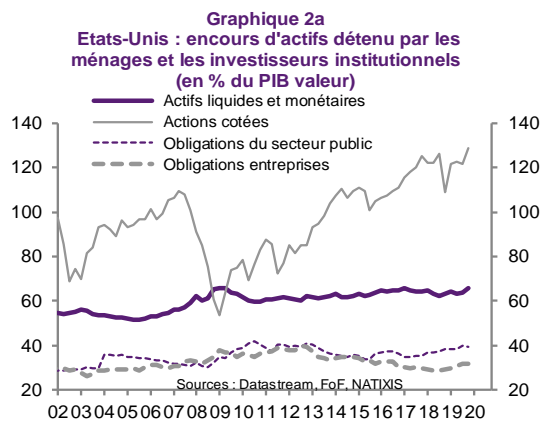
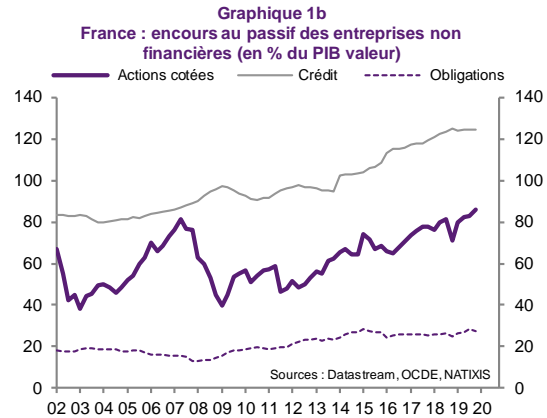
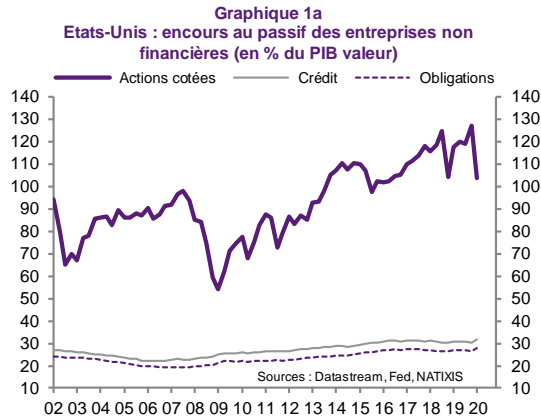
Aux Etats-Unis, les entreprises sont largement financées par les marchés financiers (graphique 1a), alors qu'en France les entreprises sont financées beaucoup par le crédit bancaire (graphique 1b).

On a souvent entendu qu'il fallait que la France évolue dans le sens des Etats-Unis en ce qui concerne le financement des entreprises, avec une désintermédiation de ce financement.

La désintermédiation suppose bien sûr que les épargnants de base (les ménages) acceptent de détenir (directement ou au travers des intermédiaires financiers) des actifs risqués (actions et obligations des entreprises).

Les graphiques 2a/b montrent que le goût pour les actifs sans risque est beaucoup plus élevé en France qu'aux Etats-Unis.

Ils représentent 60% de l'ensemble des actifs détenus en France et 40% aux Etats-Unis.



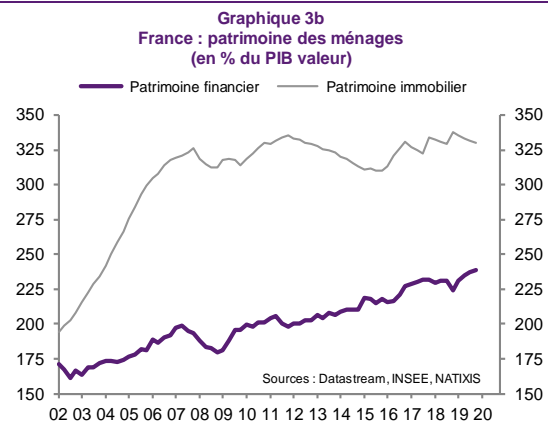
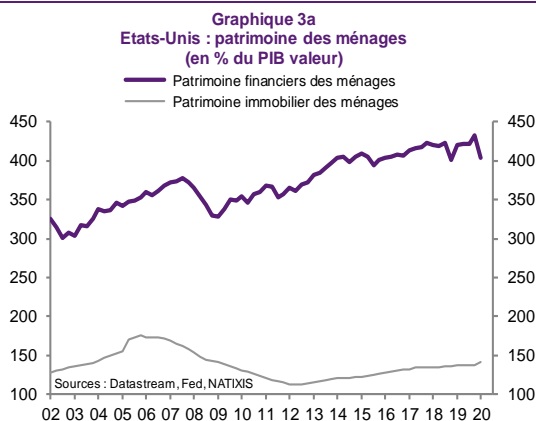
Pour qu'il puisse y avoir désintermédiation en France, il faut que les épargnants acceptent de détenir des actifs risqués. Ceci nous incite à regarder plus précisément la structure de l'épargne et le financement des entreprises en France et aux Etats-Unis.

### Structure de l'épargne en France et aux Etats-Unis

Les graphiques 2a/b plus haut montrent la structure de l'épargne financière.

Il faut ajouter à cette comparaison :

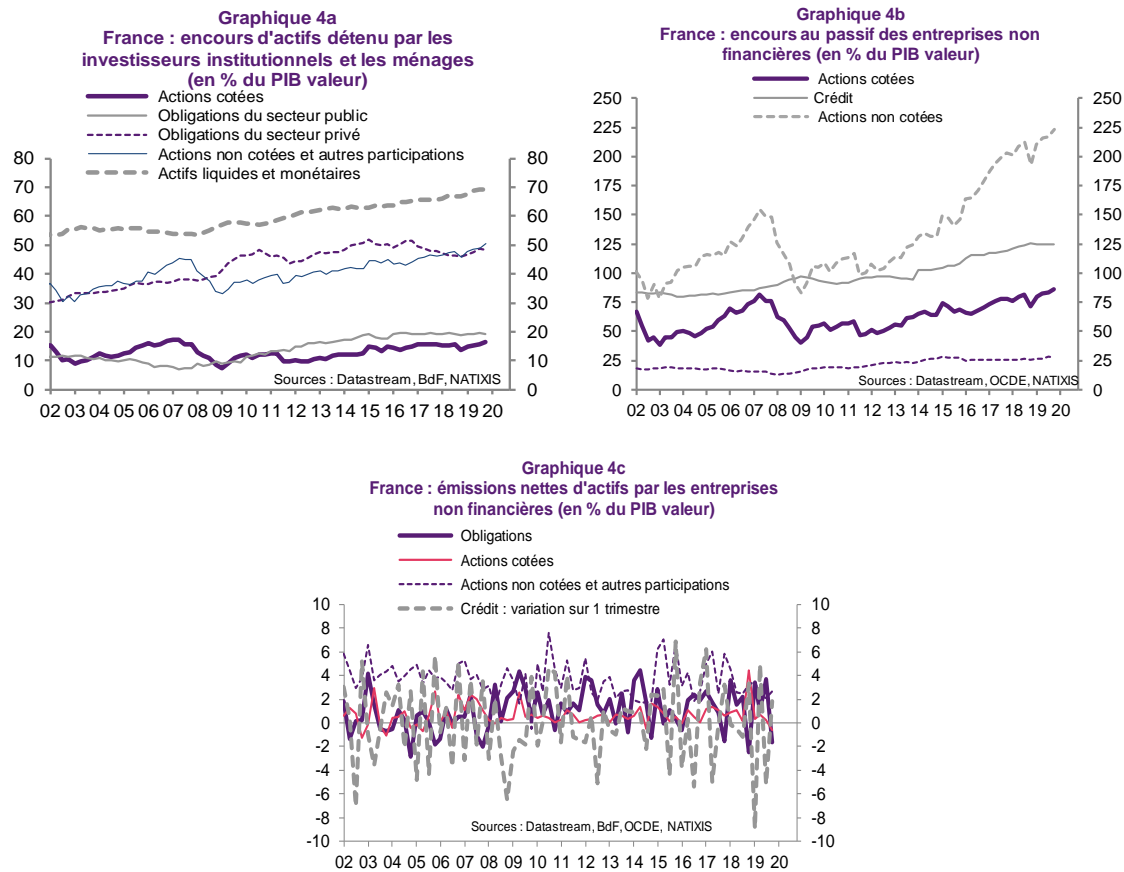
- le poids de l'immobilier (graphiques 3a/b), beaucoup plus élevé en France qu'aux Etats-Unis ;





- le rôle en France des actions non cotées (capital des entreprises familiales, private equity).

Les graphiques 4a/b/c montrent que les actions non cotées sont beaucoup plus importantes dans les portefeuilles des épargnants et dans le financement des entreprises que les actions cotées.



## Structure du financement des entreprises aux Etats-Unis et en France

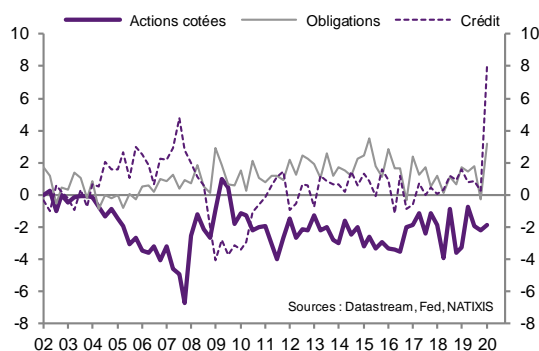
Les graphiques 1a/b plus haut ont montré le poids plus élevé des financements de marché (actions cotées, obligations) des entreprises aux Etats-Unis, le poids plus élevé du crédit en France.

Il faut aussi regarder les flux de financement

Le graphique 4c plus haut et le graphique 5 montrent :

- le rôle dominant des actions cotées puis des obligations et du crédit en France ;
- le rôle dominant des obligations aux Etats-Unis ;
- les rachats d'actions par les entreprises aux Etats-Unis.

Graphique 5  
Etats-Unis : émission nettes par les entreprises non financières ( en % du PIB valeur)



### Synthèse : quelles différences importantes entre les structures de l'épargne et du financement des entreprises aux Etats-Unis et en France ?

Ce qui précède montre des différences importantes entre les structures de l'épargne et du financement des entreprises entre la France et les Etats-Unis :

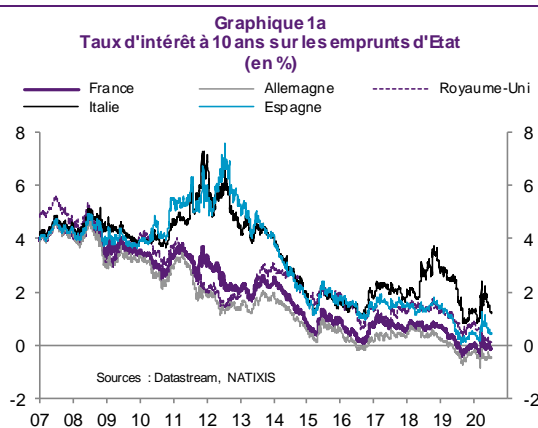
- en termes de stock le rôle dominant du crédit et des actions non cotées en France, des financements de marché aux Etats-Unis dans le financement des entreprises ; en termes de flux, les rachats massifs d'actions aux Etats-Unis ;
- l'aversion pour le risque beaucoup plus forte des épargnants en France qu'aux Etats-Unis, couplée avec un système d'épargne français répondant aux besoins de sécurité et liquidité (au détriment du rendement) alors que le système américain de fonds de pension impose la détention en actions aux ménages ;
- le poids beaucoup plus important du patrimoine immobilier en France qu'aux Etats-Unis.

## 5. Quelles solutions pérennes pour un changement de business model ?

Face à des taux d'intérêt qui devraient rester durablement bas, (**Graphique 1a**) et à une pression réglementaire grandissante (révision de Solvabilité 2, mise en place d'IFRS17 – leur mise en place a été décalée par la crise mais reste sur la table), les assureurs français tentent de s'organiser avec des solutions de court terme (recapitalisation, réduction du SCR, changements réglementaires ...). Nous estimons que des mesures plus structurantes et définitives peuvent être envisagées, comme cela a été possible au Japon par exemple. Enfin, la Loi Pacte offre la possibilité aux assureurs de personnes en France de modifier en profondeur la nature des risques pris sur les affaires nouvelles. C'est la première réforme d'envergure qui vise à réorienter l'épargne long terme de l'assurance vie du financement de l'Etat vers le financement de l'économie réelle.

**Les solutions de court-terme permettent une « respiration » mais ne sont à long terme qu'un pansement sur une jambe de bois**

**L'environnement macro-économique actuel renforce le besoin de mesure d'urgence**



Les assureurs européens ont été surpris et fortement impactés par la baisse des taux d'intérêt entre juin et septembre 2019 qui a correspondu à un point bas. Dans l'urgence les renforcements de solvabilité au deuxième semestre 2019 se sont fait sous forme d'augmentation de capital et d'émission de dettes subordonnées. Suravenir, Sogecap et Aviva France ont été recapitalisés à hauteur de respectivement 540 M€, 350 M€ et 159 M€. AG2R LM a émis 500 M€ de RT1. CNP et Groupama ont émis respectivement 750 M€ et 500 M€ de dettes subordonnées.

Depuis le début de l'année et la pandémie, si les ratios de Solvabilité ont « tenu » au premier trimestre, on s'attend à de nouvelles émissions de dettes subordonnées, sur une base opportuniste, afin de profiter des conditions favorables de marché mais aussi d'anticiper des besoins à venir, le tout dans un contexte très volatile et donc incertain.

**Fort lobbying des assureurs pour modifier les règles de gestion et de solvabilité en place.**

Dans sa présentation du mois d'octobre 2019, Milliman simulait sur son portefeuille 'France Vie' en partant d'un point de départ à fin septembre 2019 (taux de couverture SCR 126%), l'impact de la suppression du minimum de PB réglementaire (85% soit un effet positif de 18 points), du financement des intérêts techniques par la PPE (+91 points), et enfin de l'impact d'un passage pour l'ensemble des contrats en euros d'un TMG net à un TMG brut (+110 points). Certains assureurs ont aussi milité pour une baisse du niveau de capital garanti sur les nouveaux contrats en euros.

Dans ce contexte, la réforme de la PPE (Provision pour Participation aux Excédents) représente une délivrance ; le 'cadeau de Noel' des assureurs français. Le 28 décembre 2019, l'ACPR a officiellement rendu

possible l'absorption des pertes par la PPE qui a conduit en Janvier à la reconnaissance de la PPE comment élément admissible aux fonds propres durs (URT1). C'est le résultat d'un lobbying intense et efficace de la FFA envers le Trésor qui a fait valoir que les assureurs allemands assimilent depuis longtemps la réserve RFB (Rückstellung für Beitragsrückerstattungen) à des fonds propres.

La PPE qui est constituée de la part de plus-values qui revient aux assurés sur les actifs non obligataires représente un stock de 50 Md€ dont 40% seraient logés chez CNP et Crédit Agricole Assurances, en ligne avec leur part de marché. Certains acteurs comme l'AFER qui ont une stratégie de distribution de l'intégralité des revenus financiers aux assurés sont dépourvus de cette nouvelle forme de capital réglementaire. Le texte de loi apparaît très souple, avec l'option d'adopter un calcul simplifié de la valeur économique de la PPE et la possibilité de prendre en compte par défaut 70% de la réserve en capital pour 2019. Le texte indique en outre que cette possibilité est offerte seulement au niveau des entités opérationnelles et non en consolidé. Sur ce point CNP dont la holding de tête est une Société vie serait la grande bénéficiaire de la réforme. En pratique, nous avons pu constater à l'occasion des publications de fin d'année 2019 des interprétations différentes entre les groupes. La plupart des groupes ont utilisé cette option avec des proportions assez différentes de PPE allant de 75% pour Crédit Agricole Assurances, 70% pour CNP, à une proportion beaucoup plus faible pour d'autres acteurs.

Enfin, il conviendra de souligner que les règles de reprise de la PPE françaises et RFB allemandes au bénéfice des assurés restent assez différentes. En cas de rachats, la RFB permet de servir les assurés au niveau des engagements contractuels dès le premier centime. Les reprises de PPE sont beaucoup plus contraignantes pour les assureurs français.

### Une adaptation du business model passe par des actions fortes

#### Le précédent japonais

Au Japon, après la crise des années 2000 et l'environnement durable de taux très bas (bien que toujours en territoire positif, contrairement à l'Europe) de profonds changements ont affecté le marché :

- Du côté de l'offre, le marché a expérimenté une baisse significative des contrats d'assurance vie mixte (une garantie en cas de vie et une garantie en cas de décès, le contrat satisfait donc un double but d'épargne et de prévoyance) : en 2000, ces contrats représentaient 14% du total de l'assurance vie et santé pour seulement 8% en 2017. En parallèle, l'assurance santé est passée de 20% de l'encours en 2000 à 35% en 2017.
- En termes de distribution, le marché a aussi expérimenté une forte diversification : alors que 72% des contrats d'assurance vie étaient vendus par des forces salariées en 2003, cette portion s'est réduite à 60% en 2015, avec une augmentation significative du réseau agent & courtier (de 7% à 14%).
- L'allocation d'actifs des assureurs japonais s'est aussi transformée : la portion d'obligations d'Etats a diminué de 57.5% en 2013 à 51% en 2017 quand les actifs libellés en devises étrangères sont passés de 21.6% à 28.4% sur la même période. En parallèle, l'allocation d'actifs s'adapte aux changements de typologie des produits (protection, annuités...).

Bien que comparaison ne soit pas raison, cela milite pour une transformation en profondeur du marché français. Et si les acteurs n'avaient pas pris d'actions drastiques depuis la crise des souverains, l'environnement de taux négatif expérimenté en août 2019 semble agir comme une « prise de conscience » et les annonces de fermeture à la souscription, de facturation des chargements contractuels se multiplient, en parallèle avec une forte baisse des taux crédités. Il y a fort à parier que la pandémie et le contexte actuel ne fassent que renforcer ces actions, même si le secteur va devoir rester attractif pour continuer d'attirer l'épargne des ménages.

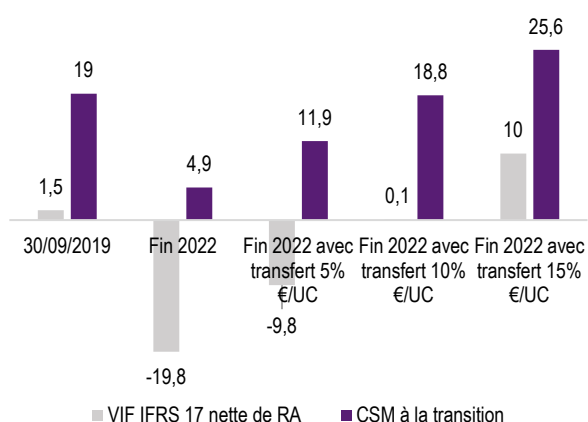
## Un environnement propice aux changements de fond...

Longtemps la fermeture des fonds euros a été mise de côté, mesure jugée trop radicale pour l'ensemble du secteur. Cela étant dit on voit aujourd'hui les principaux acteurs essayer de détourner les encours vers des produits diversifiés et le sujet semble donc moins tabou. L'environnement de taux très bas projeté sur le long terme signe de facto la fin du fonds euros à capital garanti tout au long de la vie du contrat.

En parallèle, les enjeux comptables et réglementaires ajoutent une couche de complexification au pilotage des bilans des assureurs vie :

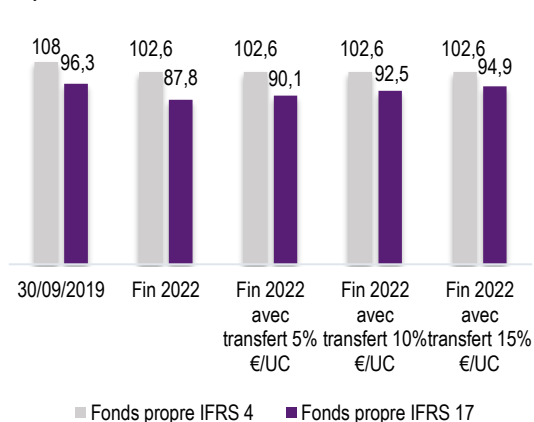
- L'avènement d'IFRS17 qui est la mère de toutes les réformes puisqu'elle consacrera la lecture des passifs en valeur de marché, de façon à compenser les variations de valeur des actifs qui sont en valeur de marché depuis IFRS 4, est sans cesse repoussé (désormais à 2023 après demande de l'IASB). Cette réforme se traduit par des coûts très importants comparables à la mise en place de Solvabilité 2. La comparabilité entre les acteurs n'est pas garantie et les impacts sur la gestion opérationnelle des assureurs seront potentiellement importants. Enfin, l'étalement de la reconnaissance des marges sur la vie des contrats limitera fortement le pilotage à court terme du bilan et des résultats. Le choix de la 'First Time Application' (FTA) sera décisif sur l'arbitrage entre le niveau de fonds propres d'ouverture et la 'Contractual Service Margin' (CSM). Dans sa publication de novembre 2019, Milliman indiquait que les fonds propres d'ouverture pourraient être réduits de 11%. Milliman montre que la CSM résiste beaucoup mieux à un choc action et à une baisse des taux que la VIF IFRS 17 nette de « Risk Adjustment » (RA, l'équivalent de la Risk Margin réglementaire). IFRS 17 constitue surtout une forte incitation à faire évoluer le mix produit des assureurs vers les UC.

Graphique 1b : Evolution de la CSM (en Md€)



Source: Milliman

Graphique 1c : Evolution des fonds propres (en Md€)



Source: Milliman

- Dans le cadre de la loi Sapin 2, les « fonds de pension à la française » permettent un traitement allégé pour les engagements de retraite (FRPS, « Fonds de Retraite Professionnelle Supplémentaire »), créant ainsi potentiellement un nouvel environnement concurrentiel pour les assureurs. A noter cependant que pour l'instant seuls deux organismes de taille significative ont demandé et obtenu l'agrément de l'ACPR : Aviva et Malakoff Médéric. Les 3 autres agréments du marché à ce jour ne concernent que des petites structures (Sacra, IPBP et IP Austerlitz). On suppose cependant que le nombre de demandes d'agrément devrait augmenter dans les mois à venir, notamment pour les assureurs vie qui interviennent sur des clientèles fortunées.

- Pour les acteurs en formule standard (qui concerne la vaste majorité des assureurs vie en France), la révision de Solvabilité 2 et notamment l'extrapolation des taux d'intérêts à long terme pourrait annihiler l'impact positif de la mesure sur la PPE et faire peser un poids supplémentaire sur les niveaux de solvabilité du secteur. Pré-crise, l'EIOPA avait indiqué qu'elle considérait que la valorisation des passifs sous Solvabilité 2 ne reflétait pas l'environnement financier actuel et que cela représentait un risque significatif à long terme, risque accentué par les écarts de durations actif-passif. Compte tenu du manque de disponibilité de titres souverains de longue durée, les taux d'intérêt de la zone Euro à 20 ans sont extrapolés par référence à un taux forward à l'ultime (le fameux « UFR ») construit de manière artificielle, connu sous le nom de Last Liquid Point (LLP). Le rallongement de ce LLP à 30 ou 50 ans entraînerait une augmentation de l'évaluation des passifs à long terme, ajoutant une pression aux niveaux de solvabilité.
- A cela s'ajoute la proposition d'augmenter le choc du sous-module risque de taux d'intérêt afin de tenir compte des taux négatifs et des scénarios de chute sévère des taux, autre point de la révision de la formule standard à même de mettre à mal les niveaux de Solvabilité des assureurs, notamment ceux avec une proportion significative de passifs longs. Seuls les acteurs en formule standard seraient affectés par cette dernière réforme car la mesure s'impose déjà aux modèles internes.

### ...pousse à repenser la notion de « protection de l'assuré » du point de vue réglementaire

Solvabilité 2 relève de la « théorie de la ruine » et il s'agit de vérifier tous les ans que les passifs sont bien couverts. Le SCR est donc calibré avec la valeur à risque (Value-at-Risk, VaR) des fonds propres de base d'une entreprise d'assurance ou de réassurance, avec un niveau de confiance de 99,5 % à l'horizon d'un an.

Une des critiques principales de Solvabilité 2 est sa vision court terme qui va à l'encontre de l'activité même des assureurs, à savoir des engagements qui s'échelonnent au-delà d'une année, les assureurs vie portant des engagements qui s'étalent sur plusieurs dizaines d'années.

La stratégie de placement des assureurs vie est donc adossée à l'horizon long terme de leurs engagements. Pour le risque actions, appliquer un scénario de baisse à 39% du cours des actions pour l'année à venir est tout à fait crédible mais la moins-value ne se réalisera que si l'entreprise liquide ses positions. Si l'assureur a investi dans ce support pour suivre sa stratégie de rendement à long terme, le risque ne se matérialisera qu'au moment du débouclage de ses positions. Dans cet exemple, l'horizon de calcul n'est donc pas pertinent et remet en cause l'horizon de temporalité de Solvabilité 2, a fortiori dans un environnement où les assureurs maintiennent des niveaux de solvabilité autour de 200%.

Néanmoins, cela soulève la question épineuse de la protection de l'assuré : Solvabilité 2 projette les actifs en environnement risque neutre (le rendement des actions/immobilier/du high yield est celui du taux sans risque) à horizon un an, poussant vers des produits à forte composante taux. Or, la prise en compte d'une VaR en ligne avec l'horizon de temps managérial, assortie d'une hypothèse de rendement « réaliste » diminuerait la prééminence des produits taux pour favoriser les actions. En pratique, projeter plusieurs années (donc a fortiori plus de 10) d'activité "normale" ne serait pas réaliste et la mesure de risque ne serait pas raisonnable, car trop sensible à des hypothèses d'activité – reste donc à repenser le calibrage des charges afin que l'environnement réglementaire soit plus en ligne avec une protection de l'assuré prenant en compte l'environnement financier actuel.

En parallèle, l'environnement macro-économique et ses perspectives à moyen voire long terme semblent inexorablement pointer du doigt l'insoutenable du triptyque « sécurité / rendement / liquidité » : selon toute vraisemblance, il devrait y avoir une évolution dans la notion de « protection de l'assuré » où une des branches du triptyque devra être mise de côté. Ainsi, si on baisse les niveaux de liquidité et on augmente donc mécaniquement l'importance du rendement – même si les épargnants français privilégient la sécurité puis la liquidité avant le rendement\*, on peut imaginer que l'environnement de taux actuel prolongé pourrait faire bouger les lignes. Cela représente, à plus ou moins brève échéance, de nouvelles perspectives et contraintes pour les allocations d'actifs.

Dans ce contexte, le rôle du régulateur est clé et il faudrait donc repenser le recalibrage des besoins de fonds propres sur les actifs illiquides et surtout sur les actions afin de permettre une gestion d'actifs plus sophistiquée, en ligne avec les besoins futurs des assurés : augmentation de la poche action, mise en place de stratégie de couverture généralisées, ...

### **La loi Pacte, un début de réponse ?**

#### **Les réformes antérieures n'ont pas réussi à changer la prévalence du fonds euros**

Longtemps, les assureurs ont considéré qu'ils pouvaient reporter la réforme de l'assurance vie, produit simple à comprendre et à vendre, et qui offrait aussi une grande souplesse de gestion pour les assureurs (mutualisation des passifs techniques). Les assureurs ont aussi longtemps considéré qu'il ne fallait pas aborder cette réforme tant les effets induits sur les flux d'épargne pouvaient être importants pour l'économie et aussi au niveau des réseaux de distribution. Des produits de substitution au contrat en euros comme le PERP et PERCO (2003) ou l'eurocroissance, qui devait être le troisième pilier de l'assurance vie (2014) ont eu des succès mitigés. Les possibilités de transfert de contrats en euros vers les autres supports (transferts Fourgous, 2005) n'ont que peu convaincu les assurés. Enfin, il y avait un réel climat de défiance vis-à-vis d'un Etat qui ne comprenait pas l'assurance en général.

#### **La loi Pacte répond aux besoins de transformation en profondeur...**

La Loi Pacte qui vise à moderniser l'économie intègre une réforme de l'épargne dont l'étendue et la profondeur sont inédites. Cette réforme intervient à un moment où il existe par ailleurs une véritable prise de conscience des assureurs et peut être aussi des assurés de changer les comportements et les produits d'épargne à long terme.

Cinq thèmes sur dix touchent plus particulièrement les épargnants à savoir la réforme de l'épargne retraite (le PER remplace tous les produits de retraite existants dont la commercialisation est arrêtée fin 2019), la réforme de l'eurocroissance (simplification et bonification), l'épargne salariale (ouverture aux PME), les PEA-PME et la réforme de la transmission des entreprises (assouplissement à travers le Pacte Dutreuil). Sous la volonté officielle de développer l'épargne retraite (objectif de 300 Md€ vs 200 Md€ actuellement), l'ambition est de réduire massivement les flux vers les contrats en euros (1788 Md€ d'encours et encore 70% des flux nets en 2019). Ces contrats en euros bénéficient toujours de leurs atouts structurels y compris une liquidité permanente, mais ne seront pas ou plus rémunérés. La volonté est de 'dériskuer' les assureurs au fond euros avec des transferts facilités vers l'eurocroissance et le PER. Les flux sont réorientés vers un eurocroissance réformé et vers le PER pour la partie épargne retraite qui est un contrat dont la prestation sera établie au moment de la liquidation. La possibilité est offerte de liquider cette épargne soit sous forme de capital, soit sous forme de rente (innovation de taille, nécessaire compte tenu du comportement de l'assuré français qui contrairement à ses voisins anglo-saxons s'est historiquement détourné des sorties en rente). Des transferts seront facilités au moment de la liquidation entre les établissements financiers.

#### **...mais reste dépendante du comportement des assurés**

Le Trésor qui est à l'origine de cette réforme de l'épargne affiche sa volonté d'orienter les flux d'épargne vers le financement de l'économie. Les avantages fiscaux attachés à l'assurance vie doivent être associés à une prise de risque de la part des épargnants. C'est une réforme fondamentale qui implique aussi une montée en gamme des réseaux de distribution qui doivent s'orienter vers le conseil. Le Trésor a la volonté de faciliter les transferts de richesse latente des contrats en euros vers les eurocroissance et les PER dont le lancement se fait dans un contexte d'investissement difficile.

En parallèle, la masse du fonds euros est détenue par des actifs pour des besoins de retraite (51% des 35-59 ans ont un contrat d'assurance vie détenue dans la moitié des cas pour préparer la retraite\*<sup>1</sup>), i.e. une

---

<sup>1</sup> Source « Les français, l'épargne et l'assurance vie », sondage FFA Ipsos, Mars 2017.

population peu encline à rediriger son épargne vers des supports plus risqués et peu sensible à un rendement supérieur. Une redistribution du stock nécessiterait ainsi une action forte des forces de vente, avec un résultat peu probant et un risque important de manque au devoir de conseil.

Ceci étant dit, compte tenu des actions restrictives prises par les assureurs sur les fonds euros, du besoin grandissant de flexibilité des nouveaux épargnants, cette loi devrait à terme favoriser le changement de business model de l'assurance vie en France. Cela devrait en parallèle accentuer le risque de vente abusive qui devrait prendre une importance croissante dans les années à venir, compte tenu de la complexification de l'offre. Cela présupposera une formation approfondie des forces de ventes, une meilleure lisibilité des contrats, notamment sur le niveau de risque pris en charge par l'assuré – un risque de réputation pouvant entraîner un mouvement de repli affectant l'ensemble du marché.

---

**Patrick Artus, Miguel Raminhos et Gwenaëlle Gibert**



## AVERTISSEMENT

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous receviez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

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 saurait être tenue 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.

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.

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.

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 (le cas échéant) 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.

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. 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.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

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>

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'exercent 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.



30, avenue Pierre Mandès France  
75017 Paris, France  
Tel. : +33 1 58 32 30 00  
[www.natixis.com](http://www.natixis.com)

