

Eurocroissance et investissement durable :

une solution dans un contexte
de taux élevés ?

Un contexte économique mouvementé

Naviguer entre besoin de diversification et aversion au risque

L'épargne joue un rôle essentiel dans l'économie française, tant pour les particuliers que pour les acteurs financiers, et l'assurance-vie demeure un placement très prisé des Français qui y investissent environ un tiers de leur patrimoine, avec près de 1960 milliards d'euros d'encours à fin mars 2024, en hausse de +4% par rapport à l'année précédente.

La majorité de ces placements sont investis dans des fonds Euros, offrant une garantie en capital mais avec un potentiel de performance limité. À

l'heure actuelle, la priorité est d'intégrer les enjeux climatiques dans les décisions d'investissement. Les assureurs disposent des moyens pour contribuer activement à la transition vers une économie durable en favorisant les investissements responsables. Cependant, les défis liés à ceux-ci, souvent rentables uniquement sur le long terme, couplés aux coûts élevés des garanties en euros et aux contraintes de la directive Solvabilité II, ralentissent cette transition.

Les assureurs ont envisagé des stratégies visant à orienter la collecte vers les Unités de Compte, perçues comme un moyen plus efficace de diversifica-

tion et de gestion des risques. Bien que cette orientation stratégique ait engendré une progression des encours en unités de compte, celle-ci demeure entravée par l'aversion au risque prédominante parmi les épargnants français.

Taux d'intérêt élevés : entre opportunités et défis pour l'assurance-vie

Le marché de l'assurance-vie a été marqué par une période prolongée de taux bas. Cependant l'année 2022 a été le tournant inattendu avec une soudaine remontée des taux, conséquence de l'instabilité géopolitique.

Taux d'obligations d'État à échéance 10 ans en France (2020 - 2024)





Une hausse durable des taux permet aux fonds Euros, composés majoritairement d'obligations, d'être investis dans des titres mieux rémunérés. Cependant, les assureurs conservent généralement les obligations jusqu'à leur échéance et ce processus de renouvellement des obligations prend donc du temps.

Le premier phénomène que l'on observe à la suite de la hausse des taux est en réalité une baisse de la collecte nette. Cette tendance s'explique en particulier en raison de la faible rentabilité des fonds Euro par rapport à celle

des fonds en UC, accentuée par l'inflation, et à la concurrence d'autres produits d'épargne dont les performances évoluent de manière croissante, corrélées aux marchés financiers.

Cette brusque inversion de tendance a eu un impact significatif sur le marché de l'assurance-vie, suscitant des interrogations quant aux ajustements nécessaires et soulevant des préoccupations quant à d'éventuels rachats massifs, entraînant avec eux un risque de liquidité.

Cette dynamique a incité les compagnies d'assurance à repenser leurs produits et leurs stratégies vis-à-vis de l'orientation de la collecte. Dans ce contexte spécifique, il pourrait y avoir une convergence des intérêts entre les assureurs, essayant de relever les défis de performance et stabilité financière, et les assurés, qui en période de forte inflation, sont moins attirés par les garanties proches de zéro et pourraient rechercher des produits plus risqués sans sacrifier entièrement leur garantie en capital. L'Eurocroissance pourrait alors tirer son épingle du jeu.

Zoom sur l'Eurocroissance

Introduction de l'Eurocroissance

Les faibles investissements dans les unités de compte sont perçus comme limitant le financement de l'économie réelle et les besoins à long terme. Les autorités françaises ont cherché à remédier à cette situation en introduisant, en 2014, un nouveau type de support appelé Eurocroissance.

Ce fonds était conçu comme un compromis entre les fonds Euros et les fonds en unités de compte, avec comme objectif d'encourager les transferts du fonds Euro vers un support plus performant pour les assurés, et avec des contraintes moindres pour les assureurs.

La première version de l'Eurocroissance s'est révélée être un échec commercial. Dans le cadre de la loi PACTE

du 22 mai 2019, le gouvernement a cherché à stimuler la collecte en Eurocroissance en simplifiant et en clarifiant le produit.

A travers l'Article 72, les décrets du 23 décembre 2019 et de l'arrêté du 26 décembre 2019, ce texte introduit le « Nouvel Eurocroissance », en vigueur depuis le 1er janvier 2020, et coexistant avec la première version.



Qu'est-ce qu'un fonds Eurocroissance ?

Un fonds Eurocroissance est un support d'investissement qui peut être intégré dans des contrats d'assurance-vie mono ou multisupport et est défini légalement comme un « engagement donnant lieu à la constitution d'une provision de diversification » (Articles L134-1 à L134-5 du Code des Assurances).

L'objectif est de garantir la préservation du capital de l'assuré ou le versement d'une rente à une échéance donnée à partir de la souscription, contrairement aux fonds Euro qui offrent une garantie à tout moment.

Le bon compromis ?

Dans le contexte spécifique explicité précédemment, les fonds Eurocroissance, qui se veulent à la fois sécuritaires et performants, suscitent un intérêt croissant pour relever les défis de rentabilité et de solvabilité qui découlent du contexte financier actuel de taux élevés. Pour les assurés, ces fonds offrent la possibilité d'obtenir des rendements potentiellement supérieurs tout en limitant la perte totale de garantie. Du côté des assureurs, l'Euro-

croissance permet de proposer moins de garanties immédiates et d'étendre l'horizon d'investissement, ce qui leur donne plus de flexibilité dans la gestion des fonds, tout en réduisant le capital requis et les risques associés à la solvabilité.

Dans sa publication de mai, France Assureurs constate un essor de l'Eurocroissance à fin mars 2024, avec une hausse de +27% en un an, pour des encours atteignant 9,3 milliards d'euros et regroupant plus de 562 000 contrats. Ces résultats mettent en évidence un

intérêt croissant pour ce produit, laissant entrevoir une tendance favorable qu'il faut suivre de près.

Ce papier se propose d'étudier la rentabilité et la solvabilité du fonds Eurocroissance d'un assureur par rapport aux fonds Euros. Il s'agit de quantifier l'impact pour l'assureur de l'introduction de ce nouveau fonds, en mettant en évidence sa pertinence dans l'orientation de la collecte en assurance-vie dans le contexte économique actuel.

Fonctionnement du contrat

1. Un niveau de primes garanti à terme

L'assuré verse une prime et décide du niveau de la garantie à terme. Celui-ci est établi comme une proportion des primes, nettes de frais, et peut aller de 0 à 100%, par incréments de 5%.

Capital garanti
= %Garantie × Prime nette

2. Une épargne exprimée en parts

La prime nette est alors totalement allouée à l'acquisition de parts de Provision de Diversification (PD) dont la valeur fluctue durant la vie du contrat. L'assureur garantit ce nombre de parts ainsi qu'une valeur minimale de la part de PD jusqu'à l'échéance.

3. Un risque partagé entre assureur et assuré

En cas de rachat anticipé, la valeur de rachat correspond à la PD, toujours égale au produit du nombre de parts par la valeur unitaire de la part de PD. Cependant, au terme du contrat, l'assureur s'engage à verser le montant le plus élevé entre la PD et la garantie à terme.

Les fonds Eurocroissance, grâce à leur garantie accordée uniquement à l'échéance du contrat, permettent à l'assureur d'adopter une allocation d'actifs plus dynamique par rapport aux fonds Euros. Cela signifie qu'une plus grande proportion des investissements peut être dirigée vers des actifs à plus fort potentiel de rendement. L'assureur doit bien penser sa stratégie d'investissement afin d'assurer une forte rentabilité tout en contenant le risque marché. Cependant, cette approche implique que l'assuré accepte une certaine prise de risque : s'il décide de mettre fin à son contrat avant l'échéance prévue, il pourrait subir une perte en capital, dépendant de la valeur de rachat à ce moment-là.

Provisionnement

> Une revalorisation lissée dans le temps

Outre la Provision de Diversification, l'Eurocroissance intègre aussi une nouvelle réserve : la Provision Collective de Diversification Différée (PCDD). Cette provision, qui ressemble à la Provision pour Participation aux Bénéfices des fonds Euro, a pour objectif de lisser les performances du fonds sur une période de quinze ans. Elle peut être dotée sans limite de montant et sa gestion est laissée à la discrétion de l'assureur.

Concernant la distribution des rendements, un compte de participation aux résultats est établi, au moins tous les trois mois. Son solde créditeur peut être affecté soit :

- à la revalorisation des PD par attribution de nouvelles parts
- à la revalorisation des PD par augmentation de la valeur de la part
- à la dotation de la provision collective de diversification différée

En revanche, son solde débiteur est comblé par une reprise de la PCDD ou par une diminution de la valeur de la part de PD, dans la mesure où cette réduction n'excède pas sa valeur minimale.

> Une couche de sécurité supplémentaire

Le Nouvel Eurocroissance introduit aussi une mesure de sécurité additionnelle en créant une Provision pour Garantie à Terme (PGT). Cette provision est dotée lorsque la somme de la Provision de Diversification et de la Provision Collective de Diversification Différée ne suffit pas à couvrir la valeur actualisée et probabilisée du capital garanti.

Valeur de rachat	
Avant l'échéance	PD
A l'échéance	max (Capital garanti; PD)

Eurocroissance 2020	
Actif en valeur de marché	Fonds propres
	PCDD
	PGT
	PD

Eurocroissance et Orientation de la Collecte

Cadre de l'étude

Certains assureurs ont poussé le fonds Eurocroissance pendant la période de taux bas. Maintenant que les taux sont remontés, et s'ils venaient à subir encore beaucoup de fluctuations comme ces deux dernières années, les assureurs se posent des questions sur l'orientation de la collecte :

- reprendre les fonds Euros et abandonner l'Eurocroissance,
- ou poursuivre une collecte orientée en Eurocroissance.

Description de l'étude

L'approche de cette étude s'articule autour de cinq scénarios distincts, chacun examinant une mesure spécifique et son impact sur la rentabilité et

la solvabilité d'un assureur partant d'un portefeuille initial constitué de fonds Euro et UC.

Les trois premiers scénarios se focalisent sur l'introduction d'affaires nouvelles (AN) dans le portefeuille d'épargnants. Ils examinent successivement les conséquences de l'arrivée de primes représentant 3,5% des encours initiaux :

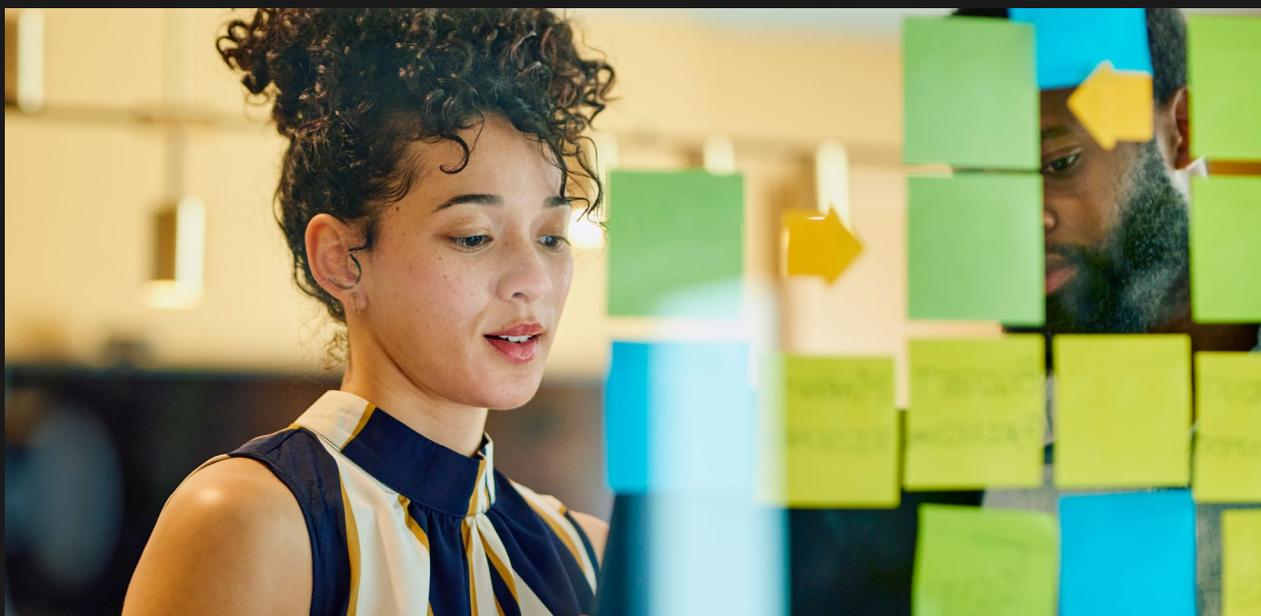
- sur le fonds Euro existant,
- sur un nouveau fonds Euro cantonné,
- et enfin, sur un fonds Eurocroissance.

La création de nouveaux fonds, s'ils sont ouverts aux contrats déjà en portefeuille, peut entraîner une réaction des assurés qui pourraient être tentés d'arbitrer leurs encours. Afin d'évaluer le risque d'une décollecte rapide

par rapport aux gains de rentabilité escomptés, nous avons élaboré deux scénarios supplémentaires intégrant des arbitrages « massifs » à hauteur de 40% des encours initiaux :

- vers le nouveau fonds Euro cantonné,
- vers le fonds Eurocroissance.

Le principe général consiste à projeter le bilan initial de l'assureur en utilisant le modèle ALM de Sia Partners selon les différents scénarios, permettant ainsi la construction des bilans et des comptes de résultats nécessaires à l'analyse de l'impact des mesures envisagées. À partir de là, nous pourrions calculer et examiner les indicateurs de chaque mesure envisagée et les confronter entre eux.



La situation initiale

Chaque mesure envisagée prend son point de départ dans la situation initiale de l'assureur au 31/12/2022. Elle sert de base à nos études d'impact, offrant une représentation des compagnies d'assurance-vie françaises.

Pour les contrats qui seront associés au fonds Eurocroissance, des paramètres communs seront appliqués uniformément à l'ensemble des assurés. Le terme des contrats est fixé à 8 ans, avec un pourcentage de garantie à terme établi à 100% de la prime nette de chargements. Ce fonds adopte une

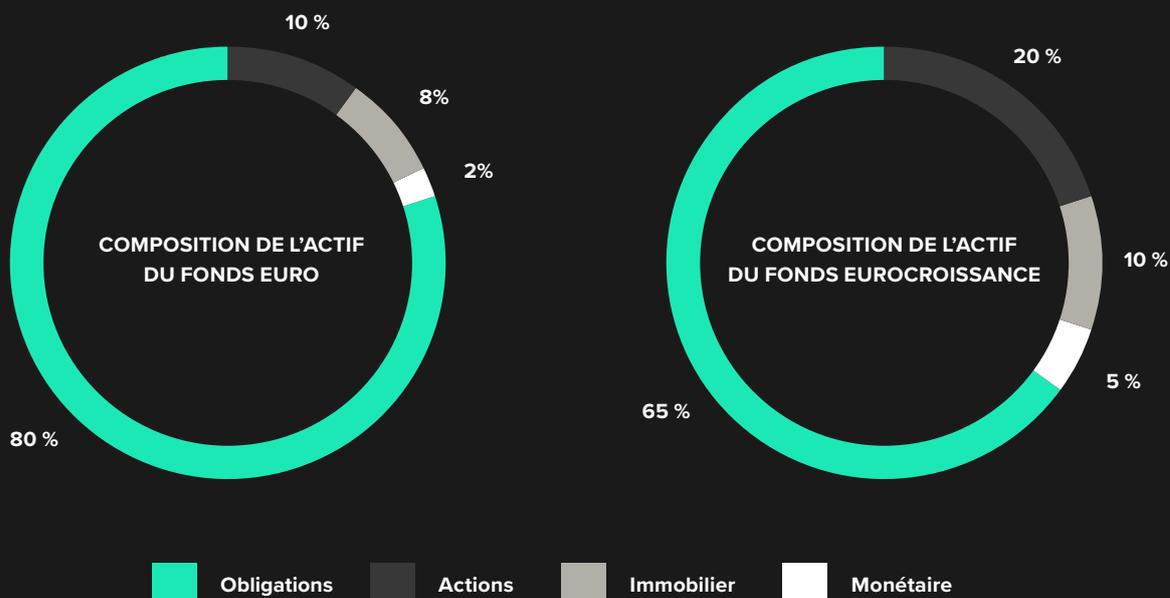
stratégie d'allocation d'actifs statique, répartissant ses investissements ainsi : 65% en obligations, 20% en actions, 10% en actifs immobiliers et 5% en instruments monétaires.

Bilan comptable initial de la société-type

Actif		Passif	
Actions	87 000 000 €	Fonds propres	- *
Obligations	696 000 000 €	RC	8 000 000 €
Immobilier	69 600 000 €	PPE	24 000 000 €
Monétaire	17 400 000 €	PM€	838 000 000 €
Placements UC	500 000 000 €	PM UC	500 000 000 €
Total	1 370 000 000 €	Total	1 370 000 000 €

Les fonds propres, de 100M€ sont utilisés pour le calcul des ratios de solvabilité, mais ne sont pas inclus dans la projection.

Composition de l'actif des fonds



La valeur de marché totale du fonds Euro s'élève à 846,7 millions d'euros, ce qui correspond à une moins-value latente globale de 2,67%.

Résultats de l'étude

Les indicateurs de rentabilité et de risque

Les indicateurs de rentabilité sur lesquels nous focalisons notre attention incluent la Net Asset Value (NAV), représentant la valeur nette des actifs du

portefeuille revenant à l'assureur. Nous nous intéressons spécifiquement à la NAV divisée par la valeur actuelle nette (VAN) des Provisions Mathématiques et Provision de Diversification, pour obtenir des grandeurs comparables.

Afin d'évaluer l'impact des mesures envisagées sur la solvabilité de l'assureur, nous examinerons le SCR et le ratio de solvabilité. Pour comparer les scénarios entre eux, c'est le SCR sur VAN PM qui sera utilisé.

Résultats de l'étude

> Les scénarios avec arrivée d'affaires nouvelles

KPI Rentabilité	Scénario de référence	Scénario 1 : AN Euro	Scénario 2 : AN new Euro	Scénario 3 : AN EurC
NAV / VAN PM	0,3342%	0,3265%	0,3292%	0,3415%
NAV Euro / VAN PM Euro	0,0972%	0,0971%	0,1035%	0,0980%
dont NAV old Euro / VAN PM old Euro	0,0972%	0,0971%	0,0972%	0,0980%
dont NAV new Euro / VAN PM new Euro	0,0000%	0,0000%	0,2051%	0,0000%
NAV UC / VAN PM UC	0,7448%	0,7451%	0,7448%	0,7449%
NAV Eurc / VAN PD Eurc	0,0000%	0,0000%	0,0000%	0,6085%

KPI Risque	Scénario de référence	Scénario 1 : AN Euro	Scénario 2 : AN new Euro	Scénario 3 : AN EurC
SCR / VAN PM	0,8323%	0,8130%	0,8348%	0,8149%
SCR	94 589 045 €	94 986 338 €	98 632 720 €	94 947 768 €
EOF	129 524 995 €	129 584 954 €	130 091 353 €	131 104 887 €
Ratio de solvabilité	155%	154%	149%	156%

Les résultats confirment qu'orienter les affaires nouvelles vers un fonds Euro, quel qu'il soit, réduit la rentabilité générale de l'assureur et diminue sa solvabilité, principalement en raison de la part accrue de l'Euro dans le portefeuille, moins rentable et plus coûteux en capital en raison du coût des options et garanties, par rapport à l'UC.

Les résultats du deuxième scénario révèlent qu'orienter les affaires nouvelles vers un nouveau fonds Euro

cantonné apporte des améliorations mais de manière mitigée. En effet, bien qu'elle améliore la rentabilité générale par rapport à une orientation vers l'ancien fonds Euro, elle aggrave la solvabilité, car le nouveau fonds plus rentable rend l'assureur plus sensible aux taux, sans compenser de manière satisfaisante les pertes et les risques associés, et sans contribuer à la PB des contrats de l'ancien fonds Euro et à la réduction des rachats conjoncturels.

En revanche, l'Eurocroissance se positionne comme une option particulièrement avantageuse. Elle offre une rentabilité compétitive tout en renforçant la résilience face aux chocs. Elle apparaît ainsi comme une stratégie équilibrée, combinant rentabilité et stabilité financière.

> Les scénarios avec arbitrages massifs

KPI Rentabilité	Scénario de référence	Scénario 4 : Arbitrages Euro	Scénario 5 : Arbitrages Eurc
NAV / VAN PM	0,3342%	0,2724%	0,4027%
NAV Euro / VAN PM Euro	0,0972%	0,4961%	0,0813%
dont NAV old Euro / VAN PM old Euro	0,0972%	0,0709%	0,0813%
dont NAV new Euro / VAN PM new Euro	0,0000%	0,2071%	0,2051%
NAV UC / VAN PM UC	0,7448%	0,7448%	0,7409%
NAV Eurc / VAN PD Eurc	0,0000%	0,0000%	0,5962%

KPI Risque	Scénario de référence	Scénario 4 : Arbitrages Euro	Scénario 5 : Arbitrages Eurc
SCR / VAN PM	0,8323%	0,9992%	0,9255%
SCR	94 589 045 €	132 810 279 €	98 265 623 €
EOF	129 524 995 €	125 258 643 €	138 529 677 €
Ratio de solvabilité	155%	107%	158%

Les scénarios « choc » présentent des résultats contrastés. Dans le premier cas, l'orientation des arbitrages vers le nouveau fonds Euro améliore la rentabilité de celui-ci, mais son poids accru dans le portefeuille, combiné à une rentabilité inférieure aux UC, entraîne une diminution globale de la rentabilité de l'assureur. De plus, cela génère une détérioration significative de la solva-

bilité, soulignant les risques potentiels liés à une décollecte rapide et massive du fonds Euro avec une perte de NAV non compensée par les gains, et une augmentation marquée du SCR.

Le choix de transférer les encours vers le fonds Eurocroissance se révèle comme la meilleure option, assurant rentabilité et préservation de la solva-

bilité malgré les pertes provenant de la réalisation des moins-values sur le fonds Euro. Avec le poids prédominant du fonds Eurocroissance, ses gains compensent largement les pertes, renforçant également la résilience de l'assureur face aux chocs, notamment grâce aux coûts réduits des options et garanties par rapport à l'Euro.

Perspectives

Conclusion de l'étude

Les premiers résultats de cette étude sont clairs : bien qu'un nouveau fonds Euro puisse être plus rentable en raison de ses investissements à des taux de marché, la rentabilité observée sur le fonds Eurocroissance le surpasse largement, tirant la rentabilité globale de l'assureur vers le haut. Côté solvabilité, le constat est identique, l'Eurocroissance montre une meilleure résistance aux chocs que l'Euro.

De même, les arbitrages massifs, qui entraînent la réalisation de moins-values latentes et donc des pertes, peuvent dans le cas étudié se retrouver bénéfiques pour l'assureur, car la rentabilité du fonds Eurocroissance absorbe intégralement les pertes du portefeuille. La décollecte massive du fonds Euro détériore la situation de solvabilité de l'assureur en réduisant à la fois sa NAV et donc ses fonds propres éligibles, tout en augmentant son SCR. Cependant, dans le cas de l'Eurocroissance, cette situation est compensée grâce à ses avantages, notamment sa rentabilité élevée et son coût moindre en capital.

En conclusion, ce papier souligne l'intérêt stratégique du passage à l'Eurocroissance, dans le contexte de la collecte et surtout lors de transferts, où les risques sont absorbés par la rentabilité du produit. Il convient enfin de nuancer ces résultats, qui sont valables uniquement dans le cadre de cette étude avec les hypothèses retenues, et qui n'incluent pas les coûts opérationnels de mise en place d'une telle stratégie de collecte, et ne sont donc pas nécessairement généralisables à tous les cas de figure ni à tous les assureurs. Néanmoins, ce mémoire pose la première brique d'une analyse qui invite à repenser les stratégies de gestion d'un assureur-vie, dans le contexte actuel de taux élevés, en considérant l'Eurocroissance comme un produit phare pour l'orientation de la collecte, qui permettrait alors de faciliter l'investissement durable pour les assureurs-vie français.

Vos contacts

Florian Montanier

Manager

Murielle Ravelonandro

Associate Manager

Waël Saade

Associate Consultant

À propos d'AQS

L'analyse quantitative est une préoccupation majeure des institutions financières. Avec la concurrence croissante sur le marché et l'augmentation de contraintes réglementaires et du niveau de sophistication, cela devient une question de survie. Les institutions financières sont ainsi tenues de quantifier les risques et les performances plus fréquemment, de manière transversale, précise et sécurisée. Pour aider nos clients à répondre à ces exigences, Sia Partners dispose d'une équipe de cinquante actuaires dédiés aux sujets quantitatifs: **Actuarial & Quantitative Services (AQS)**.

À propos de Sia Partners

Sia Partners réinvente le métier du conseil et apporte un regard innovant et des résultats concrets à ses clients. Nous avons développé des solutions basées sur l'Intelligence Artificielle et le design pour augmenter l'impact de nos missions de conseil. Notre présence globale et notre expertise dans plus de 30 secteurs et services nous permettent d'accompagner nos clients dans le monde entier. À travers notre démarche «Consulting for Good», nous mettons notre expertise au service des objectifs RSE de nos clients et faisons du développement durable un levier de performance pour nos clients.

www.sia-partners.com