

## L'assurance-vie peut-elle survivre aux taux bas ?<sup>1</sup>



**Jean Hilgers, Président du Steering Committee du Forum financier belge**

### Introduction

Depuis quelques années déjà, nous sommes confrontés à un environnement de taux bas. Cet environnement est particulièrement difficile pour les entreprises d'assurance actives en Vie.

Une réaction superficielle et impulsive consiste à dire que les taux sont faibles parce que la politique monétaire les maintient à un niveau bas. En réalité, les faibles taux sont le résultat d'évolutions de l'économie réelle et de facteurs mondiaux, dont certains sont de nature séculaire et d'autres concernent la crise financière.

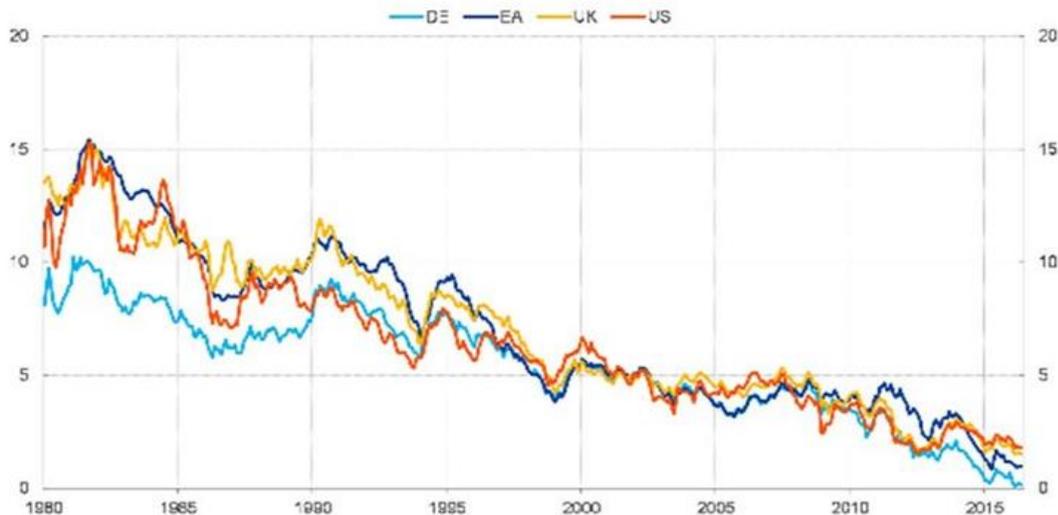
En 1980, les taux d'intérêt souverains nominaux à long terme se situaient à 11,4 % aux États-Unis et à 8,5 % en Allemagne. En moyenne, en 2016, ils y ont respectivement été d'environ 1,9 % et 0,3 %, et environ 0,3 % pour l'ensemble de la zone euro. Les taux d'intérêt souverains nominaux à court terme ont connu une chute tout aussi significative : en 1980, le taux d'intérêt sur les titres du Trésor à trois mois s'établissait à 11,4 % aux États-Unis et à 6,4 % en Allemagne ; En 2016, il a été en moyenne d'environ 0,3 % aux États-Unis et moins 0,5 % en Allemagne. Encouragés, notamment, par la mise en œuvre de taux directeurs négatifs, des taux d'intérêt souverains nominaux de plusieurs pays avancés ont même plongé sous zéro pour différentes échéances (Suisse, Japon, Allemagne ou encore Belgique).

---

<sup>1</sup> Speech given by Jean Hilgers, Président du Steering Committee du Forum financier belge, Louvain-la-Neuve, 24.10.2017.

## Long-term government bond yields

(10-years; % p.a.)



Source: ECB, Deutsche Bundesbank, Bank of England and Federal Reserve Board.  
Latest observation: May 2016.

2

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Pour bien comprendre la situation actuelle, il est utile d'appréhender le concept, parfois controversé, de taux d'intérêt réel d'équilibre (ou naturel), déterminé par des facteurs économiques réels à long terme (ex : la démographie et le départ des baby-boomers qui vont influencer l'épargne) et indépendants des causes monétaires. Ce concept, introduit en 1898 par Knut Wicksell, repose sur l'idée qu'il existe des forces économiques réelles qui conduisent l'économie à l'équilibre à long terme, soit une économie qui croît selon son potentiel avec une inflation stable. La mise en œuvre de la politique monétaire devrait donc prendre en compte le taux réel observé – soit le taux nominal diminué de l'inflation – pour le faire tendre vers ce taux réel d'équilibre. L'activité et l'inflation seraient stimulées si le taux réel observé était inférieur au taux naturel et diminueraient si l'inverse se produisait.

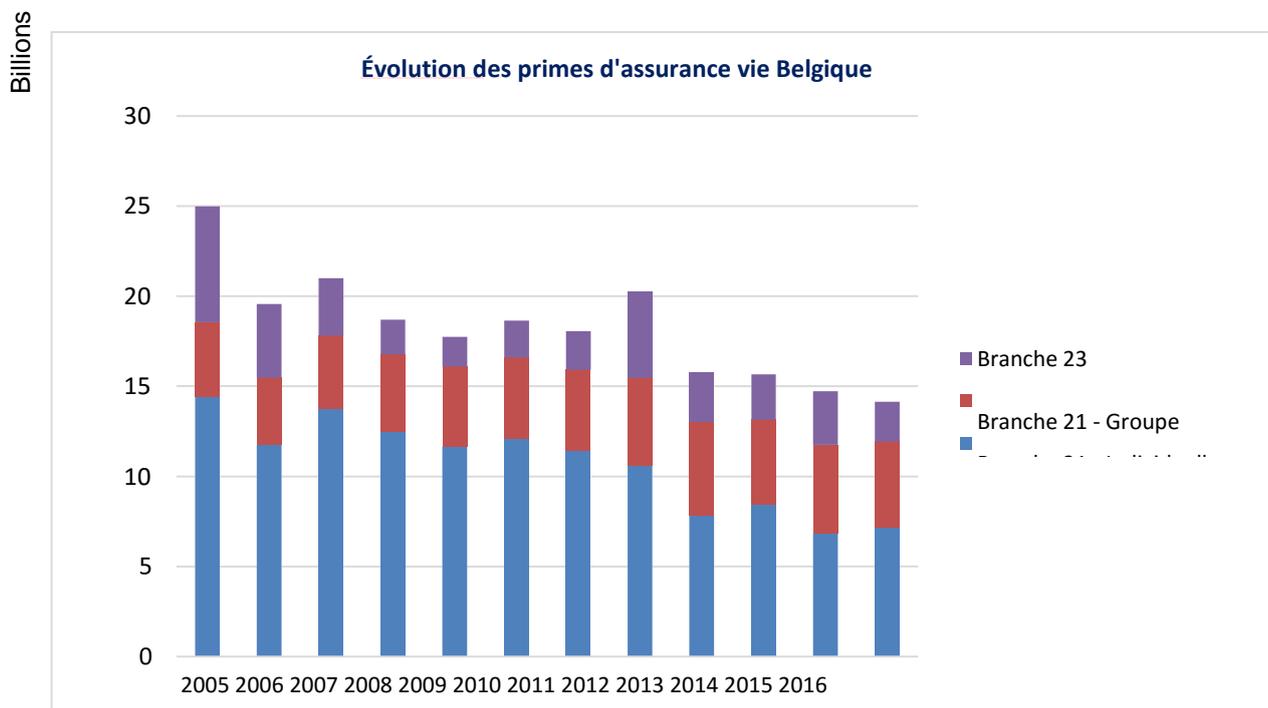
L'importance de ce concept implique que la politique monétaire doit suivre le taux d'équilibre dans le cadre de son mandat de stabilité des prix. Si le taux d'équilibre réel diminue, le fait de ne pas l'accompagner laisserait l'économie avec des coûts d'emprunt trop élevés. Cela découragerait l'investissement et la consommation et générerait des pressions récessives et déflationnistes.

La politique monétaire fait donc partie de la solution et ne fait pas partie du problème. En garantissant des taux d'intérêt bas, la politique monétaire soutient et accélère la reprise, favorisant le retour de l'inflation à un niveau conforme à l'objectif de l'autorité monétaire et à une « normalisation » ultérieure des taux d'intérêt.

La mesure dans laquelle les taux nominaux pourraient revenir in fine à des niveaux « normaux » (dans le sens relativement équivalent à ceux observés avant la crise) est sujette à débat. Certains estiment (dont Mario Draghi et des membres de l'Executive Board de la BCE) que des facteurs structurels vont continuer de peser sur les taux à l'avenir (baisse de productivité, ...), ce qui mènerait les taux à se stabiliser à terme à des niveaux plus bas que précédemment.

Le taux réel d'équilibre est toutefois un concept théorique que l'on ne peut pas observer. Il est donc important pour la politique monétaire de l'estimer. Ce taux réel garantit en principe une économie qui croît selon son potentiel, avec une inflation stable proche de l'objectif de l'autorité monétaire.

Malheureusement, mais comme l'on pouvait s'y attendre, l'assurance-vie est très sensible à l'environnement des taux bas, et l'on constate une tendance générale à la baisse avec un peu moins de 15 milliards d'encaissement en 2016 comparés à environ 25 milliards en 2005. Ces chiffres couvrent l'assurance-vie individuelle, l'assurance groupe et la branche 23.



L'on constate une forte chute en 2006 et en 2013 en vie individuelle et branche 23. En effet, en 2006, le gouvernement a instauré une taxe sur la prime de 1,1 % pour les branches d'assurance-vie 21 et 23 (à l'exclusion de l'assurance-pension). L'incidence de l'instauration de cette taxe a été significative.

Dans le cadre du budget 2013, le gouvernement a décidé d'augmenter à 2 % la taxe existant sur les primes d'assurance-vie individuelle. Cette nouvelle taxe est applicable aux primes versées depuis 2013. Les conséquences de cette décision ont été encore plus négatives que celles de la taxe de 1,1 % de 2006.

En général, l'assurance groupe semble résister grâce à l'avantage fiscal dont elle bénéficie.

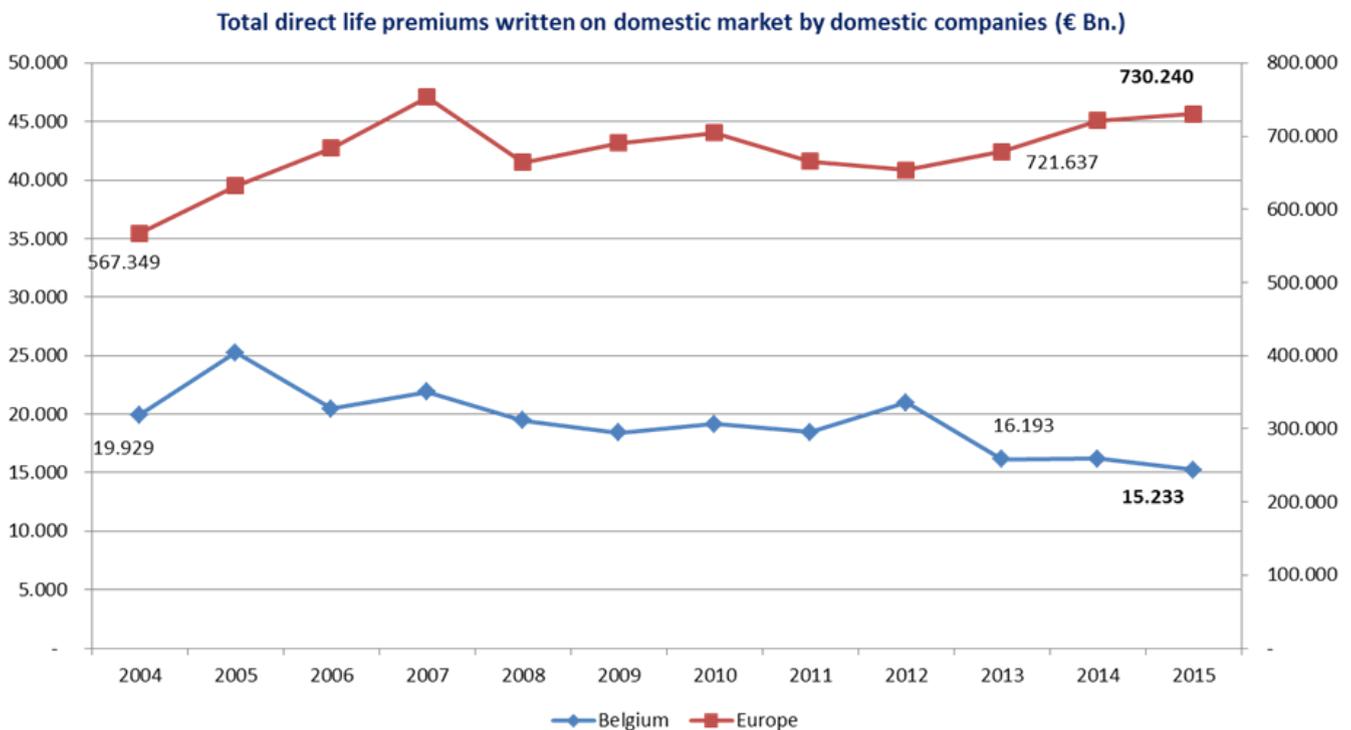
Lorsque l'on observe l'année 2016 de plus près, l'on constate que l'encaissement des assurances-vie individuelles à taux garanti (branche 21) progresse en 2016 par rapport à 2015. Ceci s'explique en partie parce que l'assurance-vie individuelle à taux garanti est devenue une alternative au livret d'épargne lorsque plusieurs banques ont abaissé le taux d'intérêt sur les comptes d'épargne au minimum légal de 0,11 %. Les assureurs continuent à offrir le rendement qui était en vigueur au moment du paiement de la prime, contrairement à ce qui se fait pour les comptes d'épargne.

L'encaissement des assurances sur la vie individuelle de la branche 23, liées à des fonds d'investissement, chute également en 2016. La vente de ces produits dépend dans une large mesure de divers facteurs tels que les taxes et les contributions, les modèles de distribution, la concurrence avec d'autres produits financiers ainsi que le contexte économique et financier.

Le fait qu'il ne soit pas du tout évident en Belgique de convaincre l'épargnant – tant sur le plan « psychologique » qu'au regard des exigences découlant de la législation MiFID – qu'il faut diversifier ses placements explique que cette branche est moins développée que dans des pays où les citoyens sont davantage réceptifs à cette nécessité.

L'encaissement des assurances de groupe recule légèrement en 2016. L'organisation de plans de pension par l'employeur reste d'une importance capitale. La part de la masse salariale qui est consacrée à la constitution de la pension demeure insuffisante en Belgique. Il est à espérer que la transparence à laquelle contribue MyPension.be entraînera une prise de conscience.

Si l'on compare la situation belge à celle du reste de l'Europe, l'on constate qu'il y a une rupture en 2013 (augmentation de la taxe de 1,1 % à 2 %).



Alors que l'encaissement plonge en Belgique, l'on constate une augmentation de l'encaissement dans l'ensemble de l'UE.

La question principale est de savoir pourquoi. Quels sont les facteurs qui pourraient expliquer cette tendance ?

On pense avoir recensé trois raisons pour expliquer le déclin de l'encaissement en vie en Belgique.

- 1) la fiscalité ;
- 2) les taux bas et,
- 3) le nouveau cadre prudentiel « Solvabilité II ».

1) La fiscalité

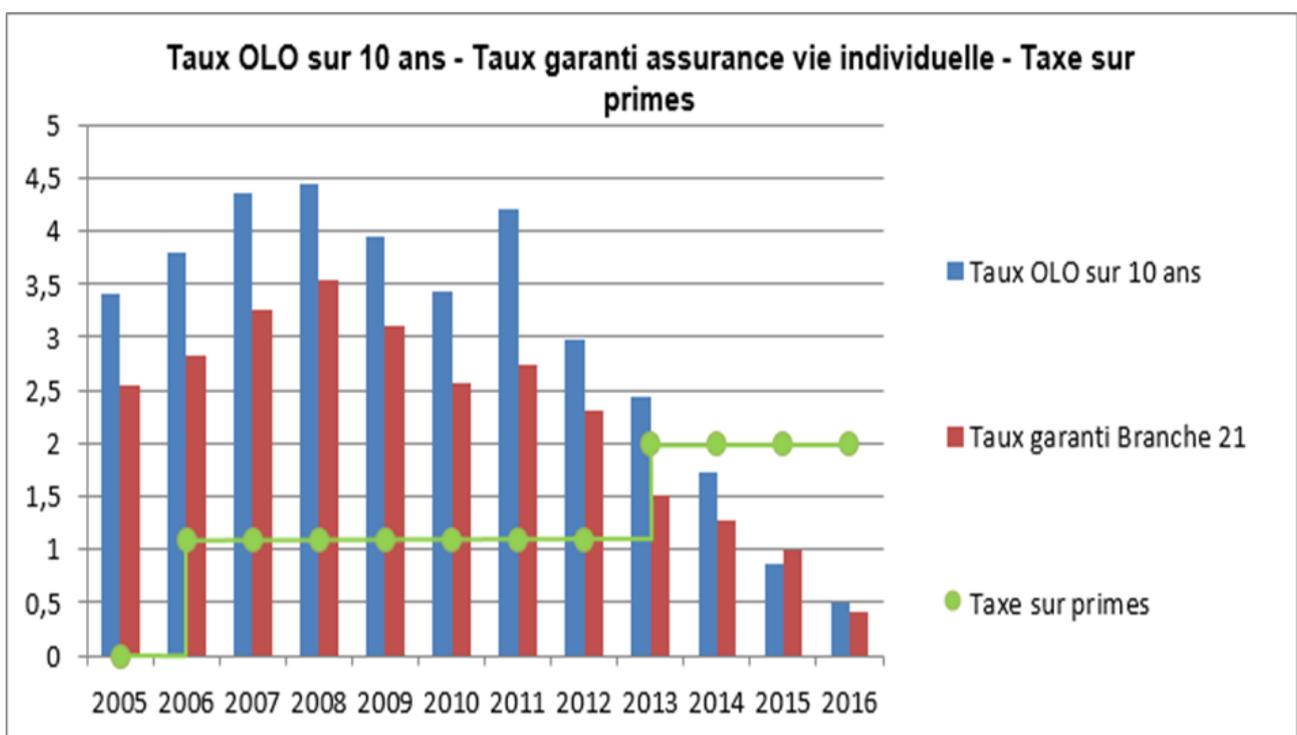
« L'assurance-vie est avant tout un produit fiscal. » Il s'agit d'une déclaration que l'on entend régulièrement dans les médias mais également dans le secteur des assurances. La fiscalité a une incidence prépondérante sur le choix d'investissement d'un particulier. Or, dans le cadre du budget 2013, le gouvernement a décidé d'augmenter à 2 % la taxe sur les primes des branches d'assurance-vie 21 et 23 qu'il avait déjà instaurée en 2006 (1,1 %).

Cette taxe a été principalement motivée par des besoins budgétaires.

Tandis que la taxe de 1,1 % avait rapporté environ 144 millions d'euros sur 220 millions budgétés par le gouvernement en 2012 (soit 72 %), la nouvelle taxe a généré - malgré l'augmentation à 2 % - à peine 153 millions de revenus en 2013. Ainsi, alors que le gouvernement avait prévu au budget un accroissement de 139 millions d'euros, celui-ci s'est élevé à seulement 9 millions de plus que la taxe de 1,1 %.

En 2005, avant l'instauration de la taxe, le taux garanti moyen offert par le marché était de 2,5 %. En 2006, le taux garanti moyen offert était de 2,75 % pour une taxe de 1,1 %, ce qui représentait une différence nette de 1,65 %.

En 2013, l'augmentation de la taxe a réduit le différentiel à -0,5 %. En 2016, la garantie offerte est inférieure à 0,5 % pour une taxe de 2 %, ce qui représente un différentiel négatif de plus de 1,5 %.



Si l'on compare le traitement fiscal de ce type de produits à celui du compte d'épargne réglementé, l'on constate également un traitement fiscal pénalisant.

L'on voit bien que ce qui à l'époque de l'instauration de la taxe sur les primes pouvait être perçu comme un incitant fiscal est devenu clairement une entrave en raison de la baisse des taux offerts et du maintien du niveau de la taxe.

1) Les taux bas

L'autre argument relatif au déclin de l'encaissement en vie est la faiblesse de taux offerts par les assureurs.

Si l'on prend l'encaissement réalisé en 2004 comme point de départ, l'on peut distinguer trois groupes.

- a) La Belgique et les Pays-Bas qui sont les seuls pays européens à avoir connu une chute de leur encaissement en vie sur cette période.

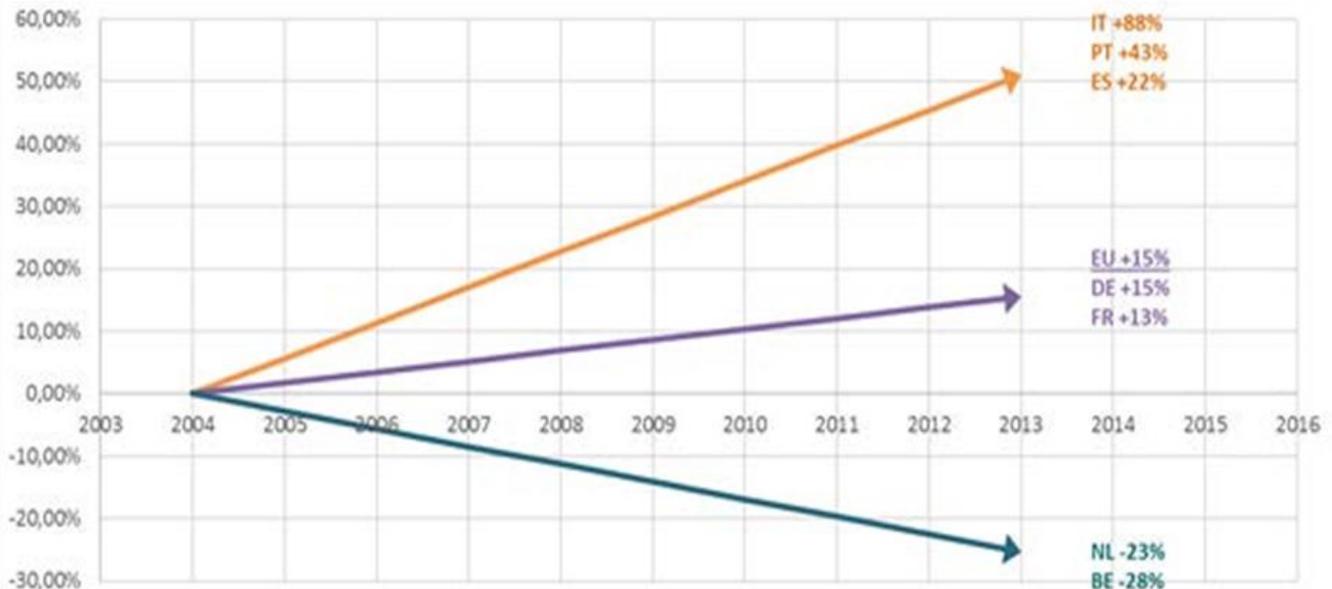
Que s'est-il passé aux Pays-Bas ?

À partir de 2006, le marché de l'assurance a commencé à changer. Les assureurs ont été frappés sur de nombreux fronts :

- Les **avantages fiscaux** pour les produits d'épargne d'assurance ont été étendus aux produits d'épargne bancaire ;
  - Les **rendements** des investissements ont diminué en raison de la crise financière ;
  - La pression sur le capital réglementaire a augmenté en raison de l'instauration de Solvabilité II ;
  - La **réputation** s'est dégradée en raison de l'attention médiatique à l'égard du *misselling* de produits *unit linked* relevant de la branche 23 ;
  - Le début d'un changement significatif dans le **paysage** de la pension, en passant de plans Defined Benefit à des régimes de retraite Defined Contribution ;
- b) La moyenne européenne représentée par la France et l'Allemagne.
  - c) Enfin, l'Espagne, l'Italie et le Portugal qui ont connu une croissance au-dessus de la moyenne.

Ces pays ont pu offrir un taux garanti plus élevé grâce à leur exposition dans des investissements souverains (+/- 50 % des investissements avec un biais national).

Total direct life premiums written on domestic market through non-linked contracts



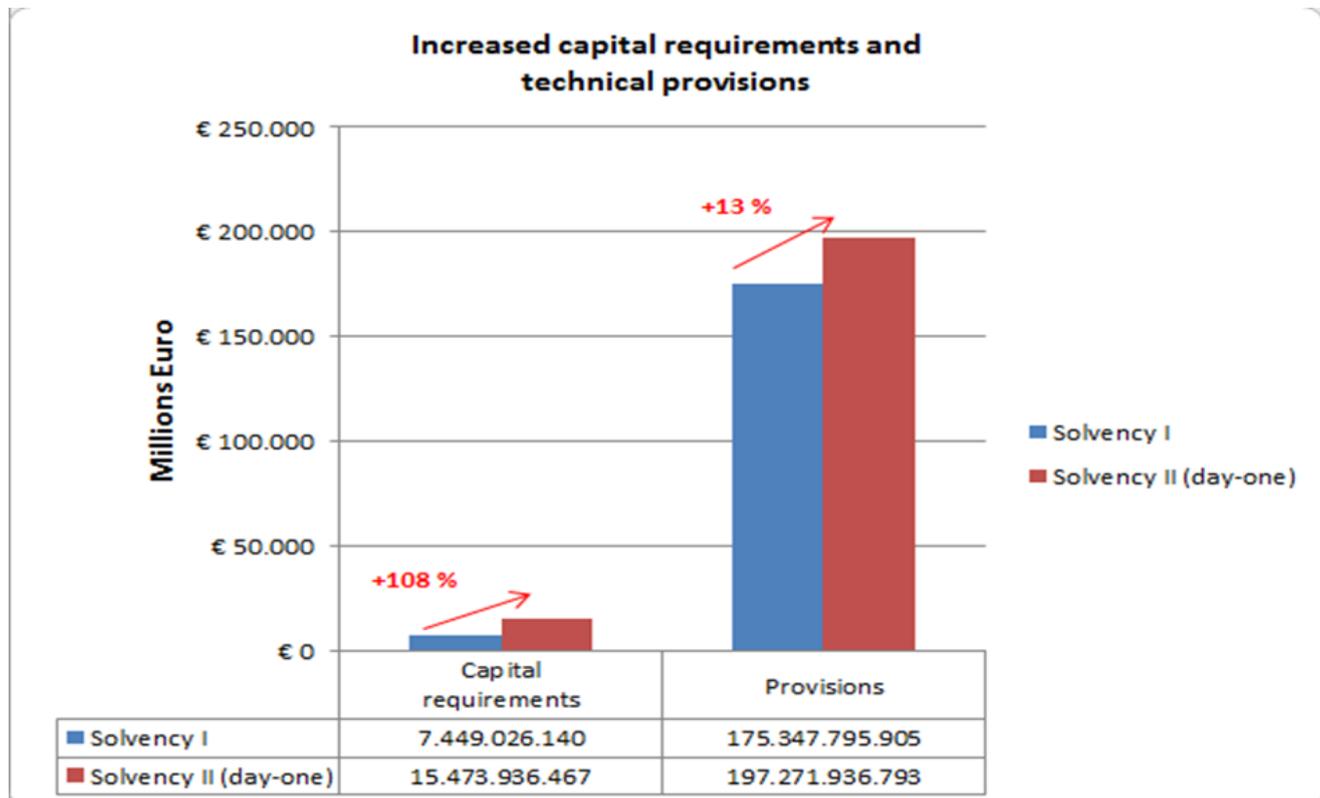
### 3) Solvabilité II

Le passage de Solvabilité I à Solvabilité II a également constitué une révolution dans le domaine de l'assurance. Là où Solvabilité I s'appuyait sur les règles comptables belges au coût historique pour valoriser l'ensemble du bilan, y compris les provisions techniques, Solvabilité II utilise une valeur de marché.

Suivant Solvabilité II, la valeur des provisions techniques est égale à la somme de la meilleure estimation (best estimate) et de la marge de risque (risk margin) respectivement. La meilleure estimation correspond à la moyenne pondérée par leur probabilité des flux de trésorerie futurs, compte tenu de la valeur temporelle de l'argent (valeur actuelle attendue des flux de trésorerie futurs), estimée sur la base de la courbe pertinente des taux d'intérêt sans risque.

Cela implique une approche prospective prenant en compte l'ensemble des options et garanties incluses dans les contrats d'assurance. En outre, l'actualisation des flux futurs ne se fait pas sur la base du taux garanti comme c'était le cas sous l'ancien régime mais bien sur la base d'une courbe des taux sans risque.

Le résultat est que le montant des provisions techniques croît de 13 % entre le bilan Solvabilité I et Solvabilité II.



De plus, les exigences de capital ont doublé. Ceci ne doit pas nous étonner outre mesure.

Non seulement les provisions techniques sous Solvabilité II ont augmenté (le risque de souscription est directement dépendant du montant des provisions techniques), mais en outre le nouveau régime prend en compte l'ensemble des risques auxquels les entreprises sont confrontées (risque de marché, de contrepartie, ...).

Le doublement des exigences de capital ne veut pas dire que du jour au lendemain, les entreprises devaient doubler leurs fonds propres disponibles. En effet, une partie importante des fonds propres provient de la réserve de réconciliation, qui comprend l'ensemble des actifs et passifs à la valeur de marché (l'ensemble des plus-values latentes sur les actifs sont prises en compte comme élément de Tier 1).

Face à cet environnement de taux bas, le secteur a dû s'adapter et changer son business model. En pratique, cela s'est traduit par une combinaison de mesures dont :

- a) Arrêt de la production

La presse a fait mention de différentes entreprises qui ont pris la décision d'arrêter la production de contrats individuels vie. À côté de ces annonces médiatiques, le reporting relatif à la liquidité interne indique que l'ensemble du secteur est en train de réduire ses activités vie.

b) Renforcement des fonds propres

Afin de pouvoir poursuivre les activités vie, certaines entreprises n'ont pas eu d'autre choix que d'augmenter leurs fonds propres.

c) Réduction des coûts

d) Transfert vers la branche 23

e) Modification des contrats

Certaines entreprises ont modifié les garanties des contrats en cours après accord des preneurs d'assurance afin de pouvoir continuer leurs activités.

f) Rachats

Certaines entreprises ont également offert des primes à leurs preneurs afin qu'ils rachètent les contrats avec des taux garantis élevés.

g) Search for yield

Compte tenu de l'environnement persistant à faible rendement, une tendance potentielle de « recherche de rendement » pourrait apparaître. Les assureurs pourraient vouloir réaffecter leur portefeuille vers des marchés plus risqués ou des actifs plus risqués, augmentant ainsi leur vulnérabilité aux évolutions défavorables du marché.

Cependant, sur la base des résultats de l'enquête sur le comportement des investissements menée par l'EIOPA et couvrant les années 2011-2015 ainsi que des données 2016 sous Solvabilité II, il ne semble pas pouvoir constater une « recherche de rendement » sur la base de l'évolution de l'allocation des investissements sur les principales catégories d'actifs dans l'échantillon examiné.

Toutefois, certains signaux de détérioration de la qualité des actifs dans les principales catégories d'actifs ont été décelés. Cette tendance pourrait se poursuivre dans les années à venir.

En conclusion, pour faire face à l'actuel environnement de taux bas, il n'y a pas de formule miracle. Le secteur l'a bien compris. C'est la mise en œuvre combinée de ces différentes mesures qui a permis d'améliorer la résistance du secteur belge.

La Banque nationale a également pris une série de mesures pour gérer les difficultés liées aux taux bas.

a) Un reporting de taux d'intérêt

La Banque nationale a mis au point un reporting de taux qui permet de suivre la situation individuelle de chaque entreprise. Ce reporting permet de mettre en évidence l'évolution du taux garanti en comparaison du rendement des actifs de couverture et l'éventuel duration gap. Le reporting a également une composante prospective en projetant l'ensemble des cash flows de l'actif et du passif jusqu'à leurs extinctions.

b) *Stress Tests – Low for Long*

La Banque nationale a établi un cadre pour les tests de résistance destiné au secteur des assurances qui comporte deux grands volets : le premier est centré sur les tests de résistance microprudentiels tandis que le second concerne la mise en place de tests de résistance macroprudentiels.

Le volet microprudentiel recouvre, d'une part, tous les tests de résistance qui visent spécifiquement certaines entreprises dans le cadre des activités opérationnelles de contrôle menées par la Banque conformément aux articles 322 et 467 de la loi loi du 13 mars 2016 relative au statut et au contrôle des entreprises d'assurance ou de réassurance (loi Solvabilité II), et d'autre part des orientations et des attentes de la Banque en matière de tests de résistance internes devant être réalisés par une entreprise d'assurance dans le cadre de son évaluation interne des risques et de la solvabilité (ORSA) ou à l'occasion de la validation de l'usage d'un modèle interne (partiel).

Le volet macroprudentiel englobe tous les tests de résistance portant sur le système financier ou sur un secteur qui ont pour principal objectif de déceler des risques et des problèmes potentiels liés à la stabilité du système financier en général et du secteur des assurances en particulier (exemple : environnement des taux bas).

c) Provision 'clignotant'

Dans le cadre du régime prudentiel Solvabilité I, les entreprises d'assurance devaient constituer des provisions « complémentaires » (communément appelées « provisions clignotant ») au niveau statutaire afin de couvrir le risque de taux qu'elles encouraient pour certains types de contrat.

À la suite de l'entrée en vigueur de la loi Solvabilité II, qui transpose la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II), il a été décidé de maintenir les dispositions prudentielles de Solvabilité I en matière de provisions complémentaires dans le cadre comptable.

Ainsi, l'arrêté royal du 1er juin 2016 modifiant l'arrêté royal du 17 novembre 1994 relatif aux comptes annuels des entreprises d'assurance et de réassurance (ci-après, « AR Comptes annuels ») prévoit, dans un souci de prudence et de continuité, que les provisions complémentaires constituées sous le régime de Solvabilité I sont maintenues dans les comptes statutaires lors du passage au régime Solvabilité II et continuent également d'être alimentées par la suite, aussi longtemps que le risque de taux persiste. Cette provision de 7,6 milliards d'euros à la fin de 2016 constitue un coussin additionnel de Tier 1 dans le bilan Solvabilité II. Il ne s'agit ni plus ni moins que d'une partie des résultats qui ont été mis en réserve pour le risque de taux.

La réussite au test de résistance low for long est une condition nécessaire mais non suffisante pour obtenir la dispense de constitution de la provision clignotant.

d) Plans de redressement

La Banque nationale a dû intervenir à plusieurs reprises et demander à certaines entreprises d'établir des plans de redressement visant à assurer la continuité des activités dans l'environnement des taux bas. Ces plans de redressements couvraient différentes mesures, dont l'augmentation des fonds propres par émission de prêts subordonnés, la rétention des bénéfices, la réduction du gap de duration, des programmes de rachats, ...

e) Note stratégique

La Banque nationale a également établi une note stratégique ayant pour objectif de présenter quelques pistes de réflexion sur la problématique relative au déclin des activités vie en Belgique.

Cette note couvre différents domaines et propose trois types de mesures :

1. Mesures nécessitant une intervention politique
  - a. Modification de la fiscalité

La Banque a proposé de moduler la taxe existante de 2 % en fonction des taux offerts par le marché et/ou du rendement des OLO, et de réorienter la taxation actuelle afin de stimuler les produits de type « prévoyance » (épargne pension et à long terme, couverture de soins, couverture de la dépendance, etc.).

- b. Indemnité financière

La récente crise financière a clairement montré la menace qu'un insurance run constituait pour une entreprise elle-même, mais aussi pour ses clients et pour l'économie réelle. Les assureurs-vie peuvent se protéger en réclamant des frais de rachat basés sur la différence entre le taux technique et les taux du marché, dans le cas de retraits anticipés de leurs produits à long terme, mais uniquement pour les huit premières années.

La Banque souhaite ainsi voir modifier l'actuel AR Vie et étendre la possibilité de demander une indemnité financière au-delà des huit premières années.

1. Mesures que la Banque peut prendre dans le cadre de ses compétences propres
  - a. *Duration-based equity*

Le nouveau régime prudentiel Solvabilité II prévoit trois types de chocs sur les instruments de type actions :

- a) un choc de 39 % sur les actions cotées sur un marché réglementé au sein de l'OCDE (type 1),
  - b) un choc de 49 % sur les actions non cotées ou cotées en dehors de l'OCDE (type 2),
- Ces deux chocs font l'objet d'un ajustement symétrique de  $\pm 10\%$  en fonction de l'état du marché (*bulling or bearing*).
- c) un choc de 22 % sur les participations stratégiques qui remplissent certaines conditions.

Les entreprises d'assurance-vie peuvent également bénéficier d'un traitement favorable (*duration-based equity*) dans le calcul du sous-module sur actions (choc de 22 %) lorsqu'elles remplissent certaines conditions dont la fourniture des prestations de retraite versées en cas de la mise à la retraite, ou à l'approche de la mise à la retraite, si les primes versées au titre de ces prestations bénéficient d'une déduction d'impôt.

La Banque a rendu possible l'utilisation de cette notion en droit belge en précisant le cadre juridique incertain et les conditions d'octroi.

- b. *Investissements en infrastructure*

Le 30 septembre 2015, la Commission a adopté le Plan d'action pour l'union des marchés de capitaux ainsi qu'un certain nombre d'actions-clés. L'une de ces actions a été l'adoption par la Commission de certains amendements au règlement délégué Solvabilité II. La modification la plus importante concerne le traitement des investissements en infrastructure.

Cette modification vise à réduire les obstacles existants pour les assureurs qui investissent dans des infrastructures en créant une classe d'actifs distincte pour de tels investissements et à diminuer le montant du capital que les assureurs doivent détenir pour les investissements en dette et/ou en *equity* dans de tels projets.

Les projets d'infrastructure sont des investissements à long terme qui permettent de soutenir l'économie réelle par le financement de travaux d'infrastructure. Ce type de projets offre généralement un rendement attrayant et un traitement prudentiel avantageux (*equity shock* de 30 % au lieu de 39 ou 49 %, réduction du *shock spread* d'environ 30 %). Le principal risque est celui de liquidité.

La Banque nationale a précisé dans une circulaire ses attentes en matière de projets d'infrastructure afin d'éviter l'insécurité juridique et les risques de requalification. En outre, les entreprises concernées peuvent poser des questions sur la qualification d'un projet avant son lancement officiel, vu son caractère à long terme et les nombreuses possibilités d'interprétation.

c. *Look Through*

La Banque a précisé sa position quant à l'application du principe de *look through* dans le cadre des exigences de capital. En effet, il existait différentes interprétations sur le traitement qu'une entreprise devait donner quand elle était propriétaire d'une filiale qui investissait exclusivement dans une catégorie d'actif (exemple : *real estate*) pour le compte de la maison-mère, la question centrale étant de savoir s'il fallait appliquer les chocs sur la participation ou ceux sur les risques sous-jacents).

La politique de la Banque a également eu des répercussions au niveau européen, où la même interprétation sera reprise dans les textes normatifs à l'occasion de la révision de la Directive Solvabilité II escomptée en 2018.

3. Mesures à défendre au niveau européen.

a. Regional and Local Governmental Guarantees

Contrairement aux garanties des gouvernements centraux, qui ne nécessitent pas d'exigences de fonds propres, les garanties des autorités locales et régionales ne bénéficient pas d'un traitement favorable sous le régime Solvabilité II.

Or, il ressort de la structure institutionnelle belge que les autorités régionales et locales sont plus aptes à offrir ce type de garanties pour financer des projets relevant de leurs compétences que l'autorité fédérale.

À cet égard, la Banque a réussi à convaincre ses partenaires européens de la nécessité d'adapter les règles en ce sens en 2018 lors de la révision de Solvabilité II.



Comme déjà mentionné à plusieurs reprises, il n'y a pas de solution miracle unique. C'est un ensemble de mesures qui, conjointement, permettront de réorienter les futurs preneurs d'assurance vers l'assurance-vie.

Les principales pistes à envisager pour l'avenir pourraient ainsi consister dans :

- a) Une révision de la fiscalité de l'épargne existante, qui manque de logique et d'une perception sur le long terme. L'épargne à long terme (exemple : contrat assurance- vie) devrait être encouragée fiscalement, ce qui n'est pas le cas actuellement. Cette considération devra faire partie d'une réflexion globale sur la fiscalité de l'épargne.
- b) L'innovation. La Belgique, comme d'autres pays européens, sera confrontée au vieillissement de sa population. Il y a là une opportunité pour développer de nouveaux produits qui répondent aux futurs besoins de la société (assurance dépendance, assistance à domicile, ...).
- c) Enfin, quelles que soient les pistes pour l'avenir, il est indispensable qu'un dialogue soit créé entre le secteur, la Banque nationale et le ministre compétent. Ce dialogue est d'autant plus urgent que l'environnement dans lequel on évolue change extrêmement rapidement. Il ne faut surtout pas manquer les opportunités qui s'offrent à nous (exemple : insurtech va changer la manière de pratiquer l'assurance d'ici 5 à 10 ans, mais il faut appréhender ce phénomène dès maintenant).