



Alerte sur les fonds en euros ?

Les assureurs ont alimenté l'actualité financière de la rentrée. Plusieurs d'entre eux, et non des moindres, ont annoncé un changement de leur politique de gestion de leurs fonds en euros. Comment en est-on arrivé là ?

Les fonds en euros bénéficient de la baisse des taux

Jusqu'à la fin de l'année dernière, un consensus, plus ou moins conscient, s'était formé autour de l'idée que la période d'assouplissement monétaire ne serait qu'une parenthèse, certes prolongée, dans l'histoire économique. La croissance finirait par repartir, entraînant avec elle l'inflation, et les taux d'intérêt retrouveraient rapidement des niveaux plus élevés, permettant de récompenser l'épargnant de son renoncement à une consommation immédiate. Les Etats Unis semblaient montrer la voie : ils avaient été les premiers à mettre en œuvre des mesures inédites pour encourager les banques à prêter davantage et les épargnants à consommer (baisse radicale des taux d'intérêt, rachat massif d'obligations, ...), ils avaient également été les premiers à initier une « normalisation » de leur politique monétaire à partir de 2013.

Le consensus a volé en éclat au 1er semestre de cette année lorsque la banque centrale américaine, inquiète du ralentissement de l'économie mondiale, décidait de faire machine arrière. L'heure n'est plus à la normalisation de la politique monétaire mais à sa « japonification » : une période très longue de taux très bas dans un contexte de croissance « molle ».

Les fonds en euros des assureurs sont en première ligne de ce changement (possible) de « paradigme ». Ils reposent en effet sur un équilibre fragile du fait de la garantie à tout moment du capital (« effet cliquet »).

Très schématiquement, les gérants des fonds en euros classiques achètent des obligations émises par des Etats ou des entreprises dont les coupons servent à

assurer le rendement des épargnants. La performance dépend de plusieurs facteurs : le rendement et la maturité des obligations en portefeuille, la collecte, les rachats (volontaires ou à la suite d'un décès). Dans une période de baisse des taux telle que celle que nous connaissons depuis plusieurs décennies, les obligations constituant le portefeuille assurent un rendement supérieur aux taux d'intérêt du marché. Autrement exprimé, le fonds en euros dispose de plus-values latentes. Mais, plus la collecte nette de rachats est importante, plus le gérant doit acheter d'obligations nouvelles à des taux beaucoup plus bas. Le rendement du fonds en euros baisse automatiquement. Par ailleurs, les obligations anciennes finissent par être remboursées et doivent être remplacées, ce qui diminue le rendement (à risque équivalent). Pour pallier cette baisse mécanique des rendements, certains gérants ont constitué des réserves afin de lisser l'évolution de la performance.

Les fonds en euros sont moins compétitifs dans un contexte stabilisé de taux d'intérêt bas

Si, aujourd'hui, un assureur décidait de créer un nouveau fonds en euros et de collecter massivement, il lui serait difficile de garantir un rendement positif compte tenu des frais de gestion (entre 0,6 et 1 %), sauf à prendre des risques sur l'émetteur de l'obligation ou sur la liquidité (en s'engageant sur des obligations de longue durée).

Le millésime 2018 avait été excellent pour les gérants de fonds en euros. Les épargnants avaient accepté d'investir une part significative en unités de compte, limitant l'afflux de capitaux sur les fonds en euros. Par ailleurs, les taux d'intérêt s'étaient globalement stabilisés sur les marchés. La situation paraissait gérable, surtout si les taux d'intérêt finissaient par remonter.

Tout a changé en 2019. Les taux d'intérêt sont de nouveau orientés à la baisse alors que les épargnants, refroidis par le repli des marchés financiers, reviennent sur les fonds en euros. C'est pourquoi les assureurs ont changé de discours depuis quelques semaines. Ils doivent impérativement limiter la collecte. Afer et Gaipare, les deux fonds en euros emblématiques du fait de leurs performances, ont annoncé des restrictions sur les souscriptions nouvelles. Il n'est pratiquement plus possible d'investir 100 % de son épargne nouvelle sur leurs fonds en euros. Le groupe Crédit Agricole a, pour sa part, prévu d'augmenter les frais d'entrée.

Mais c'est Generali qui a frappé le plus fort, sur un plan médiatique tout du moins. Non seulement il a durci les conditions d'entrée sur ses fonds en euros et prévu une baisse significative des rendements en 2019 mais il a annoncé qu'ils n'étaient plus un instrument d'avenir compte tenu des changements de conditions de marché.

La décision de Generali est courageuse car, commercialement, le fonds en euros reste le produit d'appel de l'assureur même si ses contraintes en matière d'immobilisation de fonds propres sont fortes.

Tous les assureurs ne suivront pas le changement de cap radical de Generali. Ceux qui ont limité la collecte et disposent d'encours à maturité longue resteront compétitifs.

Mais le fonds en euros sera moins attractif en Janvier 2020 lors de l'annonce des rendements 2019.

Les solutions alternatives au fonds en euros

Comment l'épargnant ne souhaitant pas être investi à 100 % sur les marchés financiers peut-il obtenir à la fois rendement et sécurité ?

Le fonds euro-croissance, commercialisé par quelques assureurs (dont Generali) constitue-t-il une réponse ? Le capital est garanti sur une échéance variable d'une dizaine d'années à hauteur de 80, 90 ou 100 %. L'assureur disposant d'un horizon de placement plus lointain peut prendre plus de risque et, en théorie, offrir plus de rendement. Le problème réside dans le fait que, plus les taux sont bas, moins l'assureur dispose de réserves pour investir sur des placements risqués, sauf à assumer lui-même le surcroît de volatilité. L'avenir nous dira si les assureurs sont prêts à relever ce défi.

Les supports immobiliers restent une alternative sérieuse. Il peut s'agir de SCPI (ou de SCI), d'OPCI et d'OPCVM immobiliers. Les SCPI rapportent aujourd'hui autour de 4,5 % (avant frais de gestion), plutôt stable actuellement, et ne sont pas volatiles. Mais le capital n'est pas garanti et la durée d'investissement doit être longue (au moins 8 ans) compte tenu des frais d'entrée. Enfin, peu de contrats proposent des SCPI dans des conditions compétitives. Les SCPI ont des cousins, les OPCI, qui détiennent à la fois des immeubles et des actifs financiers. La performance est de ce fait plus volatile. Enfin, les OPCVM immobiliers acquièrent des sociétés foncières cotées. Ils subissent en conséquence les soubresauts des marchés financiers. Mais les foncières constituent un actif présentant un couple rentabilité/risque intéressant aujourd'hui.

Autre support mis souvent en avant par les banques : les produits structurés. Ils sont exposés sur les marchés financiers avec des barrières de protection qui limitent le risque de perte. En pratique, l'épargnant gagne moins que s'il avait investi en actions et ne perd que si les marchés dévissent sur une période allant de 8 à 10 ans. Le rendement est intéressant mais la sortie avant terme aléatoire.

Dernière solution pour les investisseurs rétifs aux actions : l'investissement en « private equity ». L'épargne est investie sur une période de 8 à 10 ans dans l'économie réelle. Si le gérant est performant, la rémunération peut être élevée. Dans certains cas, l'assureur garantit la liquidité. Mais le choix du fonds est décisif et l'investisseur ne saura qu'au terme s'il a été perspicace dans sa sélection. Mieux vaut sélectionner les meilleures sociétés de gestion.

Il existe donc des solutions alternatives aux fonds en euros susceptibles d'apporter un rendement supérieur dans des conditions de volatilité maîtrisées. Mais elles s'adressent aux investisseurs disposant d'un horizon de placement lointain.

Pour les placements à plus court terme, il est compliqué de battre le fonds en euros, même avec des rendements faibles. Les OPCVM à dominante obligataire ne rapportent plus grand-chose et peuvent souffrir d'une remontée des taux. Les OPCVM diversifiés, soit souffrent du même handicap (s'ils investissent majoritairement en obligations), soit sont sensibles aux fluctuations des marchés. La durée

d'investissement recommandée pour les OPCVM alternatifs est d'au moins 3 ans et la performance n'est pas certaine.

On comprend mieux pourquoi les allemands sont vent debout contre la Banque Centrale Européenne. La volonté de nos dirigeants monétaires est d'encourager le crédit et la consommation. L'épargnant qui ne souhaite prendre aucun risque ne peut qu'être le perdant de cette politique. Keynes l'appelait « l'euthanasie du rentier ». Peut-être est-il opportun de se remémorer que, sur une longue période, les actions constituent la classe d'actif la plus rémunératrice.

.