

ASSURANCE-VIE : LA NOUVELLE ÉQUATION IMMOBILIÈRE

PAR DANIEL WHILE
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



En 2020, l'équation de l'assurance vie sera profondément modifiée par rapport aux années précédentes, dans un sens qui favorisera l'immobilier collectif.

Alors que la moyenne du rendement des fonds euros (garantis en capital) s'établissait pour l'année 2018 à 1,80 %⁽¹⁾, ils sont attendus en baisse pour l'année 2019. La plupart des compagnies d'assurance ont limité leurs conditions d'accès aux fonds euros de leurs contrats, dans l'intention d'augmenter mécaniquement la part des unités de compte. Ces évolutions s'expliquent par la persistance, depuis fin 2018, d'un environnement de taux réels négatifs qui rogne à la fois les résultats opérationnels des compagnies d'assurance et leur capacité à assurer la garantie en capital pour la part détenue en fonds euros. **Quel rôle l'immobilier peut-il, et doit-il jouer dans cette nouvelle donne ?**

1/TROP D'IMMOBILIER OU PAS ASSEZ ?

Le dernier rapport publié par la FFSA⁽²⁾ fait état, pour les sociétés « vie », d'un portefeuille d'actifs sous gestion de 2 172 mds €. Après transposition des OPC, l'immobilier représente 118 mds €, soit 5,4 % de ces placements. La proportion d'actifs immobiliers était de 3,5 % en 2013. Elle augmente régulièrement depuis.

A quoi comparer cette proportion de 5 % d'immobilier dans l'actif général de l'assurance vie ? La littérature académique⁽³⁾, à travers l'application des théories classiques d'allocation d'actifs (modèle de Markowitz) aux séries de performance de l'immobilier et des autres principales classes d'actifs (obligations souveraines, actions), conclut à **une détention « optimale » d'immobilier comprise entre 10 et 20 % d'un portefeuille**. Bien entendu, cette comparaison doit être relativisée par le fait que contrairement à un

allocataire d'actifs « idéal », les compagnies d'assurance sont soumises à des contraintes de durabilité, de liquidité, et de provisions face aux chocs de marchés. On peut en conclure que **la détention immobilière actuelle des compagnies d'assurance-vie (5 % du portefeuille d'actifs) n'est pas excessive au regard de l'allocation d'actifs**.

Elle ne l'est pas non plus au regard de la profondeur du marché immobilier. En 2019, 277 mds € ont été investis en immobilier commercial en Europe, et le parc⁽⁴⁾ immobilier investissable européen représente environ 3 000 mds €.

Certains travaux⁽⁵⁾ concluent également que plus un portefeuille est composé, à l'origine, d'obligations, plus l'introduction d'une poche immobilière fait baisser le risque global du portefeuille. L'explication académique en est que la corrélation de l'immobilier face aux obligations souveraines est négative, alors que la corrélation de l'immobilier face au marché actions est faiblement positive. En d'autres termes, **le pouvoir de diversification du risque de l'immobilier est d'autant plus fort que le portefeuille est défensif au départ. Dans le contexte d'un contrat d'assurance vie, cela signifie que l'immobilier doit être utilisé prioritairement comme une diversification du fonds euros⁽⁶⁾**.

2/ LES UNITÉS DE COMPTE IMMOBILIÈRES DANS LA NOUVELLE HIÉRARCHIE DES PLACEMENTS

Alors qu'en 2007 le taux moyen servi par les fonds euros était supérieur à 4 % et permettait de préparer décemment une retraite en capitalisant au-dessus de l'inflation, ce n'est plus une possibilité en 2020. Le versant positif de cette situation est d'obliger les assurés à adopter – avec leur conseiller – **une approche d'allocation plus volontaire au sein de leur contrat d'assurance vie**.

1. Source : FFSA

2. FFSA, Rapport 2018 - Cahier statistique, octobre 2019

3. Voir Kallberg-Liu-Greig, 1996, The Role of Real Estate in the Portfolio Allocation Process, Cornell University, qui conclut à une allocation immobilière optimale de 9%. Voir aussi Fogler, 1984, 20% in real Estate, can theory justify it ?, The Journal of Portfolio Management ; Firstenberg, 1988, Real Estate, the whole story, Journal of Portfolio Management ; Ennis-Burik, 1991, Pension fund real estate investment under a simple equilibrium pricing model, Financial analysts Journal. Dans un contexte français on peut se référer à Hoesli, 2006, Quelle proportion d'immobilier dans un portefeuille ?, Réflexions Immobilières ainsi qu'à l'étude de l'IEIF « 40 ans de performances comparées » qui conclut à une détention directe ou indirecte de 23% sur la période 1998-2018 pour une performance annuelle cible de 5%.

4. Source : MSCI

5. Voir Blanchard-Laguiche-Russo, 2014, Physical Real Estate in long-term asset allocation : the case for France, Amundi Discussion Papers Series

6. On prend ici l'hypothèse, largement vérifiée, que le sous-jacent principal du fonds euros est l'obligation souveraine. Cette remarque ne s'applique donc pas à des fonds euros atypiques

L'aversion au risque des français n'a jamais été aussi forte, comme en témoigne la hausse de 60 % en 2019 de la collecte nette du livret A et du livret de développement durable. Pourtant, la rémunération des placements sans risque est devenue dilutive. Le changement de paradigme qui s'offre aux épargnants est le suivant : plutôt que d'évacuer le risque par la garantie en capital, combiner des supports risqués entre eux, de telle manière que leur combinaison limite le risque global du portefeuille. Le rôle du conseiller en gestion de patrimoine est central dans cet « accompagnement du changement ».

Dans ce contexte, les unités de compte immobilières devraient devenir un compartiment incontournable de l'assurance vie. Trois véhicules sont à la disposition des épargnants français :

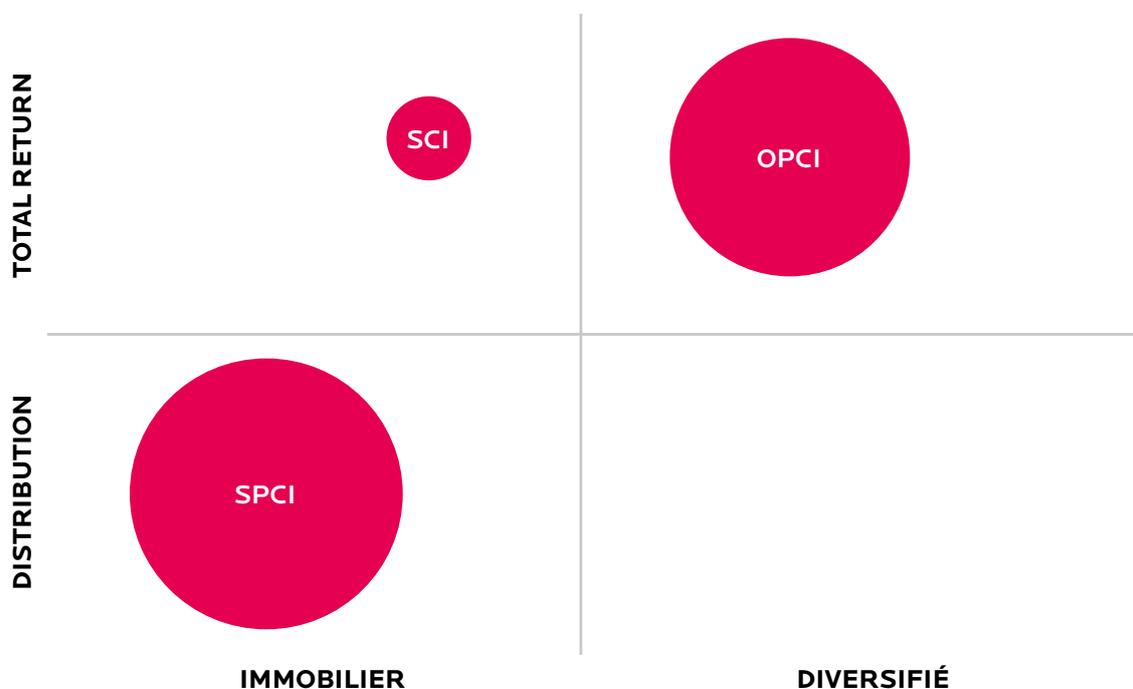
➤ **les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI).** Il s'agit de véhicules investis en quasi-totalité en immobilier. Leur performance est essentiellement issue de la distribution des revenus locatifs ;

➤ **les Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI)** sont conçus spécifiquement pour l'assurance vie. Ils ont, pour la plupart, vocation à être liquides au bout de 2 mois, et sont à ce titre alignés avec la contrainte de liquidité faite aux assureurs. Pour cela, ils détiennent une poche d'actifs financiers liquides à hauteur de 35 % de l'actif brut de l'OPCI. Il s'agit donc de véhicules diversifiés. Leur performance additionne l'évolution des valeurs d'actifs et la distribution de revenus locatifs. Les OPCIs sont soumis à une obligation de distribution de 85 % minimum des revenus locatifs perçus ;

➤ **enfin, il existe des Sociétés Civiles Immobilières (SCI)** à capital variable distribuées sous forme d'unités de compte. Elles ne sont pas réglementées par l'AMF et ne sont pas soumises à des contraintes de détention fortes. De façon générale, elles comportent une part très majoritaire d'immobilier et une part marginale d'actifs financiers. Comme l'OPCI, leur performance cumule à la fois l'évolution des valeurs d'actifs et le rendement locatif.

L'OFFRE DE VÉHICULES EN IMMOBILIER COLLECTIF EN ASSURANCE VIE

La taille des bulles est en proportion de la capitalisation des fonds en assurance vie.

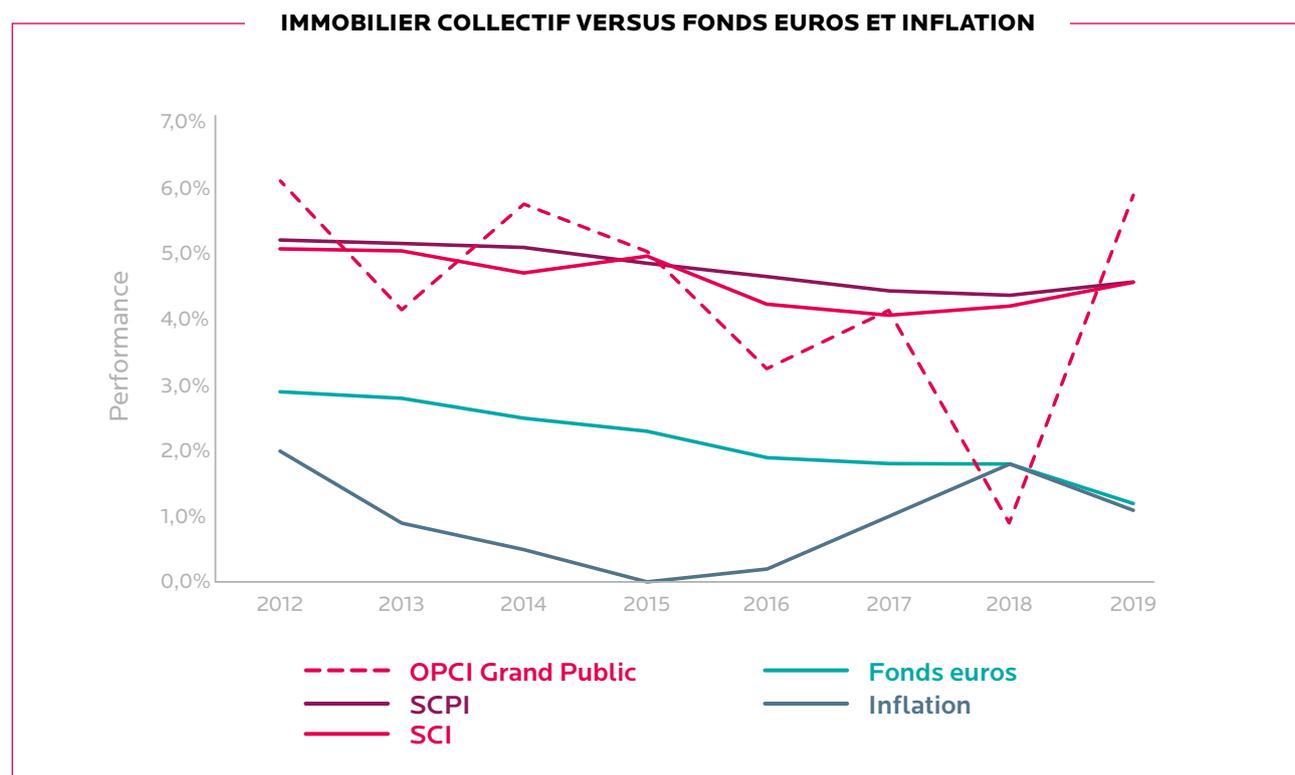


Sources : Primonial REIM Recherche & Stratégie

3/ QUEL TRACK RECORD POUR LES UNITÉS DE COMPTE IMMOBILIÈRES ?

Si l'on considère la performance depuis 2012 des unités de compte immobilières⁷⁾ (performance nette indépendamment des frais des contrats d'assurance

vie qui varient selon les assureurs), on constate que la performance sur cette période est sensiblement au-dessus de celle du fonds euros, avec une volatilité supérieure, notamment pour le fonds le plus diversifié (OPCI Grand Public).



Sources : ASPIM-IEF, Primonial REIM, FFSA, INSEE

4/ CONCLUSION : 2020, L'ANNÉE DU CHANGEMENT D'ÉCHELLE

La prolongation d'un environnement de taux bas redistribue la hiérarchie des placements, mais surtout la stratégie des épargnants face à leur placement en assurance vie. Face à l'érosion du rendement des placements dits « sans risque », les épargnants, dans une perspective d'épargne longue, sont amenés à diversifier leurs placements tout en maîtrisant le risque de portefeuille par une allocation pertinente.

En tant que placement d'équilibre (risque 2 à 4 sur 7 sur l'échelle du SRRI) et de long terme, l'immobilier collectif via les unités de compte immobilières est donc appelé à jouer un rôle croissant dans les contrats d'assurance vie en 2020. Dans la mesure où il parvient à maintenir une prime de risque suffisante, et où il reste peu coûteux en matière de fonds propres pour les compagnies d'assurance relativement aux placements sur le marché actions, **l'immobilier peut et doit jouer un rôle de stabilisateur à la fois pour l'économie de l'assurance vie et pour les placements des ménages en vue de leur retraite.**

7. Pour la performance des SCPI, nous avons considéré le TDVM moyen du marché. Source : ASPIM-IEF. Pour la performance des OPCI Grand Public, nous avons considéré l'indice IEIF OPCI total return, avec une estimation 2019 basée sur les résultats publiés des principaux véhicules. Pour la performance des SCI, nous avons considéré l'historique de performance du fonds le plus important du marché en actif net. Ces performances sont indicatives et ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. En outre, les placements en immobilier collectif comportent un risque de garantie en capital.

Primonial Real Estate Investment Management (PREIM) est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) le 16 décembre 2011.

Elle a reçu l'agrément AIFM le 10 juin 2014. Son métier consiste à créer, structurer et gérer des placements immobiliers de long terme auprès des investisseurs particuliers et institutionnels.

Primonial REIM développe un champ de compétences global :

- multi-produits : SCPI, OPCI, SCI,
- multi-secteurs : bureaux, commerces, résidentiel, hôtellerie, immobilier de santé et d'éducation
- multi-zones : France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Irlande, Pays-bas.

Au 31 décembre 2019, Primonial REIM, c'est :

- 21 milliards d'euros d'encours sous gestion,
- 67 841 associés,
- 46 FIA immobiliers,
- un patrimoine de 4 251 623 m² et 7 000 locataires dont une part importante de grandes entreprises locataires (Samsung, Korian, Crédit Agricole, SNCF...).

www.primonialreim.com

PRIMONIAL REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital social de 825 100 euros.

Enregistrée sous le n° 531 231 124 00045 RCS Paris - APE 6630Z. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le n° GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Titulaire de la carte professionnelle portant les mentions «Gestion Immobilière» et «Transactions sur immeubles et fonds de commerce» numéro CPI 7501 2016 000 007 568, délivrée le 17 mai 2016 par la CCI de Paris Ile-de-France, et garantie par la société CNA Insurance Company Ltd, située 37 rue de Liège – 75008 PARIS.

SIÈGE SOCIAL

36 rue de Naples - 75008 Paris

www.primonialreim.com

CONTACT

DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.while@primonial.fr
Henry-Aurélien NATTER • Responsable Recherche • henry-aurelien.natter@primonial.fr

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.

