

CROSS-EXPERTISE RESEARCH

12 novembre 2014

Les assureurs vie allemands face au risque des taux garantis : le coup de massue ?

Recherche Crédit

Antoine Houssin (33 1) 58 55 05 72
antoine.houssin@natixis.com

Recherche Economique

Cyril Regnat (33 1) 58 55 82 20
cyril.regnat@natixis.com

Recherche Actions

Benoît Valleaux (33 1) 58 55 96 80
benoit.valleaux@natixis.com

Recherche Cross-Asset

Emilie Tetard (33 1) 58 19 98 15
emilie.tetard@natixis.com

- En assurance vie, le taux garanti oblige l'assureur à servir un rendement au moins égal à ce minimum, quel que soit le rendement de son portefeuille de placements. **Le contexte de taux bas en Europe pose ainsi la question de la capacité des assureurs à faire face à ces engagements.** Les résultats des stress-tests, afin d'évaluer la résistance du secteur face aux risques de marché selon différents scénarios, dont un qui tient compte d'un environnement de taux bas, seront d'ailleurs connus ce mois. Dans ce contexte, et face au silence des agences de rating, nous nous interrogeons, à l'instar du FMI, sur le risque lié aux taux garantis en Allemagne, où ces derniers sont élevés et avec une longue durée.
- **Outre le fait que l'Allemagne est le plus grand marché européen concerné, le risque y est également plus fort, selon nous, compte tenu des taux particulièrement faibles qui y sont observés**, d'autant que les injections de liquidité, la stratégie d'expansion du bilan récemment mise en œuvre par la BCE et la faiblesse durable de l'inflation ne laissent pas envisager une normalisation rapide des taux longs en Europe, selon nous. Nos prévisions sur rendement du Bund à fin décembre 2014 et fin décembre 2015 (respectivement 0,7% et 1%) s'inscrivent ainsi nettement sous les forward actuels, d'où un risque de provision spécifique pour les assureurs allemands supérieur aux attentes du marché ces prochaines années.
- **En effet, depuis 2011, ces derniers doivent constituer une provision spécifique face au risque de marge de placement négative (Zinszusatzreserve = ZZR).** Nous avons estimé les ZZR à horizon 5 ans pour Allianz, Generali, Munich Re et AXA sur la base de 3 scénarios de taux (stabilisation au niveau actuel, taux forward et prévisions Natixis). Dans ces 3 scénarios, le niveau de provisions à constituer serait très significatif (5,3x à 8,7x vs fin 2013). Si la présence de réserves importantes au bilan devrait permettre aux groupes étudiés d'y faire face en matière de rentabilité, leurs ratios de solvabilité en seraient affectés compte tenu de l'utilisation probable des réserves existantes.
- **En termes de recommandations, nous en tirons les conséquences suivantes:**
 - **Marché actions :** les assureurs analysés sont à même de faire face aux exigences de dotations à la ZZR sur les prochaines années et cette problématique importante ne remet pas en cause les hausses attendues de pay out. **Allianz**, qui a souffert en particulier des incertitudes sur Pimco, reste très solide financièrement et conserve une forte génération de capital et de cash-flow. Nous réitérons l'opinion Acheter sur le titre (objectif de cours 145 €), qui vient d'annoncer un relèvement de son pay out ratio à 50% (vs 40% auparavant).
 - **Marché du crédit :** suite à la publication des résultats des stress-tests, nous anticipons pour **Allianz** et **Generali** une sous-performance possible, non pas à cause des réactions des agences de notation, qui seront probablement nulles dans l'immédiat, mais à cause du retentissement médiatique des stress-tests, vraisemblablement forte.

Global Markets research.natixis.com

Accès Bloomberg NXGR

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

Sommaire

1. Contexte de notre étude : des taux bas	3
Un environnement de taux bas durable	3
Conséquences en termes d'allocation d'actifs	5
2. Focus sur le marché vie allemand	7
Le contexte des taux garantis en Allemagne	7
Qu'est-ce qu'un taux « garanti » en assurance vie ?	7
Les principaux acteurs du marché vie en Allemagne	8
Les réformes de l'assurance vie en Allemagne	9
Régulation et supervision	9
Un rapport du FMI publié le 21 juillet 2014 sur le risque de taux des assureurs vie allemands	9
Des stress-tests menés au niveau européen dont les résultats sont sur le point d'être dévoilés	10
Des agences de rating encore trop peu prudentes face au risque de taux	10
3. Simulations sur les portefeuilles d'assurance vie allemands	11
Scénarios de taux retenus	11
Simulation de l'évolution du rendement d'un portefeuille représentatif de l'assurance-vie allemande	11
Le mécanisme de la Zinszusatzreserve (ZZR)	12
Nos simulations sur la ZZR	13
Simulations des niveaux requis de ZZR	14
Capacité des assureurs à faire face aux dotations de ZZR	14
Les ratios de solvabilité risquent d'être affectés par la constitution de ZZR	16
4. Nos conclusions	18
L'exposition des principaux assureurs	18
Nos conclusions sur le marché des actions	18
Nos conclusions sur le marché du crédit	19

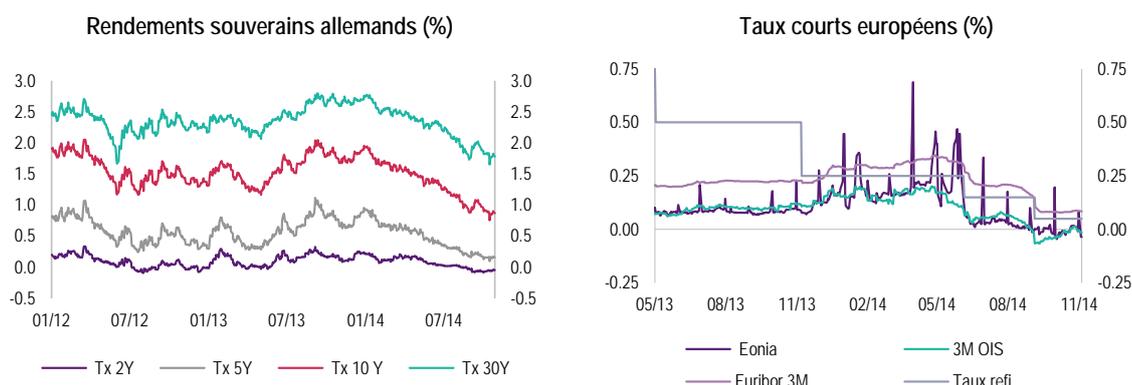
1. Contexte de notre étude : des taux bas

Un environnement de taux bas durable

Les anticipations du marché (y compris les nôtres) en début d'année étaient résolument bearish pour les marchés obligataires américains et européens. Alors que la fin d'année approche, force est de constater que le marché avait surestimé le potentiel de reprise de l'économie mondiale mais aussi la résilience des risques déflationnistes en zone Euro. Résultat : le taux 10 ans allemand affiche aujourd'hui un niveau proche de 0,85% alors que le consensus était plutôt une remontée du benchmark vers la zone des 2,40% (début janvier, le 10 ans allemand traitait à 1,95%).

Bien entendu, les actions successives de la BCE justifient cette baisse importante des rendements de la zone Euro, en particulier ceux de l'Allemagne. En l'espace de 6 mois, la Banque centrale s'est, en moyenne, montrée plus agressive qu'anticipé, en baissant ses taux directeurs à deux reprises (amenant notamment le taux de dépôt à -0,20%) et, surtout, en annonçant des injections de liquidités supplémentaires.

Graphique 1 :

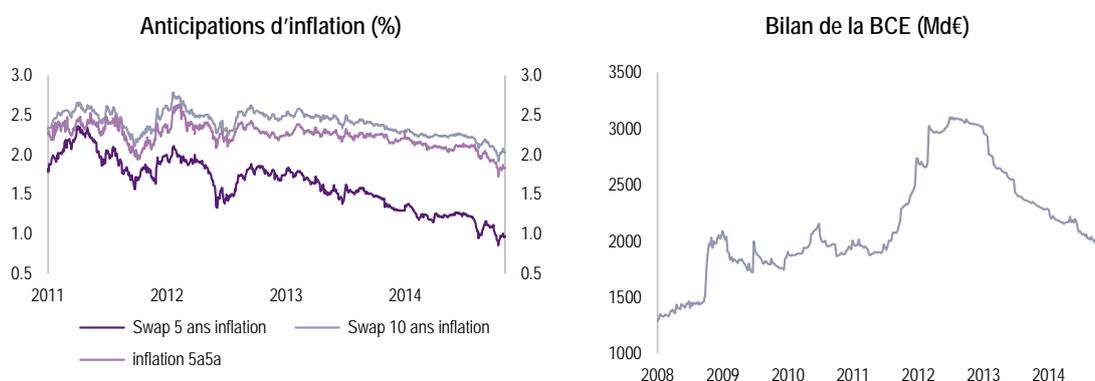


Source : Bloomberg

En effet, en lançant les TLTRO (cf. publication Cross-Expertise du 04/07/2014 « **Impact des TLTRO** ») et en annonçant un programme d'achats d'ABS et de Covered Bonds, la Banque centrale vient traiter le problème du roll des liquidités empruntées via les VLTRO réalisés fin 2011/début 2012 mais, surtout, inverser la tendance observée depuis le début d'année 2013, à savoir la réduction de la taille de son bilan. Si **cette stratégie d'expansion de son bilan**, qui a pour objectif le retour aux niveaux observés début 2012 (autour de 2 700 Md€ vs près de 2 000 Md€ aujourd'hui) rappelle celle de la BoJ, la BCE vise ici l'affaiblissement de l'euro et, surtout, l'ancrage des anticipations d'inflation.

Illustrées par le forward 5 ans dans 5 ans présenté ci-dessous, ces **anticipations d'inflation ont fortement chuté** ces derniers mois, passant même sous la zone de confort de la BCE, à savoir le seuil des 2%.

Graphique 2 :



Sources : Bloomberg, Natixis, BCE

Le seul et unique mandat de la BCE étant la stabilité des prix et cette dernière n'ayant la main ni sur le pétrole (dont la contribution sur les prix énergétiques pèse négativement sur l'inflation) ni sur la parité €/€ (qui évolue plutôt selon le bon vouloir de la Réserve Fédérale), on comprend mieux les craintes de la BCE et sa propension à surprendre les marchés dernièrement.

Au-delà de la question, de plus en plus insistante, de l'éventuelle mise en place d'un full QE d'ici à la fin d'année (cf. Panorama des dettes souveraines Euro « **QE BCE: T4 ou t'es pas cap ?** » d'octobre 2014), que nous avons intégrée à notre scénario de taux allemand et qui implique des taux plus bas à court terme, les **1 000 Md€ d'injections évoqués par la BCE sur un horizon 2 ans** impliquent :

- Des taux très bas avec davantage de dé-corrélation avec les fondamentaux économiques (une amélioration des fondamentaux aurait ainsi un effet moindre en termes de hausse des taux).
- Une poursuite de la compression des primes de risques entre les pays périphériques et les pays cœur de la zone Euro.

Tableau 1 : Prévisions de taux souverains allemands (%)

Allemagne	31/12/2012	31/12/2013	11/10/2014	mars-15	juin-15	sept.-15	déc.-15	mars-16	juin-16
Rendements souverains & Spreads (fin de période)									
2 ans	-0,02	0,21	-0,05	-0,07	-0,07	-0,05	-0,05	-0,03	0,00
<i>Fwd</i>	-	-	-	-0,03	-0,02	-0,02	0,00	0,02	0,05
5 ans	0,30	0,92	0,12	0,15	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35
<i>Fwd</i>	-	-	-	0,19	0,23	0,28	0,34	0,39	0,44
10 ans	1,32	1,93	0,83	0,70	0,70	0,75	0,80	1,00	1,20
<i>Fwd</i>	-	-	-	0,90	0,94	0,98	1,04	1,09	1,13
30 ans	2,18	2,76	1,75	1,65	1,65	1,70	1,70	1,90	2,10
<i>Fwd</i>	-	-	-	1,79	1,81	1,83	1,85	1,87	1,89

Sources : Natixis, Bloomberg

A plus long terme, de nombreux éléments viennent justifier un environnement de taux très bas en zone Euro, à commencer par le maintien d'une politique monétaire très accommodante.

Au regard des anticipations de croissance et d'inflation de la BCE à horizon 2016, la sortie du statu quo monétaire (Mario Draghi a indiqué dernièrement qu'il n'y aurait pas de baisse supplémentaire de ses taux directeurs) ne se fera pas avant 2017, ce qui vient limiter les risques haussiers sur les taux d'intérêts européens, notamment allemands. De la même façon, la reprise de l'économie

européenne anticipée sur un horizon 2 ans sera tout au mieux molle, notamment si notre scénario prend le dessus (anticipation de 1,2% de croissance en 2016 vs 1,9% pour la BCE).

Tableau 2 : Anticipations d'inflation et de croissance de la BCE vs Natixis

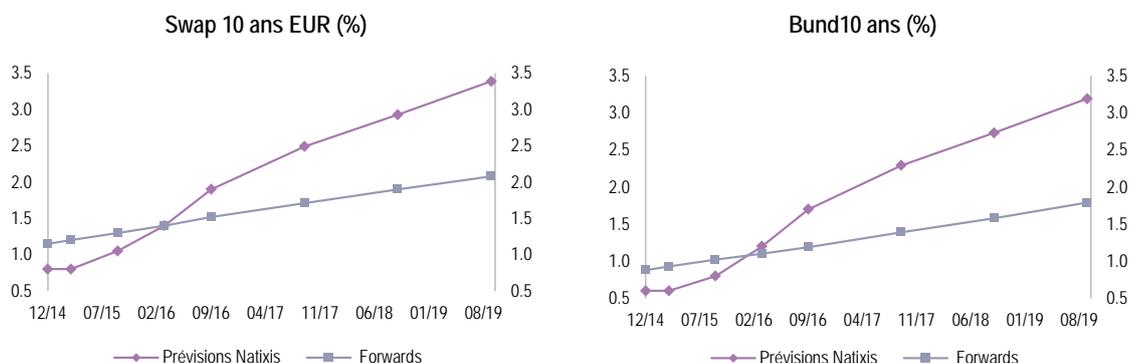
En %	BCE Mars 2014			BCE Juin 2014			BCE Sept 2014			Natixis (actuel)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB	1,2	1,5	1,8	1,0	1,7	1,8	0,9	1,6	1,9	0,7	0,8	1,2
HICP	1,0	1,3	1,5	0,7	1,1	1,4	0,6	1,1	1,4	0,5	0,9	1,3

Sources : BCE, Natixis

En bref, avec des excédents de liquidités qui se maintiendront sur un horizon 4-5 ans (la maturité des TLTRO est septembre 2018 et la maturité moyenne des actifs achetés par la BCE sera comprise entre 3 et 5 ans) et un environnement économique toujours légèrement dégradé, la BCE ne pourra se permettre de normaliser trop rapidement le niveau de ses taux directeurs et les primes de terme resteront assez faibles sur les courbes de taux (ce qui implique des pentes assez faibles).

L'orientation des taux longs en zone Euro, sur un horizon 4-5 ans restera donc haussière sans pour autant permettre à ces derniers de retrouver leurs niveaux d'avant crise (en juin 2007, le swap 10 ans traitait autour de 5%). La remontée attendue pourrait ainsi être plus marquée que celle présentée par les forward qui intègrent une hausse du swap 10 ans de 100 pb sur un horizon septembre 2019. Sur ce dernier, en partant du principe que les réformes menées en zone Euro portent leurs fruits, que la BCE monte ses taux directeurs et que l'inflation redevient stable (au sens de la Banque centrale) alors, le 10 ans swap pourrait converger très progressivement vers un niveau de 3,40%.

Graphique 3 :



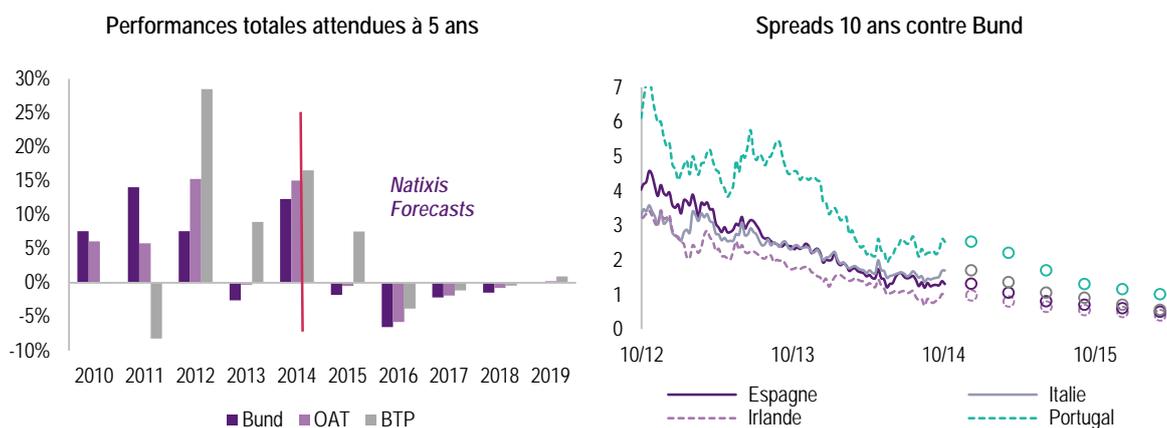
Sources : Bloomberg, Natixis, BCE

Conséquences en termes d'allocation d'actifs

Dans cet environnement de taux bas, les performances de l'univers obligataire seront pénalisées de deux manières, par : i) des coupons faibles et ii) la perspective d'une normalisation, certes graduelle, mais qui pèsera sur le prix des obligations en portefeuille. Dans notre scénario, les performances totales du core zone Euro seront négatives en 2015 et 2016, le niveau faible des coupons ne permettant pas de contrebalancer une remontée même très lente des taux. **Le thème de l'année à venir, dans les allocations d'actifs, continuera donc d'être la recherche de rendement**, avec des liquidités mondiales toujours croissantes, et notamment des liquidités BCE dont le biais domestique soutiendra, selon nous, l'obligataire €, et particulièrement le souverain

périphérique. Nous prévoyons que le resserrement des spreads souverains intra zone Euro devrait se poursuivre en 2015. A plus long terme cependant, les relais seront plus rares au sein de l'univers obligataire (européen notamment), le potentiel de resserrement des spreads se limitant et le niveau des coupons se réduisant.

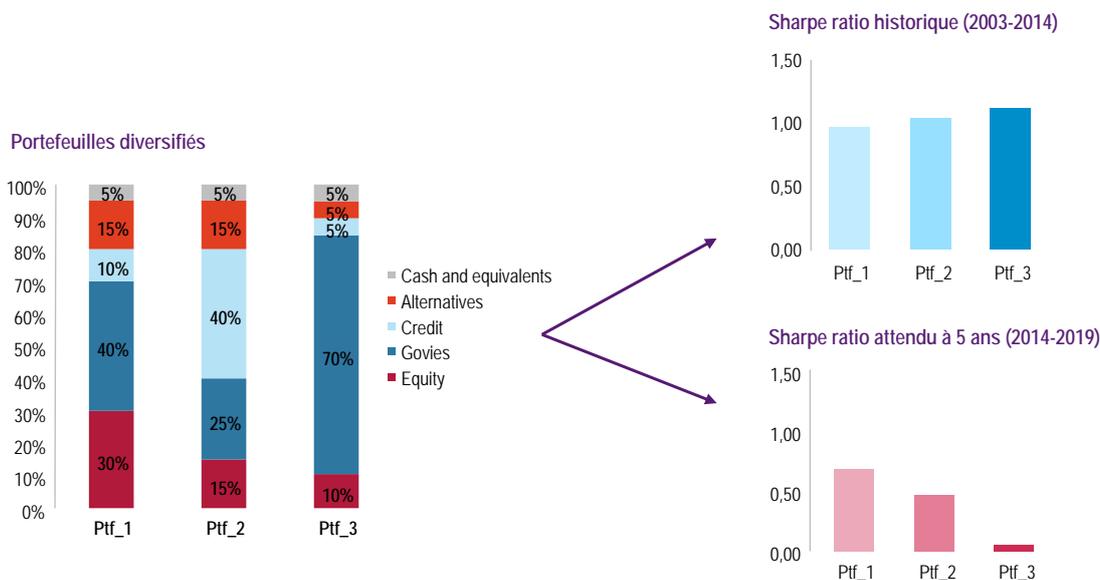
Graphique 4 :



Sources : Datastream, Natixis

Ce constat, combiné avec des anticipations de reprises graduelles dans les économies développées, des entreprises profitables, des taux de dividendes élevés relativement aux rendements obligataires, oriente naturellement les allocations vers les actions, et constitue une incitation à la prise de risque. Sur la période 2003/2014, les portefeuilles les plus défensifs sont ceux qui présentent un meilleur ratio de Sharpe historique. **Dans nos projections, ce schéma tend à s'inverser et les portefeuilles fortement pondérés en obligataire seront pénalisés en termes de profil rendement/risque attendu à 5 ans.**

Graphique 5 : Profil/rendement risque (historique et projection à 5 ans) de portefeuilles diversifiés



Sources : Datastream, Natixis

2. Focus sur le marché vie allemand

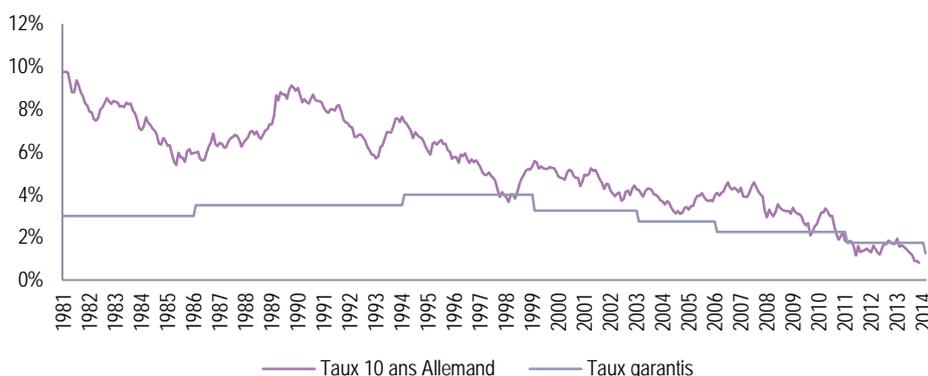
Un environnement de taux bas pèse sur le rendement financier courant des placements des assureurs, qui se dilue graduellement au fur et à mesure des réinvestissements. Les assureurs vie sont les plus exposés à ce risque compte tenu de la durée longue de leurs engagements vis-à-vis des assurés. Rappelons qu'une partie importante de la rentabilité sur un produit d'assurance vie traditionnel provient de la marge financière (à savoir l'écart entre le rendement des actifs et les taux servis aux assurés vie). Les assureurs vie réduisent les taux servis à leurs assurés de manière à compenser la baisse du rendement de leurs placements, mais ils doivent naturellement respecter leurs engagements et les taux servis ne peuvent pas être inférieurs aux taux minimums garantis.

Si la problématique de taux bas concerne tous les assureurs vie, nous nous concentrons dans cette note sur l'assurance vie en Allemagne car : 1/ les taux minimums garantis en Allemagne sont élevés, 2/ le taux d'emprunt d'Etat allemand est à un très faible niveau, 3/ la durée moyenne du passif (engagements vis-à-vis des assurés) y est importante. Ainsi, le marché de l'assurance vie en Allemagne cumule un certain nombre de facteurs de risques.

Il est, de plus, naturellement, le plus grand des marchés européens, qui nous semblent être les plus exposés à ce risque de taux bas. Les encours de provisions techniques vie se sont établies à 813 Md€ à fin 2012 (+4,5% yoy) et le marché de l'assurance vie en Allemagne a généré 86 Md€ de primes annuelles en 2013 (+ 4,5% vs 2012), ce qui en fait le 6^{ème} marché mondial. Il est constitué à 80% de produits euros comprenant un taux garanti.

Le graphique ci-après illustre l'évolution comparée des taux minimums garantis sur les affaires nouvelles et l'évolution du Bund, et met en évidence les difficultés du marché vie allemand face aux taux garantis.

Graphique 6 : Evolution comparée du Bund 10 ans et des taux garantis sur les affaires nouvelles



Sources : Natixis, Datastream

Le contexte des taux garantis en Allemagne

Qu'est-ce qu'un taux « garanti » en assurance vie ?

L'Allemagne et la France offrent deux types de contrats d'assurance vie en euros différents et permettent, selon nous, de faire la différence entre un taux « garanti » et un taux qui ne l'est pas.

En Allemagne, le taux du contrat est donné au moment de la souscription et ce taux est valable sur toute la durée du contrat, y compris sur les versements. Le niveau de taux garanti est fixé par les autorités allemandes. En France, le taux garanti communiqué au moment de la signature du contrat concerne le plus souvent uniquement les sommes versées à cette date. Le taux varie ensuite en fonction du niveau des taux longs français (le taux minimum réglementaire qui s'applique à partir de la seconde année est égal à 70% du TME français moyen à la fin de l'année en question). La durée des produits d'assurance vie en Allemagne, qui comportent davantage d'options de sortie sous forme de rente, est supérieure à celle des produits d'assurance vie en France.

Ainsi, les assureurs vie allemands sont porteurs d'un risque lié à la présence de taux garantis supérieur aux assureurs français. Lorsqu'un assureur allemand vend un contrat d'assurance vie en euros, il encourt un plus grand risque de se retrouver à un moment donné enjoint de verser un taux de rendement à l'assuré supérieur au taux de rendement de ses placements, notamment dans un environnement de taux bas.

Les principaux acteurs du marché vie en Allemagne

Allianz Leben est le premier assureur vie allemand avec 17,4% de parts de marché. Les 6 autres grands acteurs sont Generali (13,5%), DZ Bank (5,7%), Zurich Insurance (4,4%), Debeka Leben (4,2%), AXA (4,2%) et Munich Re via Ergo Leben (3,9%).

Si Allianz affiche la plus forte présence en assurance vie en Allemagne, la part que représente ce segment dans son activité assurance totale est légèrement inférieure à celle de Generali compte tenu de son degré de diversification géographique et opérationnel. Munich Re et Zurich Insurance Group y sont deux fois moins exposés, et AXA y est le moins exposé.

La ventilation du résultat opérationnel est également intéressante : elle indique, d'une part, que les groupes les plus présents sont très diversifiés, de telle sorte que la contribution de l'assurance vie en Allemagne est inférieure à 10%. Le ratio de Munich Re souligne des difficultés déjà existantes concernant la rentabilité de ses activités vie en Allemagne.

Tableau 3 : Exposition des assureurs vie allemands

En Md€	Primes vie 2013		Résultat opérationnel 2013	
	Primes vie Allemagne	% total primes vie et non-vie du groupe	Résultat opérationnel vie Allemagne	% Résultat opérationnel groupe
Allianz	17,0	16,4	0,9	8,5
Generali	11,6	18,5	0,3	8,0
R+V (DZ Bank)	4,9	54,5	nd	nd
Munich Re	4,2	8,3	0,0	-0,4
AXA	3,9	4,6	0,2	2,4
Zurich Insurance Group	3,4	8,8	0,2	3,1

Source : Rapports annuels

Les rapports d'embedded value (MCEV) mettent en lumière la sensibilité des différents groupes à l'évolution des taux d'intérêt. Le rapport d'Allianz évoque le cas de l'assurance vie en Allemagne où la sensibilité est particulièrement élevée, aux côtés de Taïwan et de la Corée.

Le tableau suivant illustre la sensibilité de l'embedded value en ce qui concerne les encours d'engagements en vie au bilan des assureurs. Comme Allianz, Generali chiffre l'impact d'un mouvement parallèle de la courbe des taux haussier de 100 pb et celui d'un mouvement baissier de 100 pb sur l'embedded value du groupe. Le rapport de Munich Re ne chiffre pas la sensibilité de l'embedded value de l'activité vie en Allemagne, mais mentionne néanmoins l'impact négatif de

l'environnement de taux bas (notamment en 2012, où la valeur du portefeuille vie en fin d'année y était négative de 970 M€), sachant que 78% des primes brutes en assurance primaire sont collectées en Allemagne. Les autres groupes ne la chiffrent pas ni ne la commentent.

Tableau 4 : Sensibilité de l'embedded value à une variation de la courbe des taux d'intérêt

En M€ ²	MCEV Vie	Baisse du taux sans risque de 100 pb				Hausse du taux sans risque de 100 pb			
		Total Vie	% MCEV	Allemagne Vie	% MCEV	Total Vie	% MCEV	Allemagne Vie	% MCEV
Allianz ¹	30 492	-2 412	-7,9	-1 087	-3,6	968	3,2	365	1,2
Generali ¹	26 136	-6 400	-24,5	-1 594	-6,1	2 900	11,1	575	2,2
Munich Re	5 949	-1 727	-29,0			1 229	20,7		
AXA	47 873	-3 736	-7,8			1 346	2,8		
Zurich Insurance Group	19 499								

¹ Vie et santé pour Allianz, vie et gestion d'actifs pour Generali.

² Montants en M€, sauf pour Zurich Insurance Groupe (M\$).

Sources : Groupes

Generali apparaît comme l'assureur ayant l'embedded value la plus sensible à une baisse des taux de 100 pb en absolu. Mais c'est Munich Re, dont les activités d'assurance vie sont peu diversifiées géographiquement, qui affiche, en relatif, la plus forte sensibilité de l'embedded value à un scénario de baisse des taux en Allemagne. Il convient toutefois de noter que pour le réassureur cette sensibilité est partiellement neutralisée par celle, inverse, des activités de réassurance vie du groupe.

Les réformes de l'assurance vie en Allemagne

En juillet dernier, le Parlement allemand a entériné deux séries de réforme. La première est positive pour les assureurs : elle porte sur le taux garanti versé par les contrats d'assurance vie et permet à ces derniers de mieux supporter l'environnement de taux d'intérêts bas. Le taux garanti sur les affaires nouvelles est, en effet, abaissé à 1,25% à compter du 1^{er} janvier 2015 vs 1,75% auparavant. Une autre mesure consiste, si un assureur fait face à de possibles difficultés à honorer ses engagements, à ne pas obliger ce dernier à partager les plus-values latentes sur le portefeuille fixed-income lors de rachats de contrats ou de leur arrivée à leur terme. Enfin, une mesure négative pour les assureurs a été décidée : elle consiste en une augmentation à 90% (vs 75%) de la part du résultat technique devant être partagée avec les assurés. Toutefois, si cette mesure avait été appliquée par le passé, elle aurait eu un impact réduit sur les résultats des assureurs puisque, jusqu'à présent, ces derniers ont versé des rendements supérieurs aux taux garantis.

La seconde série de réformes porte sur la gestion des groupes d'assurance, avec notamment l'interdiction de paiement de dividendes de la part des entités d'assurance au holding actionnaire en cas de perte sur les contrats vie. Celle-ci pourrait être contraignante pour les caisses d'épargne allemandes qui disposent de filiales d'assurance et qui, contrairement aux groupes comme Allianz ou Generali, ne possèdent pas d'accords de transferts de bénéfices entre différentes entités du groupe en amont du versement des dividendes.

Régulation et supervision

Un rapport du FMI publié le 21 juillet 2014 sur le risque de taux des assureurs vie allemands

Dans un rapport publié le 21 juillet 2014, le FMI a souligné la contrainte que représentent les taux garantis pour les assureurs vie allemands. Ces taux sont parmi les plus élevés en Europe avec un

taux garanti moyen sur l'encours des contrats d'assurance vie de 3,2% à fin 2012. Et le contexte de taux d'intérêt gouvernemental est le plus bas en Europe (le Bund à 10 ans est aujourd'hui à 0,85%).

Pour le marché allemand dans son ensemble, le taux garanti moyen de 3,2% à fin 2012 (celui de fin 2013 n'est pas donné) est à comparer au taux de réinvestissement, qui se situe actuellement à ~3% selon le rapport. Le FMI évoque des marges négatives pour certains assureurs et fait un parallèle avec les assureurs vie japonais à la fin des années 1990. Il souligne l'important écart de maturité moyenne entre les engagements en vie (20 ans) et les placements (6 ans) et le fait que les assureurs de petite taille présentent, en moyenne, un écart de durée plus élevé que les grands (durée des placements comprise entre 8 et 9 ans pour Allianz, AXA et Ergo) et sont donc davantage soumis au risque de réinvestissement. A noter qu'un petit nombre de compagnies sont en run-off (ie gèrent leur portefeuille de clients en extinction et sans ventes nouvelles).

Ce sont, et c'est lié à la maturité des portefeuilles, les gros assureurs qui ont les réserves les plus importantes (la baisse des taux se traduisant par une hausse des plus-values latentes supérieure). S'agissant des provisions techniques, la mise en place d'une nouvelle réserve à partir de 2011 (la Zinszusatzreserve - ZZR) s'avère une mesure de précaution utile. Les marges des gros assureurs sont également sous contraintes, et leurs réserves vont baisser. Enfin, le FMI explique que, dans certains cas, le niveau relativement bas du total des frais d'exploitation permet de servir les taux garantis sans puiser dans les réserves.

Ce rapport du FMI nous montre un secteur qui fait face à la problématique des taux garantis de façon hétérogène, avec des petits assureurs à la peine et des gros disposants de marges de manœuvre. Il nous renforce surtout dans l'opinion selon laquelle le sujet des taux garantis en assurance vie, notamment en Allemagne, est devenu un sujet récurrent.

Des stress-tests menés au niveau européen dont les résultats sont sur le point d'être dévoilés

L'Eiopa (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, AEAPP, en anglais European Insurance and Occupational Pensions Authority) a lancé, le 30 avril dernier, des stress-tests pour le secteur de l'assurance européenne afin d'évaluer la résistance des assureurs face aux risques de marché selon différents scénarios. Aussi, le risque assurantiel sera testé, et l'Eiopa introduira une analyse des assureurs dans un environnement de rendements bas. Les résultats seront publiés dans le courant du mois de novembre.

Des agences de rating encore trop peu prudentes face au risque de taux

Face au risque de taux, les agences de rating retiennent dans la plupart de leurs analyses des assureurs européens un scénario de taux à long terme qui augmente progressivement et non pas un scénario de taux long restant aux niveaux bas actuels par exemple.

Elles réfléchissent, par ailleurs, à la question des taux d'intérêt, à l'instar de Moody's, notamment par rapport au risque de taux garanti mais elles ne retiennent pas de scénario conservateur pour tirer leurs conclusions.

Quelle attitude adopteront-elles une fois que les résultats des stress-tests seront connus en novembre ? Notre réponse est la suivante : elles ne pourront pas faire comme si ces stress tests n'existent pas s'ils offrent un niveau de détail important tel que, par exemple, le besoin de provisionnement en fonction de différents scénarios de taux. Elles seront alors obligées d'en tenir compte dans leurs analyses.

3. Simulations sur les portefeuilles d'assurance vie allemands

Scénarios de taux retenus

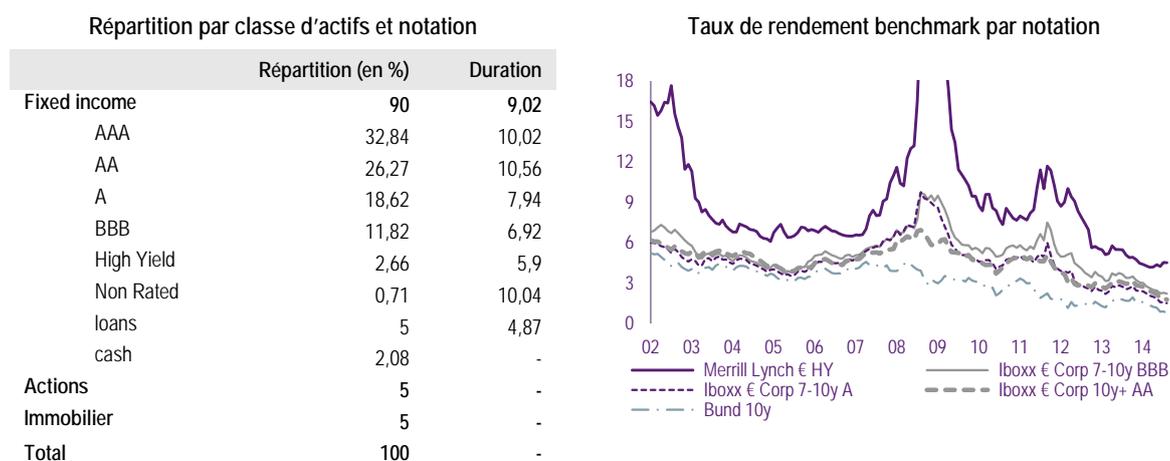
Pour nos simulations sur l'évolution du rendement des actifs des assureurs vie allemand et pour estimer le montant des dotations futures à la ZZR (cf ci-après), nous retenons 3 scénarios :

- **Scénario 1 (taux stables)** : stabilité des taux par rapport à leur niveau actuel, ce qui constitue le scénario le plus défavorable pour les assureurs.
- **Scénario 2 (taux forward)** : évolution des taux conforme aux taux forward actuels constatés sur le marché, qui correspond à une approche de type « fair value ».
- **Scénario 3 (prévisions Natixis)** : évolution des taux basée sur les prévisions de Natixis, qui table sur une baisse des taux à court terme avant une remontée plus importante que celle attendue par les taux forward à moyen terme.

Simulation de l'évolution du rendement d'un portefeuille représentatif de l'assurance-vie allemande

Nous basons nos simulations sur un portefeuille d'assurance-vie représentatif de l'assurance-vie allemande, qui comprend une forte pondération obligataire, notamment AA et AAA. Nous partons sur un rendement moyen de 3,6% aujourd'hui et nous cherchons à quantifier la baisse de ce chiffre au fil du temps dans les 3 scénarios de taux définis ci-dessus.

Graphique 7 : Portefeuille benchmark pour l'assurance-vie en Allemagne

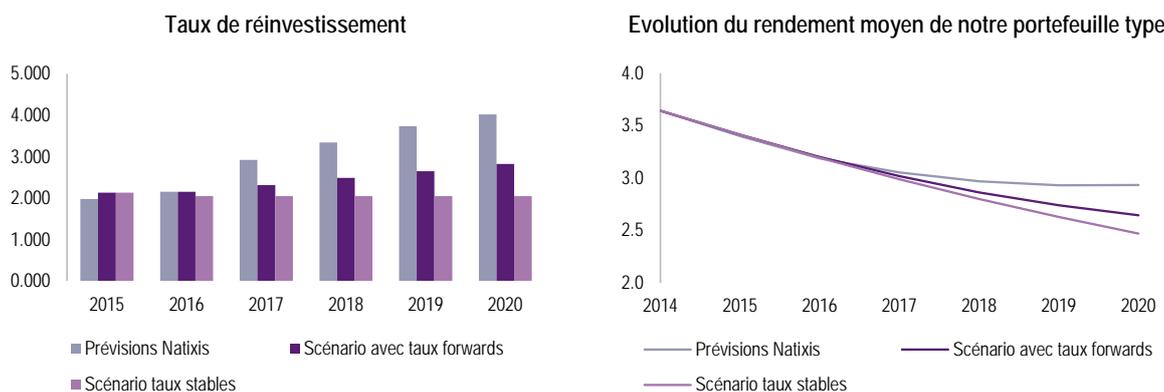


Source : Assekurata – mai 2014

Nous supposons des tombées (obligations arrivant à maturité) d'environ 8% par an, cohérentes avec la duration moyenne (9 ans) du portefeuille et l'existence de contraintes pro-cycliques obligeant les assureurs vie allemands à provisionner davantage en période de baisse de taux (ZZR, voir ci-dessous). Nous faisons l'hypothèse d'une allocation qui se réoriente à la recherche de plus

de rendement (réduction de poche AAA, augmentation de la duration). Le taux de réinvestissement est donné dans le graphique ci-dessous. Ce dernier, naturellement très faible (de l'ordre de 1,5% en 2015 et 2016 puis variable selon les scénarios), conduit à une diminution du rendement moyen de ce portefeuille-type.

Graphique 8 : Scénarios de réinvestissement des tombées du portefeuille



Source : Assekurata – mai 2014

Dans cet exemple, choisi pour être le plus représentatif de l'assurance-vie allemande, le rendement moyen à l'actif, diminue d'environ 20-25 pb les deux premières années, puis se stabilise autour de 2,9% dans le scénario optimiste. Dans le scénario le plus pessimiste, cette baisse continue, plus lentement, au rythme d'environ 15 pb par an.

Le mécanisme de la Zinszusatzreserve (ZZR)

Depuis 2011, les assureurs vie allemands doivent enregistrer dans leurs comptes en normes locales une provision supplémentaire visant à reconnaître par anticipation un risque de marge négative. Cette provision, la Zinszusatzreserve (ZZR), est calculée par génération de contrat lorsque l'écart constaté entre les taux garantis et le taux de référence retenu pour la ZZR est positif. Ainsi, pour un assureur donné, elle est constituée uniquement pour ses contrats d'assurance vie dont le taux garanti est supérieur au taux de référence, en capitalisant l'écart entre ces deux taux sur la durée de vie résiduelle des contrats (actualisation), avec un maximum de 15 ans.

Le taux de référence retenu pour le calcul de la ZZR était défini à l'origine comme étant la moyenne mensuelle sur les 10 dernières années des taux d'emprunt d'Etat notés AAA au sein de la zone Euro. Les dégradations de notation parmi les dettes souveraines européennes ont incité les autorités allemandes à modifier la méthode de calcul de ce taux de référence : il est désormais égal à la moyenne mensuelle des 10 dernières années du taux de swap 10 ans de la zone Euro.

L'objectif de cette réserve, qui n'existe qu'en normes comptables locales German GAAP (et qui n'existe pas dans les comptes consolidés IFRS) est d'obliger les assureurs à provisionner leurs risques de taux garantis et à assainir le marché, en obligeant l'ensemble du marché et surtout les assureurs les plus fragiles, à réduire leurs taux servis (dans la limite, naturellement, des taux garantis) afin de doter cette réserve. Ces acteurs offrent alors des taux de rendement moins compétitifs que les acteurs les plus solides, ce qui pénalise naturellement leur activité commerciale.

La ZZR peut, en effet, être dotée à partir :

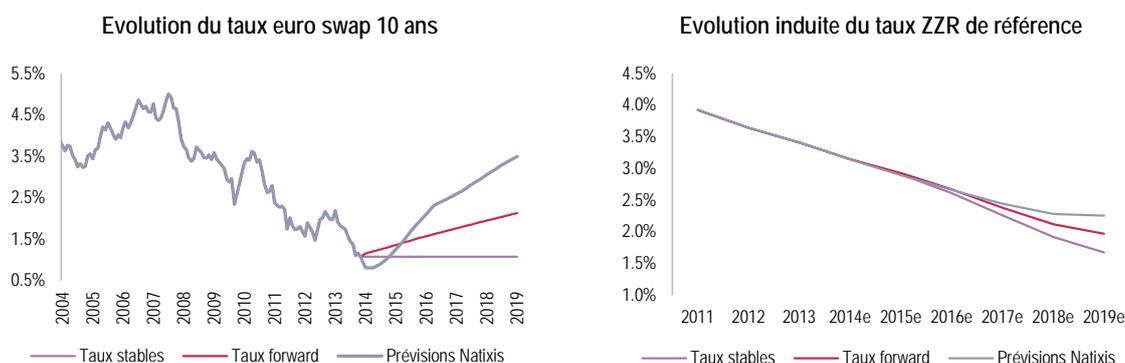
- **Des produits financiers courants réalisés durant l'année** : la dotation à la ZZR peut être déduite des produits financiers des assureurs, réduisant d'autant la base de produits financiers nets pouvant être redistribués aux assurés vie (taux servis et réserves diverses dont la free RfB et la réserve pour bonus final). La dotation à la ZZR doit ainsi inciter les assureurs vie à baisser les taux servis à leurs assurés.
- **Du stock de plus-values latentes sur les placements financiers et notamment obligataires** : dans un contexte de baisse des taux, qui se traduit par un besoin de dotation supplémentaire à la ZZR, les assureurs ont un stock important de plus-values latentes obligataires qui peuvent, en cas de réalisation, servir à alimenter la ZZR. Cela a ainsi conduit les assureurs vie allemands à réaliser depuis 2011 des plus-values latentes obligataires, non pas pour les distribuer immédiatement aux assurés mais pour les mettre en réserve au travers de la ZZR.
- **Des autres matelas de sécurité au bilan des assureurs** : la ZZR est dotée avant répartition des bénéfices entre assurés et actionnaires, à l'inverse des autres réserves en assurance de type « free RfB » et « Terminal bonus » non affecté (qui constituent des réserves générales devant revenir aux assurés vie, mais qui n'ont pas encore été créditées compte par compte). Toutefois, ces réserves peuvent être utilisées pour compenser vis-à-vis des assurés une baisse des produits financiers de l'année alloués aux assurés (qui résulterait notamment d'une dotation à la ZZR).

Pour l'ensemble des assureurs vie allemands, le montant total des encours des ZZR est estimé à 1,5 Md€ à fin 2011, 6,5 Md€ à fin 2012 (soit une dotation totale de 5 Md€ en 2012) et de 13,5 Md€ à fin 2013 (soit une dotation totale de 7 Md€ en 2013). La faiblesse des taux d'intérêt va se traduire par des dotations supplémentaires à la ZZR importantes sur les prochaines années.

Nos simulations sur la ZZR

Les 3 scénarios de taux retenus pour nos simulations impliquent différentes évolutions des taux de référence retenus dans le calcul de la ZZR. Comme indiqué sur le graphique ci-après, le scénario 1, misant sur une stabilité des taux, est le scénario le plus prudent, alors que celui basé sur les prévisions Natixis (scénario 3) est le plus pénalisant à fin 2014 et à fin 2015, mais c'est le scénario le plus favorable à horizon 2017/2019. Le scénario 2, basé sur les taux forward apparaît davantage comme étant un scénario intermédiaire.

Graphique 9 : Différents scénarios de taux retenus dans nos simulations sur la ZZR



Sources : Natixis, Bloomberg

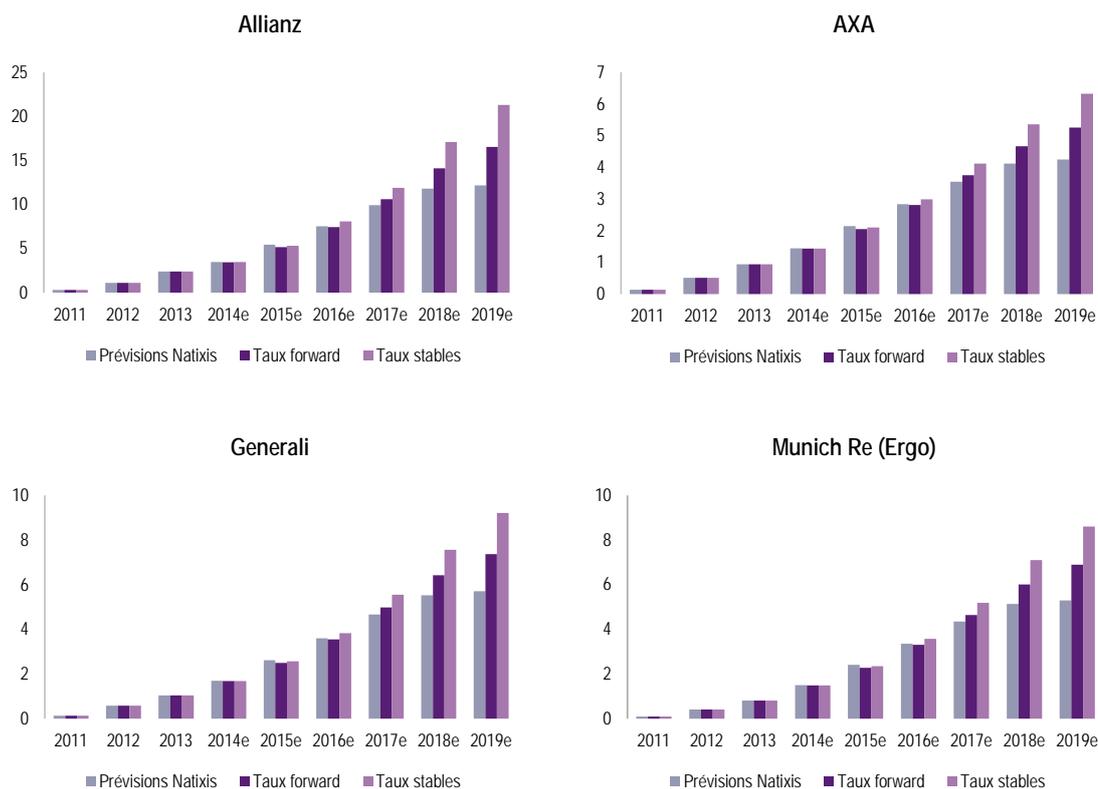
Simulations des niveaux requis de ZZR

Nous avons simulé le montant des ZZR à constituer en German GAAP par les filiales d'assurance vie en Allemagne d'Allianz, de Generali, de Munich Re (Ergo) et d'AXA. Nous avons ainsi analysé l'évolution attendue des réserves par niveau de taux garantis, de manière à pouvoir estimer le montant à constituer de la ZZR par génération de contrats.

Les graphiques ci-dessous montrent l'évolution estimée de la ZZR en fonction de nos différents scénarios de taux. Ces montants doivent naturellement être rapportés à la taille relative des différents acteurs sur le marché de l'assurance vie en Allemagne, sur lequel Allianz est clairement leader.

Si on agrège les estimations pour ces 4 acteurs, on estime que le montant des ZZR devrait passer de 5,2 Md€ à fin 2013 (soit ~ 39% du montant total des ZZR du marché allemand de l'assurance vie) à 27,6 Md€ à fin 2019 dans le scénario 3 (prévisions Natixis), 36,3 Md€ dans le scénario 2 (taux forward) et 45,7 Md€ dans le scénario 1 (stabilité). Le montant cumulé des ZZR devrait être multiplié entre 5,3 et 8,7 entre fin 2013 et fin 2019 selon les scénarios.

Graphique 10 : Evolution des encours de ZZR selon les différents scénarios de taux (en Md€)



Source : Natixis

Capacité des assureurs à faire face aux dotations de ZZR

Les dotations au titre de la ZZR devraient donc croître au cours des prochaines années. Il convient néanmoins de signaler que, comme indiqué précédemment, les assureurs vie allemands disposent d'un certain nombre de réserves à leur bilan leur permettant de faire face à ces dotations futures. Ainsi, l'augmentation des réserves de ZZR peut être financée au travers de la réalisation des plus-

values latentes sur investissements ou, implicitement ou indirectement, via l'utilisation de la « free RfB » ou de la provision pour « bonus final » non allouée.

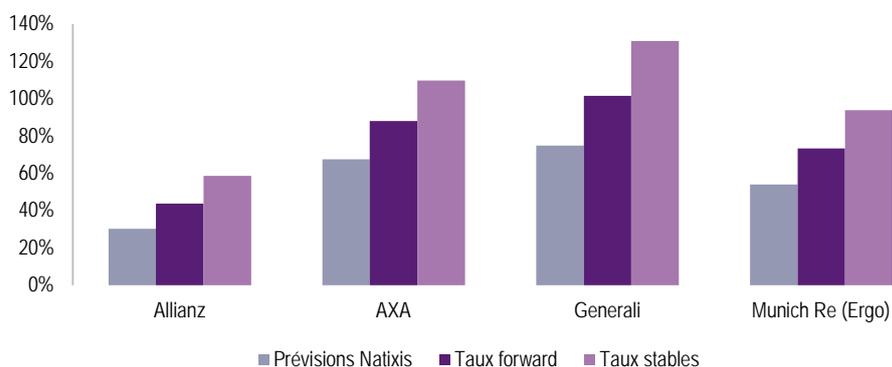
Si l'on rapporte l'augmentation des ZZR des assureurs vie précédents au total des matelas de sécurité qui existaient à leur bilan à fin 2013 (ie plus-values latentes sur placements + « free RfB » + réserve pour « bonus final »), on constate que seuls des scénarios extrêmes (dans notre simulation, scénario 1 de stabilité des taux) conduiraient les grands assureurs à devoir constater des pertes pour faire face à cette réserve. Par ailleurs, nous ne prenons pas en compte le fait que les plus-values latentes obligataires ont augmenté par rapport à fin 2013, ce qui donne, dans les faits, une marge de manœuvre supplémentaire aux assureurs.

Des pertes semblent peu envisageables au titre de la ZZR pour ces assureurs sur les prochaines années, à condition toutefois qu'ils affectent une partie importante de leurs plus-values obligataires à la dotation à la ZZR, ce qui réduit leur capacité à servir des taux élevés à leurs assurés. Les plus-values latentes totales sur investissement représentaient, en effet, à fin 2013 environ 2 x le montant cumulé de la « free RfB » et la réserve pour « bonus final ». Une politique de rémunération trop agressive des assurés sur les prochaines années pourrait ainsi se traduire par des difficultés à doter à la ZZR d'ici quelques années.

Si l'on suppose que les assureurs auront la discipline d'allouer les plus-values latentes obligataires aux réserves du bilan, on constate dans le graphique ci-dessous que seul le scénario de stress (ie stabilité des taux par rapport à leur niveau actuel sur les 5 prochaines années) obligerait certains assureurs à une dotation de la ZZR supérieure aux réserves qu'ils avaient au bilan de leurs filiales vie allemandes à fin 2013. C'est le cas pour Generali et AXA. Rappelons cependant que ces ratios ne prennent pas en compte l'augmentation des plus-values latentes obligataires depuis fin 2013.

Il est intéressant de noter qu'Allianz est l'assureur qui a clairement les réserves au bilan les plus importantes et qu'il est par conséquent le plus à même de faire face à l'environnement de taux bas en assurance vie en Allemagne.

Graphique 11 : Dotations cumulées estimées à la ZZR entre fin 2013 et fin 2019 en pourcentage des réserves au bilan (ie free RfB + Terminal bonus + plus-values latentes) de leurs filiales vie allemandes à fin 2013 hors ZZR

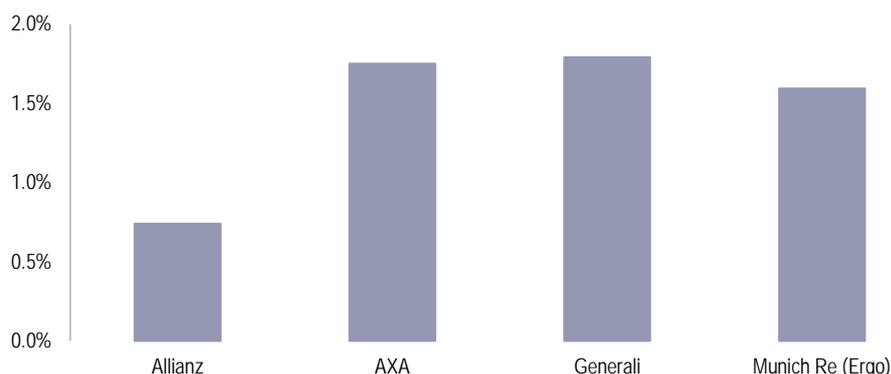


Source : Natixis

Une approche complémentaire consiste à estimer le taux de référence de la ZZR à fin 2013 qui aurait entraîné une dotation supplémentaire équivalente aux matelas de sécurité des assureurs vie allemands disponibles à leur bilan à fin 2013. Plus le taux estimé est bas, plus les assureurs sont capables de supporter les conséquences d'une baisse des taux. Dans cette approche, Allianz ressort logiquement comme étant l'assureur vie allemand le plus solide financièrement face à cette problématique de taux bas.

Ainsi, alors que d'autres acteurs devront réduire les taux servis aux assurés afin de faire face à la dotation à la ZZR, Allianz conserve une plus grande flexibilité, ce qui lui donne un avantage compétitif. Cela permet notamment au groupe d'augmenter sa part de marché sur les affaires nouvelles, qui bénéficient d'un niveau de taux garanti plus faible.

Graphique 12 : Taux de référence de ZZR qui aurait entraîné à fin 2013 une dotation équivalente au total des réserves au bilan des assureurs vie allemands



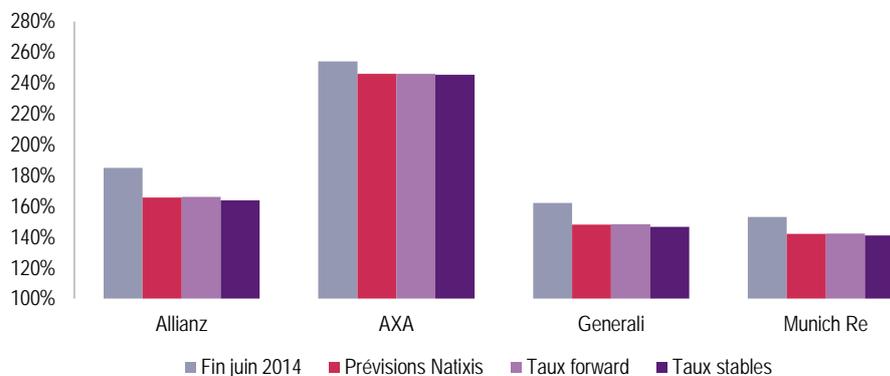
Source : Natixis

Les ratios de solvabilité risquent d'être affectés par la constitution de ZZR

La constitution de provisions ZZR ne représente pas, en soi, un appauvrissement de l'assureur puisque cela n'implique pas de sortie de cash. Toutefois, la ZZR, contrairement aux réserves non allouées qu'est notamment la RfB libre, n'est pas éligible à la marge de solvabilité pour le calcul du ratio de solvabilité des assureurs locaux. Ainsi, les filiales allemandes verraient leurs ratios de solvabilité contraints par la constitution de cette provision. Un moyen de compenser son effet serait de réaliser des plus-values sur les placements.

Au niveau groupe, pour estimer la constitution de la ZZR sur le ratio de solvabilité, nous avons fait l'hypothèse que la ZZR constituée serait déduite en totalité du numérateur du ratio de solvabilité. Pour ce faire, nous sommes partis des ratios de Solvabilité I à fin juin 2014 tels que publiés par les quatre groupes précédents (sauf pour Munich Re où nous sommes partis du ratio de solvabilité économique à fin 2013), et avons tenu compte de nos estimations d'encours de ZZR constitués à l'horizon fin 2016. Il s'agit d'estimations sur l'amplitude de l'impact. Elles ne tiennent pas compte de la hausse des plus-values latentes obligataires liées à la baisse des taux d'intérêt depuis la fin juin et supposent une mise en réserve nulle des résultats à l'issue des trois prochains exercices, ce qui en fait des estimations plutôt conservatrices.

Graphique 13 : Estimation du ratio de Solvabilité 1 en tenant compte de nos estimations d'encours de ZZR constitués à fin 2016 selon les différents scénarios de taux (prévisions Natixis, taux forward et taux stables)



Source : Natixis

Comme l'indique le graphique ci-dessus, l'impact est le plus important pour Allianz (entre -19% et -21% d'impact selon les scénarios). Il est également significatif pour Generali (entre -14% et -15%), Munich Re (entre -11% et -12%), mais moins pour AXA (-8% et -9%). Néanmoins, les ratios de Solvabilité 1 estimés restent tous supérieurs à 140%. Les variations sont significatives pour Allianz et Generali, mais nous rappelons que ce n'est pas parce que le ratio de solvabilité d'un assureur est atteint qu'une agence de notation va prendre une décision négative sur ses notations. En outre, lorsque le ratio de solvabilité réglementaire de l'assureur demeure suffisamment au-dessus du minimum, ce qui est le cas ici, cette dernière se fonde avant tout sur l'évolution du ratio de fonds propres que son propre modèle de capitalisation lui procure.

4. Nos conclusions

L'exposition des principaux assureurs

Nous avons mesuré, au travers de nos estimations de dotation à la ZZR, l'exposition d'**Allianz, AXA, Generali et Munich Re** (via Ergo) à la problématique pour l'assurance vie des taux d'intérêt bas en Allemagne. Parmi les assureurs analysés dans cette note, Allianz, leader du marché vie allemand, et Generali, n°2, sont les plus exposés au marché de l'assurance vie en Allemagne.

Allianz est très clairement l'assureur vie allemand dont les réserves au bilan et les marges de manœuvre sont les plus importantes pour faire face à un environnement de taux bas. Cela n'empêchera pas le groupe de devoir doter fortement à l'avenir la ZZR, mais il en a très clairement les moyens. Nous estimons ainsi qu'il pourrait supporter un taux de référence de la ZZR de moins de 0,8%. Le groupe pourrait donc faire face à ses engagements à taux garantis même en cas de réinvestissement à taux très bas. Or, rappelons qu'Allianz n'achète plus d'obligation souveraine allemande depuis quelque temps, compte tenu du faible niveau des taux d'intérêt en Allemagne. Allianz bénéficie de cette solidité en gagnant des parts de marché en assurance vie en Allemagne, avec une progression de ses ventes sur les nouveaux produits qui, eux, ont un taux garanti plus faible. Le groupe a également lancé une nouvelle gamme de produits structurés pour limiter fortement le risque lié aux taux bas.

La situation des trois autres groupes est moins solide, mais reste tout de même gérable à l'horizon de notre simulation (2019) sur la base des prévisions de taux d'intérêt de Natixis. Dans un scénario nettement plus négatif (taux d'intérêt stables vs leur niveau actuel), plusieurs groupes devraient mobiliser l'ensemble de leurs réserves au bilan pour faire face à la dotation à la ZZR. Ils seraient également contraints de réduire significativement le taux servis à leurs assurés, ce qui affecterait leur activité commerciale. En relatif, compte tenu du poids de son activité d'assurance vie en Allemagne et d'un niveau relativement faible de « free RfB », Generali apparaît comme le plus exposé.

Signalons toutefois que notre analyse s'est concentrée sur les grands groupes européens présents en assurance vie en Allemagne. Or, de nombreux acteurs de taille plus modestes opèrent sur ce marché et certains nous semblent nettement plus à risque par rapport à cette problématique de taux garantis.

En cas de poursuite du contexte de taux bas, nous n'excluons pas que les autorités allemandes assouplissent les règles de dotation à la ZZR, mais cela ne modifie pas l'analyse du risque économique associé à ces garanties.

Nos conclusions sur le marché des actions

La problématique des taux garantis en Allemagne pèse aujourd'hui essentiellement dans les comptes locaux (German GAAP) en obligeant les assureurs à doter la ZZR et donc à réaliser une partie de leurs plus-values latentes obligataires. Dans les comptes consolidés IFRS, cette dotation à la ZZR est neutralisée et elle ne pèse donc pas sur les BPA des assureurs (qui bénéficient même, paradoxalement, des plus-values obligataires réalisées qui, elles, ne sont pas neutralisées en IFRS).

Les investisseurs actions, très sensibles aux dividendes, devraient se focaliser sur la capacité des filiales d'assurance vie allemandes à faire face à la dotation à la ZZR sans injection de capital et sans affecter le cash-flow des holdings.

De ce point de vue, Allianz bénéficie de ses réserves importantes qui existent à son bilan. Ainsi, malgré sa position de leader en assurance vie en Allemagne, le groupe conserve une très forte solvabilité économique, même dans un scénario de forte baisse des taux. Sa génération de cash-flow est également très élevée. Allianz vient d'ailleurs de confirmer l'augmentation de son pay out, à 50% vs 40% dès cette année, ce qui témoigne de sa forte solidité financière.

Concernant AXA, depuis maintenant de nombreuses années, le groupe a très fortement réduit ses ventes de produits d'assurance vie à taux garantis. Les ventes du groupe souffriraient donc moins que d'autres d'une baisse des taux servis destinée à alimenter la ZZR. Dans le cas de Munich Re, le groupe a des marges de manœuvre financières importantes, grâce à son activité de réassurance. La situation de Generali apparaît, en relatif, moins confortable. Le groupe ayant notamment réalisé son programme de cession d'activités, son bilan est cependant plus solide qu'il y a 2 ans.

Au final, malgré un impact sur les BPA (en IFRS) limité à court terme, les cours de Bourse du secteur restent sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Les grands assureurs (Allianz, AXA et Generali) devraient, malgré la baisse des taux, augmenter leur pay out, avec une première hausse attendue dès cette année. Allianz conserve le bilan le plus solide des grands assureurs européens, ce qui soutient notre opinion Acheter sur le titre. Nous restons également à Acheter sur AXA, qui a, entre autres, un très bon mix-produits en assurance vie. Nous avons, en revanche, une opinion Neutre sur Munich Re (érosion des prix en réassurance dommages) et sur Generali (multiples de valorisation plus élevés que ses grands concurrents malgré un bilan un peu moins solide).

Nos conclusions sur le marché du crédit

Un risque que nous identifions pour les quatre groupes analysés est une détérioration de leurs ratios de solvabilité du fait de l'utilisation des réserves de plus-values latentes. La constitution de la ZZR ne représente pas un appauvrissement en soi, puisqu'il ne signifie pas une sortie de cash lors des dotations effectuées, mais le ratio de solvabilité s'en trouve affecté du fait de son inéligibilité à la marge de solvabilité.

Néanmoins, pour aucun des quatre groupes, même Allianz, nous ne considérons l'impact sur le ratio de solvabilité comme étant suffisant pour craindre une dégradation de la part des agences de notation. Nous pouvons l'imaginer si elle s'accompagne d'une baisse de la rentabilité, et ce au niveau du groupe dans son ensemble. Nous pensons que les agences de notation vont réagir à la publication des résultats des stress-tests, mais elles ne vont pas tirer de conclusions en termes de notation, car elles font déjà des simulations à partir des portefeuilles de placements des assureurs et suivent avant tout l'évolution de leurs propres ratio de solvabilité. La publication des résultats des stress-tests de l'Eiopa va néanmoins leur fournir d'autres éléments d'appréciation, dont elles vont se servir au cours des prochains trimestres.

Dans ce contexte, nous identifions en matière de performance sur le marché du crédit une possible sous-performance d'Allianz et de Generali, non pas à cause de la réaction des agences de notation mais étant donné la place plus importante que le sujet des taux garantis d'assurance vie en Allemagne va occuper dans les médias financiers suite à la publication des résultats des stress-tests. Nos projections de taux nous laissent en effet penser que les taux garantis vont être un sujet de préoccupation au cours des prochains trimestres.

Ce document (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. 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 doit accepter d'être 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 est une analyse financière élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Il a été préparé par Natixis dans le cadre de son activité de recherche en investissement et non en relation avec un projet d'offre de valeurs mobilières ou en tant que mandataire de l'émetteur de valeurs mobilières et indépendamment de tout émetteur de valeurs mobilières mentionné dans ce document. Les placements mentionnés dans ce document peuvent ne pas être adaptés à tous les investisseurs. Cependant, cette analyse est destinée à être diffusée 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 sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. 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 contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyse 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. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de cette analyse ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document et toutes pièces jointes reflètent, sauf indication contraire, celles de son auteur et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Natixis ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans l'analyse 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 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 risque.

Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparation des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de recherche et ses autres activités. Ces "barrières à l'information" peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. Natixis a mis en place des règles déontologiques visant à interdire aux analystes d'effectuer des transactions personnelles (hors OPCVM, comptes gérés...). Natixis a mis en place une politique interne relative à la rémunération de l'analyste de nature à préserver son indépendance et à gérer les éventuels conflits d'intérêts.

Il est à noter que, dans le cadre de ses activités, Natixis peut être amenée à avoir des positions sur les instruments financiers et l'émetteur sur lesquels des recommandations ou opinions peuvent être données dans le document et pièces jointes communiqués.

En effet, Natixis peut être rémunérée pour la prise ferme, le placement, la mission de conseil, toute autre prestation de service d'investissement ou activité bancaire ou toute autre prestation concernant les instruments financiers de la société ou des sociétés citée(s) dans ce document.

Dans ce cas, les mentions relatives aux conflits d'intérêts que Natixis et que toutes les entités qui lui sont liées peuvent connaître, vis-à-vis de l'émetteur ou des émetteurs mentionné(s) dans ce document sont consultables sur le site de la Recherche à cette adresse internet : http://equity.natixis.com/netis/Disclaimer/Disclaimer_Spe.aspx.

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 par l'ACPR et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional de 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.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.