



LA BANCASSURANCE : GÉNÉRALISATION OU DÉCLIN DU MODÈLE ?

PHILIPPE TRAINAR *

La bancassurance connaît un succès grandissant, non seulement dans les pays où elle est en train d'émerger mais aussi dans ceux où elle est déjà implantée depuis de longues années avec des parts de marché consistantes voire dominantes. De fait, dans les enquêtes, les assureurs citent la concurrence de la bancassurance comme l'une de leurs premières préoccupations. Mais avant d'analyser plus en détail la bancassurance, essayons de la définir avec précision. Elle consiste en l'adjonction par une banque :

- soit de produits d'assurance à son offre de services bancaires (offre d'une assurance perte de revenu en complément d'un crédit bancaire, par exemple) : dans cette hypothèse, l'association entre la banque et l'assurance peut prendre la forme d'un contrat de distribution, par une banque, d'un produit d'assurance monté par une compagnie d'assurance indépendante ;

- soit d'une compagnie d'assurance à la banque, de façon à offrir des produits d'assurance conçus par le groupe lui-même : dans cette hypothèse, l'association passe soit par l'absorption d'une compagnie d'assurance existante par une banque, soit, comme cela s'est fait en France, par la création *ex nihilo* d'une filiale d'assurance au sein du groupe bancaire.

* Économiste en chef, SCOR.

L'auteur tient à remercier Gilles Meyer, Gilles Thivant et David Vallée, de SCOR Global Life, pour les remarques, critiques et suggestions très précieuses dont il a bénéficié et qui lui ont permis de bonifier cet article. Il est en revanche seul responsable des erreurs de faits ou d'analyses que celui-ci pourrait contenir.



La bancassurance doit être distinguée de « l'assurbanque » (parfois dénommée « assurfinance ») qui correspond à la situation complémentaire de celle de la bancassurance, c'est-à-dire à la situation où un assureur décide d'adjoindre, par contrat avec une banque existante, un service bancaire à la gamme de ses produits d'assurance ou de monter une filiale bancaire au sein de son groupe d'assurance. Les nombreuses filiales bancaires créées *ex nihilo* ont eu tendance, jusqu'à aujourd'hui, à rester confinées sur un créneau relativement étroit du marché. Les acquisitions d'entreprises bancaires par des groupes d'assurance ont permis d'éviter ce confinement mais souvent au prix de difficultés financières importantes. Au total, si l'on exclut les « assurbanquiers » belges et néerlandais, force est de constater que l'expérience de « l'assurfinance » n'est pas concluante eu égard non seulement aux parts de marché modestes qu'elle détient en banque mais aussi aux difficultés importantes auxquelles ont été confrontées nombre de compagnies d'assurance, et pas des moindres, qui se sont dotées de filiales bancaires importantes. Dans la suite de l'article, nous traiterons de la bancassurance à l'exclusion de « l'assurbanque ».

UNE LOGIQUE INDUSTRIELLE ET COMMERCIALE PLUS QU'UNE LOGIQUE FINANCIÈRE

2

La bancassurance est d'abord un concept d'assurance-vie, fondé sur la logique industrielle et commerciale d'accès rapide au client et d'économie de coûts de distribution. Comme le confirment les études empiriques disponibles, son succès repose notamment sur les économies d'échelle que peuvent procurer :

- un usage plus efficient des technologies de l'information, grâce à la mise en place de bases de données plus complètes et plus cohérentes qui permettent de développer une approche patrimoniale globale de la clientèle (ventes croisées de produits) ;
- une rationalisation des réseaux de distribution, grâce à la mise en place de stratégies multicanaux valorisant des effets de réputation et combinant réseaux bancaires de proximité et réseaux d'agents spécialisés dans le conseil ;
- une valorisation du lien « affinitaire » qui existe entre la banque et son client ainsi que des complémentarités commerciales qui lient les produits financiers entre eux, grâce à la proximité entre épargne bancaire et épargne d'assurance et à l'élargissement de la palette des produits, notamment d'épargne, offerts par le réseau.

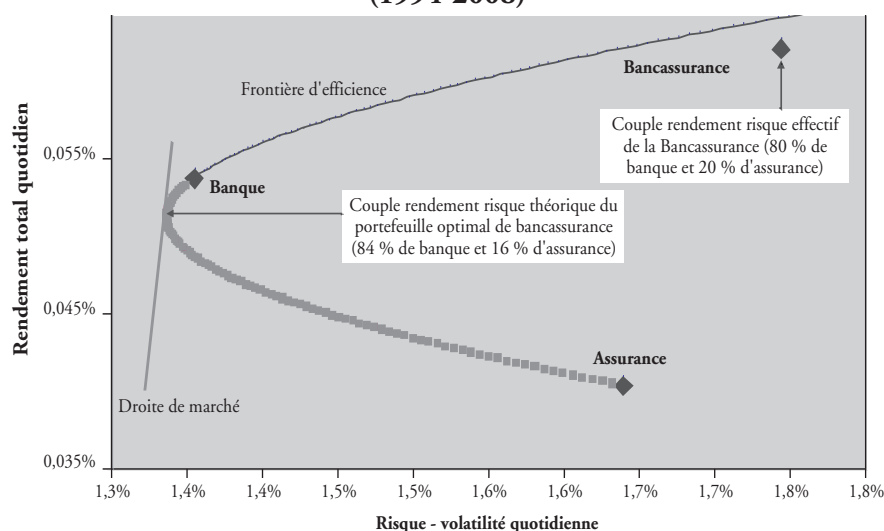
À côté de cette logique industrielle et commerciale, il y a aussi une logique financière en faveur de la bancassurance. En associant la banque et l'assurance, la bancassurance diversifie ses risques et combine des

risques relativement décorrélés¹. Elle réduit le risque global des entreprises concernées. Les risques bancaires, qui sont plus spécifiquement liés au risque de contrepartie induit par les opérations de crédit, sont en effet assez largement décorrélés des risques d'assurance, qui sont des risques réels (risques de mortalité et de longévité en vie et de dommages aux biens et aux personnes en non-vie) ou des risques liés à l'inadéquation actif-passif. De fait, au sein des services financiers, c'est la combinaison de la banque et de l'assurance qui semble procurer le potentiel le plus élevé de réduction de risques par rapport à la combinaison de la banque à la gestion d'actifs².

Plusieurs éléments inclinent cependant à penser que la diversification n'est probablement qu'un facteur explicatif secondaire par rapport à la logique industrielle et commerciale :

- dans une optique strictement conglomérale, la diversification procurée par l'assurance à la banque ne porte que sur un seul risque supplémentaire, le risque d'assurance, et sur un risque qui est, en outre, concentré sur l'assurance-vie et l'épargne ;
- il faut aussi tenir compte des limites de la diversification sachant que l'activité principale, en l'occurrence la banque, doit demeurer dominante, avec une part de 85 %, dans la combinaison optimale de la banque et de l'assurance (cf. graphique 1 qui présente le couple rendement / risque, pour un investisseur, des cinq plus grandes valeurs européennes d'assurance, de banque et de bancassurance) ;
- si l'on s'en tient aux cours boursiers et à leur rendement total, la décorrélation entre la banque et l'assurance n'est que partielle ; la moyenne des coefficients de corrélation entre les plus grands assureurs européens et les plus grands banquiers européens (pas ou peu bancassureurs) s'élève à 56 % sur 1994-2008, avec un écart-type de ± 26 % ;
- au total, l'effet de diversification procurée par la combinaison optimale de l'assurance à la banque ne réduirait la volatilité, et donc le risque, du groupe que de 5 à 10 % dans les hypothèses optimistes et de 2,5 à 5 % dans les hypothèses réalistes ;
- en pratique, si l'activité de banque reste bien dominante dans la bancassurance, avec une part de marché de 80 % comme le prévoient les calculs d'optimisation de l'effet de diversification, en revanche, le couple rendement / risque effectif de la bancassurance n'a rien à voir avec ce que prévoient ces mêmes calculs, si l'on se réfère aux valeurs boursières de la bancassurance (cf. graphique 1).

Graphique 1
La frontière d'efficacité d'un portefeuille de bancassurance
(1994-2008)



Source : Ecowin et auteur.

4

Dans le graphique 1, on remarquera cependant que la bancassurance ne se situe pas sur la frontière d'efficacité qui permet d'optimiser le rendement du risque de la combinaison entre la banque et l'assurance et encore moins au point qui aurait permis de tirer le meilleur parti de l'effet de diversification. Ce résultat fait ressortir que la bancassurance répond moins à une logique de diversification qu'à une logique industrielle. Notamment, le développement de la bancassurance a été un moyen pour les groupes bancaires concernés de se rapprocher de la frontière d'efficacité et d'éliminer la moitié de leur inefficacité initiale.

Il est possible d'étudier, de façon plus approfondie, l'ampleur de la diversification potentielle entre la banque et l'assurance à partir de la transmission des chocs entre les valeurs boursières des grands groupes européens d'assurance et de banque (hors bancassurance) ainsi qu'entre ceux-ci et l'ensemble de l'économie (représentée de façon stylisée par l'indice boursier synthétique du marché européen EuroStoxx et par le taux du marché interbancaire à trois mois Euribor)³. Inutile, naturellement, de souligner les limites de ce type de travail qui simplifie outrancièrement la réalité et qui réduit la contagion à des rapports d'antériorité temporelle entre les variables.

Le tableau 1 résume les résultats de simulations historiques. Il montre que l'assurance a absorbé au cours des quinze dernières années plus de chocs macroéconomiques qu'elle n'en a produits et, en cela, elle s'est assez clairement différenciée de la banque :

- la part de la volatilité historique qui s'explique par des chocs spécifiques à chacun des deux secteurs est restée faible dans la banque comme dans l'assurance ; ceci milite pour un rapprochement de la banque et de l'assurance ;
- l'assurance, contrairement au reste du marché boursier, a été moins affectée par les chocs spécifiques à la banque que celle-ci ne l'a été par les chocs spécifiques à l'assurance ; ceci milite en faveur de la bancassurance plutôt que de « l'assurfinance » ;
- que ce soit dans la banque ou dans l'assurance, les chocs macroéconomiques dominent par rapport aux chocs spécifiques, ce qui limite la diversification apportée par la combinaison de l'assurance et de la banque.

Tableau 1

Part imputable aux chocs :	Décomposition de la variance des cours		
	Entreprises d'assurance	Entreprises de banque	Ensemble du marché
Spécifiques aux entreprises	13 %	25 %	12 %
Communs à l'assurance	12 %	9 %	10 %
Communs à la banque	2 %	5 %	4 %
Macroéconomiques	73 %	61 %	74 %

Source : Trainar (2004)

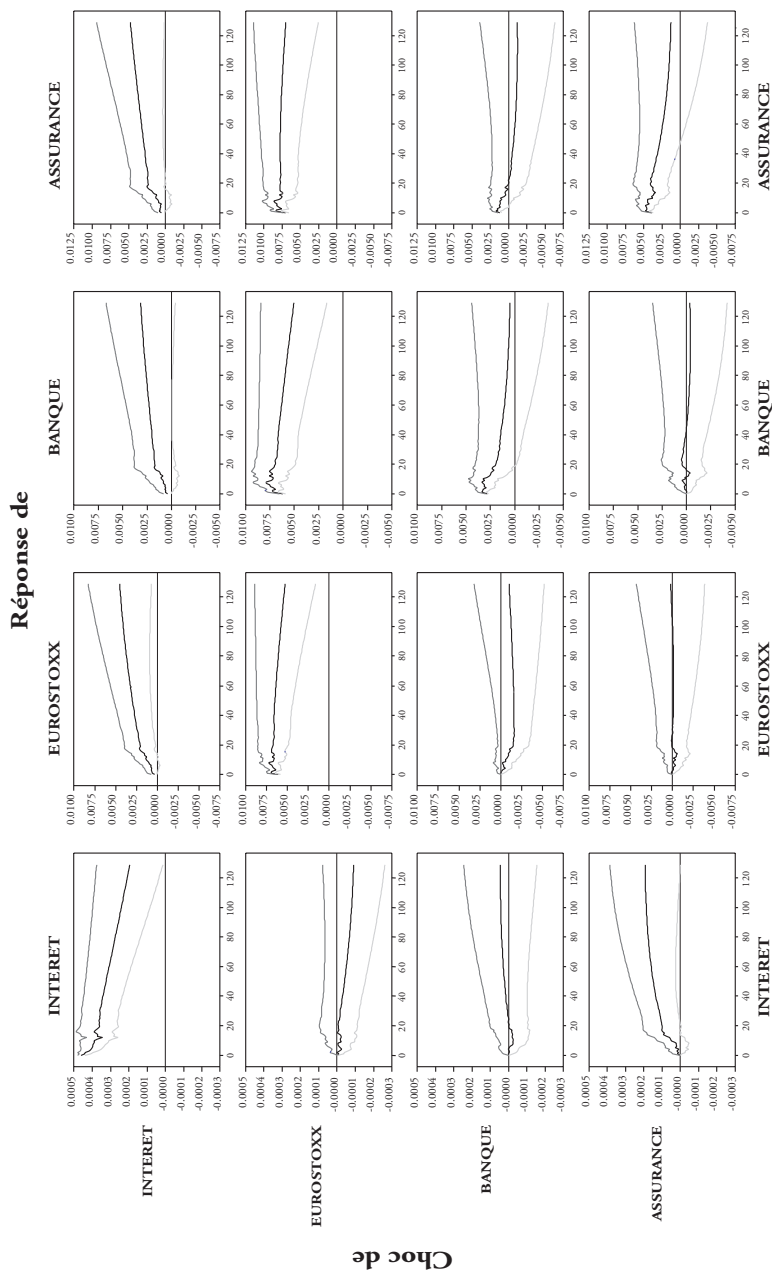
Lecture : en moyenne, 13 % de la variance historique des sociétés d'assurance étudiées est imputable à des chocs spécifiques à ces sociétés.

Dans le prolongement des simulations historiques, des simulations Monte-Carlo réalisées à partir des mêmes données sur les grands groupes financiers européens font ressortir que les scénarios de chocs extrêmes liés à l'environnement macroéconomique (choc commun à l'ensemble du marché boursier européen ou choc sur le taux d'intérêt à 3 mois) recèlent un potentiel de déstabilisation plus élevé que les chocs extrêmes spécifiques à l'assurance ou à la banque (*cf.* graphique 2). En revanche, contrairement aux simulations historiques, ils montrent que les chocs extrêmes liés à la banque sont plus déstabilisants pour l'assurance que ne le sont les chocs extrêmes liés à l'assurance pour la banque.

D'autres simulations Monte-Carlo réalisées à partir de données boursières sur les plus grands groupes d'assurance-vie et de banque (ces derniers étant choisis parmi ceux qui ne comportent guère ou pas d'activité d'assurance) aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne font aussi ressortir que la probabilité d'un effet de



Graphique 2
Effets, à horizon de 6 mois, de séries de chocs stochastiques
spécifiques à chacune des variables étudiées,
sur les valeurs respectives de ces variables

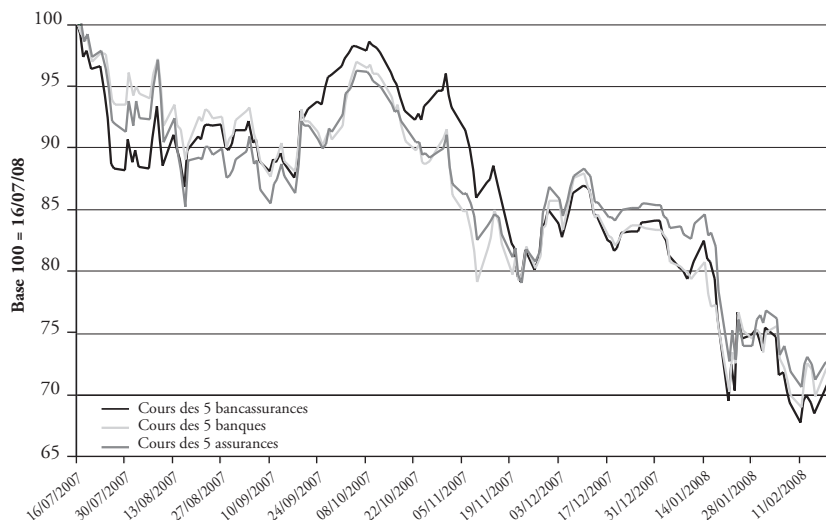


Source : Trainar (2004).
 Lecture : la courbe centrale présente la moyenne des scénarios tandis que les courbes extrêmes encadrent l'intervalle au sein duquel se situent 99 % des scénarios.
 Le niveau de ces courbes et leur écart à la fin de la période donnent une idée du potentiel de déstabilisation à court terme lié aux chocs concernés. Aussi, les chocs de taux d'intérêt sont-ils plus déstabilisants pour l'assurance (niveau : 0,009 - écart : 0,009) que pour la banque (niveau : 0,007 - écart : 0,007).

contagion significatif de l'assurance vers la banque croît fortement dans les situations extrêmes⁴. La contagion en situation extrême y est définie comme la fraction des co-mouvements extrêmes des rendements dans le secteur de la banque qui est expliquée par les co-mouvements extrêmes des rendements dans le secteur de l'assurance, en l'occurrence ceux qui correspondent aux 5 % des co-mouvements les plus élevés. L'étude montre notamment que la probabilité d'un mouvement extrême sur les rendements des banques croît avec le nombre de mouvements extrêmes sur les rendements des assurances. À titre d'exemple, aux États-Unis, la probabilité d'une absence de mouvement extrême sur les cours bancaires s'élève à 90 % lorsque l'on n'a observé aucun mouvement extrême sur les cours des sociétés d'assurance. En revanche, lorsque l'on a observé quatre mouvements extrêmes dans l'assurance ou plus, cette probabilité chute à 10 %. Comme les variables macro-économiques n'ont pas d'effets aussi marqués au cours des périodes correspondantes, ceci suggère un effet de contagion de l'assurance vers la banque.

L'évolution similaire du cours des cinq principaux groupes d'assurance, de banque et de bancassurance européens depuis le début de la crise financière à la mi-juillet 2007 confirme les limites de la diversification offerte par la combinaison de la banque et de l'assurance (cf. graphique 3).

Graphique 3
Évolution du cours des principaux groupes financiers européens



Source : Ecowin et auteur.



LES DÉFIS STRATÉGIQUES DE LA BANCASSURANCE

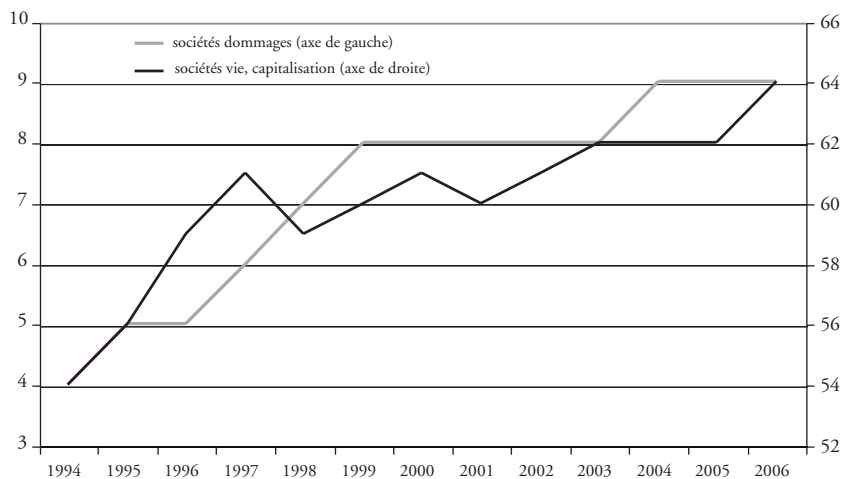
La bancassurance recouvre des situations extrêmement diversifiées à travers le monde, que les défis présents et futurs ne devraient guère contribuer à rapprocher. Ces défis sont suffisamment importants pour autoriser tant la généralisation du modèle que son déclin sous la poussée de nouvelles forces concurrentielles. En ce sens, l'avenir de la bancassurance est totalement ouvert.

Des situations nationales diversifiées⁵

La France a probablement ouvert la voie en matière de bancassurance. C'est l'un des pays où le développement de la bancassurance a été le plus spectaculaire. Plusieurs facteurs ont contribué à ce succès⁶. Tout d'abord, la législation et la réglementation y ont été très tôt libérales, autorisant la banque à intervenir pleinement dans le domaine de l'assurance, à détenir des filiales d'assurance et à commercialiser à travers son réseau des produits d'assurance. Ensuite, une fiscalité particulièrement favorable à l'assurance-vie y a permis un développement rapide et important de ce produit phare de la bancassurance. Si l'avantage fiscal a fini par s'amenuiser avec le temps, l'assurance-vie, toujours sur sa lancée, a continué néanmoins à accroître ses parts de marché aux dépens des autres produits d'épargne. Enfin, les banquiers, forts de leur expérience bancaire, ont su dessiner des produits simples et aisés à comprendre qui leur ont permis de gagner une clientèle de masse.

Des conditions historiques spécifiques ont aussi contribué au succès de la bancassurance en France. La banque disposait dans les années quatre-vingt, avec son réseau d'agences, de capacités de distribution à coût marginal faible. Elle était en outre habituée à gérer des produits de masse à des conditions de coûts relativement bas. À quoi il faut ajouter qu'elle est entrée dans l'assurance au moment où le marché de l'assurance-vie émergeait et menaçait les produits bancaires traditionnels, sans que pour autant des positions solides aient eu le temps de se constituer. La concurrence s'est donc faite sur un marché en forte expansion et très profitable, ce qui a rendu la percée des banques plus aisée à absorber. Aujourd'hui la bancassurance continue à accroître ses parts de marché en assurance-vie en France, où elles atteignent 64 %. Enfin, en l'absence de fonds de pension, les banquiers ont bénéficié du caractère largement individuel de l'épargne financière en France, qui leur a permis de valoriser pleinement leur relation clients traditionnelle. En assurance non-vie, avec une part de marché plus modeste de 8 à 9 %, la France se situe néanmoins parmi les pays à forte pénétration de la banque sur ce segment (*cf.* graphique 4).

Graphique 4
Part des guichets (banques, Poste et Trésor)



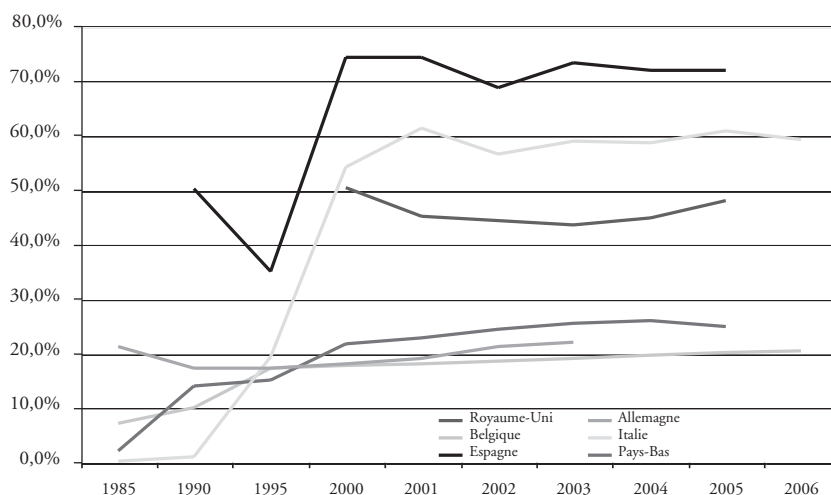
Source : FFSA.

Au-delà de la France, l'Europe apparaît aussi comme une terre d'élection de la bancassurance, plus de la moitié de l'assurance-vie étant distribuée par ce canal. Le Portugal, l'Espagne, l'Italie et la Belgique se distinguent par des taux de pénétration élevés de 88 %, 72 %, 59 % et 48 % respectivement, qui semblent toutefois plafonner depuis le début des années 2000 (*cf.* graphique 5). Les facteurs du succès de la bancassurance dans ces pays sont les mêmes qu'en France : une régulation favorable et des produits de masse simples, une fiscalité avantageuse en Italie et en Espagne. En revanche, la pénétration de la banque au Royaume-Uni et aux Pays-Bas est confinée par la puissance des fonds de pension ainsi que par le réseau des conseillers financiers indépendants. En outre, en Europe comme en France, la pénétration de la banque en assurance non-vie reste modeste même si elle est clairement orientée à la hausse.

En Europe centrale et en Europe de l'Est, la pénétration de la banque en assurance-vie n'est pas négligeable sans être pour autant dominante. C'est surtout en Russie et dans les pays de la CIS que cette pénétration est importante en raison du réseau dont disposent les banques dans ces pays et de leur bonne réputation.

En Amérique du Nord, la pénétration de la bancassurance est négligeable, même en assurance-vie, en raison des contraintes fortes de la régulation financière (interdiction pour les banques d'intervenir dans l'assurance aux États-Unis jusqu'à l'amendement Graham-Leach-Bliley en 1999 et interdiction aux banques et aux assurances

Graphique 5
Part de la bancassurance en assurance vie en Europe



Source : LIMRA et Sigma (2007), *op. cit.*

de se communiquer leurs données clients au Canada). Dans les pays d'Amérique latine, la pénétration de la bancassurance reste modeste, sauf au Brésil où elle atteint 55 % en assurance-vie grâce aux avantages fiscaux dont elle bénéficie, et au Chili où elle atteint le taux record de 19 % en assurance non-vie grâce à la libéralisation financière.

En Asie, la bancassurance s'est développée très rapidement depuis le début du siècle, grâce à la dérégulation intervenue au Japon, aux Indes, en Chine et en Corée ainsi qu'aux facilités de pénétration offertes par la banque dans le monde rural. Le taux de pénétration de la bancassurance atteint ainsi en assurance-vie 45 % en Malaisie, 25 % en Chine et 17 % en Inde. Au Moyen-Orient, notamment au Liban, dans les Émirats arabes unis, en Arabie Saoudite, la bancassurance connaît certaines réussites. En Afrique, elle connaît aussi un essor prometteur, notamment en Afrique du Sud et au sein de la zone CIMA, avec des groupes comme NSIA.

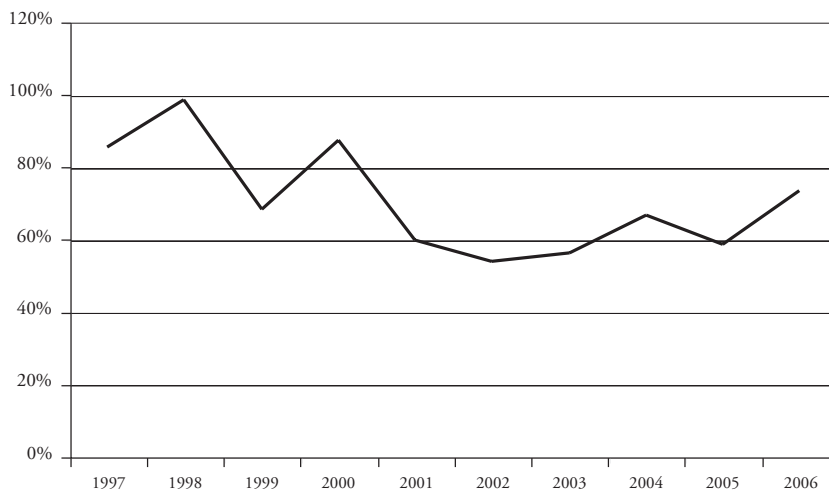
Si l'on considère que les données boursières constituent de bons indicateurs des fondamentaux de la performance économique des entreprises, il en ressort une impression indéniable de qualité des fondamentaux de la bancassurance au cours des dernières années⁷.

Les défis présents et futurs de la bancassurance

L'essor de l'assurance-vie, sur lequel la bancassurance a bâti son succès, a souvent été imputé à la fiscalité favorable dont a bénéficié ce produit par rapport aux autres produits d'épargne. Les études

empiriques disponibles confirment l'importance de la fiscalité dans l'arbitrage des ménages entre les différents produits d'épargne⁸. Or, les pouvoirs publics, qui n'ont jamais considéré la fiscalité favorable de l'assurance-vie comme une fin en soi, s'interrogent de plus en plus sur la légitimité de ce régime, les uns critiquant la distorsion introduite par ce régime dérogatoire, les autres s'inquiétant des conséquences sociales de ce régime favorable aux ménages plutôt plus fortunés que la moyenne. À cet égard, la nature « assurantienne » de l'assurance-vie ne prémunit en rien son régime fiscal dérogatoire, tout simplement parce que la part de l'assurance dans la valeur totale des contrats d'assurance-vie est relativement réduite. La probabilité d'une remise en cause de ce régime dérogatoire n'est donc pas négligeable. De fait, en France et en Espagne où le régime fiscal de l'assurance-vie était le plus favorable, les avantages fiscaux sont progressivement rognés par alignement sur la fiscalité de droit commun⁹. Contrairement à ce que pouvaient laisser prévoir les études empiriques et l'expérience des professionnels, cette remise en cause n'a pas détrôné l'assurance-vie de sa place privilégiée dans les stratégies de placement des ménages (cf. graphique 6). Ainsi, en France, l'assurance-vie représente les trois quarts des placements des ménages et cette part de marché est orientée à la hausse. La résilience de l'assurance-vie aux modifications de la fiscalité conforte pour l'avenir le modèle de la bancassurance. En même temps, elle ne peut qu'inciter les pouvoirs publics à poursuivre la normalisation du régime fiscal de l'assurance-vie, sans crainte majeure pour le placement de la dette de l'État.

Graphique 6
Part de l'assurance-vie dans les flux de placements des ménages



Source : INSEE et FFSA.



L'évolution de la régulation de l'assurance quant à elle devrait avoir des effets contradictoires sur l'assurance-vie. D'une part, la protection du consommateur tant par rapport à l'utilisation des données personnelles le concernant que par rapport à la puissance croissante des conglomérats financiers, devrait conduire les pouvoirs publics à encadrer la bancassurance et à rendre moins aisée qu'elle ne l'est aujourd'hui l'approche patrimoniale intégrée du client qui fait la force des bancassureurs. Même si le Canada, avec son interdiction de l'échange d'informations entre la banque et l'assurance sur leurs clients, ne constitue pas une référence pertinente car excessive, il n'en demeure pas moins que la tendance à venir devrait plutôt aller dans le sens d'une limitation de cette utilisation. D'autre part, les nouveaux standards prudentiels de solvabilité, élaborés notamment dans le cadre de la réforme européenne dite « Solvabilité II », devraient ouvrir la voie à la prise en compte des effets de diversification au niveau des groupes financiers, ce qui serait particulièrement, mais pas exclusivement, favorable à la bancassurance. Il est difficile d'anticiper à ce stade l'effet combiné de ces deux évolutions.

L'apparition de nouveaux canaux de distribution de l'assurance venant concurrencer la bancassurance sur son propre terrain, c'est-à-dire en jouant à la fois sur la simplicité du produit offert et sur la compression des coûts de distribution, pourrait déstabiliser le modèle actuel de la bancassurance, soit qu'elle le remette en cause soit qu'elle le force à opérer des adaptations importantes. La vente de produits d'assurance-vie par Internet, dans les grandes surfaces, par marketing direct ou par télémarketing, même si elle reste à ce stade marginale, gagne peu à peu du terrain et menace les bancassureurs de prendre leur relais dans la concurrence avec les assureurs traditionnels. La bancassurance peut opposer à ces nouveaux canaux de distribution plusieurs lignes de défense qui toutes partagent la caractéristique d'exiger une gestion plus sophistiquée :

- elle peut capitaliser sur l'image d'assureur qu'elle s'est bâtie auprès de ses clients bancaires et rechercher dans l'assurance non-vie un relais de croissance à l'assurance-vie, tout en sachant que les contrats d'assurance non-vie sont plus complexes, que leur gestion est plus lourde et que leurs coûts en capitaux propres sont plus élevés ; en pratique, l'assurance non-vie figure bien comme priorité stratégique de moyen terme des bancassureurs ;
- elle peut se départir de l'idéal du modèle intégré, où le bancassureur produit et distribue son propre produit d'assurance-vie, pour adopter une stratégie multi-produits (en intégrant des produits agencés par d'autres assureurs de façon à élargir la palette des produits proposés dans ses propres guichets) et multicanaux (en faisant distribuer ses produits

par des canaux concurrents de ses propres guichets) ; en pratique, on constate une ouverture aux canaux complémentaires ou alternatifs plutôt qu'aux canaux concurrents ;

- elle peut enfin se départir de l'idéal du produit d'assurance-vie standard et de masse pour diversifier son offre en proposant des produits plus sophistiqués à une clientèle mieux informée ou, à tout le moins, mieux segmentée, qui procureraient des marges unitaires plus élevées aux bancassureurs ; en pratique, les bancassureurs sont effectivement entrés dans la distribution de « sur-mesure de masse »¹⁰.

NOTES

1. Cf. A. Kuritzkes, T. Schuermann et S. M. Weiner (2003) : « Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates », Brookings-Wharton Papers on Financial Services.
2. Cf. C.S. Lown, C.L. Osler, P.E. Strahan et A. Sufi (2000) : « The Changing Landscape of the Financial Industry: What Lies ahead ? », *Economic Policy Review*, Federal Bank of New York, octobre et A. Estrella (2001) : « Prospective Financial Sector Mergers and Market Valuation », *Journal of Banking and Finance*, Décembre.
3. Cf. Ph. Trainar (2004) : « Assurance et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, automne.
4. Cf. K. Minderhoud (2003) : « Extrem Stock Return Co-movements of Financial Institutions: Contagion or Interdependence? ». Document de travail n° 16, De Nederlandsche Bank.
5. Pour des présentations plus détaillées de la bancassurance dans le monde, cf. M. Chevalier, C. Launay et B. Mainguy (2005) : « La bancassurance », SCOR Focus, juin et SwissRe (2007) : « Bancassurance: Emerging Trends, Opportunities and Challenges », Sigma n° 5.
6. Cf. Vilatte (2004) : « Les nouveaux territoires de la bancassurance », *Horizons bancaires*, Crédit agricole, mars et (2005) : « L'assurance et la banque », *Revue d'économie financière*, n° 80.
7. Ce point est confirmé par les travaux et rapports récents, tant les « Financial Markets Trends » de l'OCDE que les « Financial Stability Report » du FMI.
8. Cf. par exemple J. Poterba (2001) : « Taxation and Portfolio Structure: Issues and Implications », NBER, document de travail n° 8223.
9. D'un point de vue strictement économique, il eût été préférable de rogner ces avantages par alignement du droit commun de l'épargne sur le droit de l'assurance-vie plutôt que par alignement de l'assurance-vie sur le droit commun de l'épargne, seule l'exonération fiscale des revenus de l'épargne garantit la neutralité de la fiscalité par rapport au choix entre consommer et épargner.
10. Je dois cette expression suggestive à David Vallée.

