



association française des  
investisseurs institutionnels

Enquête Af2i

# Enquête Af2i 2023

**Allocations** d'actifs

**Structures** de portefeuilles

**Perspectives** et anticipations

**Organisation** et critères de gestion

**Relations** avec les sociétés de gestion

**Panorama** européen

Juillet 2023





# Enquête Af2i 2023

**Allocations** d'actifs

**Structures** de portefeuilles

**Perspectives** et anticipations

**Organisation** et critères de gestion

**Relations** avec les sociétés de gestion

**Panorama** européen

# Sommaire

---

## Mentions légales :

L'Enquête Af2i est une étude appartenant à l'Af2i qui conserve l'entière propriété intellectuelle des documents produits par elle ainsi que l'exclusivité des droits de reproduction, de traduction et de présentation. La diffusion de l'information contenue dans ces documents et la reproduction même partielle et par quelque procédé que ce soit est interdite sans l'autorisation préalable de l'Af2i. Ces informations mises à disposition par l'Af2i ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation à investir dans un quelconque produit. Attention, ces informations récupérées directement par l'Af2i auprès de ses membres et agrégées par l'Af2i sont uniquement indicatives. Ces informations n'ont aucune valeur contractuelle et ne peuvent être considérées comme exhaustives ou exemptes d'erreurs accidentelles. L'Af2i décline toute responsabilité concernant le résultat d'investissements réalisés sur la base des informations et opinions présentées dans cette brochure.

## PRÉFACE 6

---

## I – TYPOLOGIE INSTITUTIONNELLE 8

---

Répartition des répondants par taille, famille et cadre réglementaire 8

Actifs gérés par type d'engagement 10

## II – RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE GLOBAL PAR CLASSE D'ACTIFS 12

---

Historique global 12

Historique par famille 14

## III – PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS 20

---

Actions 20

Obligations 27

Obligations convertibles 38

Prêts et fonds de dette 39

Liquidités 41

Immobilier 43

Gestions alternatives 50

Capital-investissement 51

<b>IV – PERSPECTIVES 2023</b>	<b>54</b>	<b>VII – RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION</b>	<b>92</b>
Allocation stratégique globale	54	Délégation de gestion	92
Allocation stratégique globale par famille d'investisseurs	56	Critères de sélection pour des fonds	96
Actions	59	Critères de sélection des sociétés de gestion	97
Obligations	60	Rémunération par type de gestion	98
Liquidités	62	Cessation des relations avec des partenaires financiers	99
Immobilier	63	Qualité des relations avec les sociétés de gestion	100
Prise en compte de l'inflation	64		
Participation aux plans de relance	68	<b>VIII – PANORAMA EUROPÉEN</b>	<b>104</b>
<b>V – ORGANISATION ET CRITÈRES DE GESTION</b>	<b>70</b>	Préambule méthodologique	104
Démarche de gestion actif-passif et d'allocation stratégique	70	Focus sur les produits d'épargne retraite complémentaire	107
Allocation tactique	72	Panorama des investisseurs institutionnels en Europe	110
Opinion sur divers produits et techniques	73	L'épargne des ménages et le rôle joué par les investisseurs institutionnels	111
Indicateurs et règles de gestion	75	Les investisseurs institutionnels dans le reste du monde	113
Effectifs et formation	77	Les spécificités nationales	114
<b>VI – ISR / ESG</b>	<b>80</b>	<b>ANNEXES</b>	<b>134</b>
Généralités sur l'ISR/ESG	81	Note méthodologique	134
Thématiques privilégiées en matière de développement durable	87	Liste des membres actifs de l'Af2i	137
Publication/adhésions	89		
SFDR et labélisation	90		

# Préface

---

L'Af2i a le plaisir de vous présenter les résultats de l'enquête qu'elle réalise depuis maintenant 17 ans auprès de ses Membres Actifs.

Ce document s'adapte chaque année, pour interroger sur ce qui fait l'actualité et constitue le travail de fond des investisseurs institutionnels. Si les interprétations doivent toujours être conduites avec prudence, ses lecteurs pourront mettre en perspective les évolutions des choix des investisseurs avec une grande richesse d'informations, grâce à la fidélité du socle des répondants.

L'Enquête a pour premier objectif de dresser une cartographie du marché institutionnel français par type d'engagement, donnant aux institutionnels, **Membres Actifs**, les moyens de se mesurer, et aux **Membres Partenaires** de mieux définir leurs propositions aux investisseurs institutionnels.

Pour l'Af2i, cette enquête permet à l'Association de peser dans les débats et de représenter le marché institutionnel français dans ses contacts internationaux.

Cet état des lieux est donc important pour :

1. découvrir le travail de chaque institution et trouver les meilleurs investissements dans chaque situation ;
2. percevoir le reflet des réglementations, notamment prudentielles ;
3. observer le résultat de décisions anciennes car la rotation des portefeuilles est toujours modérée.

**Pour les mois à venir, après l'arrivée et la persistance d'une inflation en Europe qui ont surpris la BCE, il va être très intéressant d'observer chez les institutionnels les effets d'un changement de politique monétaire sur les rendements obligataires. En effet, depuis la mi 2022, la hausse des taux directeurs inverse une politique de baisse suivie depuis plus de dix ans. Et peut-être cette hausse annonce-t-elle un renversement d'une tendance à la baisse des rendements plus ancienne, car observable depuis le début des années 1980. Quels investissements, quelle structure de portefeuilles ce mouvement provoquera-t-il ? Mais aussi comment l'offre de produits s'adaptera-t-elle ? Retour des produits de rendements au détriment des produits thématiques, réduction des risques de crédit ou des produits illiquides, le jeu sera ouvert !**

## LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : QUI SONT-ILS ?

Il n'existe pas de définition juridique internationale des investisseurs institutionnels. Ce terme qualifie des entités qui sont en situation structurelle d'excédents financiers. Ces excédents sont liés à des situations très diverses : bénéficiaires d'un cycle économique inversé qui résulte de cotisations ou primes encaissées par les clients avant les prestations (c'est le cas des assureurs). On peut y inclure des fonds affectés à un usage particulier, pour la retraite dans le cas des fonds de pension, pour des buts stratégiques (c'est le cas des fonds souverains), pour des buts caritatifs (c'est le cas des fondations). On peut également trouver des entités dont le rythme et le montant des encaissements laissent des excédents permanents de trésorerie.

L'Af2i a, quant à elle, qualifié d'investisseurs institutionnels les seules entités privées ou publiques, dont les engagements et/ou les actifs sont régis par un texte législatif ou réglementaire, par un organisme central ou une fédération d'entités. Plusieurs associations de place étrangères, avec lesquelles l'Af2i est en contact, retiennent cette définition.

Les investisseurs institutionnels agissent aussi bien dans le cadre de fonctions d'assurance, de retraite, de prévoyance que dans celui de la solidarité nationale, dans la couverture de passifs industriels ou encore en remplissant des missions d'intérêt public, au travers par exemple de fonds de garantie ou de fondations.

Leur mission fondamentale est donc de gérer des actifs afin de financer une prestation, une rente ou un capital au terme. La gestion est réalisée au bénéfice de leurs ayants droit. Les capitaux détenus sont constitués soit par des dotations régulières ou non, soit par des versements réguliers. Ces capitaux sont investis dans des actifs qui génèrent les flux souhaités pour leurs bénéficiaires. Cette gestion peut s'étendre sur plusieurs décennies.

En France, on distingue une vingtaine de familles institutionnelles différentes qui, en termes de placement, n'ont certes pas toutes les mêmes contraintes, mais sont confrontées aux mêmes problématiques pour définir une politique d'investis-

sement et de gestion de leurs actifs, et la valider par rapport à leurs engagements : les sociétés d'assurances anonymes et à forme de mutuelles relèvent ainsi du Code des assurances, les mutuelles du Code de la mutualité, les institutions de prévoyance et les caisses de retraite du Code de la Sécurité sociale. À côté, on trouve quelques fonds de pension français, certaines associations à statuts et vocations spécifiques, les fondations reconnues d'utilité publique et les fonds de dotation, ainsi que des banques à vocation spécifique, diverses entités publiques bien connues (Fonds de réserve pour les retraites, Caisse des Dépôts, fonds de garantie divers, etc.). Autre exemple : depuis 2006, les entreprises françaises du secteur nucléaire ont vu leurs engagements et leurs actifs réglementés par une loi de 2006 et un décret de 2007 : EDF, AREVA (devenu ORANO) et le CEA sont ainsi devenus des investisseurs institutionnels couvrant par des actifs financiers leurs engagements de très long terme. Il faut souligner que certaines institutions peuvent relever de plusieurs réglementations. Ainsi les groupes de prévoyance sont généralement soumis au Code des assurances et au Code de la Sécurité sociale.

**Au total, les investisseurs institutionnels investissent, gèrent, arbitrent, suivent leurs portefeuilles en propriétaires** (*asset owners*). Les produits financiers qu'ils génèrent concourent à des services spécifiques qui ne sont pas nécessairement financiers. Leurs besoins et attitudes, face à l'investissement et à leurs conséquences, sont donc **différents des gérants d'actifs pour compte de tiers** (*asset manager*) dont la mission principale est de gérer, des capitaux sous des formes de plus en plus régulées. Ils rassemblent des types de clientèles très diverses pour des objectifs de gestion généraux ou spécifiques affichés (classes d'actifs, performance, risque, etc.).

## LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : POUR QUELLES MISSIONS ?

Ainsi les investisseurs institutionnels et leurs entités en France, avec toute leur diversité, sont une expression de ce que l'on a appelé autrefois médiatiquement le « vivre ensemble », non de façon séparée mais de façon organisée et souvent solidaire. Ces institutions, dans lesquelles ils agissent, mettent en œuvre des dispositifs établis pour que chacun trouve protection et sécurité tout au long de son existence. Avec les mots d'aujourd'hui, ce sont des entités « durables » qui prennent en compte les conséquences d'événements passés, présents et à venir. Les investisseurs institutionnels donnent par leurs investissements les moyens à leurs organisations de répondre à ce que l'on appelait un « intérêt social », expression d'un besoin permanent de nos concitoyens. Dans le vocabulaire des sociologues anglo-saxons, ils font partie des « Commons », ces expressions du bien commun qui fondent les communautés vivantes et fortes. Cette situation explique

l'intérêt précoce et l'engagement des investisseurs pour les politiques ESG car la durabilité et l'impact sont des notions structurelles pour leurs institutions.

## L'AF2I AU SERVICE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

L'Af2i s'est donnée une raison d'être en janvier 2021 : « **Placer le long terme au cœur des dispositifs économiques, sociaux et financiers** ». Cet objectif est devenu central dans la politique européenne qui affiche une volonté d'installer en Europe une croissance durable pour laquelle, selon les propres mots de la Commission européenne, « durabilité et long-termisme vont de pair ».

Cette enquête s'inscrit donc dans cette perspective : nous espérons qu'elle sera utile à tous les Membres Actifs et Membres Partenaires pour concourir à cet objectif commun.

Pour conclure cette préface, je voudrais tout d'abord remercier nos Membres Actifs qui ont donné de leur temps pour répondre avec soin au questionnaire qui leur a été soumis, et nous fournir des informations aussi riches et pertinentes.

Merci également à l'équipe de l'Af2i, avec la collaboration active et indispensable de Grégoire NAACKE (Observatoire de l'Épargne Européenne) et d'Yves LE MASSON (YLM Conseil), qui a réalisé cette enquête et rédigé ce document.

Nous espérons que ce travail permettra à beaucoup de fonder leurs analyses et leurs statistiques de la façon la plus pertinente. Bonne lecture !

*Hubert Rodarie*  
*Président de l'Af2i*

# I. Typologie institutionnelle

## ► RÉPARTITION DES RÉPONDANTS PAR TAILLE, FAMILLE ET CADRE RÉGLEMENTAIRE

	Nombre de répondants	% Répondants	Total des actifs gérés (M€)	Part des actifs gérés	Moyenne des actifs gérés (M€)
<b>PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS</b>					
<i>Retraite-prévoyance</i>	21	30 %	205 382	9,8 %	9 780
<i>Assurance</i>	38	54 %	1 550 346	74,0 %	40 799
<i>Autres entités réglementées</i>	12	17 %	340 568	16,2 %	28 381
<b>PAR TAILLE DES ACTIFS DÉTENUS</b>					
<i>Moins de 2 Md€</i>	14	20 %	8 006	0,4 %	572
<i>Entre 2 et 20 Md€</i>	33	46 %	229 349	10,9 %	6 950
<i>Plus de 20 Md€</i>	24	34 %	1 858 941	88,7 %	77 456
<b>PAR CADRE RÉGLEMENTAIRE DOMINANT</b>					
<i>Code des assurances</i>	35	49 %	1 553 328	74,1 %	44 381
<i>Code de la mutualité</i>	6	8 %	33 326	1,6 %	5 554
<i>Code de la sécurité sociale</i>	10	14 %	73 335	3,5 %	7 334
<i>Règlement des caisses professions libérales</i>	3	4 %	18 794	0,9 %	6 265
<i>Règlement Agirc-Arrco</i>	3	4 %	40 007	1,9 %	13 336
<i>FRPS (IORP 2)</i>	10	14 %	124 151	5,9 %	12 415
<i>Autres</i>	4	6 %	253 355	12,1 %	63 339
<b>Total</b>	<b>71</b>	<b>100 %</b>	<b>2 096 296</b>	<b>100,0 %</b>	<b>29 525</b>

Source : Enquête Af2i 2023

71 participants ont répondu à l'Enquête 2023, soit plus de 80% des adhérents de l'Af2i. C'est un niveau historique et une nette amélioration par rapport à l'année passée, où 63 institutions avaient répondu.

Les encours d'actifs pris en compte dans l'Enquête s'élèvent à 2 096 Md€, hors unités de compte (UC), fin 2022 contre 2 391 Md€ (hors UC), fin 2021. En dépit d'un nombre plus important de répondants, le montant des encours évalués en valeur de marché a régressé dans la plupart des portefeuilles, en raison

du poids de l'obligataire et de l'effet de la hausse des taux observées en fin d'année 2022. En ajoutant les actifs détenus dans le cadre des contrats en UC, on obtient un total de 2 424 Md€ en 2022.

Les investisseurs institutionnels représentent statistiquement des montants d'actifs assez dispersés. Les investisseurs, dont la taille du portefeuille est la plus élevée (plus de 20 Md€), représentent 34% du nombre d'investisseurs, mais 88,7% des encours. En parallèle, les investisseurs les plus petits (taille de

portefeuille inférieure à 2 Md€) représentent 20% des investisseurs, mais seulement 0,4% des encours.

On constate par ailleurs que les entités régies par le code des assurances constituent 74,1% des encours gérés, avec plus de 1 500 Md€, pour près de la moitié des répondants.

La moyenne du total des actifs par répondant s'établissait à 29,5 Md€ à fin 2022 (contre 37,9 Md€ à fin 2021) et la médiane à 8,7 Md€ (contre 11,4 Md€ en 2021).

Comme les années précédentes, sont distinguées trois grandes familles d'investisseurs institutionnels :

- Retraite/Prévoyance;
- Assurance;
- Autres entités réglementées.

Les trois catégories retenues sont des familles de rattachement pour les seules nécessités de l'enquête et ne constituent pas des typologies unifiées d'engagements. Il n'y a pas de correspondance parfaite famille/engagements: une même institution, rattachée à une famille dominante, peut avoir plusieurs types d'engagements et, à l'inverse, un même type d'engagement peut être assumé par plusieurs types de familles.

Les actifs de la famille «Retraite/Prévoyance» s'élèvent à 205,4 Md€ (contre 256,1 Md€ en 2021) et représentent pour l'essentiel les placements des réserves des caisses complémentaires, tant de l'univers salarié Agirc-Arrco, que des caisses indépendantes et libérales.

L'«Assurance» est la famille la plus importante dans notre enquête en termes de part des actifs gérés: 1 550,3 Md€ (contre 1 805 Md€ en 2021), soit en pourcentage près des trois quarts des actifs. Les assureurs constituent les portefeuilles les plus élevés en encours moyens gérés. L'encours moyen des entités régies par le code des assurances est de 44,3 Md€, avec un grand écart-type par rapport à la moyenne.

Les «Autres entités réglementées» concernent des entités publiques ou privées, le plus souvent dans une dynamique d'investisseurs de long terme, soit dans une perspective de retraite additionnelle de leurs cotisants, soit en positionnement de réserves longues en soutien actif de l'économie.

Par ailleurs, les 3 familles d'investisseurs institutionnels correspondent à des cadres réglementaires assez différents.

En effet, le code des assurances régit à lui seul près de la moitié des répondants de l'enquête et près des trois quarts des actifs, à savoir les compagnies d'assurance, les assureurs à forme mutuelle et les réassureurs. Les institutions de prévoyance sont quant à elles régies par le code de la sécurité sociale et les mutuelles d'assurance par le code de la mutualité. Cependant, les réglementations en matière de placements financiers des trois codes mentionnés ci-dessus convergent très fortement. Depuis l'entrée en application de la directive Solvabilité II, au 1<sup>er</sup> janvier 2016, le principe qui prévaut est celui de «l'approche de la personne prudente», défini par l'Article 132 de la directive et transposé dans l'article R 353-1 du code des assurances: «Pour l'ensemble du portefeuille d'actifs, les entreprises d'assurance et de réassurance n'investissent que dans les actifs et instruments présentant des risques qu'elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer, contrôler et déclarer de manière adéquate, ainsi que prendre en compte de manière appropriée dans l'évaluation de leur besoin global de solvabilité...». En conséquence, les risques des actifs sur lesquels l'assureur investit doivent être identifiables, mesurables, gérables et contrôlables. Pour les actifs en représentation des engagements (c.-à-d. fonds généraux et UC), cela signifie qu'il faut des actifs garantissant la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité. Les actifs doivent être disponibles, sans qu'un risque de liquidité ait été intégré dans la formule standard de Solvabilité II...»

Les caisses de retraite disposent de réglementations spécifiques: Règlement Agirc-Arrco pour les caisses salariées, dont la dernière modification date de 2010, et Décret des placements des caisses libérales et indépendantes, pour le périmètre concerné, dans sa version de 2002, après l'annulation par le Conseil d'État de certaines dispositions du projet de Décret 2017. Ces dernières ont, le plus souvent, un règlement en propre en complément du Décret, qui précise leurs conditions d'actions, en fonction de leurs contraintes propres d'engagement et d'équilibre entre cotisants et pensionnés.

Dans la catégorie des autres entités réglementées, les différents investisseurs sont encadrés par des régimes réglementaires ou prudentiels, propres et autonomes. Certains bénéficient d'une révision périodique, qui ont permis ces dernières années l'ouverture sur de nouvelles classes d'actifs (infrastructures, dette privée), ou un accès élargi aux actifs risqués, dans un contexte de taux durablement bas ou négatifs. Ceci contribue activement à leur rôle accru de soutien au financement durable de l'économie réelle.

## ► RÉPARTITION DES ENGAGEMENTS

RÉPARTITION DES ENGAGEMENTS EN VALEUR DE MARCHÉ AU 31/12/2022				
	2021 (%)	2022 (%)	Montant 2021 (Md€)	Montant 2022 (Md€)
Assurance vie en €	57,6%	53,6%	1 377 785	1 123 439
Assurance dommages	5,5%	5,8%	131 455	120 979
Complémentaires santé	0,5%	0,3%	11 278	6 534
Retraite	14,0%	14,2%	335 592	297 193
Fonds propres	16,7%	20,5%	398 399	428 805
Prévoyance	1,7%	0,7%	40 751	13 726
Autres	4,0%	5,0%	96 215	105 620
Actifs nets de l'Enquête	100,0%	100,0%	2 391 474	2 096 296
Assurance vie en UC			298 166	327 722
<b>TOTAL</b>			<b>2 689 640</b>	<b>2 424 017</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Une des originalités de l'Enquête Af2i est de demander aux institutions de décomposer leurs portefeuilles par type d'engagement, tels qu'ils figurent au passif. Cela permet d'identifier les différents types de «risque» à couvrir et d'analyser les allocations d'actifs en représentation.

Sept types d'engagement (de passif) chez les institutionnels ont été distingués :

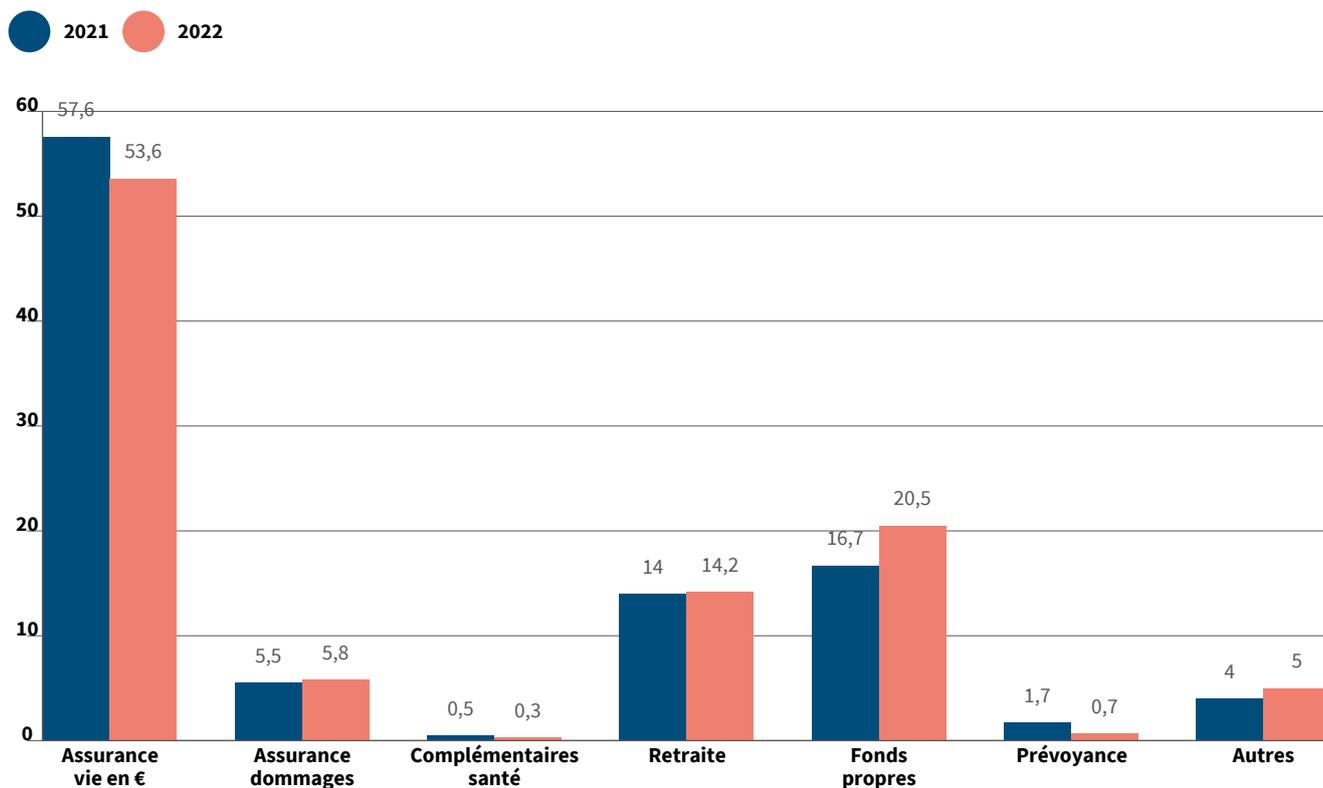
- l'assurance vie en euro;
- l'assurance dommages (IARD);
- les complémentaires santé;
- la retraite;
- la prévoyance;
- les fonds propres des autres entités réglementées, qui, dans certains cas, doivent être appelés provisions;

et, séparément :

- l'assurance vie en UC.

Toutes les analyses conduites sur les portefeuilles (classes d'actifs, perspectives, etc.), quand elles sont pondérées, se réfèrent aux actifs hors UC, soit 2 096,3 Md€ (contre 2 391,5 Md€ fin 2021).

Afin de donner un aperçu plus complet de l'assurance vie chez nos membres adhérents, les UC ont été réintroduites dans le tableau ci-dessus pour un total de 327,7 Md€ en 2022.

**RÉPARTITION DES ENGAGEMENTS EN VALEUR DE MARCHÉ AU 31/12/2022**


Source : Enquête Af2i 2023

Le graphique ci-dessus est destiné à informer le lecteur de l'évolution de la composition du panel de répondants d'une année sur l'autre en ce qui concerne la distribution des types d'engagement que les portefeuilles sous revue sont appelés à couvrir.

Le principal type d'engagement (passif) reste l'assurance vie en euros qui correspond à plus de la moitié des actifs des répondants (hors UC), en légère baisse pour la quatrième année consécutive.

Les comparaisons d'une année sur l'autre sont toutefois à interpréter avec prudence, compte tenu des éléments supplémentaires suivants :

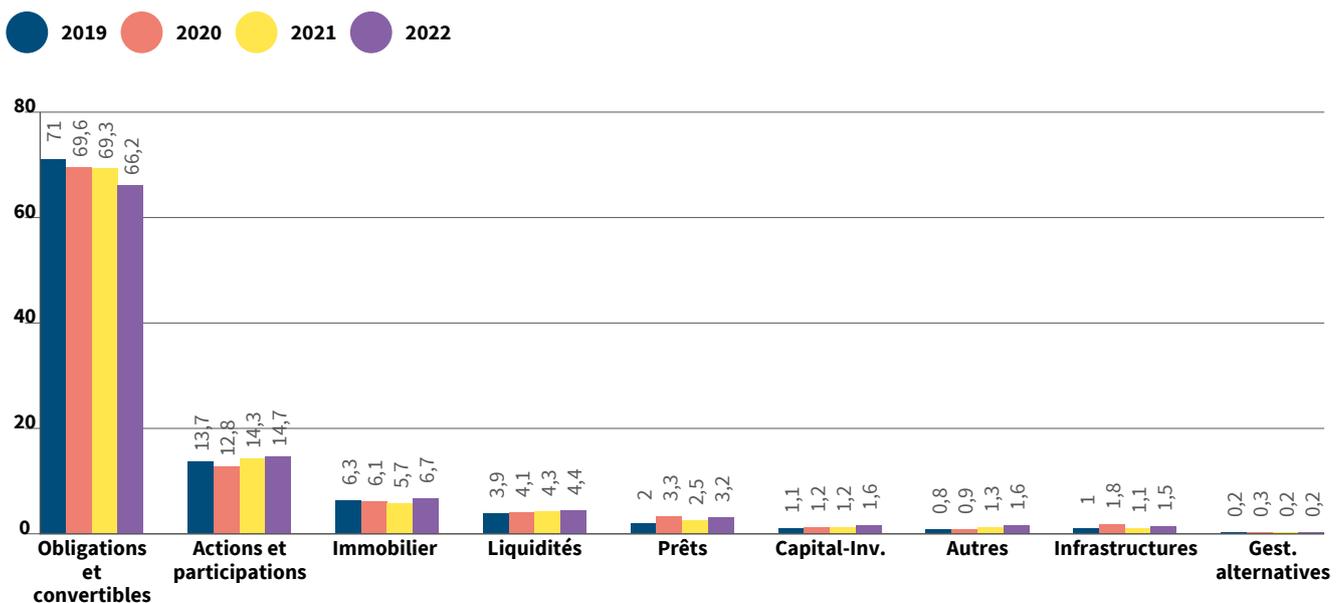
- la répartition globale des engagements résulte d'une moyenne pondérée des engagements individuels;
- le périmètre des répondants varie au fil du temps;
- des effets de marché peuvent se superposer aux variations de l'échantillon des répondants.

## II. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

### ► HISTORIQUE GLOBAL

Quelle est l'image détaillée par classe d'actifs de votre portefeuille global ?

ENSEMBLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



Source: Enquête Af2i 2023

Les données représentent les encours globaux des répondants en valeur de marché. Dans l'interprétation des évolutions pluriannuelles, il faut prendre en compte les variations de marché, ainsi que les éventuelles variations de l'ensemble des répondants, même si le nombre est relativement stable d'une année sur l'autre.

Les portefeuilles des institutionnels, qui sont soumis à des contraintes comptables et réglementaires multiples, ont finalement peu de marge de manœuvre pour modifier leurs allocations d'actifs d'une année

sur l'autre. Année après année, on observe une relative stabilité des allocations dans le temps. C'est d'autant plus vrai chez les acteurs aux actifs importants, chez qui des mouvements d'ampleur sont complexes, voire impossibles à réaliser sans incidences comptables et bilancielles importantes.

L'année 2022, en termes de valorisation a été une année particulièrement difficile pour les marchés obligataires. L'inflation persistante a motivé la fin des politiques monétaires très accommodantes.

Une première remontée des taux directeur en juillet 2022, suivies de 3 autres jusqu'en décembre ont fait remonter les rendements de l'ensemble de la courbe des taux. En termes de performance la classe d'actifs obligataire a connu une forte baisse. L'indice FTSE Eurozone Government Bond IG Index terminait l'année en baisse de 18,5% (contre -3,5% en 2021), et ce d'autant plus que l'effet rendement courant n'a joué que de façon très limitée. Ce ne sera pas le cas en 2023, même si les taux peuvent continuer à se tendre. Ainsi, en partie à cause d'effets de valorisation, le poids des obligations et convertibles a baissé de 3,1 points de pourcentage en 2022. C'est chez les assureurs que la baisse a été la plus marquée.

Pour les actions, après une année 2021 très dynamique, l'année 2022 a également été marquée par une correction importante pendant les trois premiers trimestres de l'année. L'Euro Stoxx ressort à -14,4% sur l'année. Toutefois la baisse de la part des actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français a été en grande partie compensée par une hausse de la part des participations.

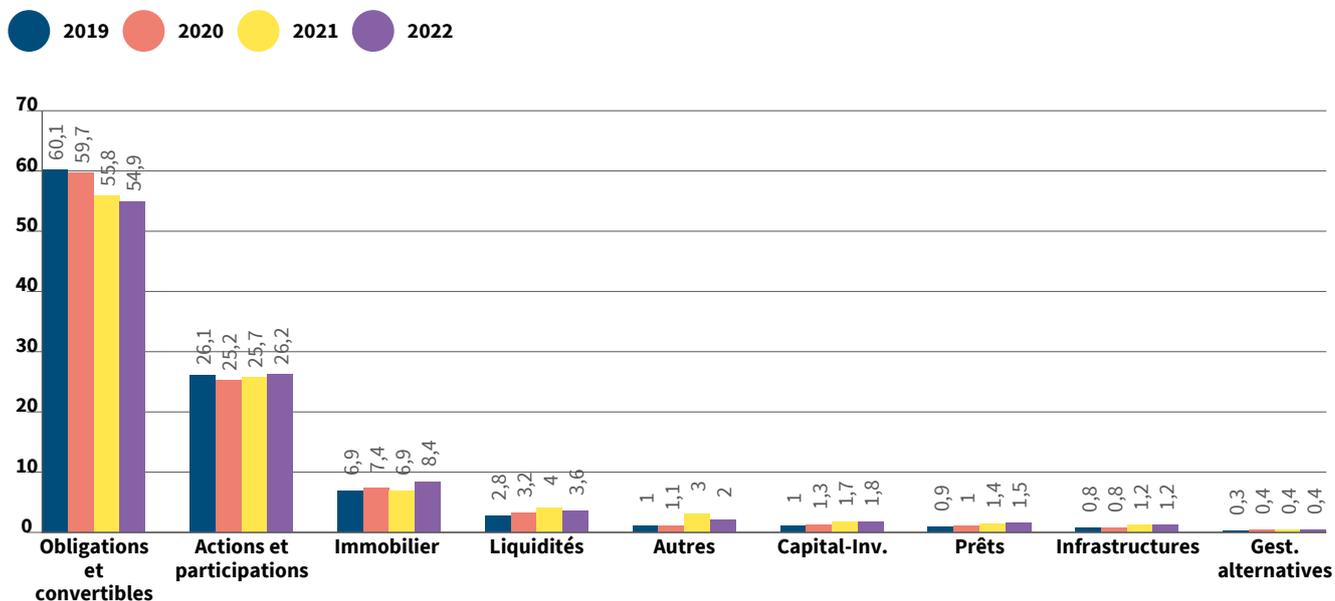
La plus forte hausse constatée en 2022 concerne l'immobilier, dont la part dans les portefeuilles a augmenté pour toutes les familles d'investisseurs institutionnels. En moyenne, cette part a augmenté de 1 point de pourcentage. Cette hausse résulte vraisemblablement en partie des investissements réalisés pendant l'année et à une plus grande inertie des valorisations que celles des titres cotés.

Si la part du capital-investissement reste globalement à un niveau relativement faible dans les portefeuilles (1,6%), la progression observée depuis plusieurs années se poursuit en 2022 pour l'ensemble des acteurs, avec une hausse allant de 0,1 à 0,5 points de pourcentage selon les types d'acteurs. Une remarque analogue à celle faite pour l'immobilier peut être faite.

Enfin, la part des infrastructures a également progressé de manière non négligeable (+0,4%) cette année. Ces produits sont présentés comme générant des cash-flows récurrents sur un horizon de long terme indexés sur le niveau des prix et donc comme une protection contre l'inflation et un bon outil de diversification. Etant donné les niveaux d'inflation observés, une croissance de ces produits dans les années à venir est possible.

## ► HISTORIQUE PAR FAMILLE

### RETRAITE/PRÉVOYANCE : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



Source : Enquête Af2i 2023

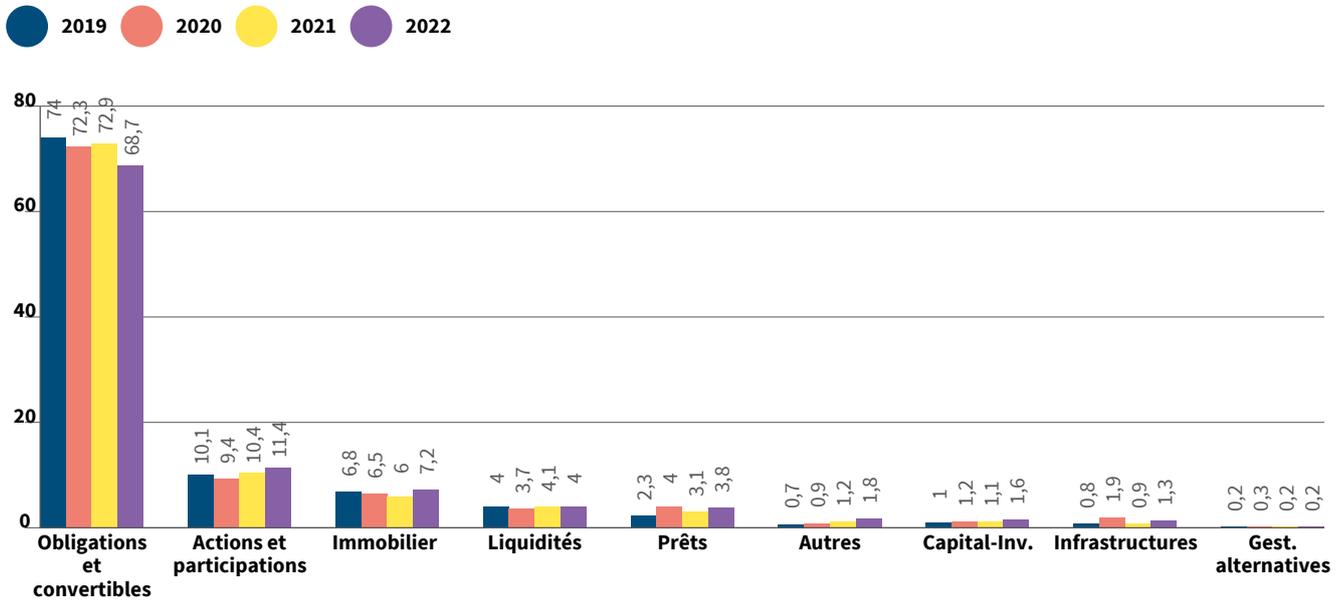
Pour la troisième année consécutive, les caisses de retraite et institutions de prévoyance ont vu la part de leur portefeuille investie en obligations baisser. Néanmoins, la baisse observée en 2022 (0,9 point de pourcentage) reste beaucoup moins marquée que celle de 2021 (3,9 points de pourcentage). Ceci résulte vraisemblablement des valorisations, la hausse des rendements avant la fin de 2022 étant trop récente pour avoir motivé des achats significatifs.

Historiquement, la part des actions dans le portefeuille total d'actifs financier des caisses de retraite était relativement proche de celle des institutions de prévoyance. Cependant, depuis que ces

dernières sont soumises aux contraintes de la directive Solvabilité II, leur allocation aux actions a baissé de manière significative. En 2022, la part d'actions dans le portefeuille des institutions de retraite/prévoyance s'élevait en moyenne à 16,6% pour les entités soumises à la directive Solvabilité II, contre 31% pour les autres, soit près du double.

Les institutions de retraite/prévoyance sont la famille d'investisseurs institutionnels pour lesquels la part de l'immobilier a le plus augmenté cette année (1,5 point de pourcentage contre 1 point de pourcentage pour l'ensemble des investisseurs institutionnels français en moyenne).

### ASSURANCE : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)

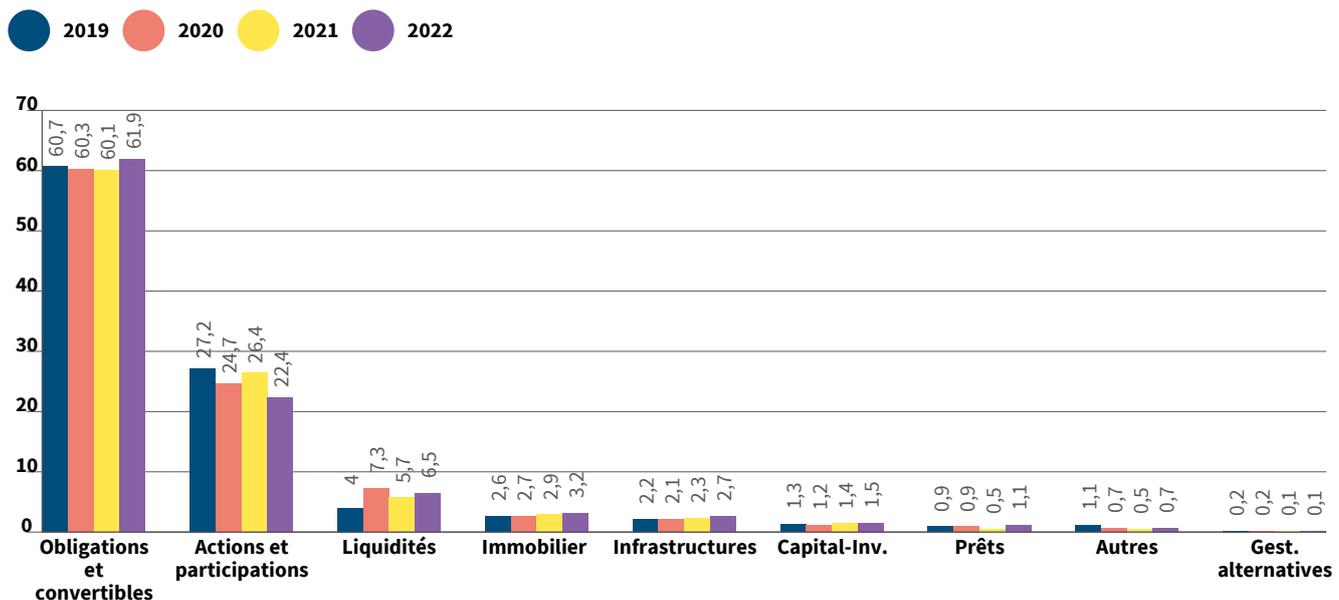


Source : Enquête Af2i 2023

En 2022, la collecte globale des contrats d'assurance vie a continué sur sa tendance haussière observée depuis la crise de COVID. En effet, celle-ci a atteint 35,7 Md€ en 2022, contre 28,4 Md€ en 2021. Néanmoins, comme l'année passée, les flux n'ont été positifs de manière significative que sur les supports en unités de compte. Sur les supports en euros, la collecte est restée quasiment nulle. Ainsi, la collecte n'a pas permis de compenser les pertes de valeur des portefeuilles de placements financiers des assureurs. Sur l'année, à périmètre constant, le montant total de l'encours des placements des assureurs membres de l'Af2i a baissé de 14,4%, soit deux fois plus que celui des institutions de retraite/prévoyance.

Comme pour les précédentes catégories d'investisseurs, le recul significatif de la valorisation des actifs obligataires a réduit de façon significative son poids dans les portefeuilles (-4,2%) et des factos a augmenté le poids des actifs aux valorisations moins volatiles (immobilier, capital investissements et les prêts).

## AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



Source : Enquête Af2i 2023

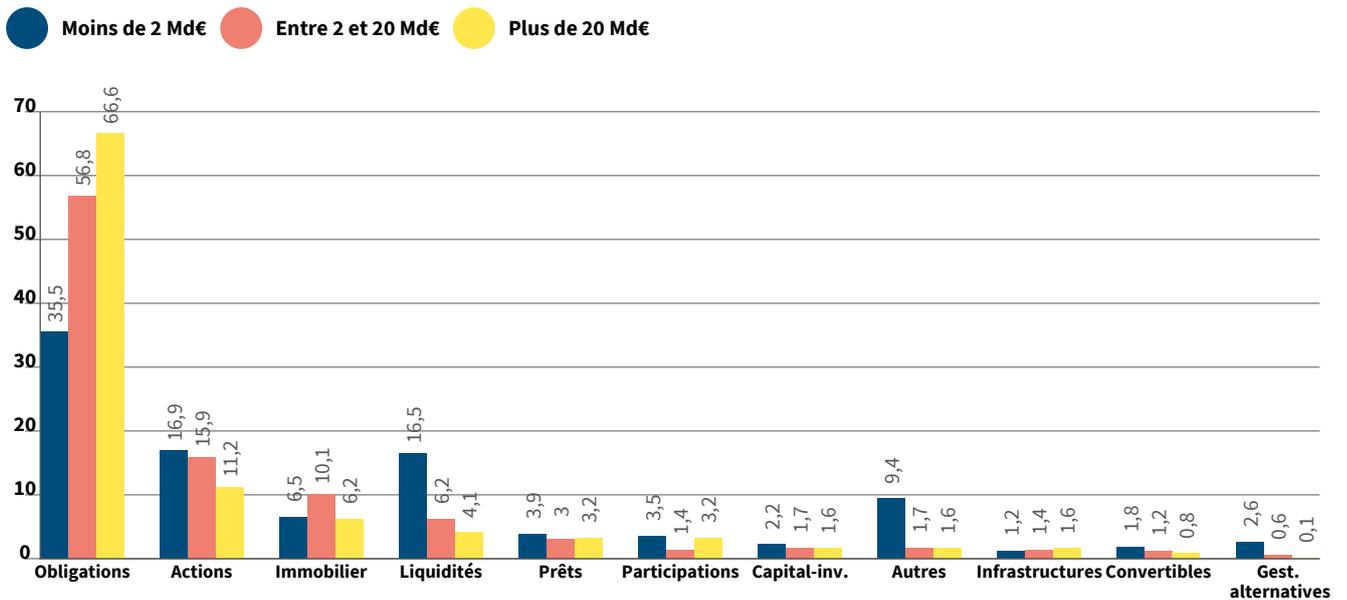
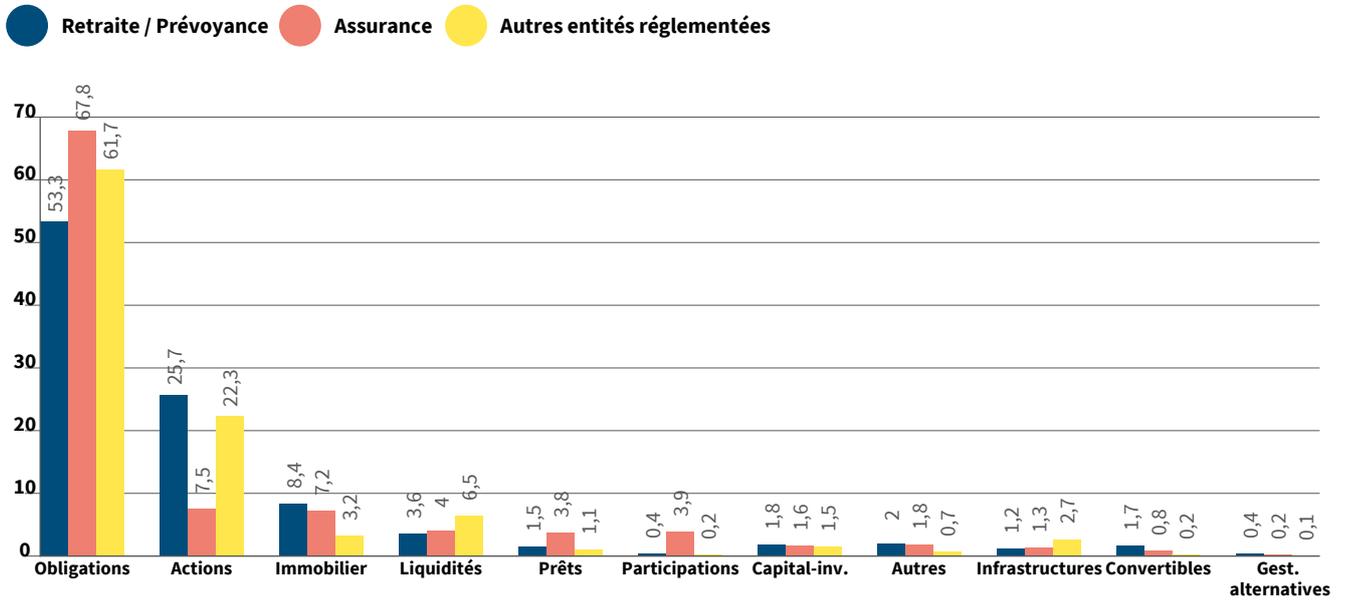
Concernant les autres entités réglementées, leur structure d'investisseurs de long terme permet une allocation plus forte en actions et participations. Malgré une baisse importante observée en 2022 (4 points de pourcentage), ces dernières continuent de représenter près d'un quart de leur portefeuille. Cependant, contrairement à l'année passée, la part d'actions et participations dans les portefeuilles est maintenant plus élevée pour les entités de retraite/prévoyance que pour les autres entités réglementées. Seule une entité de cette famille est soumise aux contraintes de la directive Solvabilité II.

Dans le même temps, la famille des autres entités réglementées est la seule famille d'investisseurs institutionnels dont la part d'obligations dans le portefeuille a augmenté en 2022, passant de 60,1% à 61,9%. Des investissements de maturité plus courte et un réinvestissement plus rapide peuvent expliquer ce comportement combiné avec l'effet baisse de la part action plus substantielle que dans les autres catégories. Cette baisse vraisemblablement résulte de portefeuilles plus exposés aux actions (avec moins de participations) par rapport aux assureurs.

Même si elle est plus élevée qu'avant, la part investie en Immobilier (3,2%) reste plus faible que chez les assureurs ou institutions de retraite/prévoyance.

## Quelle est l'image détaillée par classe d'actifs de votre portefeuille global ?

### RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSES D'ACTIFS SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES (2022)



Source : Enquête Af2i 2023

Les portefeuilles des institutions de plus petite taille restent plus exposés aux marchés actions et moins concentrés sur les classes d'actifs obligataires. En effet, la part d'obligations dans les portefeuilles reste presque deux fois plus importante pour les plus gros portefeuilles (au-delà de 20 Md€) que pour les plus petits (moins de 2 Md€). On note toutefois une baisse de l'écart par rapport à l'année passée.

La moindre exposition au marché obligataire des investisseurs institutionnels de plus petite taille s'explique aussi, au moins en partie, par leur besoin plus important de garder des liquidités. Le poids des

liquidités dans le total des placements reste quatre fois plus élevé dans les portefeuilles inférieurs à 2 Md€ que dans les portefeuilles supérieurs à 2 Md€.

De manière assez naturelle, la part de liquidités reste plus importante dans les portefeuilles de moins de 2 Md€ (16,2%), que dans les portefeuilles entre 2 et 20 Md€ (6,2%) ou les portefeuilles au-delà de 20 Md€ (4,1%).

En synthèse, les encours du total des répondants, par famille et par taille de portefeuille, se décomposent comme suit:

(En M€)	Retraite/Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2022
Obligations	109 382	1 051 308	210 150	1 370 840
Actions	52 856	116 484	75 877	245 217
Immobilier	17 303	111 618	10 858	139 780
Liquidités	7 399	61 947	22 207	91 553
Prêts	3 097	59 398	3 602	66 097
Participations	862	60 942	561	62 365
Capital-inv.	3 716	24 891	5 173	33 780
Autres	4 105	27 147	2 245	33 498
Infrastructures	2 365	20 611	9 103	32 079
Convertibles	3 402	13 134	616	17 152
Gest. alternatives	894	2 865	177	3 936
<b>TOTAL</b>	<b>205 382</b>	<b>1 550 346</b>	<b>340 568</b>	<b>2 096 296</b>

Source : Enquête Af2i 2023

(En M€)	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2022
Obligations	2 844	130 337	1 237 659	1 370 840
Actions	1 351	36 431	207 436	245 217
Immobilier	524	23 265	115 990	139 780
Liquidités	1 324	14 215	76 013	91 553
Prêts	310	6 953	58 834	66 097
Participations	279	3 242	58 844	62 365
Capital-inv.	175	3 984	29 621	33 780
Autres	750	3 895	28 852	33 498
Infrastructures	94	3 099	28 885	32 079
Convertibles	146	2 658	14 348	17 152
Gest. alternatives	209	1 270	2 457	3 936
<b>TOTAL</b>	<b>8 006</b>	<b>229 349</b>	<b>1 858 941</b>	<b>2 096 296</b>

Source : Enquête Af2i 2023



## III. Principales classes d'actifs

### ► ACTIONS

Si l'année 2021 a été caractérisée par une poursuite de la reprise impressionnante des marchés actions après les perturbations liées à la pandémie de COVID-19, 2022 a marqué la fin de cette tendance haussière. En effet, en 2022, de nouvelles tensions importantes sont apparues sur l'ensemble des marchés avec la guerre en Ukraine, la crise de l'énergie, le ralentissement de la croissance, la montée de l'inflation et surtout la fin de la politique monétaire ultra accommodante généralisée et donc la hausse des taux directeurs, une première depuis longtemps (2011).

Après le déclenchement de la guerre en Ukraine, les pays occidentaux ont décidé de réduire leur dépendance au pétrole et au gaz russes, ce qui a entraîné une flambée des prix des hydrocarbures et plus généralement des coûts de l'énergie et dopé l'inflation déjà présente dans un contexte de réouverture des économies post COVID-19. La France a été touchée de manière moins forte que la plupart des autres pays d'Europe, grâce notamment à la mise en place de mesures exceptionnelles pour la protection du pouvoir d'achat des citoyens. Le taux d'inflation a toutefois atteint le niveau historique de 6,7% en fin d'année 2022.

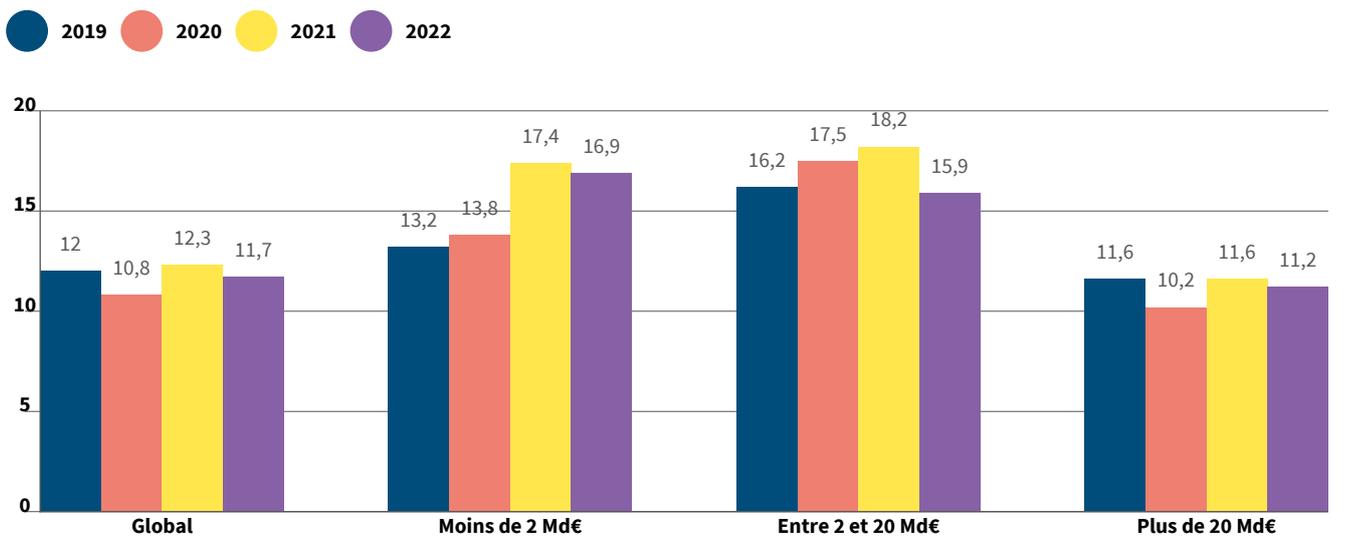
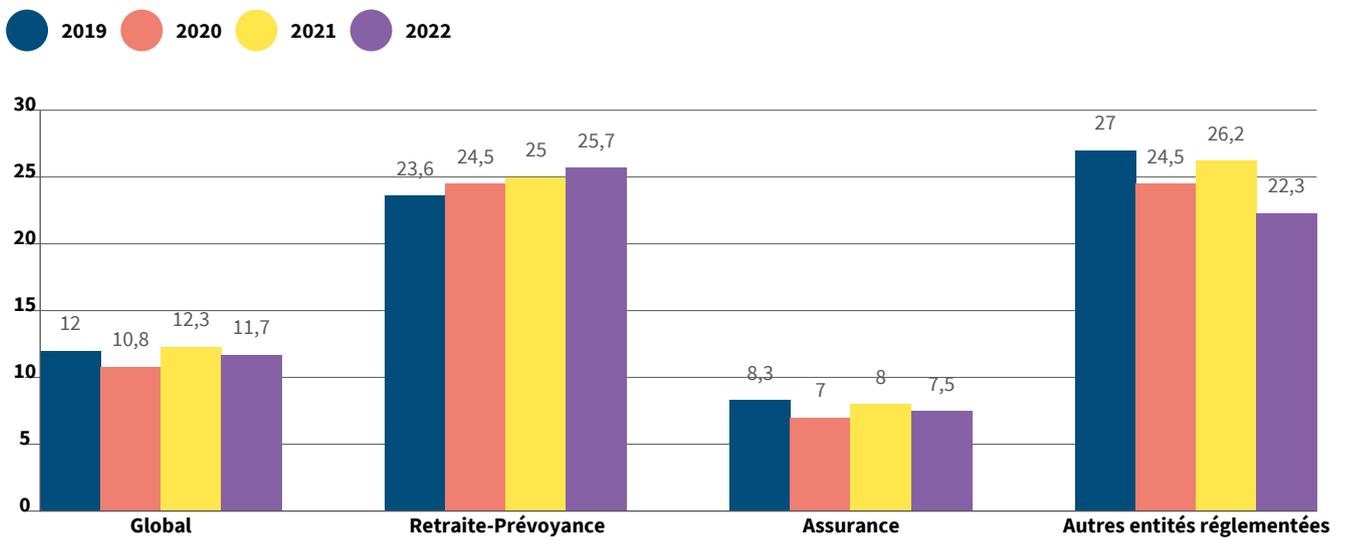
Dans ce contexte, l'ensemble des marchés d'actions mondiaux ont affiché des baisses significatives, surtout durant la première partie de l'année. Le niveau de l'indice MSCI ACWI (All Country World Index) a baissé de 18% en 2022, marquant la fin de trois années de hausse (19% en 2021, 16,8% en 2020 et 27,3% en 2019). La baisse a été particulièrement marquée aux États-Unis, notamment à cause de la chute des valeurs technologiques. Sur l'année, l'indice S&P 500 a perdu 19,4% et le Nasdaq-100 33%.

L'Europe et notamment la France ont toutefois mieux résisté que les États-Unis, grâce à une reprise en seconde partie d'année. En effet l'indice Euro Stoxx a terminé l'année en baisse de 14,4%, le Dax en baisse de 15,2% et le CAC 40 a perdu seulement 9,5% sur l'ensemble de l'année.

En Asie, le niveau de l'indice Nikkei 225 au Japon a baissé de 9,4% sur l'année 2022 et celui de l'indice Shanghai SE 50 en Chine a baissé de 19,5%.

Il convient toutefois de noter que, si aucun des marchés actions n'a été épargné par la baisse en 2022, la plupart ont continué à suivre en 2023 la tendance haussière amorcée en fin 2022. En effet, sur les 5 premiers mois de 2023, l'indice S&P 500 a gagné 8,9%, l'indice Euro Stoxx 8,6% et l'indice Nikkei 225 8,6% également. Seuls les marchés chinois ont continué de baisser, l'indice Shanghai SE 50 reculant encore de 5,4%.

**ÉVOLUTION DE LA PART D' ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)**



Source: Enquête Af2i 2023

Malgré le contexte de faible performance des marchés actions en 2022 et malgré les fortes incertitudes liées au conflit en Ukraine ainsi qu'à la montée des taux et de l'inflation, les compagnies d'assurance, caisses de retraite, mutuelles et acteurs de la sphère publique, qui représentent un vivier d'investisseurs de long terme en France et jouent un rôle clef dans le financement de l'économie réelle, ont continué en actions. Au total, ce sont près de 300 Md€ qui sont investis par les investisseurs institutionnels français en actions d'entreprises cotées et non cotées.

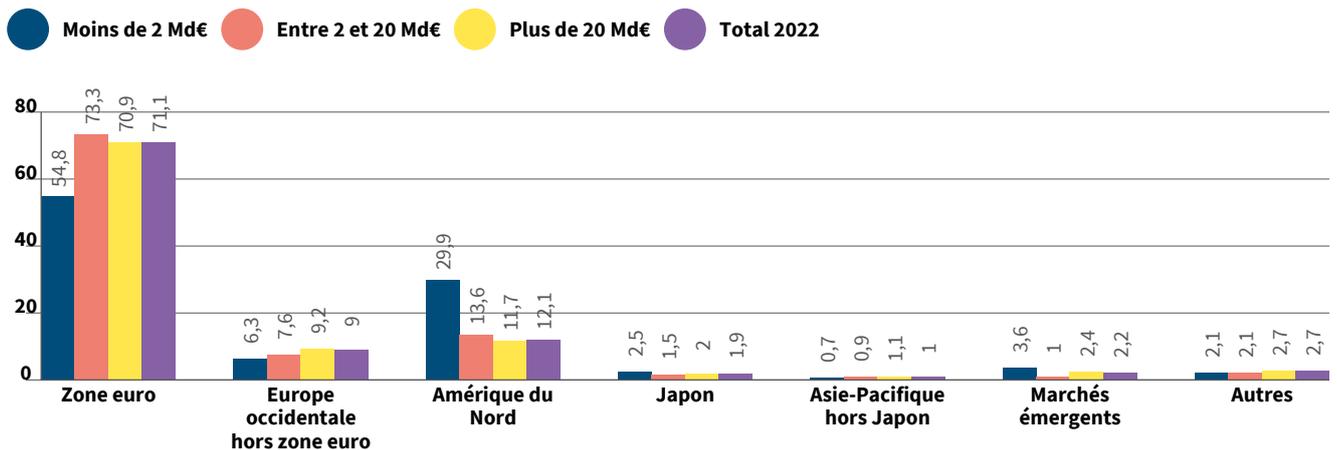
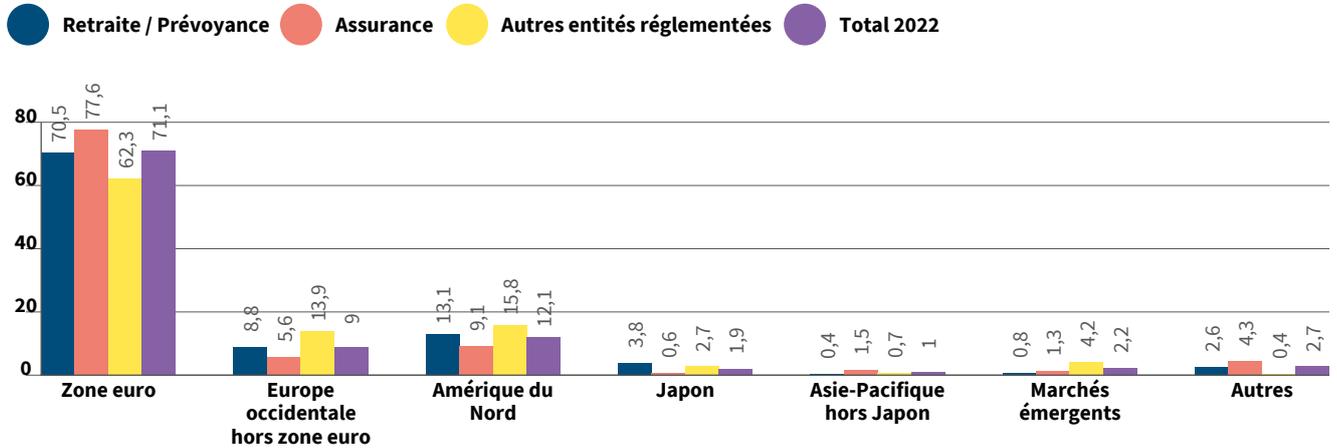
Cependant, sous l'effet de valorisations négatives, la part des actions dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels français a baissé de 0,6 point de pourcentage en 2022.

Chez les assureurs français, les données de comptabilité nationale font apparaître un désinvestissement des actions cotées en 2022. En effet, les flux nets de placements sont négatifs: -3,5 Md€ en 2022 contre +1,3 Md€ en 2021. Cependant, en ce qui concerne les actions non cotées, l'année 2022 a été caractérisée par une poursuite de la hausse des flux nets de placements amorcée depuis 3 ans, venant compenser la baisse observée sur les actions cotées. Ces derniers ont atteint 19 Md€ en 2022 contre 9,6 Md€ en 2021. Au total, nous observons ainsi une hausse des flux nets de placement en actions cotées et non cotées atteignant 40,1%. Nous rappelons toutefois que les données de comptabilité nationale sur les actions non cotées restent à interpréter avec prudence, étant donné les méthodes de valorisation utilisées sur ces classes d'actifs financiers.

La poursuite de ces investissements en actions cotées et non cotées s'est effectuée malgré le poids toujours très fort des contraintes réglementaires et comptables, en particulier pour les assureurs, chez qui la part des actions (7,5% des actifs gérés) reste nettement inférieure à ce qui est observé pour les caisses de retraite et les autres entités réglementées. Chez plusieurs membres de l'Af2i, autres que les assureurs, la part d'actions dans le portefeuille d'investissements dépasse les 40%. On ne peut qu'ainsi illustrer une nouvelle fois l'impact négatif de Solvabilité II, maintes fois invoqués, sur les possibilités d'investissement en actions des entités qui y sont astreintes.

## Répartition par zone géographique

### RÉPARTITION DES ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

### RÉPARTITION DES ACTIONS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

Zone géographique	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Zone euro	8,3%	174 446	71,1%
Europe occidentale hors zone euro	1,0%	21 985	9,0%
Amérique du Nord	1,4%	29 650	12,1%
Japon	0,2%	4 722	1,9%
Asie-Pacifique hors Japon	0,1%	2 549	1,0%
Marchés émergents	0,3%	5 363	2,2%
Autres	0,3%	6 503	2,7%
<b>TOTAL</b>	<b>11,7%</b>	<b>245 217</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

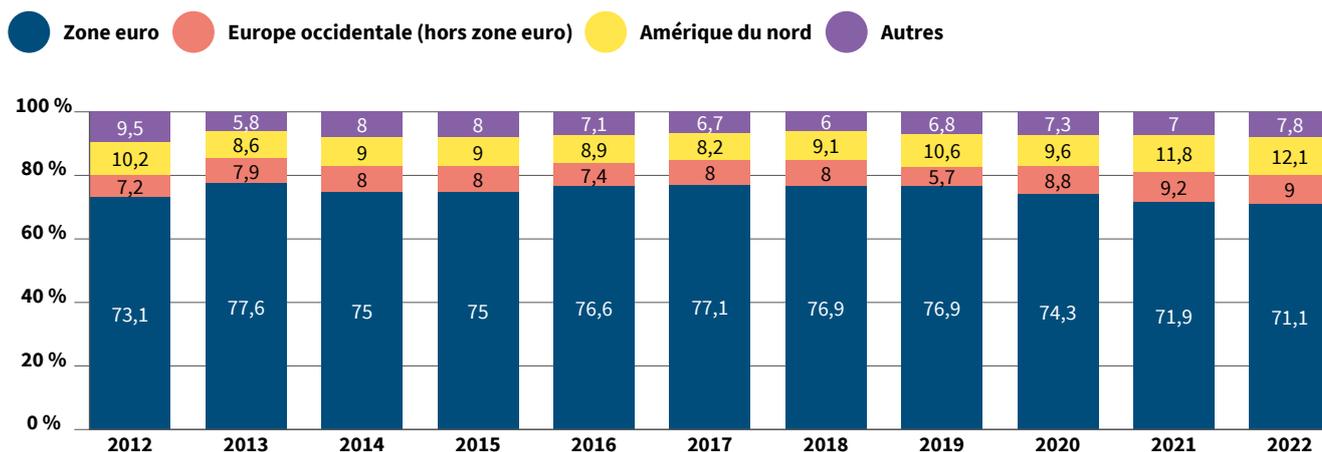
Les actions de la Zone euro restent largement majoritaires (71,1%), mais cette part a baissé pour la troisième année consécutive, passant de 76,9% en 2019 à 71,1% en 2022. La forte proportion d'actions européennes s'explique de façon générale pour des considérations de congruence entre les actifs détenus et les engagements des institutionnels et, en partie par les freins réglementaires des groupes de retraite, pour qui les possibilités de diversification internationale sont très contraintes.

La prépondérance des actions de la Zone euro peut également s'expliquer par les difficultés pour mettre en place des couvertures de change dans certains contextes.

On note cependant, pour la deuxième année consécutive, une remontée de la part des actions d'Amérique du Nord dans le portefeuille d'actions des investisseurs institutionnels, et ce malgré la sous-performance des actions américaines (en particulier dans le secteur des nouvelles technologies) en 2022. Il convient toutefois de noter que cette augmentation est très certainement en grande partie expliquée par l'effet devise, étant donné que le dollar s'est apprécié de 7,4% face à l'euro en 2021 et de 6,2% en 2022.

Nous n'observons pas de corrélation évidente entre la répartition géographique des actions et la taille des portefeuilles des investisseurs. Il y a même une similitude dans les choix d'allocation géographique, quelle que soit la taille des portefeuilles et dans une moindre mesure, quelle que soit la typologie des investisseurs.

### ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)

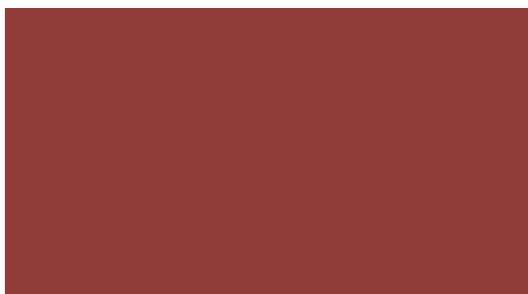


Source : Enquête Af2i 2023

Au cours des dix dernières années, la répartition géographique des actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels a relativement peu évolué.

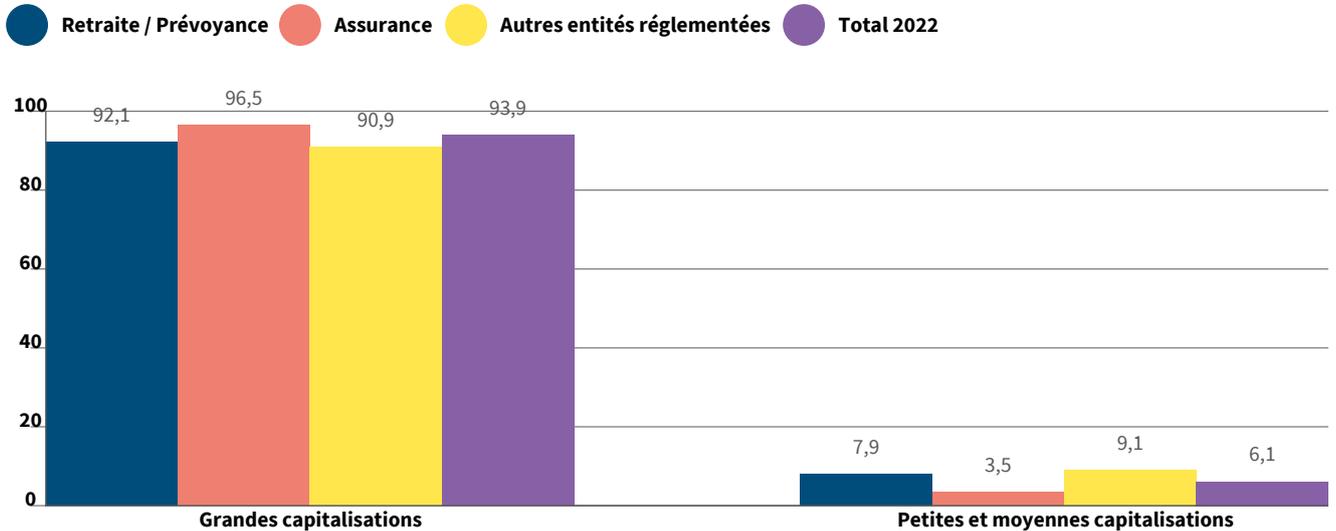
Les actions européennes (Zone euro et hors Zone euro) continuent de représenter 80% du portefeuille d'actions des investisseurs.

Parmi ces actions européennes, la part d'actions d'Europe occidentale, hors Zone euro, a diminué notablement en 2019, sans doute à cause des incertitudes sur les modalités de sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne, pour finalement remonter à partir de 2020 à un niveau supérieur à ce qui était observé avant le Brexit.



## Répartition par taille de capitalisation

### RÉPARTITION DES ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TAILLE DE CAPITALISATION SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

En 2022, les grandes capitalisations boursières ont mieux résisté au choc que les petites et moyennes capitalisations. En effet, l'indice CAC Mid & Small a baissé de 13,9% sur l'année, contre 9,5% pour le CAC 40. Par ailleurs, la reprise durant les cinq premiers mois de 2023 a également été beaucoup moins marquée sur le CAC Mid & Small (1,4%) que sur le CAC 40 (9,7%).

Dans ce contexte, il reste difficile d'attirer les investissements des institutionnels français dans les entreprises de plus petite taille. Il convient toutefois de noter que dans les autres entités réglementées, la part de petites et moyennes capitalisations en portefeuille reste légèrement supérieure à celle des compagnies d'assurance et des institutions de retraite/prévoyance.

## GESTION DE L'EXPOSITION EN DEVICES ET UTILISATION DE PRODUITS STRUCTURÉS ACTIONS

Comme les années précédentes, il était demandé aux investisseurs institutionnels s'ils étaient sensibles au risque de change et s'ils avaient une politique active de gestion de l'exposition en devises

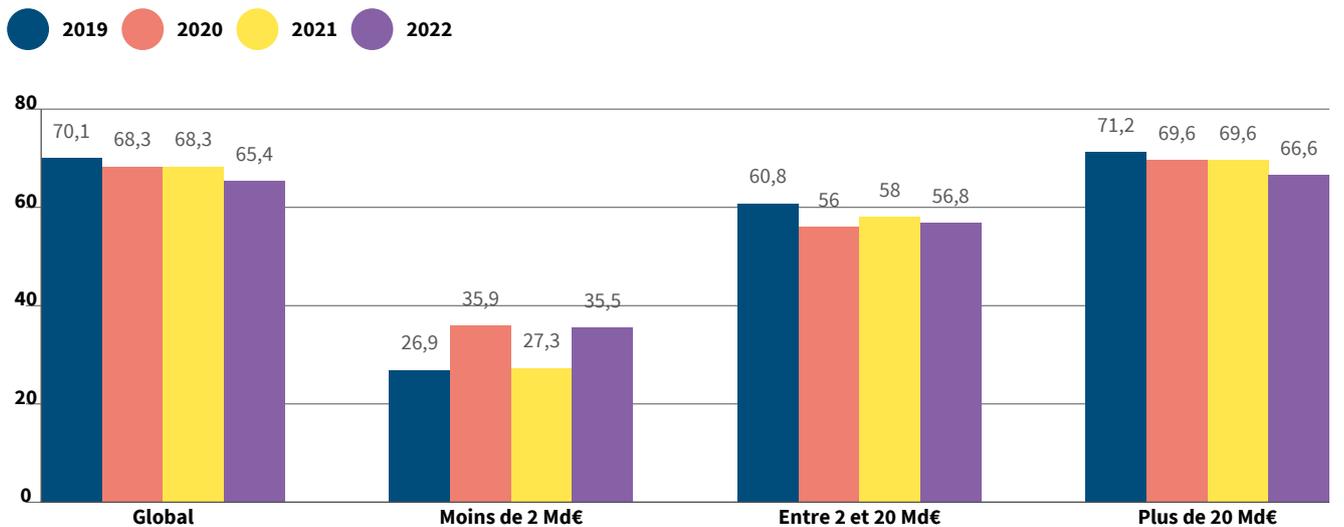
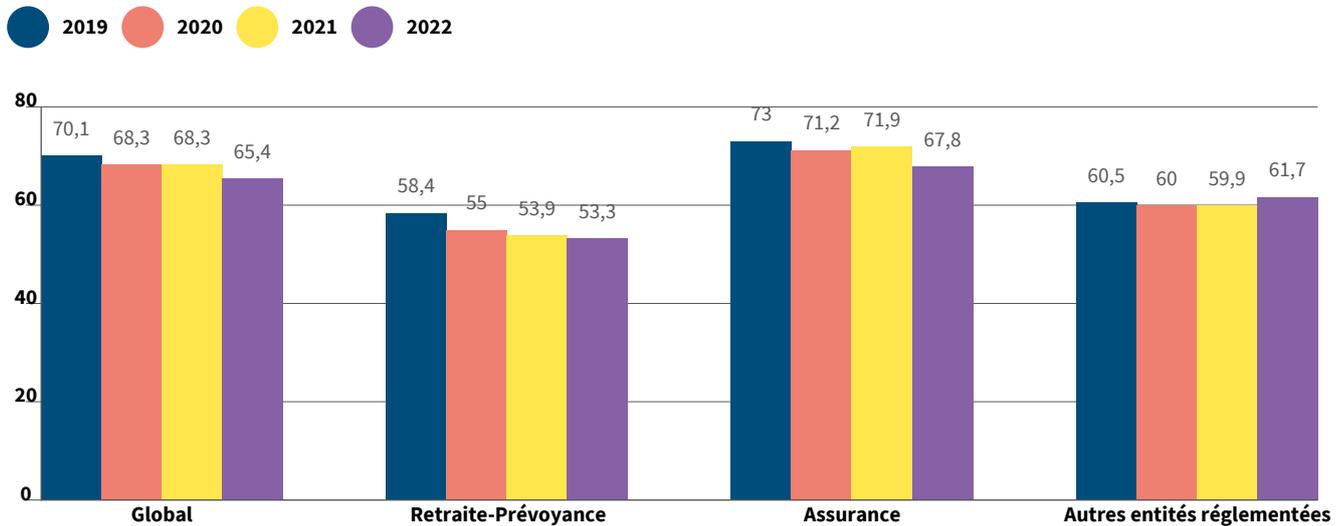
On note une prise en compte croissante par les investisseurs institutionnels français du risque de change. En effet, ils étaient 23,4% cette année à déclarer qu'ils étaient sensibles au risque de change, contre 19,6% l'année dernière.

Par ailleurs, près d'un tiers des répondants (31,3%) déclarent avoir une politique active de gestion de l'exposition en devises.

Les investisseurs étaient également interrogés sur leur utilisation de produits structurés. Cette année, 14,6% des répondants ont déclaré utiliser des produits structurés, contre 18% en 2021. En 2023 le retour à des rendements positifs devrait permettre des montages de produits plus attractifs.

## ► OBLIGATIONS

### ÉVOLUTION DE LA PART D'OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



Source : Enquête Af2i 2023

L'année 2022 a été une très mauvaise année pour les marchés obligataires. Après plus d'une décennie de taux bas, voire négatifs, les principales Banques Centrales ont dû remonter rapidement leur taux directeur face à des taux d'inflation sur des niveaux très élevés et surtout persistants. Les rendements obligataires sur l'ensemble de la courbe des taux ont alors augmenté nettement.

Sur l'année 2022, le principal taux directeur de la Réserve fédérale américaine (Fed) est ainsi passé de 0,25% à 4,50% et celui de la Banque Centrale Européenne (BCE) de -0,50% à 2,00%. L'€STR, indicateur du marché monétaire de la zone euro (qui a remplacé définitivement l'EONIA depuis le 3 janvier 2022), a quitté la zone négative dans laquelle il était ancré depuis 2014 pour finir l'année à 1,90% en rythme annualisé.

Cette remontée rapide des taux a eu un impact négatif très marqué sur la performance de la classe d'actifs obligataire. Ainsi, le marché des obligations souveraines de la zone euro a-t-il enregistré des performances extrêmement négatives (baisse de 18,5% sur l'année de l'indice FTSE Eurozone Government Bond IG). Le marché des obligations d'entreprises privées s'est montré un peu plus résilient, signant tout de même pour la catégorie Investment Grade (notation de bonne qualité) une performance en baisse de 14,2% pour l'indice IBoxx Euro Corporates Total Return. Enfin, le marché des obligations High Yield a mieux résisté (l'indice Bloomberg Euro High Yield a terminé l'année en baisse de 10,6%), porté par l'appétit pour le risque et la recherche de rendement par les investisseurs.

Cependant, si l'on considère que l'essentiel de la hausse des rendements à long terme a été acté, les perspectives pour 2023 devraient être plus favorables: le rendement étant devenu positif, les obligations pourront à nouveau être considérées comme une source de revenus stables pour les portefeuilles.

Dans ce contexte, l'effet valorisation ayant vraisemblablement dominé on peut observer, une accélération de la baisse (-2,9 points de pourcentage), amorcée depuis quelques années de la part d'obligations classiques dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels. En 2023, la reprise des achats obligataires signalés de façon unanime par les interlocuteurs devrait permettre de stopper cette baisse voir d'inverser le mouvement.

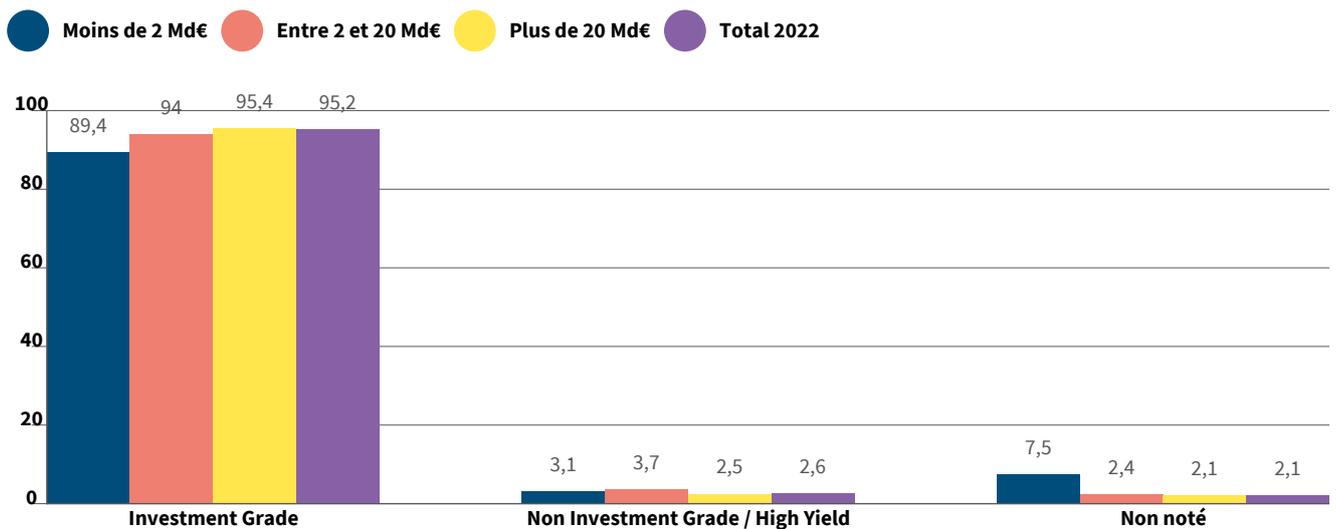
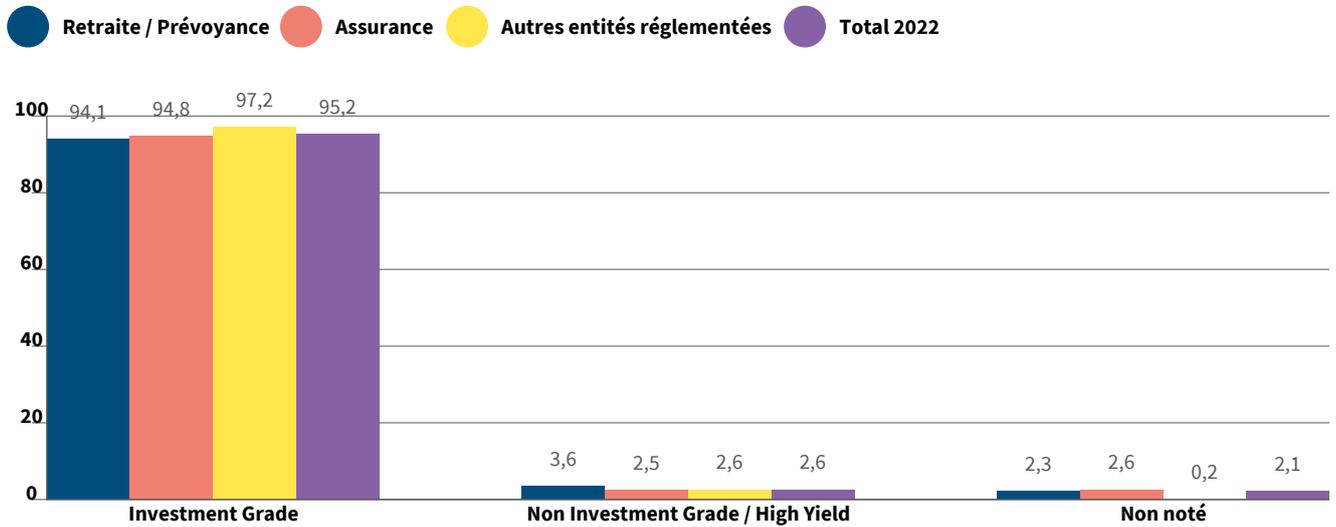
Néanmoins, les obligations restent la principale classe d'actifs pour l'ensemble des investisseurs institutionnels, quelle que soit leur famille, et représentent en moyenne 65,4% du montant total des actifs gérés. Ceci s'explique en partie par les enjeux réglementaires pour nombre d'investisseurs, le coût en fonds propres des autres classes d'actifs pour les entités soumises à Solvabilité II et surtout par les contraintes de gestion actif-passif pour tous les acteurs qui doivent servir un rendement à leurs sociétaires.

Chez les assureurs français, les données de comptabilité nationale font apparaître, pour la deuxième année consécutive, un flux net de placements en obligations détenues directement négatif: -23,8 Md€, contre - 18 Md€ l'année passée.

Les investisseurs institutionnels, dont les portefeuilles sont inférieurs à 2 Md€, continuent d'avoir une part d'obligations plus faible dans leur portefeuille (35,5%), mais l'écart avec les investisseurs de taille plus importante s'est réduit par rapport à l'année passée. Ceci s'explique par une augmentation en 2022 du montant des obligations en portefeuille et ce contrairement aux investisseurs dont les actifs gérés dépassent 20 Md€.

## Répartition par classe de notation

### RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR NOTATION SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

### RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR CLASSE DE NOTATION

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Investment Grade	62,3%	1 305 444	95,2%
Non Investment Grade/High Yield	1,7%	35 995	2,6%
Non noté	1,4%	29 400	2,1%
<b>TOTAL</b>	<b>65,4%</b>	<b>1 370 840</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

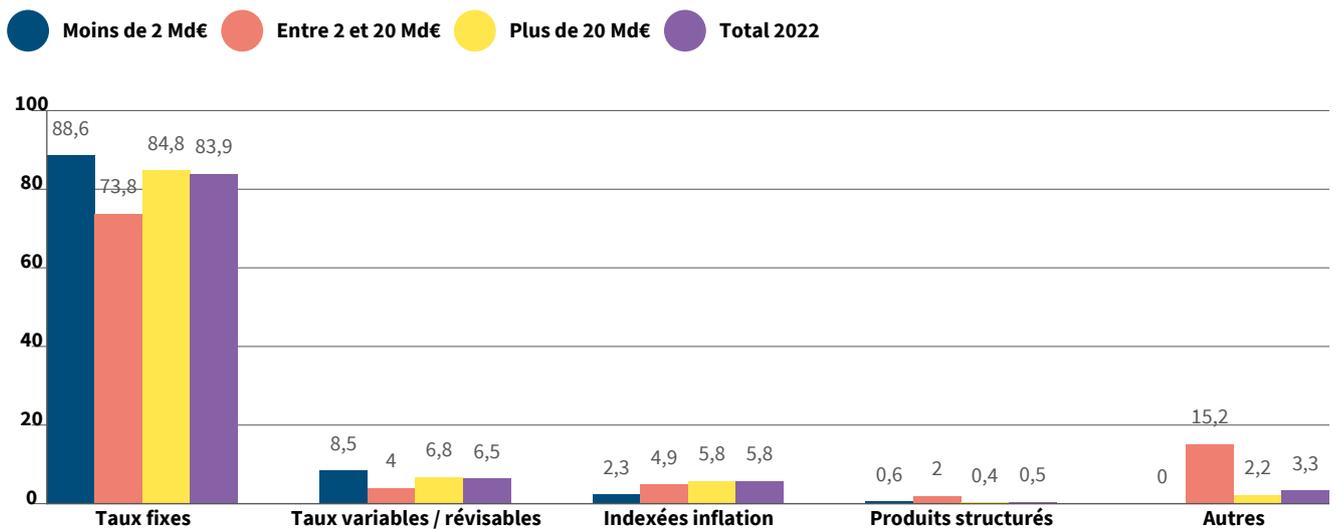
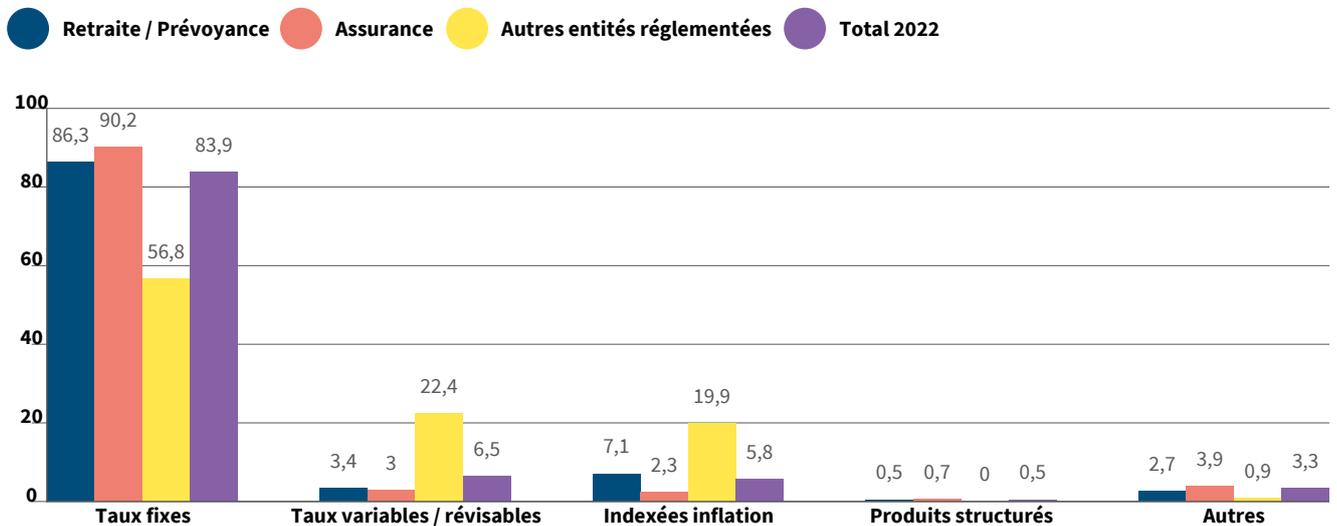
La classification des obligations retenue pour l'enquête segmente les obligations entre les trois univers d'investissement: «Investment Grade», «High Yield» et «Non noté».

On observe très peu de modifications, année après année, de la répartition des obligations détenues par les investisseurs institutionnels en portefeuille selon la notation. Les portefeuilles sont investis à plus de 95% en obligations Investment Grade. Comme l'année passée, les obligations High Yield et non notées restent à des niveaux inférieurs à 3% chacun.

Comme cela a été rappelé précédemment, le compartiment High Yield a mieux résisté en 2022 que le compartiment Investment Grade. Pendant que l'indice FTSE Eurozone Government Bond IG Index terminait l'année en baisse de 18,5% sur l'année, l'indice Bloomberg Euro High Yield n'a baissé que de 10,6%.

## Répartition par type de taux

## RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE DE TAUX SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

## RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE DE TAUX

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Taux fixes	54,9%	1 150 111	83,9%
Taux variables	4,3%	89 493	6,5%
Indexées Inflation	3,8%	78 895	5,8%
Produits structurés	0,3%	7 242	0,5%
Autres	2,2%	45 100	3,3%
<b>TOTAL</b>	<b>65,4%</b>	<b>1 370 840</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

La structure globale des portefeuilles obligataires des répondants de l'enquête varie relativement peu d'une année sur l'autre et reste fondée en moyenne à 84% sur les obligations à taux fixe.

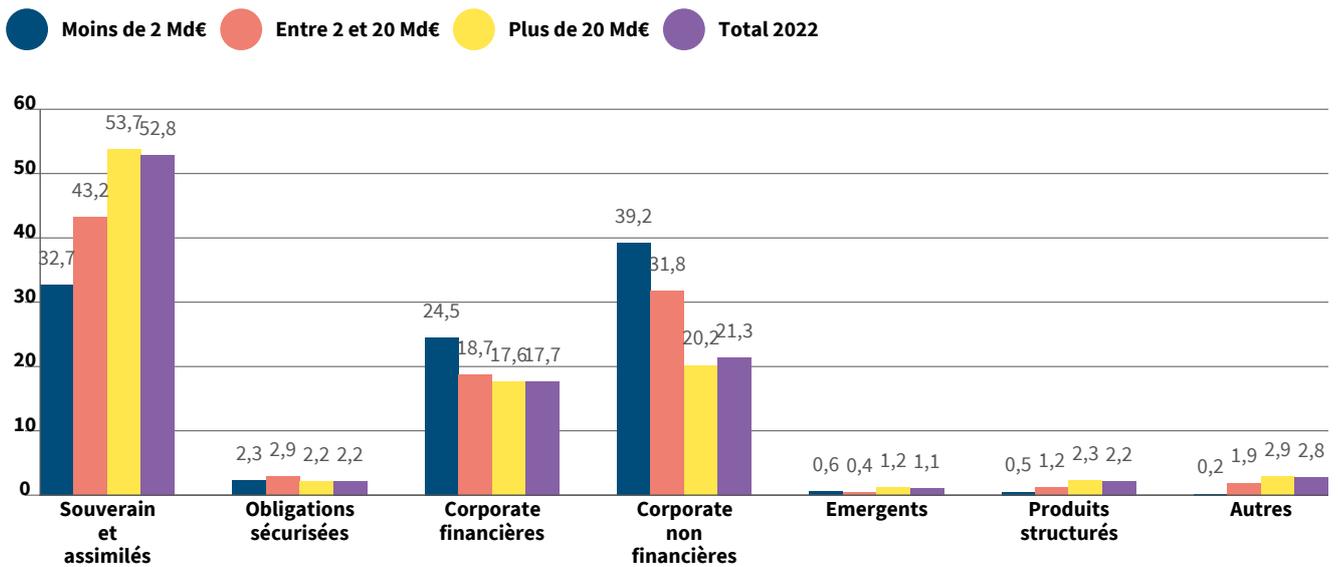
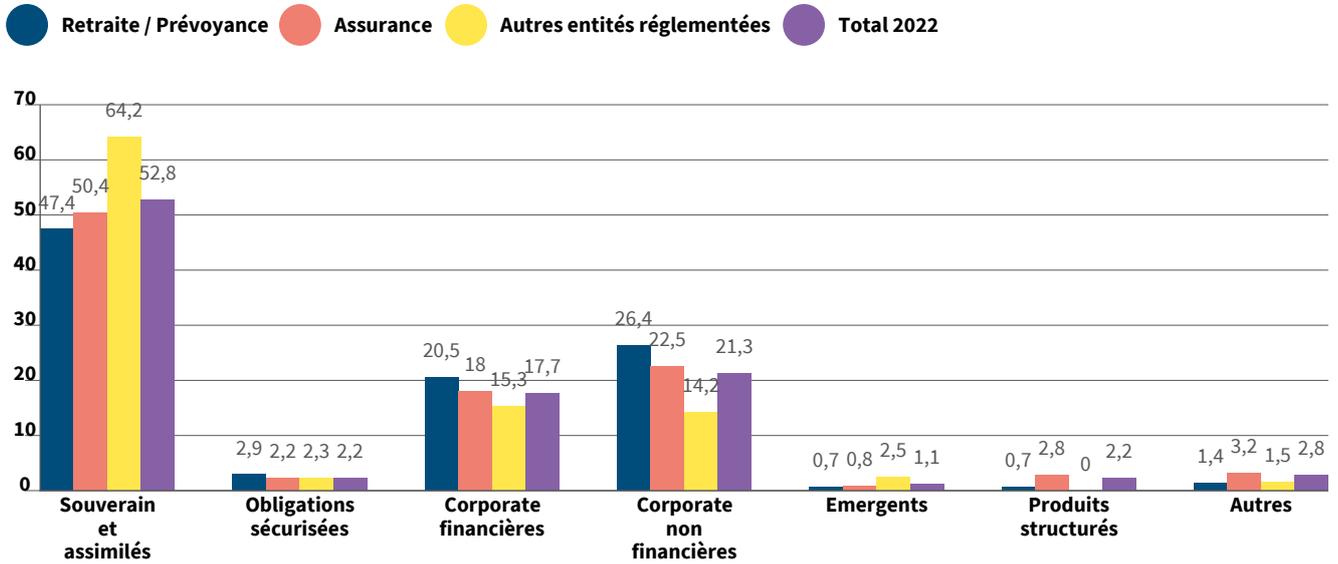
Toutefois, avec la remontée de l'inflation et des taux, on observe une hausse accélérée de la part des obligations indexées sur l'inflation dans la classe d'actifs obligataires (1,7 point de pourcentage en 2022 après 0,6 point de pourcentage en 2021).

Les taux variables et indexés sur l'inflation sont particulièrement recherchés des autres entités réglementées. En effet, avec la reprise de l'inflation, ces outils s'avèrent utiles comme instruments de couverture pour les structures amenées à verser des rentes indexées sur l'inflation.

Les portefeuilles inférieurs à 2 Md€ restent ceux qui détiennent en proportion la part la plus forte d'obligations à taux variable et qui, en revanche, sont peu investis en obligations indexées sur l'inflation, trop longues en maturité au regard de leurs passifs.

## Répartition par type de risque

### RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE DE RISQUE ET SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

### RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE DE RISQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
<i>Souverain et assimilés</i>	34,5%	723 369	52,8%
<i>Obligations sécurisées</i>	1,5%	30 732	2,2%
<i>Corporate financières</i>	11,6%	242 174	17,7%
<i>Corporate non financières</i>	13,9%	291 338	21,3%
<i>Émergents</i>	0,7%	15 111	1,1%
<i>Produits structurés</i>	1,4%	29 618	2,2%
<i>Autres</i>	1,8%	38 498	2,8%
<b>TOTAL</b>	<b>65,4%</b>	<b>1 370 840</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Suite à la remontée des taux, nous observons, pour la seconde année consécutive, une baisse de la part des obligations souveraines et assimilées dans la classe d'actifs obligataires des investisseurs institutionnels français. En effet, cette dernière a baissé de 1 point de pourcentage en 2022, passant de 53,8% à 52,8%, après une baisse de 1,1 point de pourcentage l'année passée. Toutefois, cette baisse reste relativement modérée au regard de l'ampleur du choc sur les marchés obligataires et les titres d'État continuent de représenter plus de la moitié des portefeuilles obligataires institutionnels français.

Dans l'univers «corporate», la part d'émetteurs «corporate» non financiers reste supérieure à celle des émetteurs financiers, malgré une remontée de celle-ci en 2022. C'est une tendance de fond, depuis 2008, qui s'est accélérée ces dernières années. Le gisement d'émetteurs «corporate» non financiers a considérablement augmenté, les entreprises profitant des taux bas sur les marchés pour désintermédier une partie de leur dette. Les investisseurs ont vu l'opportunité de diversifier les signatures en portefeuille, et de fait, de réduire leur exposition crédit globale.

Une part des obligations émises par des établissements financiers sont des titres subordonnés, qui offrent un différentiel de rendement par rapport aux dettes seniors et proposent des maturités relativement longues. Toutefois, ce compartiment dans les années à venir connaîtra certainement une évolution compte tenu des décisions lors du traitement de la défaillance du Crédit Suisse par les autorités helvétiques.

La dette émergente peine à se développer dans les portefeuilles. Les investissements se font princi-

palement via des fonds, dans la mesure où l'accès en lignes directes est complexe d'un point de vue opérationnel. Le différentiel de change est un frein supplémentaire, qui peut venir grever la performance du rendement obligataire, que l'on soit en devise locale ou en équivalent en euros.

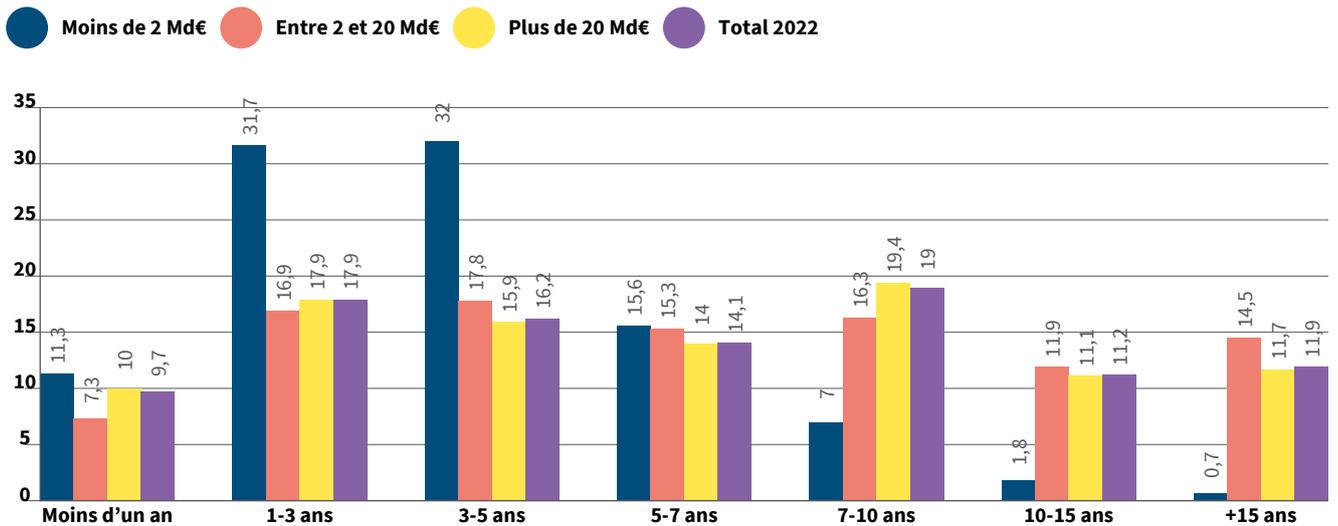
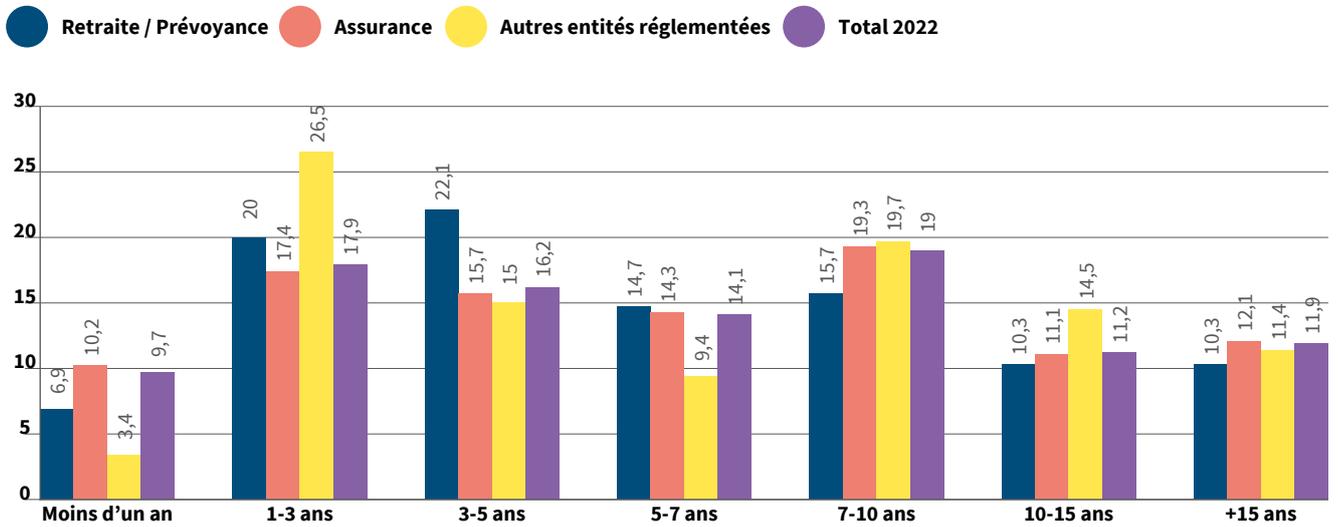
Plus les portefeuilles sont de taille significative, plus l'enjeu de liquidité des titres est important. Il n'est donc pas anormal de trouver une proportion supérieure à 50% de titres souverains chez les institutionnels gérant plus de 20 Md€ d'actifs.

Les portefeuilles de moins de 2 Md€ détiennent près de 40% d'émetteurs privés non financiers, soit 6,5 points de pourcentage de plus que la part de titres souverains. C'est une prise de risque supplémentaire: les institutionnels concernés n'ayant le plus souvent pas d'équipes d'analystes crédit, cette gestion est déléguée, via des mandats ou des fonds, à des sociétés de gestion ayant la capacité de mesurer et de contrôler le risque crédit des émetteurs.

N'oublions pas, en outre, que la norme IFRS 9, applicable depuis 2018, est très impactante en matière de risque crédit, puisqu'elle impose un provisionnement dès l'achat pour les titres obligataires, ou à l'octroi pour les prêts, du montant probable de perte en cas de défaut pour les transactions traitées en coût amorti. Les investisseurs soumis aux règles comptables IAS-IFRS ont donc été particulièrement sélectifs dans leur choix d'émetteurs, dans un contexte où l'activité économique sera très différenciée selon les secteurs d'activité et les zones géographiques, et où on s'attend à des défaillances d'entreprises, dès que les aides des États et des banques centrales seront levées.

## Répartition par maturité

### RÉPARTITION DES OBLIGATIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR MATURITÉ SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

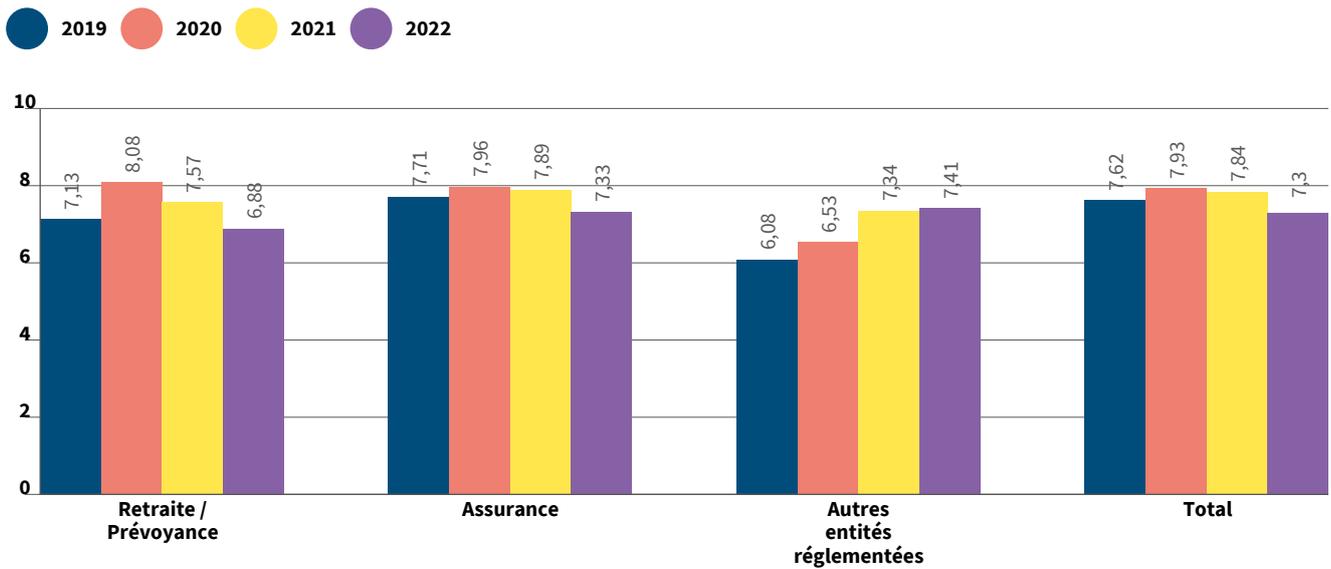
<b>RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR MATURITÉ</b>			
	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
<i>Moins d'un an</i>	6,3%	133 089	9,7%
<i>1-3 ans</i>	11,7%	244 893	17,9%
<i>3-5 ans</i>	10,6%	221 459	16,2%
<i>5-7 ans</i>	9,2%	193 681	14,1%
<i>7-10 ans</i>	12,4%	260 837	19,0%
<i>10-15 ans</i>	7,3%	153 327	11,2%
<i>+15 ans</i>	7,8%	163 554	11,9%
<b>TOTAL</b>	<b>65,4%</b>	<b>1 370 840</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Après trois années de hausses consécutives, on constate, cette année, une baisse de plus de 3 points de pourcentage du poids des maturités supérieures à 15 ans dans les portefeuilles obligataires des institutionnels français. Il était temps! Ces investissements faits à rebours du bon sens s'expliquaient par la recherche (désespérée?) de rendements positifs. Pour les assureurs, ce choix était encore renforcé par la contrainte de Solvabilité II qui pénalise les écarts de durée entre actifs et engagements. À 11,9%, cette dernière retrouve son niveau de 2019, contre 15,1% l'année passée.

Les plus petits investisseurs institutionnels (portefeuilles de moins de 2 Md€) continuent de concentrer une part beaucoup plus importante de leurs encours obligataires sur des maturités courtes. En effet, ils détiennent les trois quarts des encours sur des maturités inférieures à 5 ans, contre 43,8% pour la moyenne des investisseurs institutionnels. Ceci s'explique moins par un refus de prise de risque que par la réalité de leur modèle de gestion et l'adéquation entre durée des actifs et des passifs. On retrouve dans cette tranche de portefeuilles beaucoup d'acteurs de l'assurance santé, dont les passifs sont inférieurs à deux ans.

## ÉVOLUTION DE LA MATURITÉ MOYENNE DES PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES



Source: Enquête Af2i 2023

Pour la seconde année consécutive, on observe en 2022 une baisse de la maturité moyenne des portefeuilles pour les institutions de retraite/prévoyance, ainsi que pour les compagnies d'assurance, qui s'explique évidemment sur le peu d'attrait des rendements sur la période. Les investisseurs, en tendance ont laissé leur portefeuille se rembourser en ne réinvestissant que de façon limitée.

Par construction, les portefeuilles de retraite/prévoyance sont exposés à des maturités inférieures à cinq ans. C'est cette partie des actifs qui assure la liquidité en cas de choc. Ainsi, ces entités restent celles dont le portefeuille obligataire a la maturité moyenne la plus basse.

Concernant les autres entités réglementées, la maturité moyenne des portefeuilles obligataires a légèrement augmenté cette année, contrairement à ce que nous avons pu observer chez les autres investisseurs institutionnels. Toutefois, il convient de garder à l'esprit que le chiffre moyen cache de très grandes disparités, entre des institutionnels aux maturités très courtes, de type fondations ou fonds de dotation et d'autres avec des maturités moyennes très longues, dans une logique d'investissement proche de celle des fonds de pension européens.

## ► OBLIGATIONS CONVERTIBLES

VALEUR DU PORTEFEUILLE D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES (EN M€)				
Selon la famille d'institutionnels				
	Retraite/Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2022
Montant en M€	3 402	13 134	616	<b>17 152</b>
Selon la taille des portefeuilles				
	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2022
Montant en M€	146	2 658	14 348	<b>17 152</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Pour la deuxième année consécutive, on observe une baisse minime de la part des obligations convertibles dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français. Cette dernière est passée de 0,9% en 2021 à 0,8% en 2022 et a concerné aussi bien les institutions de retraite/prévoyance que les compagnies d'assurance. Pour les autres entités réglementées, la part reste très faible (seulement 0,2%).

Les assureurs continuent de détenir plus des trois quarts des encours. Les portefeuilles de plus de 20 Md€ portent plus de 80% des encours, ces portefeuilles étant majoritairement ceux des assureurs.

L'intérêt pour les obligations convertibles vient principalement d'un niveau de convexité attractif, couplé à des qualités de crédit solides. Ainsi, les convertibles offrent la sécurité d'un plancher actuariel, une grande dispersion de performances, souvent due à une asymétrie de la valorisation de l'option de conversion. Dans de nombreux cas, on surestime ce qui pourrait impacter l'émetteur à deux ans, mais on sous-estime le potentiel de changement structurel à dix ans, qui valorisera l'option de conversion.

## ► PRÊTS ET FONDS DE DETTE

VALEUR DES PRÊTS EN PORTEFEUILLE (EN M€)				
Selon la famille d'institutionnels				
	Retraite/Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2022
Montant en M€	3 097	59 398	3 602	<b>66 097</b>
Selon la taille des portefeuilles				
	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2022
Montant en M€	310	6 953	58 834	<b>66 097</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Si la part dans le portefeuille global des investisseurs institutionnels français reste relativement faible (3,2%), près des trois quarts des répondants à l'Enquête Af2i (70,4%) indiquent qu'ils investissent ou ont investi dans des prêts ou fonds de dette. La principale motivation affichée est la recherche de rendement, face aux rendements très faibles ou négatifs proposés sur les dettes cotées.

Près de 90% des encours sont détenus par les assureurs. Les statistiques de l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), qui compile les données des rapports sur la solvabilité et la situation financière des compagnies d'assurance et fonds de pension profession-

nels en Europe, font apparaître une hausse continue de l'encours de prêts dans le portefeuille des compagnies d'assurance françaises depuis 5 ans. Le taux de croissance annuel a atteint 22,5% en 2022 (contre 8,4% en 2021), son plus haut niveau sur les 5 dernières années. Cependant, comme nous le montrons plus loin dans le rapport (partie 8), la part des prêts dans le portefeuille des compagnies d'assurance reste deux fois plus importante en Allemagne, cinq fois plus importante en Belgique et dix fois plus importante aux Pays-Bas, en comparaison avec la France. Il convient de noter toutefois une baisse importante des encours dans ces trois pays en 2022, contrairement à ce que nous avons pu observer en France.

RÉPARTITION DES PRÊTS ET FONDS DE DETTE DÉTENUS EN FONCTION DE LA NATURE DES SOUS-JACENTS ET DU MODE DE DÉTENTION



Source : Enquête Af2i 2023

L'intérêt pour les fonds de dettes privées, annoncé dans les projets d'investissement depuis quelques années, se concrétise.

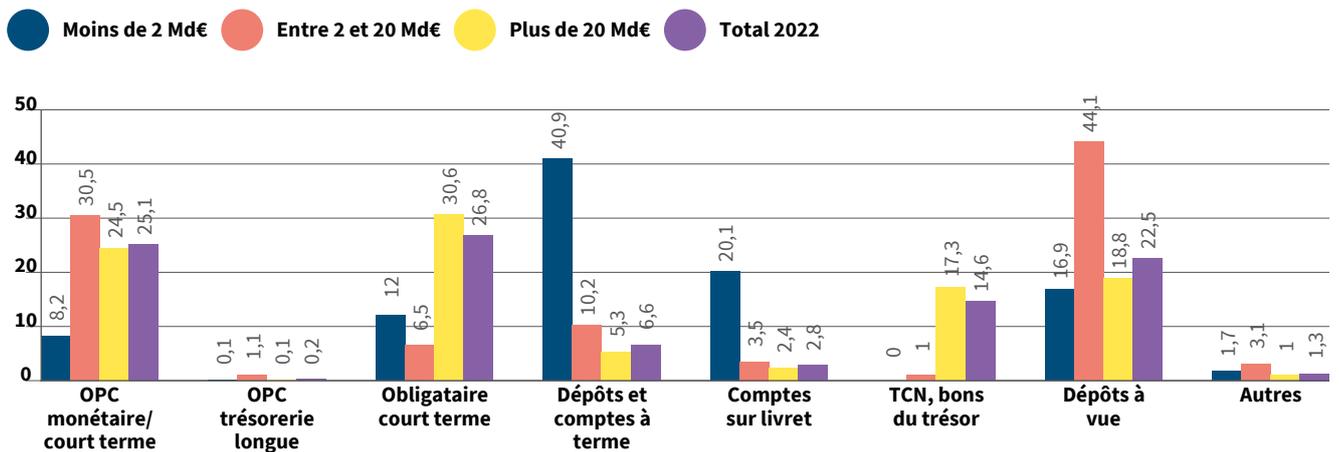
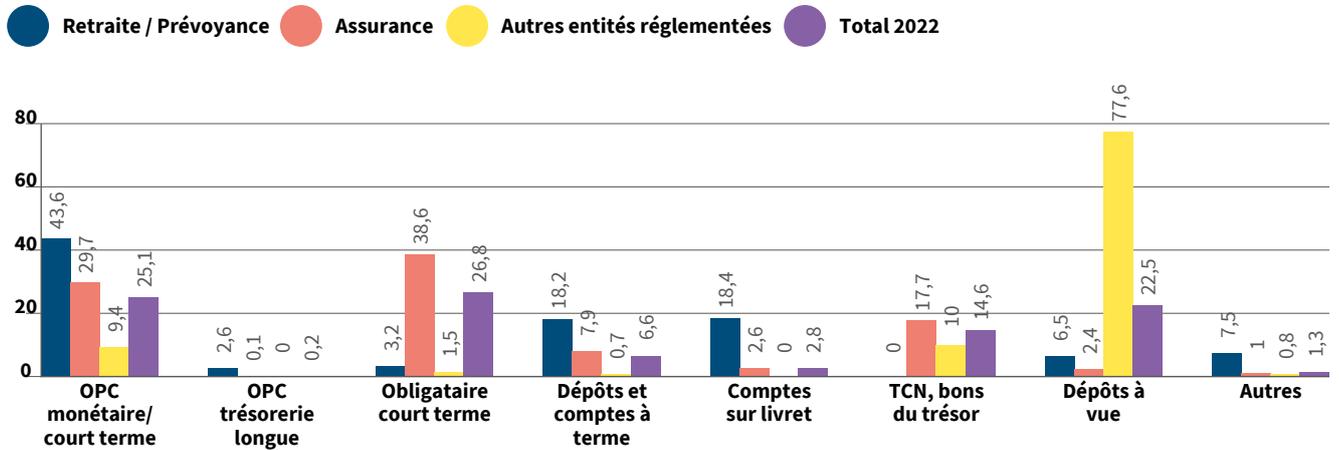
À 68%, il s'agit de prêts aux entreprises (contre 69% en 2021, 65% en 2020 et 56% en 2019).

Le marché, qu'il s'agisse de prêts aux entreprises, de dette d'infrastructure ou de dette immobilière, reste très technique. Le suivi des investissements nécessite à la fois une analyse crédit et financière des sociétés bénéficiaires de prêts, ou une compréhension technique du projet d'infrastructure, mais également une connaissance juridique d'interprétation des covenants. Autre contrainte lourde pour un investisseur institutionnel, la documentation associée à un fonds de dette privée est importante et dense. Enfin, le marché secondaire reste étroit, du fait de la jeunesse de la classe d'actifs, qui a moins de dix ans.

Pour toutes ces raisons et afin de maîtriser leurs risques, les institutionnels privilégient dans leur grande majorité (90%) l'investissement via des fonds gérés par des équipes spécialisées.

## LIQUIDITÉS

### RÉPARTITION DES ACTIFS LIQUIDES DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

### RÉPARTITION DES ACTIFS DÉTENUS EN LIQUIDITÉ

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
OPC monétaire/court terme	1,1%	23 004	25,1%
OPC Trésorerie longue	0,01%	217	0,2%
Obligataire court terme	1,2%	24 520	26,8%
Dépôts et comptes à terme	0,3%	6 018	6,6%
Comptes sur livret	0,12%	2 608	2,8%
TCN, bons du Trésor	0,6%	13 409	14,6%
Dépôts à vue	1,0%	20 564	22,5%
Autres	0,1%	1 214	1,3%
<b>TOTAL</b>	<b>4,4%</b>	<b>91 553</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Malgré de fortes incertitudes, ces dernières années, liées à la crise sanitaire, au conflit en Ukraine et à la montée de l'inflation et des taux, la part des liquidités dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français reste relativement stable d'une année sur l'autre. Elle représente moins de 5% du montant total des placements des investisseurs institutionnels français, mais reste un peu plus forte pour les autres investisseurs institutionnels (6,5% – cf. partie 2).

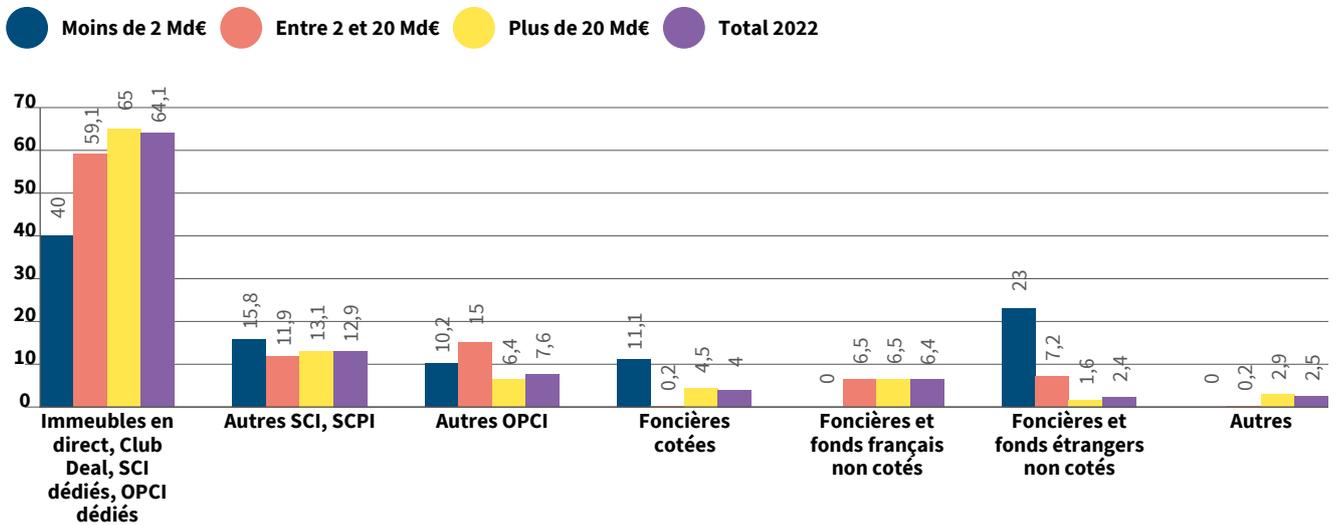
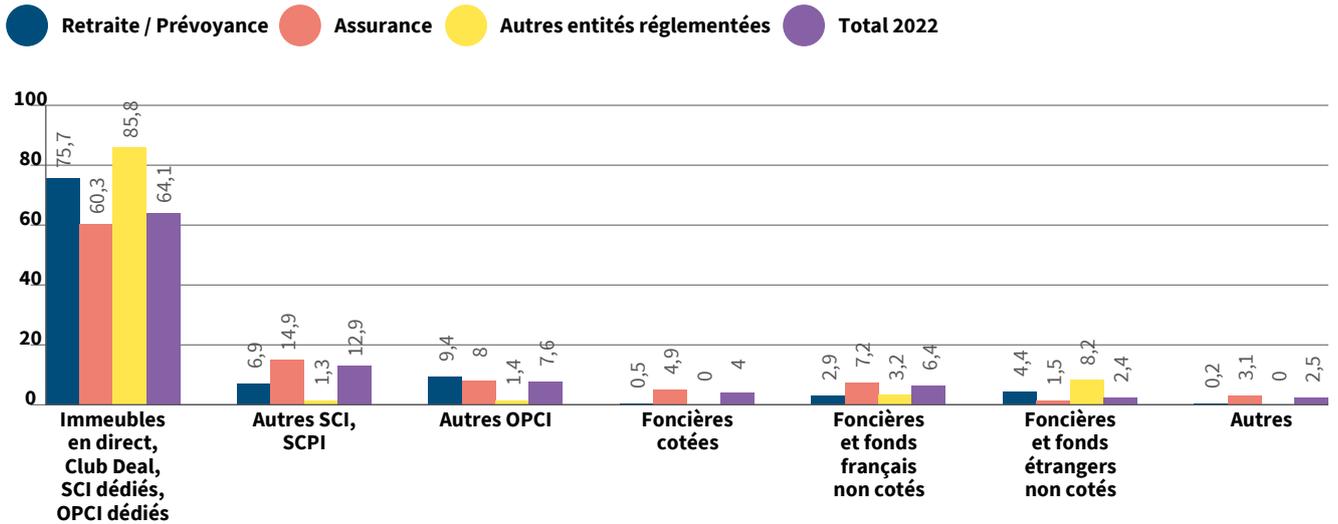
La proportion d'OPCVM monétaires dans les liquidités détenues continue de baisser (4,7 points de pourcentage cette année après 4,6 points de pourcentage l'année passée) et passe ainsi derrière les obligations de court terme qui représentent maintenant plus du quart des liquidités détenues par les investisseurs institutionnels français.

Seules les autres entités réglementées et les entités de plus petite taille gardent une part importante de leurs liquidités sous forme de dépôts à vue.

IMMOBILIER

Répartition par type

RÉPARTITION DES ACTIFS IMMOBILIERS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TYPE D'ACTIFS SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source: Enquête Af2i 2023

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR TYPE			
	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
<i>Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées, OPCI dédiés</i>	4,3%	89 649	64,1%
<i>Autres SCI, SCPI</i>	0,9%	18 068	12,9%
<i>Autres OPCI</i>	0,5%	10 588	7,6%
<i>Foncières cotées</i>	0,3%	5 567	4,0%
<i>Foncières et fonds français non cotés</i>	0,4%	9 003	6,4%
<i>Foncières et fonds étrangers non cotés</i>	0,2%	3 370	2,4%
<i>Autres</i>	0,2%	3 534	2,5%
<b>TOTAL</b>	<b>6,7%</b>	<b>139 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Dans un contexte de forte inflation, l'immobilier et les fonds d'infrastructure peuvent être utilisés pour protéger son portefeuille contre la montée des prix. Ainsi, la part de l'immobilier dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français a augmenté de 1 point de pourcentage en 2022 pour atteindre 6,7%. Cette montée a notamment eu lieu dans le cadre d'un marché encore relativement dynamique après les perturbations liées à la crise sanitaire et avant l'impact de la remontée des taux sur les niveaux de prix et les volumes de transactions que nous commençons à percevoir en 2023. 80% du montant total de ces investissements restent concentrés chez les assureurs.

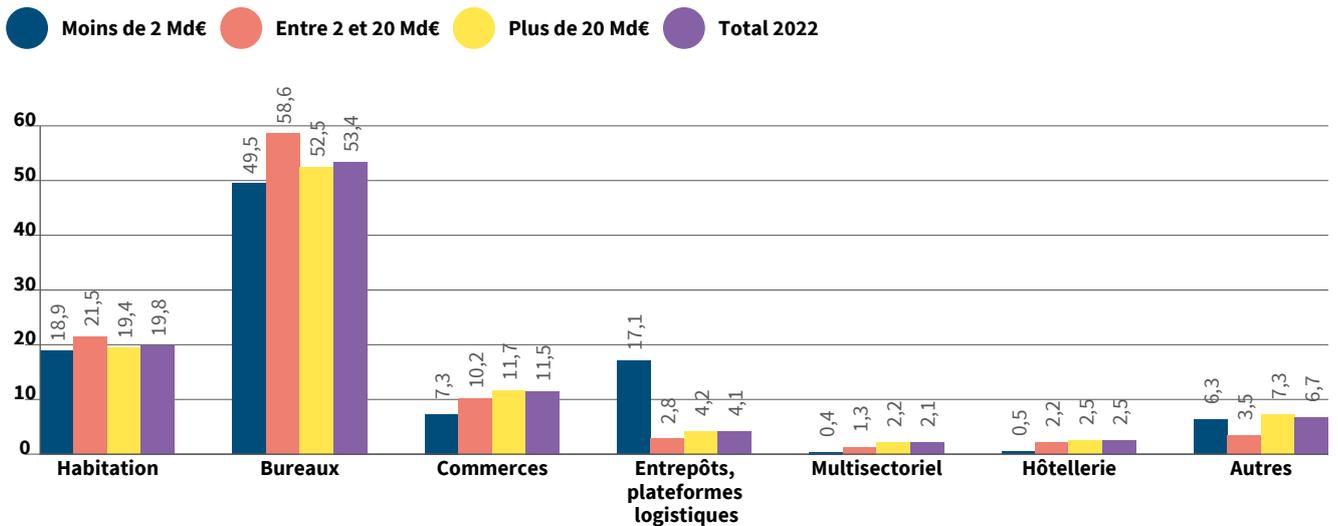
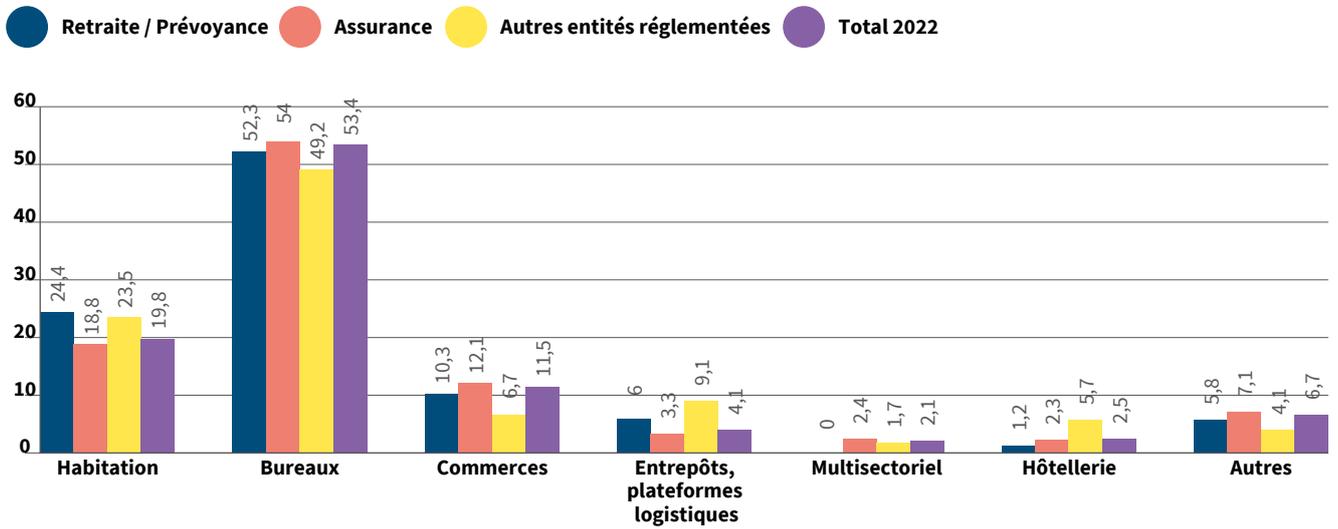
Quelle que soit la famille institutionnelle ou la taille de portefeuille, les actifs immobiliers restent très majoritairement détenus en direct ou sous forme de véhicules dédiés (64,1%). À noter, toutefois, une baisse de cette proportion avec la taille des portefeuilles gérés.

OPCI et fonds non cotés sont privilégiés par les plus petits investisseurs. Investir via des fonds ouverts leur permet de diversifier plus aisément leurs actifs immobiliers, de déléguer la gestion à des équipes structurées pour suivre les biens, de se positionner aux côtés d'autres institutionnels et de sélectionner plus facilement le segment sur lequel ils souhaitent se positionner: bureaux, mais aussi logements, commerces, plateformes logistiques. Les investissements peuvent également porter sur une région précise, ou être thématiques: santé, étudiants, seniors, etc.

Les fonds français non cotés ne sont plus automatiquement privilégiés par les institutionnels. De plus en plus d'investissements se font au travers d'autres véhicules de droit européen, qui tendent à devenir le standard.

## Répartition par segment

### RÉPARTITION DES ACTIFS IMMOBILIERS DANS LES PORTEFEUILLES PAR SEGMENT SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source: Enquête Af2i 2023

<b>RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR SEGMENT</b>			
	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
<i>Habitation</i>	1,3%	27 638	19,8%
<i>Bureaux</i>	3,6%	74 712	53,4%
<i>Commerces</i>	0,8%	16 028	11,5%
<i>Entrepôts, plateformes logistiques</i>	0,3%	5 688	4,1%
<i>Multisectoriel</i>	0,1%	2 905	2,1%
<i>Hôtellerie</i>	0,2%	3 454	2,5%
<i>Autres</i>	0,4%	9 356	6,7%
<b>TOTAL</b>	<b>6,7%</b>	<b>139 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

En valeur, la part de l'immobilier de bureaux dans le total des placements immobiliers des investisseurs institutionnels français continue de baisser en 2022, mais de manière moins marquée que l'année passée (-1,8 point de pourcentage en 2022 contre 4 points de pourcentage en 2021). Pour ce secteur également la baisse de la valorisation des actifs obligataires explique en grande partie ce ralentissement. Cependant, les bureaux continuent de représenter plus de la moitié de la valeur des placements immobiliers des investisseurs institutionnels français. Ce segment après des décennies de développement est actuellement affecté par plusieurs facteurs. Le premier est l'obsolescence de beaucoup d'actifs en relation avec les contraintes écologiques et en particulier de lutte contre le réchauffement climatique.

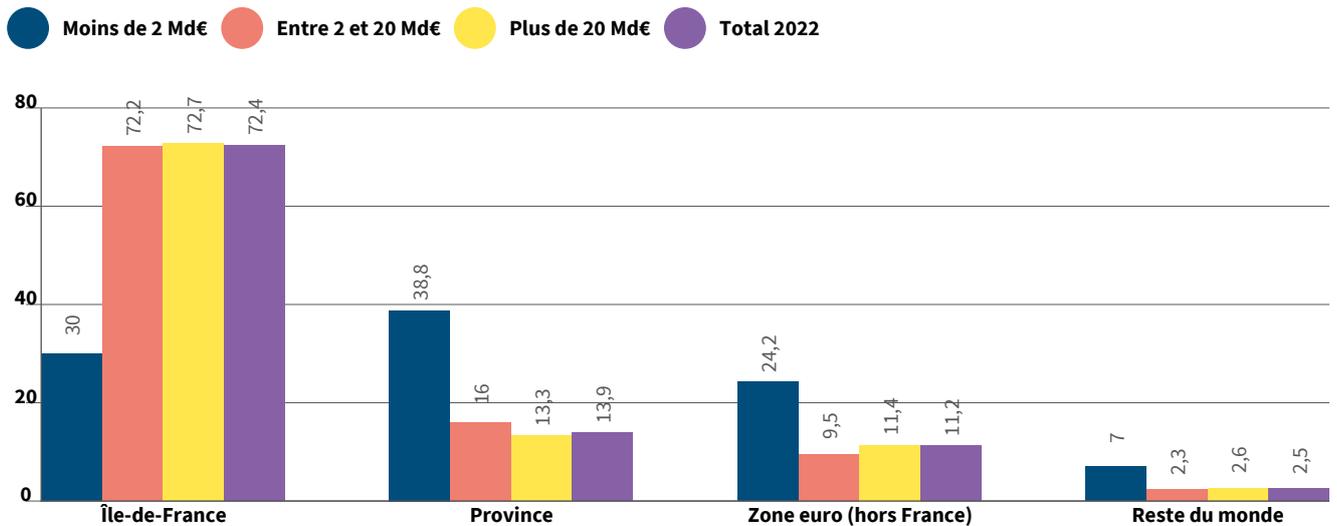
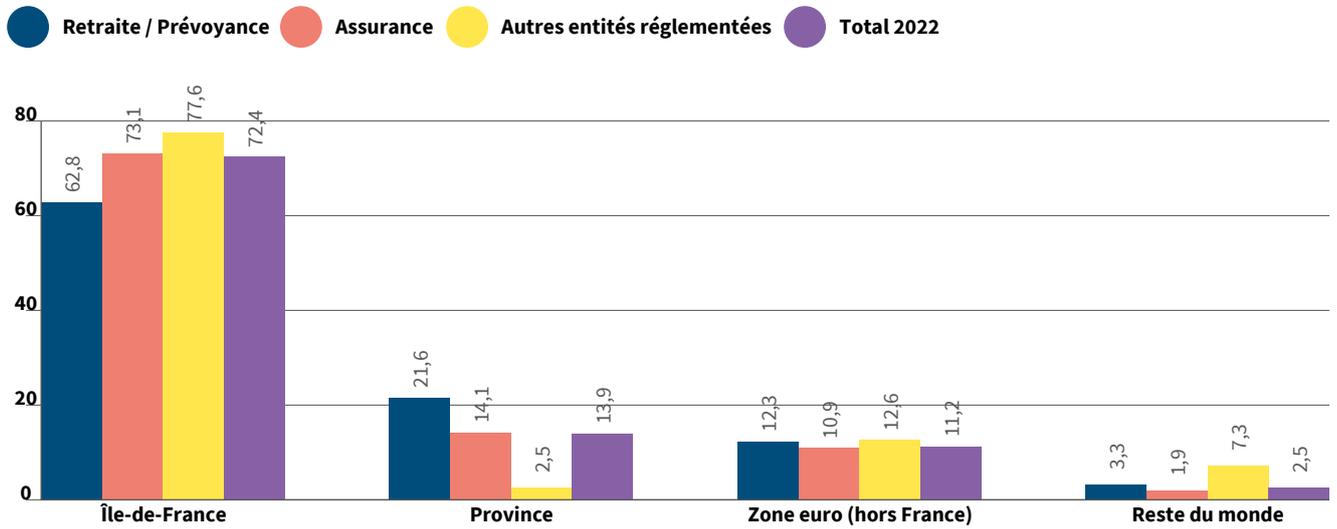
Le second est la remise en cause de l'organisation du travail dans le secteur tertiaire avec la concentration des espaces, notamment la généralisation du flex office, et les développements du télétravail qui s'est accéléré depuis la crise sanitaire.

En 2022, cette baisse a, en partie, profité à l'immobilier de logement, qui arrive en seconde position et dont la part a augmenté de près de 3 points de pourcentage, passant de 17,1% à 19,8%.

La part de l'immobilier d'hôtellerie avait diminué de manière significative en 2020 avec la crise sanitaire en passant de 3,2% à 1,8%. Elle remonte progressivement depuis pour atteindre 2,5% cette année, mais reste relativement faible.

## Répartition par zone géographique

## RÉPARTITION DES ACTIFS IMMOBILIERS DANS LES PORTEFEUILLES PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2023

## RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
<i>Île-de-France</i>	4,8%	101 222	72,4%
<i>Province</i>	0,9%	19 387	13,9%
<i>Zone euro (ex-France)</i>	0,7%	15 616	11,2%
<i>Reste du Monde</i>	0,2%	3 554	2,5%
<b>TOTAL</b>	<b>6,7%</b>	<b>139 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

Pour la deuxième année consécutive, nous pouvons observer une baisse du poids de l'Île-de-France dans le total des placements immobiliers des investisseurs institutionnels français. Après avoir baissé de 0,6 point de pourcentage l'année passée, le poids de l'Île-de-France a baissé de 2,1 points de pourcentage cette année, tout en restant largement dominant (72,4%).

Le mouvement de décentralisation anticipé au lendemain de la crise sanitaire, aussi bien pour l'immobilier de bureau que pour l'immobilier de logement, commence peut-être à avoir un impact sur

les investissements des investisseurs institutionnels dans l'immobilier de province. En effet, la part de ces derniers dans le montant total des investissements immobiliers a progressé de 2,1 points de pourcentage en 2022 pour atteindre 13,9%, un niveau supérieur à celui d'avant-crise (11,8%).

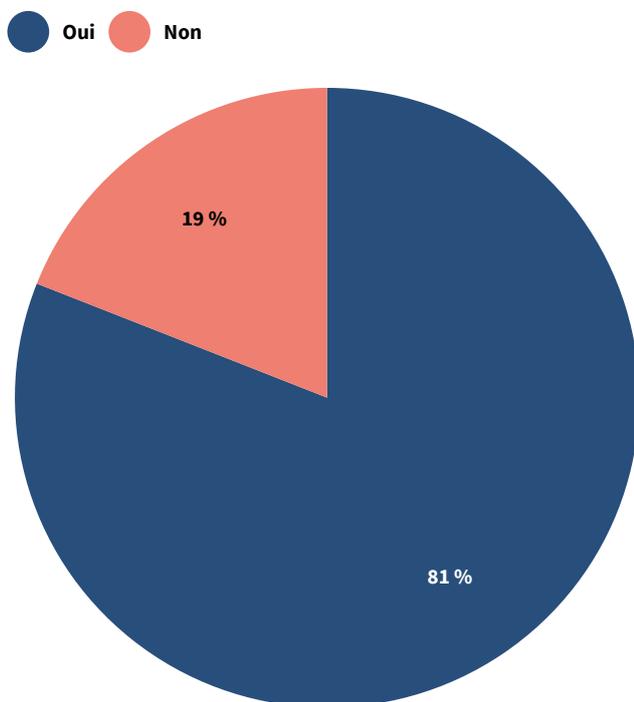
Les investissements dans la zone euro, hors de France, représentent 11,2% du total et visent majoritairement l'immobilier de bureau dans des villes clairement identifiées: Barcelone, Madrid, Milan, Munich, Berlin et Amsterdam.

## Immobilier : endettement et produits structurés

Depuis trois ans, environ quatre répondants sur cinq déclarent ne pas être favorables à l'introduction d'une part d'endettement dans leur immobilier. Rappelons que lorsqu'elle est mise en œuvre, celle-ci est souvent limitée au nécessaire levier de financement dans les OPCI que beaucoup veulent voir plafonné à 40%.

Il s'agit d'une augmentation non négligeable par rapport aux années précédentes. En effet, en 2018, la part des investisseurs faisant appel au crédit était à peu près équivalente à celle qui ne finance ses actifs immobiliers qu'avec des fonds propres sans faire appel à un endettement, ou probablement par réinvestissement de cessions.

### ÊTES-VOUS FAVORABLE À L'INTRODUCTION D'UNE PART D'ENDETTEMENT DANS VOTRE POCHE IMMOBILIER ?



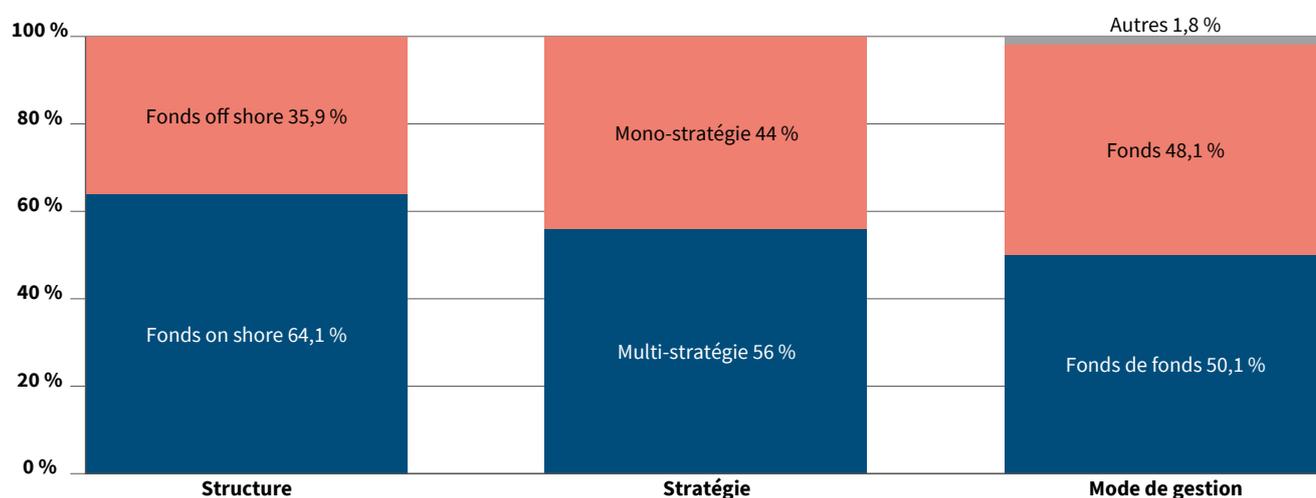
Source : Enquête Af2i 2023

## ► GESTIONS ALTERNATIVES

VALEUR DU PORTEFEUILLE DE PRODUITS DE GESTION ALTERNATIVE (EN M€)				
Selon la famille d'institutionnels				
	Retraite/Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2022
Montant en M€	894	2 865	177	3 936
Selon la taille de portefeuilles				
	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2022
Montant en M€	209	1 270	2 457	3 936

Source : Enquête Af2i 2023

### GESTION ALTERNATIVE PAR SUPPORT DE GESTION



Source : Enquête Af2i 2023

La part des gestions alternatives reste marginale dans les portefeuilles (0,2%) et est en baisse constante depuis plus de dix ans.

La part de fonds off-shore continue de baisser et représente 35,9%, les institutionnels privilégiant les fonds on-shore qui sont pour l'essentiel des structures FIA.

Les fonds multi-stratégies représentent un peu plus de la moitié des encours. Les institutionnels privilégient ceux qui ont défini un niveau maximum de draw-down.

Les encours de fonds de fonds sont désormais légèrement supérieurs aux encours de fonds. Les institutionnels les utilisent principalement pour conserver une poche de gestion alternative, avec un niveau de volatilité constant.

## ► CAPITAL-INVESTISSEMENT

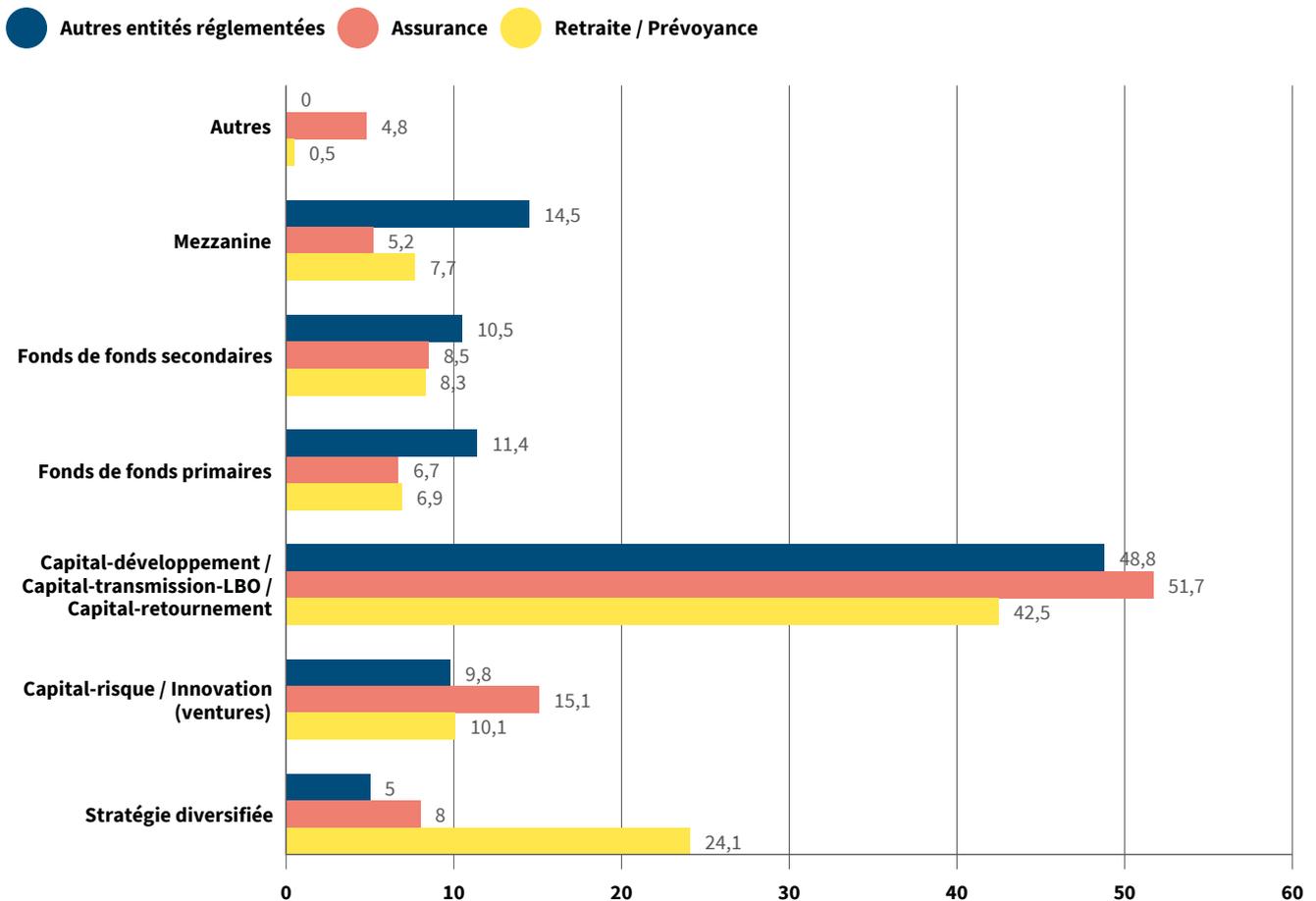
### VALEUR DU PORTEFEUILLE DE FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels				
	Retraite-prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2022
Montant en M€	3 716	24 891	5 173	<b>33 780</b>
Selon la taille de portefeuilles				
	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2022
Montant en M€	175	3 984	29 621	<b>33 780</b>

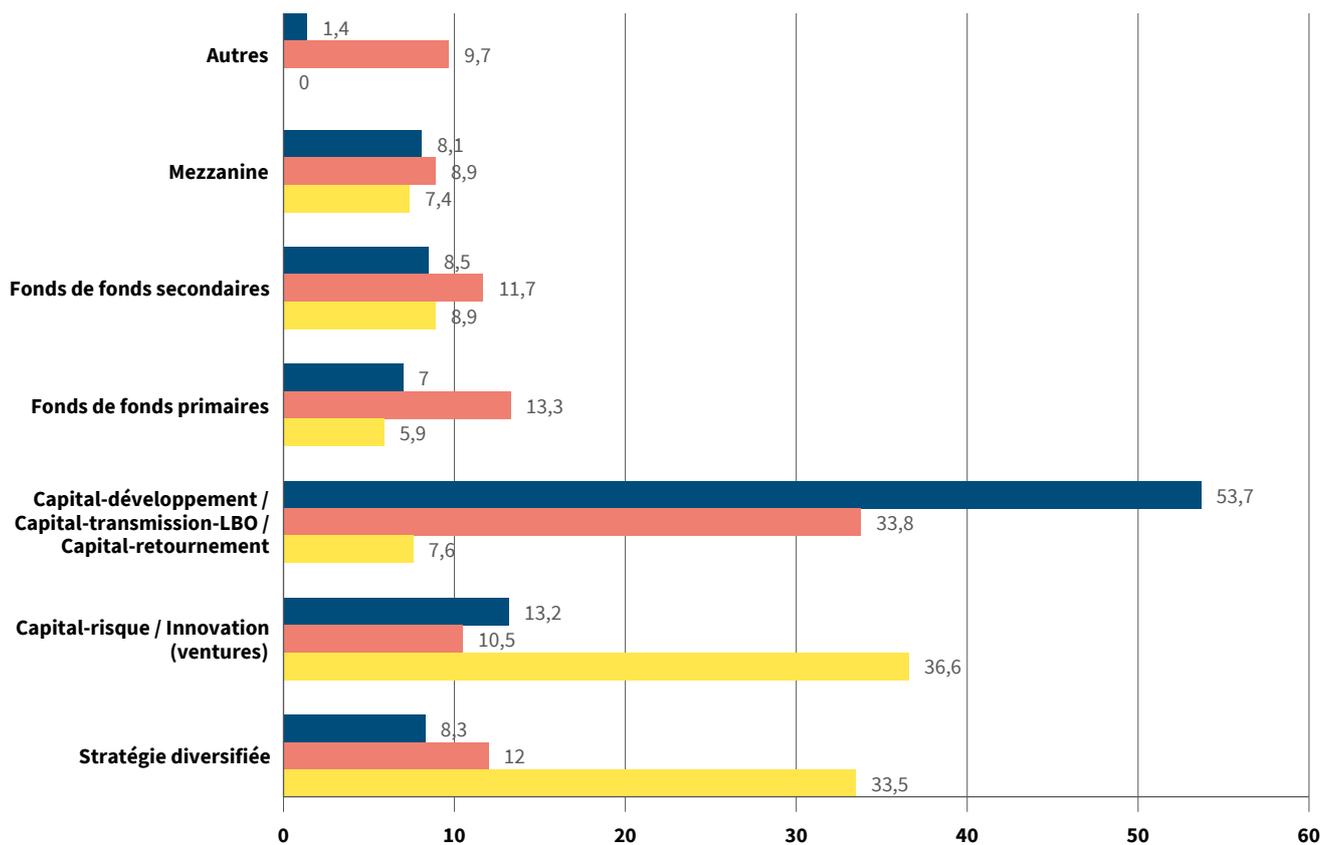
Source : Enquête Af2i 2023

### RÉPARTITION DES ACTIFS DE CAPITAL INVESTISSEMENT DANS LES PORTEFEUILLES PAR STRATÉGIE SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES

(PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



● Plus de 20 Md€ 
 ● Entre 2 et 20 Md€ 
 ● Moins de 2 Md€



Source: Enquête Af2i 2023

### CAPITAL-INVESTISSEMENT PAR STRATÉGIE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Stratégie diversifiée	0,15%	3 098	9,2%
Capital-risque/Innovation (ventures)	0,21%	4 358	12,9%
Capital-développement/ Capital-transmission-LBO/ Capital-retournement	0,80%	16 782	49,7%
Fonds de fonds primaires	0,13%	2 733	8,1%
Fonds de fonds secondaires	0,15%	3 056	9,0%
Mezzanine	0,13%	2 786	8,2%
Autres	0,05%	967	2,9%
<b>TOTAL</b>	<b>1,61%</b>	<b>33 780</b>	<b>100,0%</b>

Source: Enquête Af2i 2023

Les fonds de capital-investissement continuent de jouer pleinement leur rôle de soutien à l'économie française. Les investisseurs institutionnels, en tant qu'investisseurs de long terme, continuent de répondre présents sur l'investissement en capitaux propres pour accompagner et refinancer leurs participations et pour permettre à des entreprises familiales et à des start-up de financer leurs projets.

En 2022, les investissements des investisseurs institutionnels français dans le non coté via les outils de capital-investissement continuent de progresser. Ces derniers sont en hausse de 14,6% par rapport à 2021 et atteignent 34 Md€. Ce taux de croissance est en ligne avec les statistiques de l'EIOPA, qui font apparaître un taux de croissance de 16,6% des placements des assureurs français dans des fonds de capital-investissement en 2022. Pour mémoire, les trois quarts des placements des investisseurs institutionnels français sont concentrés chez les assureurs.

Le montant total des investissements effectués par des assureurs français dans des fonds de capital-investissement est deux fois supérieur à ce que l'on peut observer en Allemagne (15 Md€) et sept fois supérieur à ce que l'on voit en Italie (5 Md €).

# IV. Perspectives 2023

---

## ► ALLOCATION STRATÉGIQUE GLOBALE

### **Note méthodologique**

*Cette première question a été renseignée par 55 répondants (contre 46 l'année passée), ce qui représente un taux de réponse égal à 77% en nombre de répondants. Les actifs gérés par ces 55 répondants représentent environ la moitié du montant total des actifs gérés par l'ensemble des répondants de l'enquête.*

*Dans cette section, les tableaux « en moyenne des répondants » présentent la somme des parts en pourcentage de la classe d'actifs dans le portefeuille pour chaque catégorie (« baisse », « stable » ou « hausse »), divisée par la somme des parts en pourcentage de la classe d'actifs dans le portefeuille de l'ensemble des répondants à la question. La taille globale des portefeuilles n'est pas prise en compte.*

*Les tableaux « en proportion des actifs » tiennent compte de la taille globale des portefeuilles. Ils présentent la somme des montants gérés par classe d'actifs par l'ensemble des investisseurs de chaque catégorie (« baisse », « stable » ou « hausse »), divisée par la somme des montants gérés par classe d'actifs par l'ensemble des répondants à la question.*

*Pour les questions suivantes, étant donné la variabilité des taux de réponse d'une classe d'actifs à une autre, les comparaisons entre cette question générale et les questions plus précises portant sur une catégorie d'actifs doivent donc être menées avec précaution. Veuillez également vous reporter au préambule méthodologique.*

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)**

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
Actions	30%	57%	13%	Stable
Participations	3%	54%	43%	Stable
Obligations	9%	45%	46%	Hausse
Convertibles	31%	68%	1%	Stable
Prêts	12%	43%	45%	Hausse
Liquidités	38%	33%	29%	Baisse
Immobilier	16%	65%	19%	Stable
Infrastructures	0%	57%	43%	Stable
Gestions alternatives	20%	78%	2%	Stable
Capital-inv.	7%	39%	54%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2023

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)**

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
Actions	14%	73%	13%	Stable
Participations	1%	68%	31%	Stable
Obligations	15%	57%	27%	Stable
Convertibles	20%	79%	1%	Stable
Prêts	2%	71%	26%	Stable
Liquidités	41%	41%	18%	Stable
Immobilier	9%	68%	23%	Stable
Infrastructures	0%	83%	17%	Stable
Gestions alternatives	27%	71%	2%	Stable
Capital-inv.	3%	63%	35%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

Dans un contexte particulier sur les marchés financiers, avec le conflit en Ukraine, la remontée de l'inflation et des taux et un climat social très tendu, les perspectives d'évolution de la composition des placements des investisseurs institutionnels évoluent un peu plus que l'année passée. En effet, sur trois classes d'actifs (obligations, prêts et capital investissement), on peut observer cette année des perspectives d'évolution orientées légèrement à la hausse en moyenne des répondants.

Toutefois, en tenant compte de la taille des actifs gérés, c'est-à-dire sur le deuxième tableau ci-dessus en proportion des actifs gérés, nous continuons d'observer une forte stabilité toutes les classes d'actifs financiers.

Concernant le capital-investissement, qui est la classe d'actifs sur laquelle la perspective d'évolution à la hausse est la plus marquée, il convient de noter que sa part dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français n'a cessé d'augmenter ces dernières années et a plus que doublé en 6 ans, passant de 0,8% en 2017 à 1,6% en 2022. Toutefois, dans les réponses, généralement les répondants incluent les versements au titre des engagements des années précédentes (idem immobilier, infrastructures). Pour les nouvelles levées de fonds en 2023, les contacts de marché font état d'un fort ralentissement depuis le dernier trimestre 2022. Ce que confirment les réponses aux sondages trimestriels faits par l'Af2i sur les perspectives d'investissement.

## ► ALLOCATION STRATÉGIQUE GLOBALE PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – RETRAITE/PRÉVOYANCE – CLASSES D'ACTIFS

(EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
Actions	28%	54%	18%	Stable
Participations	0%	83%	17%	Stable
Obligations	3%	45%	52%	Hausse
Convertibles	35%	65%	0%	Stable
Prêts	12%	73%	16%	Stable
Liquidités	50%	24%	26%	Baisse
Immobilier	23%	52%	25%	Stable
Infrastructures	0%	71%	29%	Stable
Gestions alternatives	43%	57%	0%	Stable
Capital-inv.	13%	67%	20%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – RETRAITE/PRÉVOYANCE – CLASSES D'ACTIFS

(EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
Actions	20%	38%	42%	Hausse
Participations	0%	72%	28%	Stable
Obligations	0%	64%	35%	Stable
Convertibles	30%	70%	0%	Stable
Prêts	4%	46%	50%	Hausse
Liquidités	66%	26%	8%	Baisse
Immobilier	19%	35%	46%	Hausse
Infrastructures	0%	49%	51%	Hausse
Gestions alternatives	19%	81%	0%	Stable
Capital-inv.	13%	52%	35%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

Les institutions de retraite et de prévoyance semblent plus enclines à augmenter leur exposition sur une gamme plus large d'actifs. En tenant compte de la taille des actifs gérés, elles sont nettement plus nombreuses à indiquer vouloir augmenter la part d'actions, de prêts, d'immobilier et d'infrastructures dans leur portefeuille.

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – ASSURANCE – CLASSES D'ACTIFS**

(EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
<i>Actions</i>	17%	75%	8%	Stable
<i>Participations</i>	5%	75%	20%	Stable
<i>Obligations</i>	9%	46%	45%	Stable
<i>Convertibles</i>	26%	73%	2%	Stable
<i>Prêts</i>	14%	45%	41%	Stable
<i>Liquidités</i>	32%	50%	17%	Stable
<i>Immobilier</i>	14%	77%	9%	Stable
<i>Infrastructures</i>	0%	69%	31%	Stable
<i>Gestions alternatives</i>	5%	87%	8%	Stable
<i>Capital-inv.</i>	9%	44%	47%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2023

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – ASSURANCE – CLASSES D'ACTIFS**

(EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
<i>Actions</i>	10%	80%	9%	Stable
<i>Participations</i>	1%	69%	30%	Stable
<i>Obligations</i>	23%	40%	37%	Stable
<i>Convertibles</i>	19%	80%	1%	Stable
<i>Prêts</i>	2%	75%	23%	Stable
<i>Liquidités</i>	59%	26%	15%	Baisse
<i>Immobilier</i>	7%	93%	0%	Stable
<i>Infrastructures</i>	0%	82%	18%	Stable
<i>Gestions alternatives</i>	30%	67%	2%	Stable
<i>Capital-inv.</i>	1%	65%	34%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

En raison des contraintes réglementaires, notamment, on observe comme les années précédentes une forte stabilité des intentions de placement des assureurs. Sur la quasi-totalité des actifs financiers, les assureurs font part d'intentions de placement stables pour l'année en cours.

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES – CLASSES D'ACTIFS**

(EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
<i>Actions</i>	41%	50%	9%	Stable
<i>Participations</i>	0%	0%	100%	Hausse
<i>Obligations</i>	18%	41%	41%	Stable
<i>Convertibles</i>	0%	100%	0%	Stable
<i>Prêts</i>	0%	17%	83%	Hausse
<i>Liquidités</i>	35%	17%	48%	Hausse
<i>Immobilier</i>	11%	52%	38%	Stable
<i>Infrastructures</i>	0%	49%	51%	Hausse
<i>Gestions alternatives</i>	7%	93%	0%	Stable
<i>Capital-inv.</i>	0%	9%	91%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2023

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES – CLASSES D'ACTIFS**

(EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance
<i>Actions</i>	13%	87%	0%	Stable
<i>Participations</i>	0%	57%	43%	Stable
<i>Obligations</i>	6%	87%	8%	Stable
<i>Convertibles</i>	0%	100%	0%	Stable
<i>Prêts</i>	0%	66%	34%	Stable
<i>Liquidités</i>	18%	59%	23%	Stable
<i>Immobilier</i>	7%	1%	92%	Hausse
<i>Infrastructures</i>	0%	89%	11%	Stable
<i>Gestions alternatives</i>	7%	93%	0%	Stable
<i>Capital-inv.</i>	0%	65%	35%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

L'échantillon des «Autres entités réglementées» est assez hétérogène. Il est toutefois intéressant de noter une très forte proportion à augmenter l'exposition à l'immobilier en 2023 si on tient compte de la taille des portefeuilles.

## ► ACTIONS

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – ACTIONS – CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>Zone euro</i>	19%	69%	12%	Stable
<i>Europe occidentale hors zone euro</i>	17%	81%	2%	Stable
<i>Amérique du Nord</i>	10%	54%	36%	Stable
<i>Japon</i>	14%	74%	12%	Stable
<i>Asie-Pacifique hors Japon</i>	0%	93%	7%	Stable
<i>Marchés émergents</i>	4%	53%	43%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – ACTIONS – CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>Zone euro</i>	16%	77%	7%	Stable
<i>Europe occidentale hors zone euro</i>	8%	91%	1%	Stable
<i>Amérique du Nord</i>	9%	70%	21%	Stable
<i>Japon</i>	0%	89%	11%	Stable
<i>Asie-Pacifique hors Japon</i>	0%	97%	3%	Stable
<i>Marchés émergents</i>	10%	66%	23%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

Nous observons cette année une très forte stabilité des intentions de placement des investisseurs institutionnels français en termes d'allocation géographique de leurs investissements en actions. Les intentions restent stables pour toutes les régions, aussi bien en moyenne des répondants, qu'en proportion des actifs gérés.

## ► OBLIGATIONS

## PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – OBLIGATIONS – CLASSES D'ACTIFS

(EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>Investment Grade</i>	7%	64%	30%	Stable
<i>Non Investment Grade/High Yield</i>	8%	85%	7%	Stable
<i>Non noté</i>	10%	81%	9%	Stable
<i>Taux fixes</i>	12%	61%	27%	Stable
<i>Taux variables</i>	22%	75%	4%	Stable
<i>Indexées Inflation</i>	4%	80%	17%	Stable
<i>Produits structurés</i>	6%	81%	13%	Stable
<i>Souverain et assimilés</i>	12%	49%	39%	Stable
<i>Obligations sécurisées</i>	5%	90%	5%	Stable
<i>Corporate financières</i>	32%	58%	10%	Stable
<i>Corporate non financières</i>	10%	73%	17%	Stable
<i>Émergents</i>	1%	69%	30%	Stable
<i>Produits structurés</i>	40%	29%	31%	Baisse
<i>Titrisation</i>	1%	42%	57%	Hausse
<i>Moins d'un an</i>	18%	57%	25%	Stable
<i>1-3 ans</i>	15%	71%	14%	Stable
<i>3-5 ans</i>	9%	68%	23%	Stable
<i>5-7 ans</i>	8%	53%	38%	Stable
<i>7-10 ans</i>	15%	56%	29%	Stable
<i>10-15 ans</i>	10%	55%	36%	Stable
<i>+15 ans</i>	6%	68%	26%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

**PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – OBLIGATIONS – CLASSES D'ACTIFS**  
(EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>Investment Grade</i>	14%	66%	20%	Stable
<i>Non Investment Grade/High Yield</i>	15%	77%	8%	Stable
<i>Non noté</i>	8%	61%	31%	Stable
<i>Taux fixes</i>	4%	73%	23%	Stable
<i>Taux variables</i>	2%	96%	2%	Stable
<i>Indexées Inflation</i>	0%	95%	5%	Stable
<i>Produits structurés</i>	39%	61%	1%	Stable
<i>Souverain et assimilés</i>	12%	79%	8%	Stable
<i>Obligations sécurisées</i>	3%	94%	2%	Stable
<i>Corporate financières</i>	11%	86%	3%	Stable
<i>Corporate non financières</i>	6%	88%	6%	Stable
<i>Émergents</i>	0%	77%	23%	Stable
<i>Produits structurés</i>	6%	6%	87%	Hausse
<i>Titrisation</i>	2%	94%	4%	Stable
<i>Moins d'un an</i>	11%	33%	56%	Hausse
<i>1-3 ans</i>	35%	49%	16%	Stable
<i>3-5 ans</i>	3%	83%	14%	Stable
<i>5-7 ans</i>	2%	30%	68%	Hausse
<i>7-10 ans</i>	5%	41%	53%	Hausse
<i>10-15 ans</i>	1%	88%	11%	Stable
<i>+15 ans</i>	1%	84%	15%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

Comme les années précédentes, on observe une forte stabilité des perspectives d'évolution en matière de composition des portefeuilles obligataires.

## ► LIQUIDITÉS

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – MONÉTAIRE – CLASSES D'ACTIFS

(EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>OPC monétaire/court terme</i>	20%	59%	20%	Stable
<i>OPC Trésorerie longue</i>	0%	50%	50%	Stable
<i>Obligataire court terme</i>	19%	60%	21%	Stable
<i>Dépôts et comptes à terme</i>	13%	47%	41%	Stable
<i>Comptes sur livret</i>	41%	26%	33%	Baisse
<i>TCN, bons du Trésor</i>	14%	9%	77%	Hausse
<i>Dépôts à vue</i>	21%	64%	15%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – MONÉTAIRE – CLASSES D'ACTIFS

(EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>OPC monétaire/court terme</i>	37%	38%	26%	Stable
<i>OPC Trésorerie longue</i>	0%	91%	9%	Stable
<i>Obligataire court terme</i>	2%	98%	0%	Stable
<i>Dépôts et comptes à terme</i>	51%	28%	21%	Baisse
<i>Comptes sur livret</i>	83%	2%	15%	Baisse
<i>TCN, bons du Trésor</i>	0%	2%	98%	Hausse
<i>Dépôts à vue</i>	5%	34%	60%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2023

Dans un contexte d'incertitudes sur les évolutions de marché, on voit apparaître une légère augmentation des perspectives d'évolution pour les liquidités. Toutefois, les résultats de cette catégorie restent à interpréter avec beaucoup de prudence étant donné la faible représentativité des réponses, en montants d'actifs gérés.

## ► IMMOBILIER

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – IMMOBILIER – CLASSES D'ACTIFS

(EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées</i>	16%	76%	8%	Stable
<i>SCI, SCPI</i>	9%	85%	6%	Stable
<i>OPCI</i>	5%	95%	0%	Stable
<i>Foncières cotées SIIC</i>	0%	100%	0%	Stable
<i>Fonds FR non cotés</i>	0%	91%	9%	Stable
<i>Fonds étrangers non cotés</i>	3%	96%	1%	Stable
<i>Habitations</i>	12%	81%	8%	Stable
<i>Bureaux</i>	20%	74%	6%	Stable
<i>Commerces</i>	13%	87%	0%	Stable
<i>Entrepôts, plateformes logistiques</i>	0%	95%	5%	Stable
<i>Multisectoriel</i>	2%	98%	0%	Stable
<i>Hôtellerie</i>	0%	66%	34%	Stable
<i>Île-de-France</i>	13%	87%	0%	Stable
<i>Province</i>	0%	96%	4%	Stable
<i>Zone euro (ex France)</i>	1%	99%	0%	Stable
<i>Reste du monde</i>	0%	100%	0%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

### PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION – IMMOBILIER – CLASSES D'ACTIFS

(EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Tendance
<i>Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées</i>	13%	85%	2%	Stable
<i>SCI, SCPI</i>	25%	71%	4%	Stable
<i>OPCI</i>	11%	89%	0%	Stable
<i>Foncières cotées SIIC</i>	0%	100%	0%	Stable
<i>Fonds FR non cotés</i>	0%	98%	2%	Stable
<i>Fonds étrangers non cotés</i>	6%	91%	2%	Stable
<i>Habitations</i>	7%	91%	3%	Stable
<i>Bureaux</i>	40%	60%	0%	Stable
<i>Commerces</i>	46%	54%	0%	Stable
<i>Entrepôts, plateformes logistiques</i>	0%	87%	13%	Stable
<i>Multisectoriel</i>	0%	100%	0%	Stable
<i>Hôtellerie</i>	0%	67%	33%	Stable
<i>Île-de-France</i>	7%	93%	0%	Stable
<i>Province</i>	0%	98%	2%	Stable
<i>Zone euro (ex France)</i>	1%	99%	0%	Stable
<i>Reste du monde</i>	0%	100%	0%	Stable

Source : Enquête Af2i 2023

En ce qui concerne l'immobilier, la stabilité continue de dominer largement.

## ► PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION

## PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION DANS LES ALLOCATIONS

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)

	Oui, dans l'allocation stratégique	Oui, dans l'allocation tactique	Non, mais le sujet est à l'étude pour 2023	Non
<b>Par famille d'investisseurs institutionnels</b>				
<i>Retraite-prévoyance</i>	63%	38%	0%	0%
<i>Assurance</i>	50%	39%	4%	7%
<i>Autres entités réglementées</i>	36%	18%	9%	36%
<b>Par taille des portefeuilles</b>				
<i>Moins de 2 Md€</i>	31%	38%	15%	15%
<i>Entre 2 et 20 Md€</i>	54%	35%	0%	12%
<i>Plus de 20 Md€</i>	63%	31%	0%	6%
<i>Ensemble des répondants</i>	40%	28%	19%	13%

Source : Enquête Af2i 2023

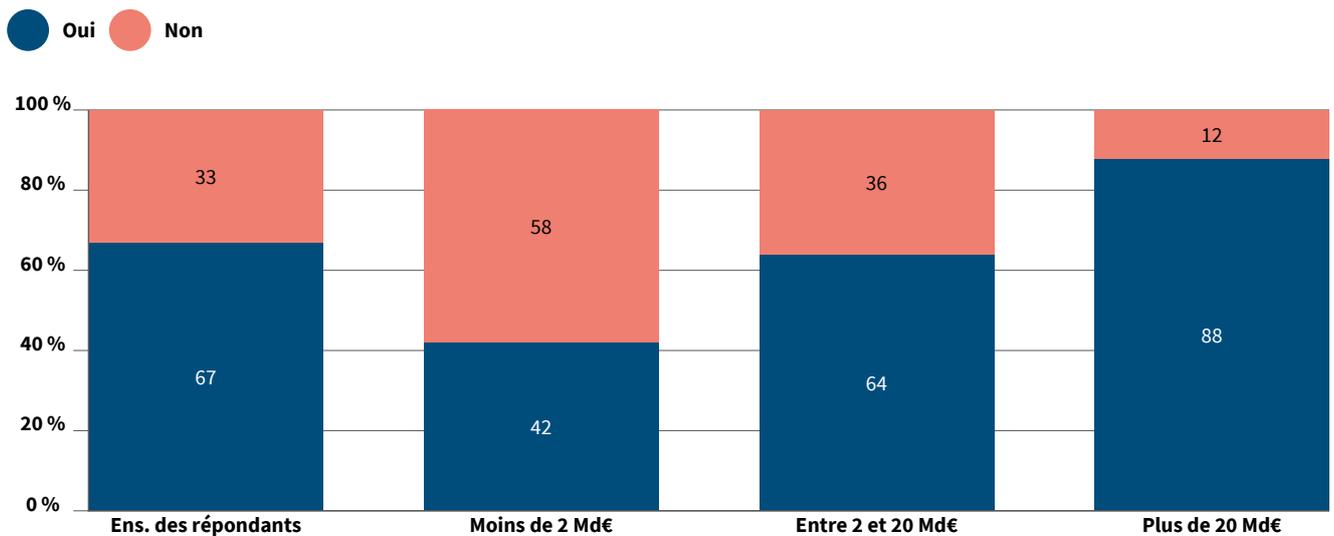
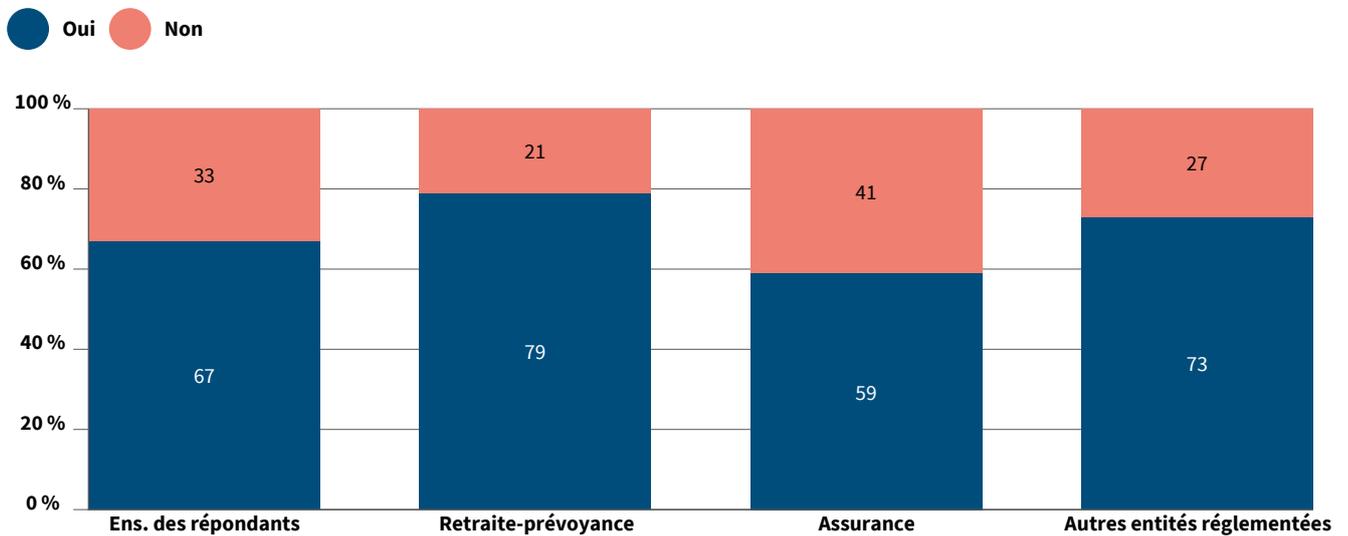
Comme cela a déjà été rappelé, l'année 2022 a été fortement marquée par la poursuite de la montée des prix. Les taux d'inflation en Europe ont atteint de niveaux jamais vus depuis quarante ans. Si la France est restée moins touchée que la plupart des autres pays d'Europe, le taux d'inflation a tout de même atteint 6,7% en fin d'année 2022, un niveau record depuis les années 1980.

Dans ce contexte, il n'était pas étonnant de constater l'année dernière que la part des répondants qui ne la prennent pas en compte dans leurs allocations ou qui n'étudient pas le sujet a baissé de plus de la moitié, passant de 29% en 2020 à 13% en 2023. Ce niveau bas n'a en revanche pas continué de baisser cette année et reste au même niveau.

La proportion d'investisseurs qui ne prennent pas en compte l'inflation dans leurs allocations est plus élevée parmi les autres entités réglementées et les entités de plus petite taille (portefeuille inférieur à 20 Md€). Toutes les institutions de retraite/prévoyance ont déclaré déjà prendre en compte l'inflation dans leurs allocations.

## CONSIDÉREZ-VOUS QUE VOTRE PORTEFEUILLE SOIT SUFFISAMMENT PROTÉGÉ CONTRE UNE REPRISE ÉVENTUELLE D'INFLATION ?

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



Source : Enquête Af2i 2023

Malgré le contexte de forte poussée inflationniste, nous n'observons pas cette année d'augmentation de la proportion d'investisseurs qui considèrent que leur portefeuille n'est pas suffisamment protégé contre une reprise de l'inflation. Ces réponses seraient à préciser car avec des taux de rendement réels toujours très négatifs sur le portefeuille de taux, le plus important du bilan, on voit mal où peuvent intervenir les compensations si ce n'est dans une dégradation liée des prestations offertes aux clients.

Ils sont toujours un tiers à considérer qu'ils ne sont pas suffisamment protégés, cette proportion étant plus importante chez les investisseurs de plus petite taille.

**ANTICIPATIONS D'INFLATION À TROIS ANS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR**

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)

	Stable, c.-à-d. inférieure à 1%	En baisse, c.-à-d. négative	En hausse, c.-à-d. proche de la cible de la BCE (2%)	En forte hausse, c.-à-d. significativement supérieure à la cible de la BCE
<b>Par famille d'investisseurs institutionnels</b>				
<i>Retraite-prévoyance</i>	0%	7%	60%	33%
<i>Assurance</i>	3%	7%	66%	24%
<i>Autres entités réglementées</i>	0%	0%	60%	40%
<b>Par taille des portefeuilles</b>				
<i>Moins de 2 Md€</i>	0%	0%	67%	33%
<i>Entre 2 et 20 Md€</i>	4%	8%	58%	31%
<i>Plus de 20 Md€</i>	0%	6%	69%	25%
<i>Ensemble des répondants</i>	2%	6%	63%	30%

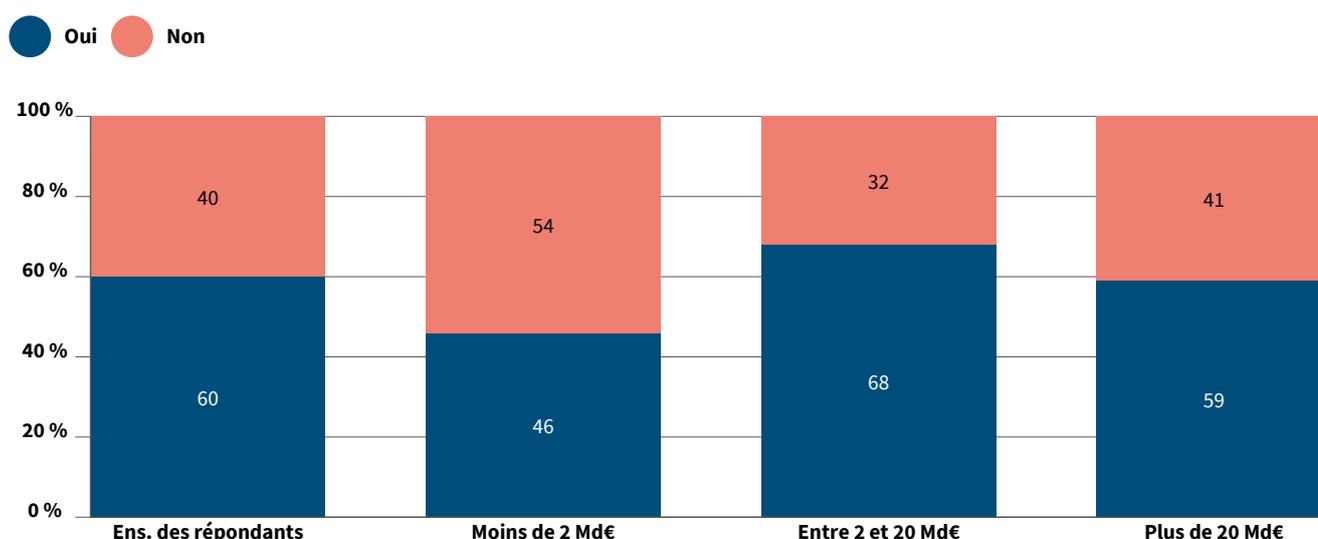
Source : Enquête Af2i 2023

Tandis que l'année dernière, plus aucun investisseur institutionnel français n'anticipait une inflation inférieure à 1% à trois ans, ils sont un très petit nombre cette année. Cependant, même s'il convient d'interpréter ces réponses avec prudence, il est clair que le scénario d'une nouvelle déflation, causée par

la dette notamment, n'est pas à exclure cette année. Les deux tiers des investisseurs pensent qu'elle sera proche de 2% (contre les trois quarts l'année passée), alors que 30% (contre 25% l'année passée) anticipent une inflation supérieure à 2% sur trois ans.

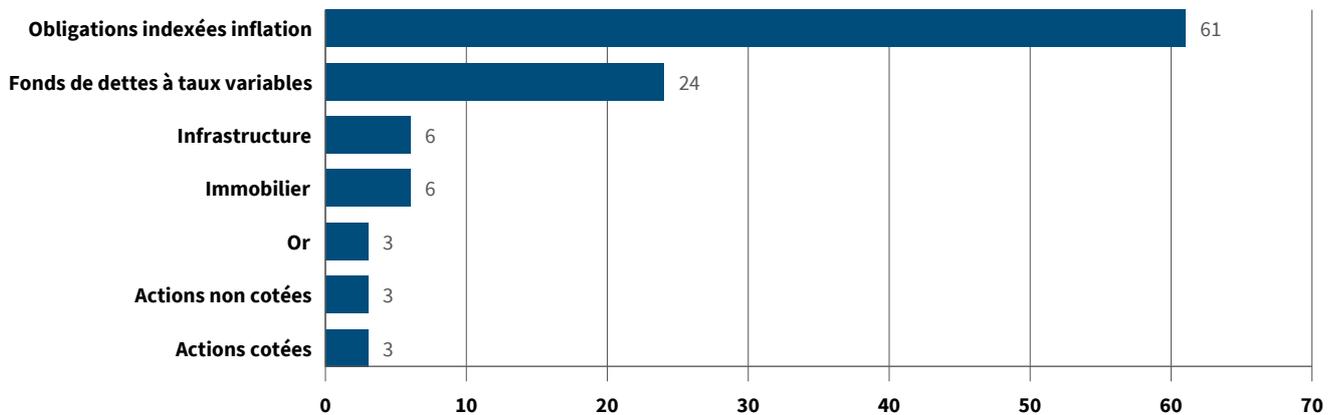
**AVEZ-VOUS RENFORCÉ LA PROTECTION DE VOTRE PORTEFEUILLE CONTRE L'INFLATION EN 2022 ?**

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



Source : Enquête Af2i 2023

**SI OUI, AU TRAVERS DE QUELLES CLASSES D'ACTIFS PRINCIPALEMENT**  
(EN % DU NOMBRE D'INVESTISSEURS AYANT RÉPONDU « OUI » À LA QUESTION PRÉCÉDENTE)



*N.B. Les répondants pouvaient donner deux réponses max.*

Source : Enquête Af2i 2023

Comme nous l'avons vu précédemment, les deux tiers des membres de l'Af2i considèrent que leur portefeuille est déjà suffisamment protégé contre l'inflation. Toutefois, nous pouvons constater cette année une augmentation de la part des investisseurs ayant renforcé la protection de leur portefeuille contre l'inflation pendant l'année en cours. En effet, cette année, contrairement à l'année dernière, ceux qui ont renforcé la protection de leur portefeuille sont plus nombreux que ceux qui ne l'ont pas fait.

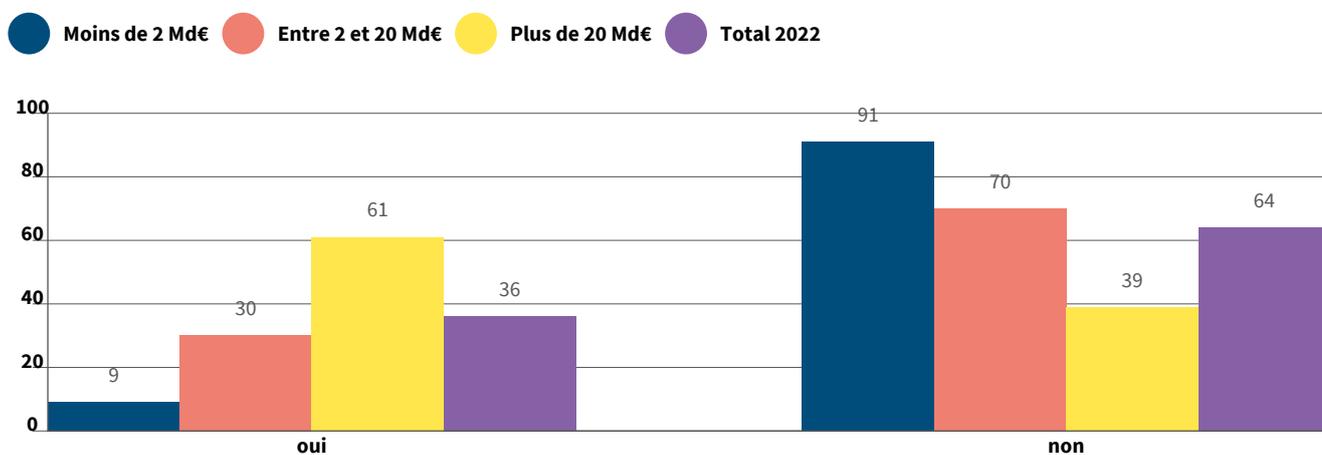
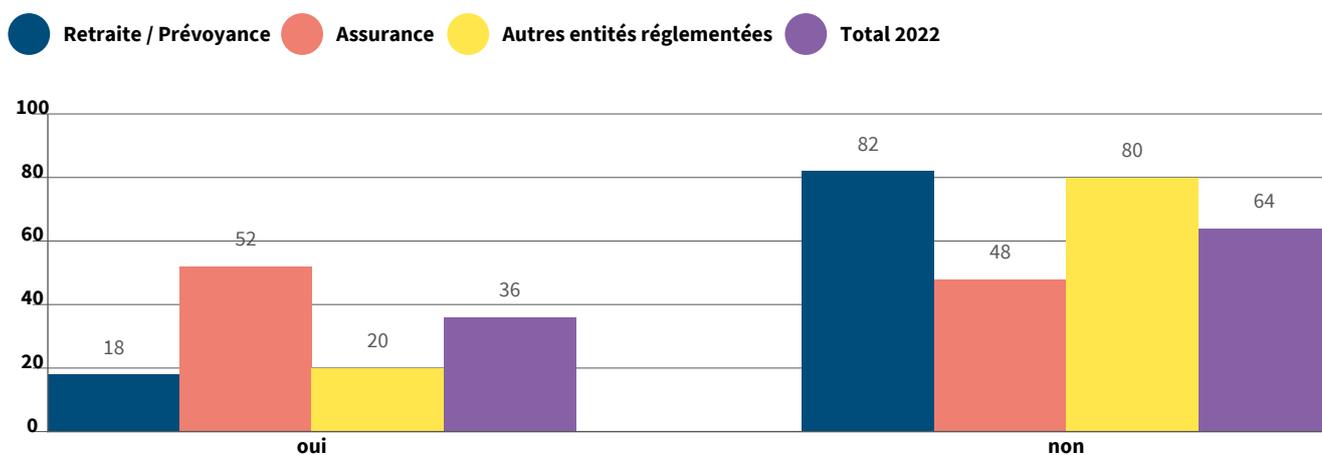
Pour ceux qui l'ont fait, comme l'année dernière, le premier instrument utilisé est celui des obligations indexées sur l'inflation. Arrivent ensuite en seconde position, contrairement à l'année dernière, les fonds de dette à taux variable, devant les infrastructures et l'immobilier.

## ► PARTICIPATION AUX PLANS DE RELANCE

Pour la seconde année consécutive, les membres de l'Af2i étaient interrogés sur leur participation aux différentes initiatives de place destinées à soutenir les entreprises françaises et notamment les PME/ETI dans le contexte de la crise sanitaire. Un peu

plus du tiers des répondants (36% contre 48% l'année passée) a déclaré avoir participé à ces initiatives. Ce pourcentage reste nettement plus élevé chez les assureurs (52% contre 73% en 2021) et augmente en fonction de la taille des institutions.

### AVEZ-VOUS PARTICIPÉ AUX DIFFÉRENTES INITIATIVES DE PLACE DESTINÉES À SOUTENIR LES ENTREPRISES FRANÇAISES ET NOTAMMENT LES PME/ETI DANS LE CONTEXTE DE LA CRISE SANITAIRE ? (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



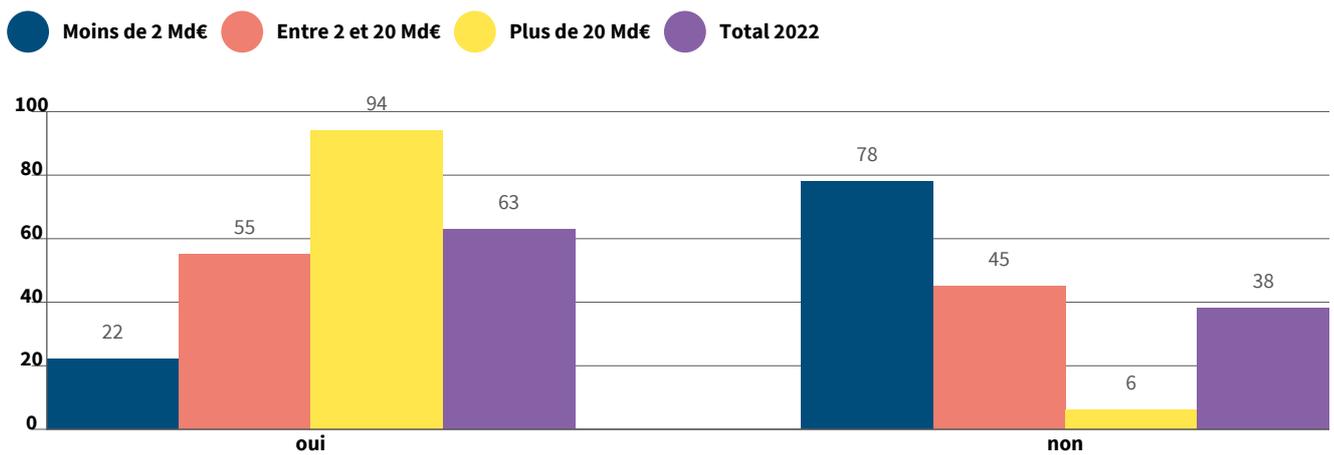
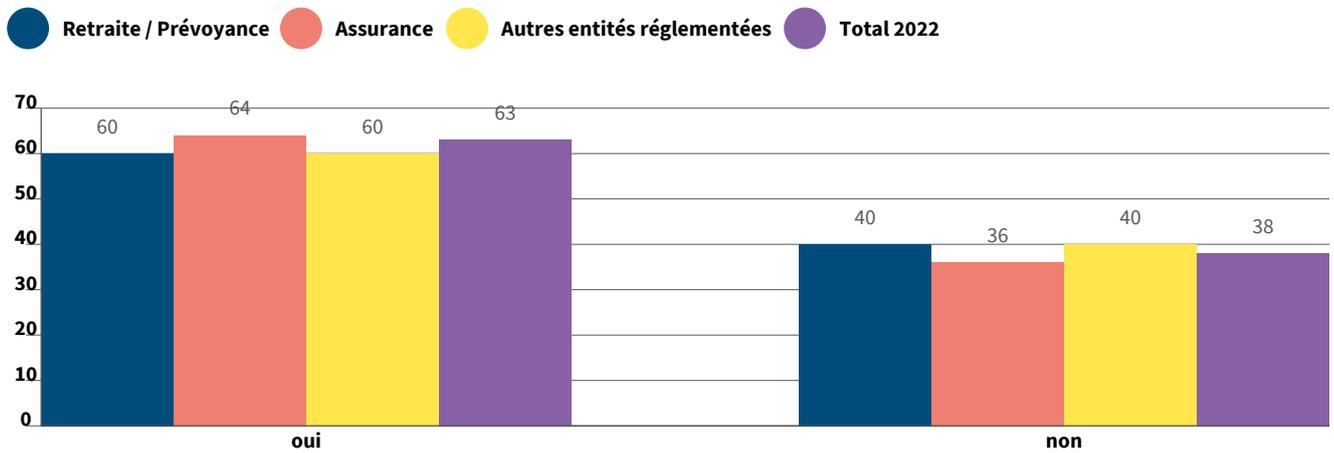
Source : Enquête Af2i 2023

Il était également demandé aux sondés, pour la seconde fois, s'ils envisageaient, en dehors de leur participation à d'éventuelles initiatives de place, de poursuivre leurs investissements en soutien des PME/ETI françaises. Comme l'année passée, environ les deux tiers des investisseurs (63% contre 67% l'année passée) ont répondu «oui» et, comme pour la participation aux plans de relance, cette proportion augmente avec la taille des institutions.

40% des investisseurs qui envisagent de poursuivre leurs investissements en soutien des PME/ETI françaises pensent le faire avec un biais sectoriel (contre 25% l'année passée) et 26% avec un biais régional (contre 35% l'année passée).

## ENVISAGEZ-VOUS, EN DEHORS DE VOTRE PARTICIPATION À D'ÉVENTUELLES INITIATIVES DE PLACE, DE POURSUIVRE VOS INVESTISSEMENTS EN SOUTIEN DES PME/ETI FRANÇAISES ?

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



Source : Enquête Af2i 2023

## V. Organisation et critères de gestion

### ► DÉMARCHE DE GESTION ACTIF-PASSIF ET D'ALLOCATION STRATÉGIQUE

#### Fréquence de révision de l'allocation stratégique

#### À QUELLE FRÉQUENCE RÉVISEZ-VOUS VOS ALLOCATIONS STRATÉGIQUES ?

##### FRÉQUENCE DE RÉVISION DE L'ALLOCATION STRATÉGIQUE EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR (EN MOYENNE DES RÉPONSES)

	Annuellement	Tous les deux ans	Autres
<i>Ensemble des répondants</i>	70 %	9 %	21 %
<i>Moins de 2 Md€</i>	57 %	29 %	14 %
<i>Entre 2 et 20 Md€</i>	70 %	5 %	25 %
<i>Plus de 20 Md€</i>	75 %	6 %	19 %

Source : Enquête Af2i 2023

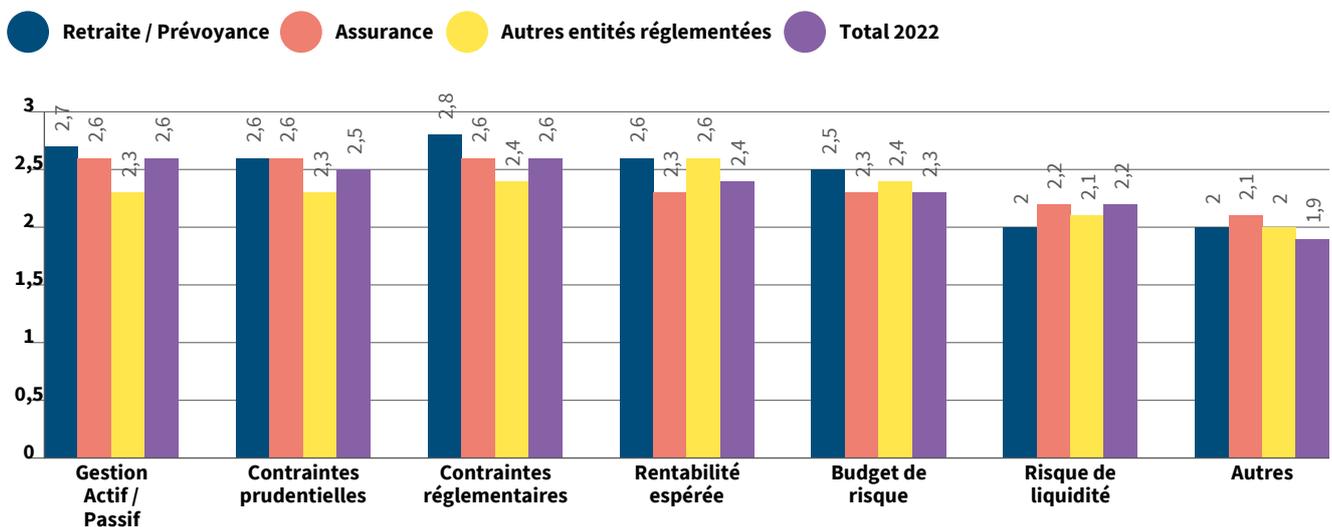
Comme les années précédentes, les membres de l'Af2i étaient interrogés sur le fait d'avoir un processus d'allocation stratégique en place ou non. La très grande majorité des répondants (91%) a déclaré avoir un processus d'allocation stratégique. Ceci est vrai pour toutes les familles d'investisseurs institutionnels et toutes les tailles de portefeuille, même si la proportion est légèrement plus faible pour les autres entités réglementées (78%).

Parmi les investisseurs institutionnels qui ont une allocation stratégique, ceux qui effectuent cette allocation stratégique avec l'aide d'un consultant restent moins nombreux (29%), mais on note une hausse de 10 points de pourcentage de cette proportion cette année par rapport à l'année passée. Chez les assureurs, seuls 8% ont déclaré faire l'allocation stratégique avec l'aide d'un consultant, mais il n'y en avait aucun l'année passée.

Concernant la fréquence de révision de l'allocation stratégique, elle est annuelle pour la plupart des investisseurs dont le portefeuille est supérieur à 2 Md€, mais pour les plus petits investisseurs, elle est souvent révisée tous les deux ans, voire plus.

## Paramètres pris en compte dans l'allocation stratégique

### IMPORTANCE DES PARAMÈTRES PRIS EN COMPTE DANS L'ALLOCATION STRATÉGIQUE PAR FAMILLE D'INSTITUTIONNELS (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



Source : Enquête Af2i 2023

Très clairement, l'allocation stratégique est modélisée dès le départ sous des dimensions multiples. Si les enjeux de gestion actif-passif et les contraintes réglementaires restent les deux critères majeurs, les contraintes prudentielles, la rentabilité espérée et le budget de risque gardent une importance presque identique. C'est particulièrement vrai des assureurs pour lesquels la directive Solvabilité II est venue renforcer la gestion actif-passif, et est construit comme un modèle nécessitant d'allouer des fonds propres au regard des risques encourus par l'assureur.

Sans que cela soit encore très formalisé, un nombre croissant d'institutionnels regardent dans quelle mesure il est possible d'intégrer des paramètres extra-financiers au niveau de l'allocation stratégique: les réflexions portent principalement sur des données Climat.

## ► ALLOCATION TACTIQUE

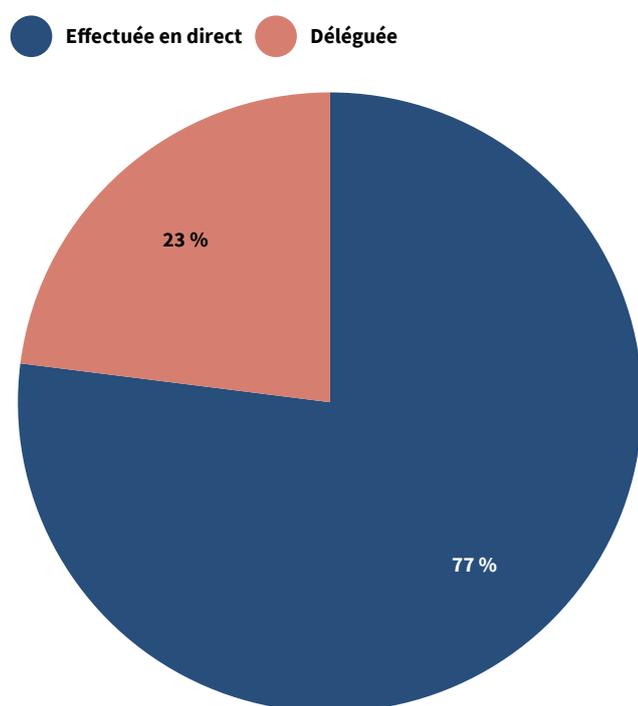
### À quelle fréquence révisiez-vous vos allocations tactiques ?

#### FRÉQUENCE DE RÉVISION DE L'ALLOCATION TACTIQUE EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR (EN MOYENNE DES RÉPONSES)

	Hebdomadaire	Mensuelle	Trimestrielle
Ensemble des répondants	9%	59%	33%
Moins de 2 Md€	0%	56%	44%
Entre 2 et 20 Md€	5%	64%	32%
Plus de 20 Md€	20%	53%	27%

Source : Enquête Af2i 2023

#### L'ALLOCATION TACTIQUE EST-ELLE EFFECTUÉE DE FAÇON DIRECTE OU DÉLÉGUÉE ?



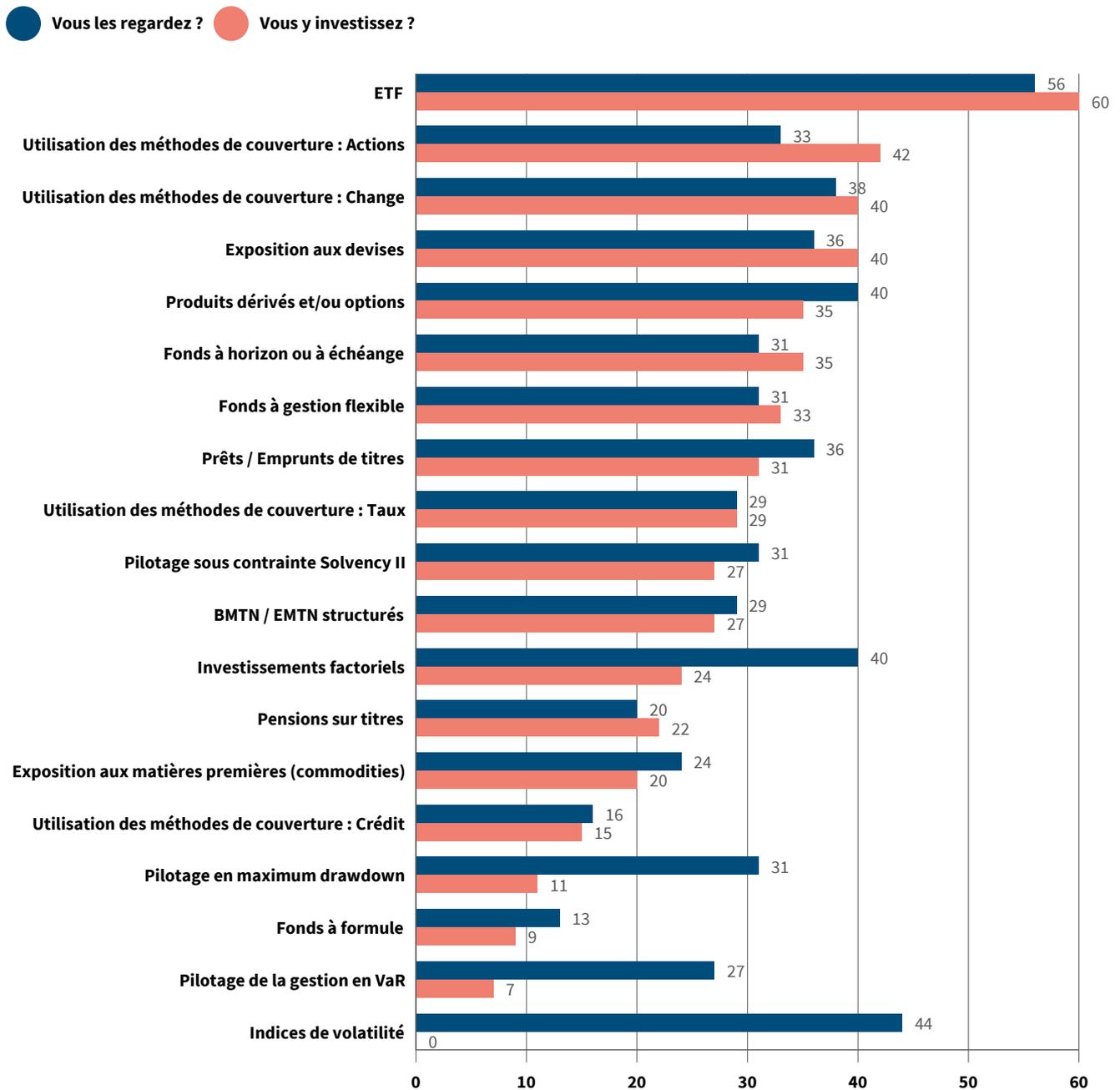
Source : Enquête Af2i 2023

L'allocation stratégique est définie au niveau de l'institutionnel: c'est logique dans la mesure où elle intègre des données sur le passif, fournies par la Direction de l'Actuariat, des éléments de contraintes prudentielles intéressant la Direction Comptable et divers paramètres émanant de la Direction des Investissements et de la Direction des Risques sous validation des instances dans la mesure où c'est stratégique.

L'allocation tactique est, quant à elle, beaucoup plus centrée sur le portefeuille d'actifs et se construit à partir de scénarios macro-économiques et d'anticipations de performance et de volatilité des différentes classes d'actifs. Elle peut donc être déléguée plus aisément, que ce soit à un consultant ou à une société de gestion qui dispose de modèles d'allocation de portefeuilles. On note cependant, pour la deuxième année consécutive, une baisse non négligeable de la part de la gestion tactique déléguée. En effet, cette dernière est passée de 35% en 2020 à 27% en 2021 et 23% cette année. Chez les investisseurs de plus petite taille (portefeuille inférieur à 2 Md€), 40% effectuent leur allocation tactique de façon déléguée.

## ► OPINION SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES

### OPINIONS SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS À LA QUESTION)



Source : Enquête Af2i 2023

Les ETF sont totalement intégrés comme l'outil clef de la gestion passive avec des utilisations multiples : instrument de market-timing pour les uns, moyen d'investir simplement sur des marchés méconnus pour d'autres, voire, positionnement structurel sur

un indice de marché, ces trois utilisations étant souvent combinées. Si 60% des répondants disent être investis en ETF, un pourcentage également important (56%) dit s'y intéresser, en recherche le plus souvent d'une gestion dynamique de la poche

passive du portefeuille. Structurellement, les ETF sont perçus comme des solutions solides, flexibles, avec un faible niveau de frais de gestion.

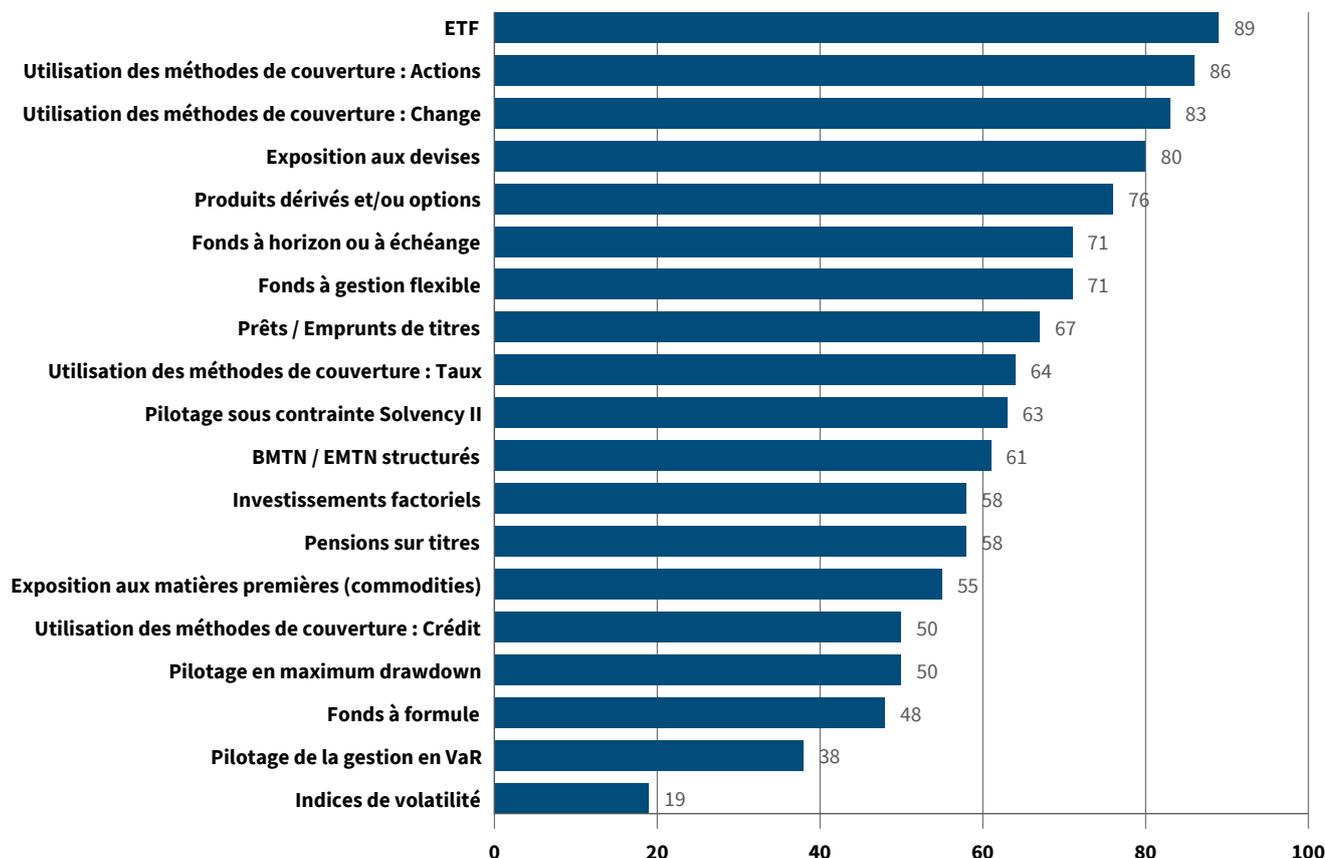
Un nombre significatif d'institutionnels utilisent des stratégies de couverture. C'est largement le cas sur les marchés actions, sur les changes (dans la mesure où il y a exposition en devises), et dans une moindre mesure sur le risque de taux. L'objectif cité est de minimiser les risques de perte de valeur des actifs. Moins de marques d'intérêt à l'inverse sur la couverture crédit, considérée comme complexe, très technique et souvent onéreuse.

Certains produits techniques sont encore peu utilisés, mais regardés de près et relativement bien compris: indices de volatilité et investissements factoriels en premier lieu. Les stratégies d'investis-

sement factoriel, auxquelles on associe souvent les gestions smart beta, ont le plus souvent été développées conjointement par la recherche académique, les professionnels de la gestion et les directions d'investissement des investisseurs institutionnels. L'objectif au travers de ce type d'investissement est double: surperformer et/ou optimiser les risques des indices pondérés par la capitalisation boursière des titres et capter les primes de marché de manière adéquate.

Si l'utilisation d'EMTN structurés concerne plutôt les portefeuilles de taille inférieure à 2 Md€, le pilotage de la gestion en Value-at-Risk se retrouve plutôt chez les acteurs de la retraite complémentaire et les assureurs, au même titre que le pilotage sous contrainte Solvabilité II.

**OPINIONS SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES :  
SONT-ILS D'UN USAGE FACILE ?**  
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS AYANT RÉPONDU « OUI »)



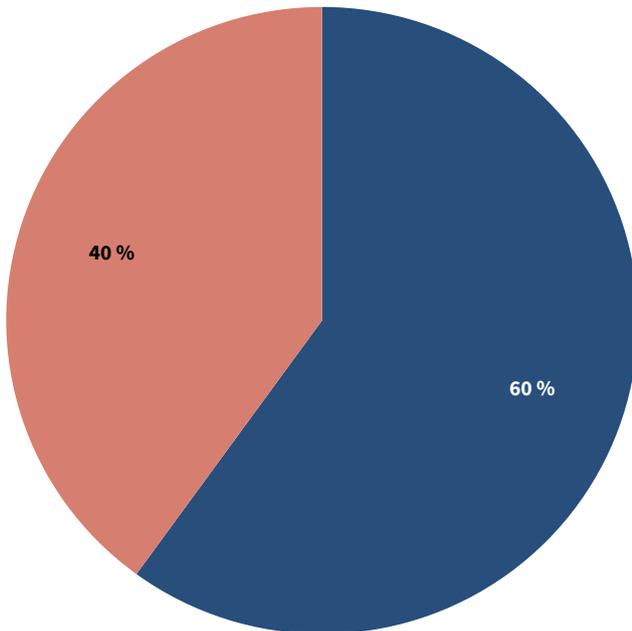
Source: Enquête Af2i 2023

## ► INDICATEURS ET RÈGLES DE GESTION

**Avez-vous un ou des indicateurs pour votre portefeuille global et/ou chacun de vos portefeuilles ?**

**AVEZ-VOUS UN OU DES INDICATEURS DE RÉFÉRENCE POUR VOTRE GESTION GLOBALE ?**

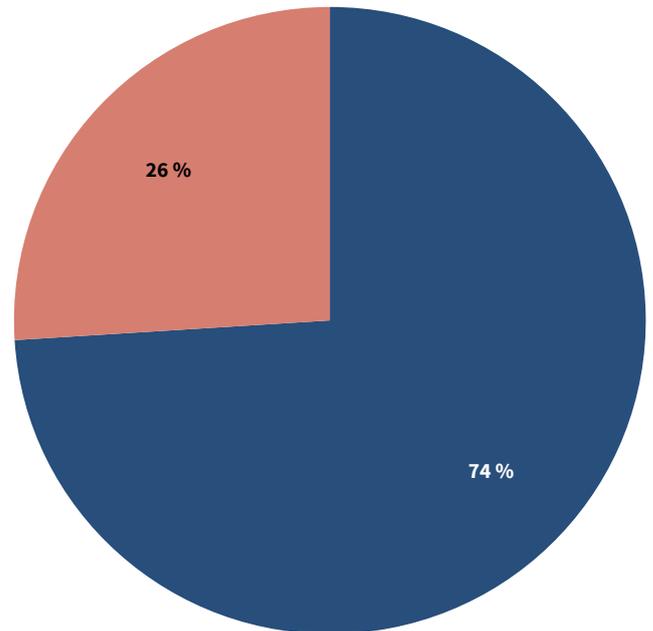
● Oui ● Non



Source : Enquête Af2i 2023

**AVEZ-VOUS DES INDICATEURS DE RÉFÉRENCE POUR CHACUN DE VOS PORTEFEUILLES ?**

● Oui ● Non

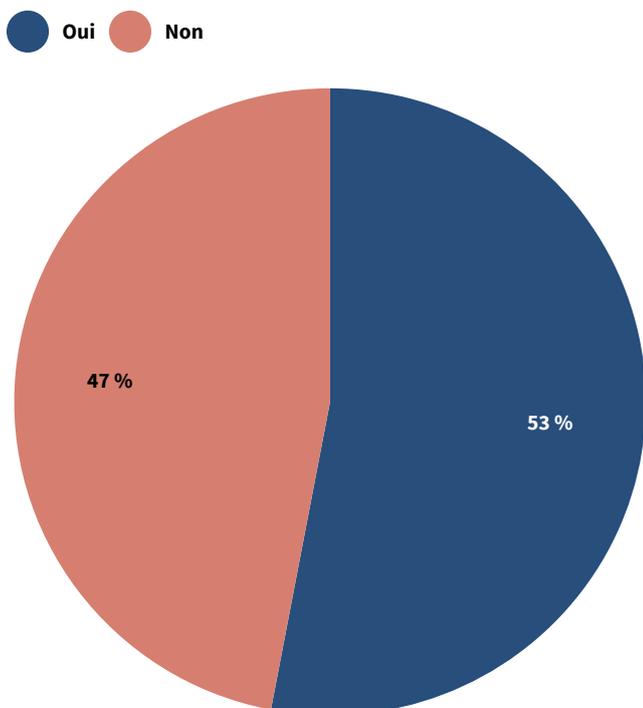


Source : Enquête Af2i 2023

Si les trois quarts des investisseurs institutionnels déclarent disposer d'indicateurs de référence pour chacun de leurs portefeuilles, il reste surprenant que les investisseurs du quart restant reconnaissent ne pas en avoir. Ceux qui déclarent ne pas avoir d'indicateur de référence pour chaque portefeuille sont, pour l'essentiel, des compagnies d'assurance.

**Avez-vous des règles écrites en matière de :**

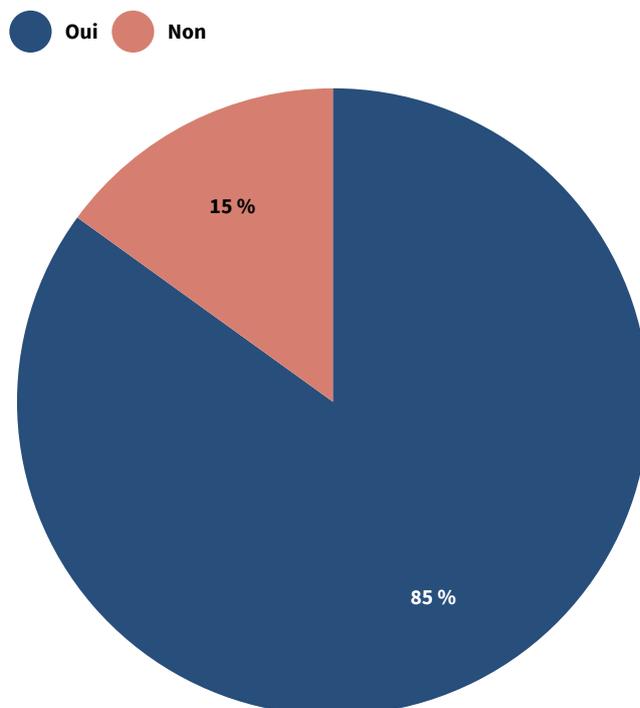
**MARGES DE MANŒUVRE DES INDICATEURS DE RÉFÉRENCE OU PAR RAPPORT À EUX**



Source : Enquête Af2i 2023

La référence à une gestion benchmarkée n'est pas légitime pour nombre d'institutionnels, en particulier les assureurs, pour qui les adéquations avec les enjeux de passif et les impératifs prudentiels sont déterminants.

**REBALANCEMENT DE PORTEFEUILLE**



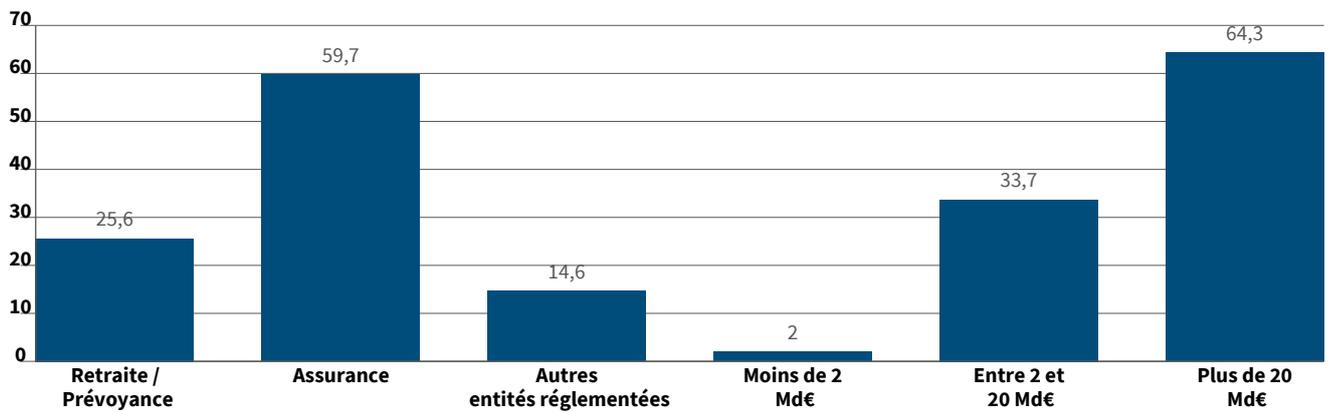
Source : Enquête Af2i 2023

Le rebalancement de portefeuille, c'est-à-dire le recalage permanent sur une allocation d'actifs cible, par cession d'une fraction des actifs qui ont le plus performé, se conçoit dans le cadre de fonds d'épargne retraite ou d'épargne salariale, ou pour des unités de compte, mais n'a pas de raison d'être, sauf exception, pour un portefeuille institutionnel dans son ensemble. D'où un niveau de réponses négatives à 85% (contre 91% l'année passée).

## ► EFFECTIFS ET FORMATION

Quel est l'effectif de la fonction « Investissement-Gestion financière » au sein de votre institution ?

**RÉPARTITION DES EFFECTIFS DE LA FONCTION « INVESTISSEMENT-GESTION FINANCIÈRE » SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**  
(EN % D'ETP POUR LES INSTITUTIONS AYANT RÉPONDU À LA QUESTION)

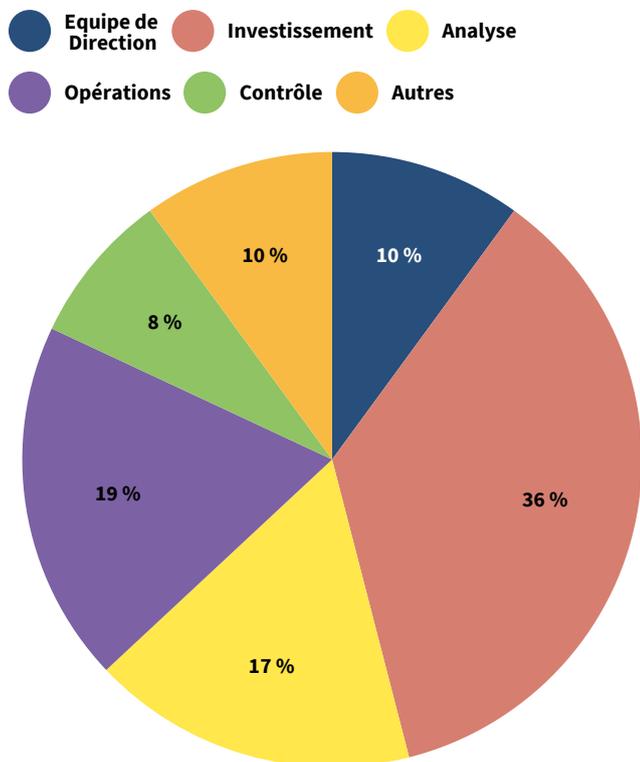


Source : Enquête Af2i 2023

Au total près de 1000 ETP (Équivalent Temps Plein) sont employés par les institutions ayant répondu à la question pour la fonction « Investissement-Gestion

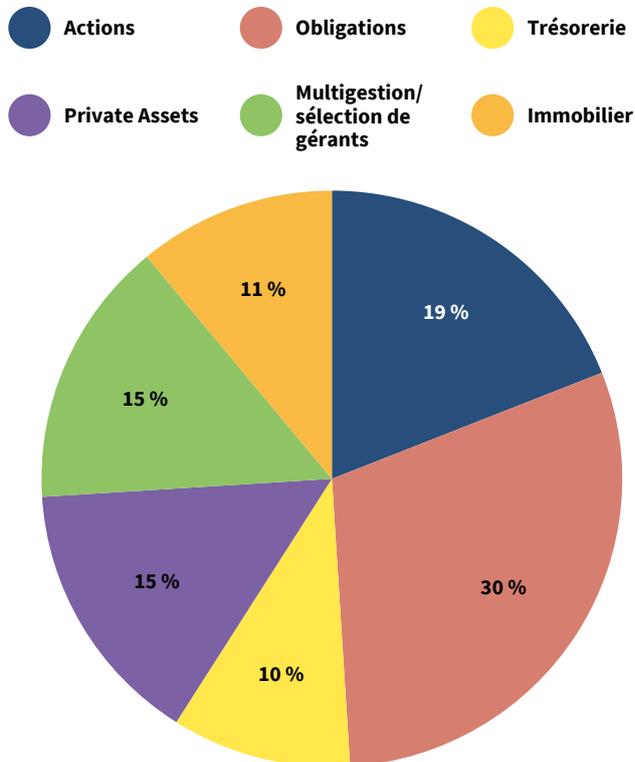
financière». La répartition par grandes fonctions et par classes d'actifs est la suivante :

### RÉPARTITION PAR GRANDES FONCTIONS



Source : Enquête Af2i 2023

### RÉPARTITION PAR CLASSES D'ACTIFS/STRATÉGIES



Source : Enquête Af2i 2023

Un peu plus de la moitié des répondants (53% contre 48% l'année passée) ont déclaré accueillir des apprentis. Cela s'est fait exclusivement dans les institutions dont le portefeuille est supérieur à 2 Md€ et cette proportion est significativement plus élevée chez les assureurs (74%). Parmi ceux qui l'ont fait, 34% ont déclaré avoir été amenés à recruter certains d'entre eux à l'issue de leur apprentissage.



## VI. ISR/ESG

---

La raison d'être d'un investisseur institutionnel est de gérer ses investissements avec pour objectif d'honorer, à tous moments et dans la durée, ses engagements. La vision de long terme est donc par essence une « ardente obligation », sans oublier l'objectif primal de rendement financier des actifs gérés.

Être structurellement engagé dans une dynamique de finance durable et responsable est désormais une dimension incontournable. Les investisseurs institutionnels sont donc naturellement impliqués dans la dynamique de financement de l'économie réelle et auront un rôle clef de stabilisateurs et de soutien aux entreprises dans les mois et les années qui viennent.

L'intégration des critères ISR/ESG est prise en compte par une part toujours croissante des investisseurs : 86% des répondants en 2022, contre 80% en 2021, 79% en 2020 et 73% en 2019. Au-delà de ce pourcentage significatif, le développement durable, dans toutes ses composantes, est devenu une partie intégrante des processus de gestion. Les investisseurs institutionnels ont pleinement pris conscience des enjeux, se sont appropriés la thématique et sont devenus des acteurs de la transition.

Si au cours des années 2000, l'investissement se construisait sur une approche à deux dimensions : rendement/risque, on a basculé depuis quelques années dans un monde à trois dimensions : risque/rendement/impact, qui est compris comme le seul moyen de créer de la valeur à long terme.

Ces dernières années, l'environnement et plus encore le climat ont été les priorités effaçant l'attrait d'autres thématiques. La crise de COVID-19 a révélé combien un rééquilibrage vers les enjeux sociétaux était impératif : celui-ci a commencé à s'opérer dès l'été 2020 et se poursuit encore.

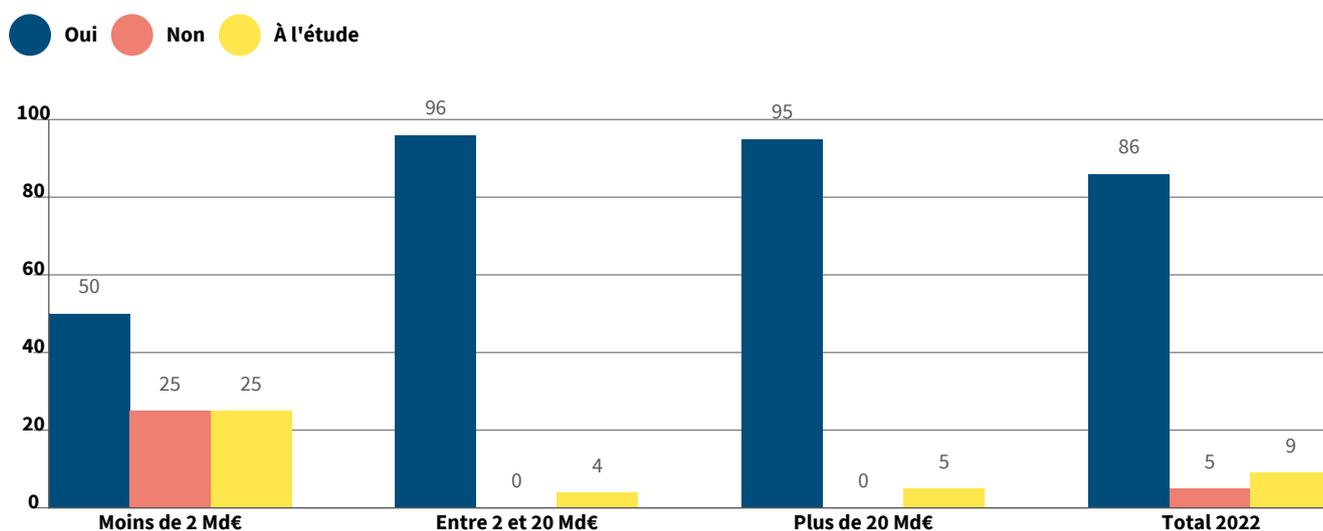
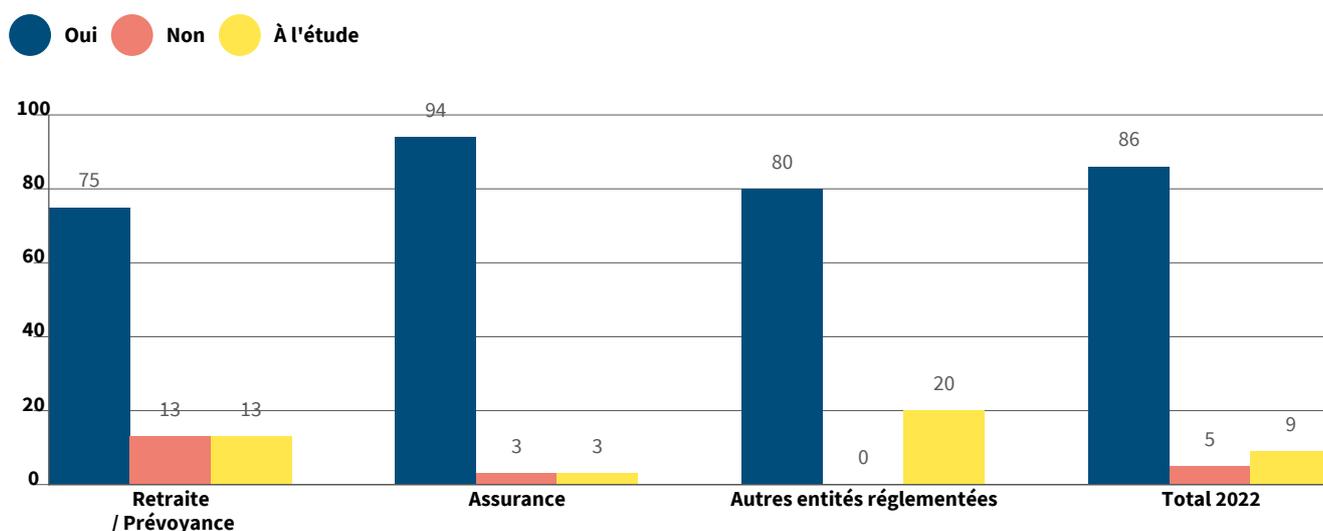
Ces trois dernières années, la question portait sur l'inclusion ou non d'une mission de financement de l'économie sociale et solidaire dans l'objet social de l'organisation. 26% des investisseurs ayant répondu à la question ont déclaré que l'objet social de leur organisation impliquait une mission de financement de l'économie sociale et solidaire (contre 24% en 2021 et 26% en 2020). La mise en application se poursuit. En effet, parmi les trois investisseurs ayant déclaré l'année dernière qu'ils allaient continuer en 2022, deux ont déclaré l'avoir fait cette année. Par ailleurs, un nouvel investisseur cette année a déclaré qu'il allait inclure une mission de financement de l'économie sociale et solidaire dans son objet social courant 2023.

Pour la seconde année consécutive, une série de questions était introduite sur les intentions des investisseurs institutionnels en matière d'ISR et de « durabilité » dans le cadre de la mise en application au niveau européen depuis le 11 mars 2021 du nouveau règlement SFDR. 78% des institutions interrogées (contre 80% l'année passée) et la quasi-totalité des assureurs (93%) ont déclaré avoir ouvert un chantier « durabilité » ou avoir l'intention de le faire en 2023.

## ► GÉNÉRALITÉS SUR L'ISR/ESG

### Intégration des critères ISR/ESG dans la gestion

#### INTÉGRATION DES CRITÈRES ISR/ESG SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



Source: Enquête Af2i 2023

La proportion d'institutions intégrant déjà des critères ISR/ESG dans leur sélection d'actifs reste nettement plus élevée chez les investisseurs dont la taille de portefeuille est supérieure à 2 Md€ (environ

95% contre 90% en 2021) que chez les investisseurs de plus petite taille (50%). Toutefois, on note une hausse significative en 2022 de la proportion d'investisseurs de plus petite taille indiquant intégrer

des critères ISR/ESG dans leur sélection d'actifs, ils n'étaient que 25% l'année passée contre 50% cette année.

Les résultats ci-dessus doivent néanmoins être analysés avec prudence. La dimension ISR/ESG est désormais transverse au processus de gestion : la référence à un label de type ISR est désormais seulement une des composantes de l'engagement des investisseurs institutionnels. Le label ISR est avant tout un besoin d'identification pour la gestion collective. L'approche institutionnelle est plus large et consiste à prendre en compte, dans les décisions d'investissement et d'engagement des entreprises, des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG). De fait, la seule prise en compte de fonds labélisés se heurte à une asymétrie d'information forte pour l'institutionnel, dans la mesure où l'intégration effective des considérations extra-financières d'un seul véhicule d'investissement et sa cohérence avec le processus ESG global sont délicates à démontrer.

Pour la troisième année consécutive, les investisseurs étaient interrogés sur l'impact du critère ISR adopté durant l'année en cours sur leurs actifs immobiliers :

- 64% (comme l'année passée et contre 71% en 2020) ont dit que cela ne changeait rien, les portefeuilles étant déjà largement investis en fonction des labels existants ;
- 18% (contre 22% en 2021 et 14% en 2020) ont dit que c'était un label qu'ils exigeraient pour l'essentiel de leurs investissements ;
- 18% (comme 14% en 2021 et en 2020), ont dit que ce cela allait les conduire à arbitrer leur portefeuille pour aboutir à une part significative d'actifs immobiliers ISR.

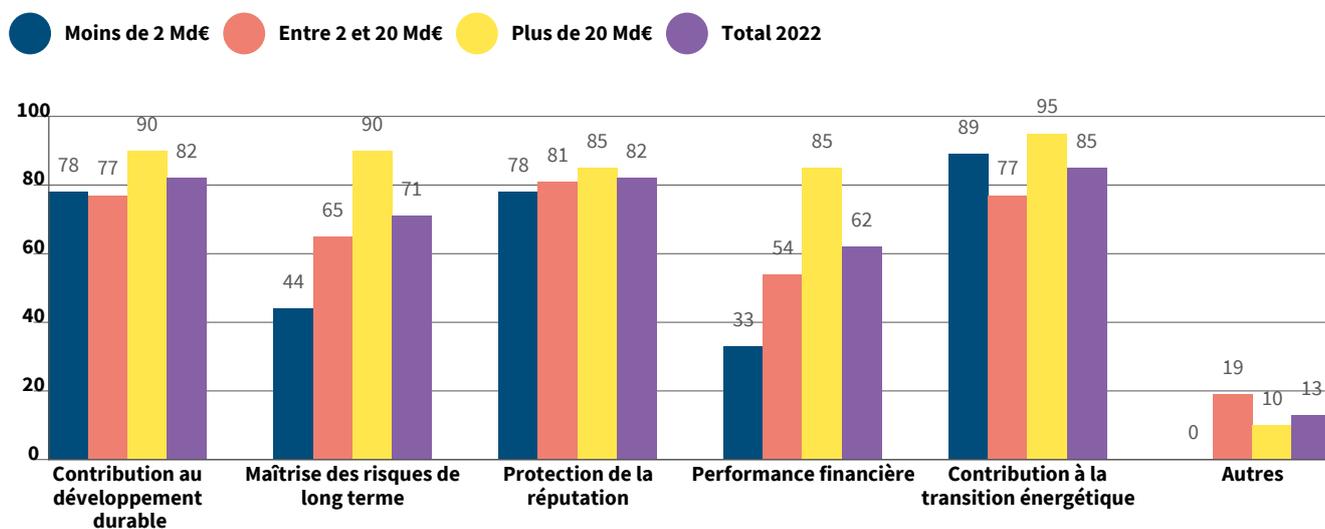
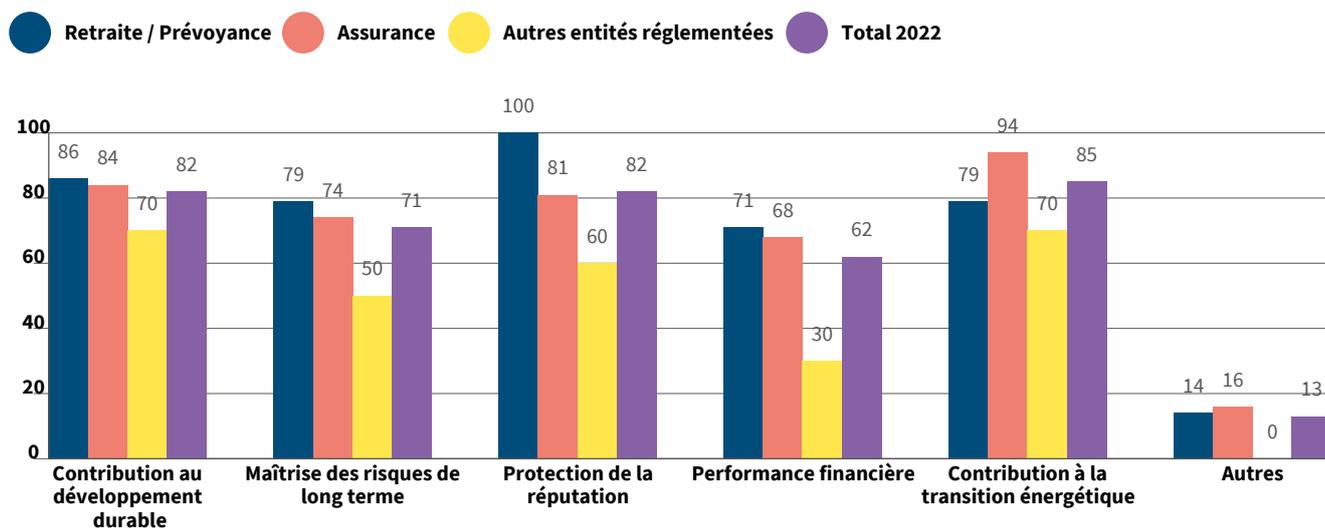
La proportion d'investisseurs qui ont déclaré que cela ne changerait rien reste plus élevée parmi les institutions de retraite/prévoyance (80%).

Pour la troisième année consécutive, les investisseurs étaient interrogés sur les green bonds et EMTN verts :

- 63% (contre 60% en 2021 et en 2020), ont déclaré qu'ils investissaient dans des green bonds et EMTN verts (ainsi que dans des social bonds) sans en faire une poche distincte d'allocation d'actifs ;
- 16% (contre 18% en 2021 et 13% en 2020), ont déclaré qu'ils investissaient dans des green bonds et des EMTN verts uniquement au travers de gérants externes (mandats et/ou fonds), de manière à utiliser l'expertise de gérants qui ont accès au gisement existant et peuvent arbitrer les titres ;
- 16% (contre 12% en 2021 et 17% en 2020), ont déclaré que les green bonds et EMTN verts étaient devenus une classe d'actifs à part entière, dont ils définissaient une part dans l'allocation d'actifs, au même titre que les obligations corporate ou la dette émergente et que les social bonds seraient intégrés de la même manière, avec le développement des gisements ;
- Seulement 5% (contre 11% en 2021 et 9% en 2020), ont déclaré qu'ils limitaient leurs investissements en green et social bonds, compte tenu du faible niveau de rendement actuariel offert et qu'ils n'intervenaient qu'au cas par cas sur des opportunités ;
- Depuis deux ans, plus aucun investisseur (contre un seul en 2020) ne déclare que ces obligations spécifiques, green ou blue, ne l'intéressent pas du tout.

## Raisons prévalant aux allocations en ISR/ESG

**RAISONS PRÉVALANT AUX ALLOCATIONS ISR/ESG  
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**  
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS INTÉGRANT DES CRITÈRES ISR/ESG DANS LEUR GESTION)



Source: Enquête Af2i 2023

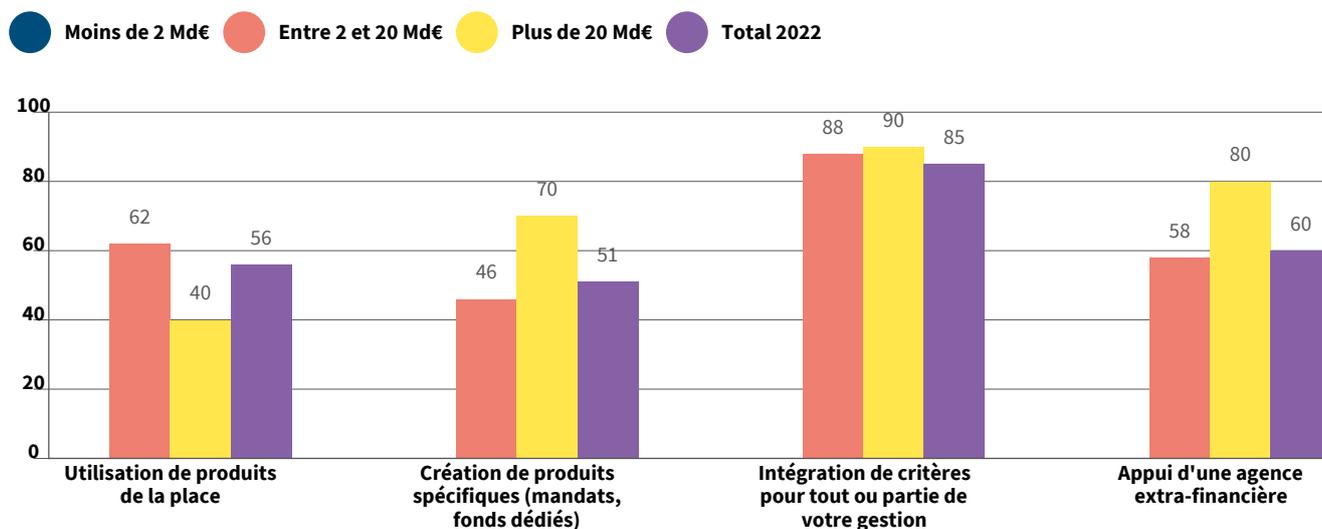
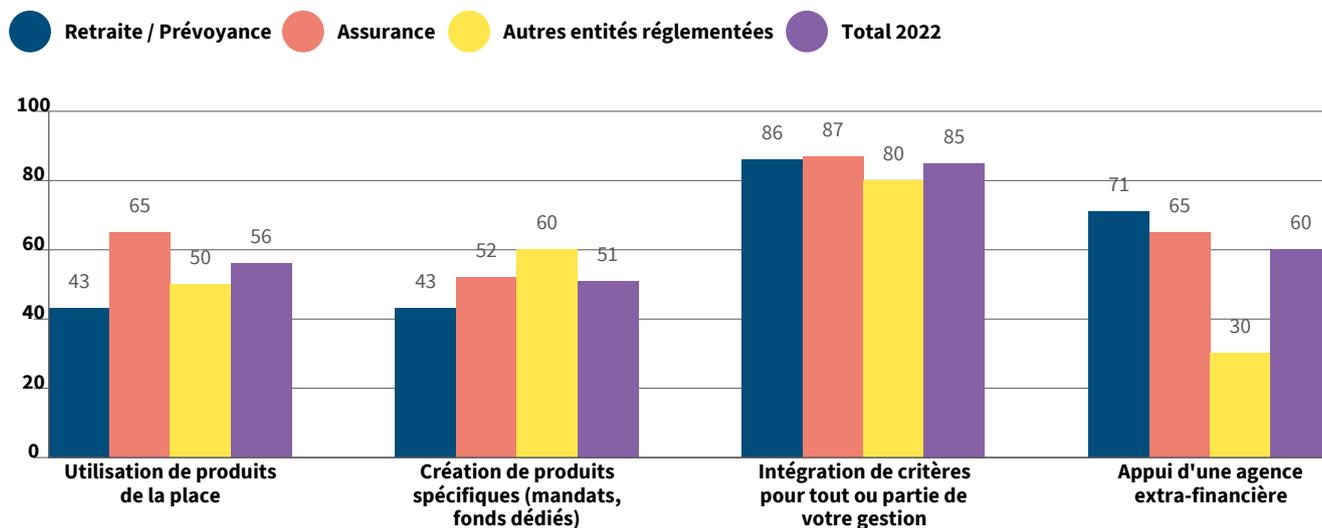
La plupart des critères non financiers suggérés comme motivation pour l'intégration des critères ISR/ESG par les investisseurs institutionnels dans leur gestion sont cités par la très grande majorité des répondants : près des trois quarts ou plus.

La contribution à la transition énergétique progresse de 20 points de pourcentage cette année et arrive en première position, légèrement devant la contribution au développement durable et la protection de la réputation qui arrivent en seconde position ex æquo.

Si les investisseurs institutionnels sont moins nombreux (62%) à invoquer l'impact sur la performance financière comme motivation pour leur allocation ISR, beaucoup d'entre eux considèrent que la sélection de sociétés engagées en matière de développement durable est à terme créatrice de valeur pour leur portefeuille. Si la surperformance des sociétés impliquées dans la démarche ESG n'est pas avérée, celles-ci démontrent une vision stratégique de moyen terme et une implication à contribuer à un monde meilleur qui sont de nature à rassurer les investisseurs institutionnels.

## Méthodes mises en œuvre pour l'investissement responsable

### MÉTHODES MISES EN ŒUVRE POUR L'ALLOCATION ISR/ESG SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS INTÉGRANT DES CRITÈRES ISR/ESG DANS LEUR GESTION)



Source : Enquête Af2i 2023

De manière encore plus marquée que les années précédentes, la prépondérance va à l'intégration de critères propres pour tout ou partie de la gestion. Les institutionnels souhaitent garder la liberté de leur engagement en tant qu'investisseur responsable et ne veulent pas se faire imposer l'orientation de leur politique ESG, que ce soit par les gérants d'actifs, ou par une agence extra-financière, même si le processus d'intégration de l'extra-financier dans les processus de gestion s'appuie sur l'expertise de ces deux types de partenaires clefs.

En fait, la question centrale pour l'investisseur institutionnel est celle de l'accompagnement des entreprises sur lesquelles il est investi, via des actions ou des dettes. Si l'on acte le fait que l'on continuera à détenir des valeurs industrielles, qui produisent des voitures, du ciment, de la chimie, de l'agro-alimentaire transformé, l'objectif pour l'investisseur institutionnel est d'encourager et d'accompagner la transition vers des méthodes de production moins polluantes, moins consommatrices d'énergie ou d'eau et intégrant des capacités de recyclage intelligent. Pour un investisseur institutionnel, une décarbonation réussie ne se réduit pas à une réallocation de portefeuille, mais signifie une décarbonation de l'économie.

La transposition des choix et des ambitions d'un investisseur institutionnel se fait légitimement dans la politique d'investissement. Si la RSE (Responsabilité Sociétale de l'Entreprise) de l'institution définit un corpus de valeurs, des principes éthiques et de gouvernance, la philosophie sur les paramètres importants dans les domaines environnementaux et sociétaux se déclinera naturellement dans la politique d'investissement.

## ► THÉMATIQUES PRIVILÉGIÉES EN MATIÈRE DE DÉVELOPPEMENT DURABLE

### Quelles sont vos priorités parmi les thématiques en matière de développement durable ?

Libellé	Priorité 1	Priorité 2	Priorité 3
<i>Climat « Objectif 2 degrés »</i>	22,1%	3,4%	1,4%
<i>Actifs bas carbone</i>	8,3%	8,3%	1,4%
<i>Eau et biodiversité</i>	0,0%	7,6%	6,2%
<i>Autres objectifs environnementaux</i>	0,7%	2,8%	2,8%
<i>Impact social</i>	0,7%	6,2%	13,1%
<i>Développement local et régional</i>	0,7%	0,7%	4,1%
<i>Santé</i>	1,4%	2,8%	2,1%
<i>Logement social et intermédiaire</i>	0,0%	2,1%	0,0%
<i>Aide au développement</i>	0,0%	0,0%	0,7%
<i>Autres</i>	0,7%	0,0%	0,0%
<b>Total (moyenne des répondants)</b>	<b>34,5%</b>	<b>33,8%</b>	<b>31,7%</b>

Source : Enquête Af2i 2023

De manière encore plus marquée d'année en année, les questions d'environnement restent la principale priorité des investisseurs institutionnels. En effet, ils sont 65% à citer les thématiques liées à l'environnement parmi leurs priorités (contre 60% en 2021, 56% en 2020 et 51% en 2019).

La thématique «Climat objectif 2 degrés» reste de loin la plus citée comme priorité. Comme l'année passée, 22% la placent en première priorité, contre 19% en 2020 et 15% en 2019.

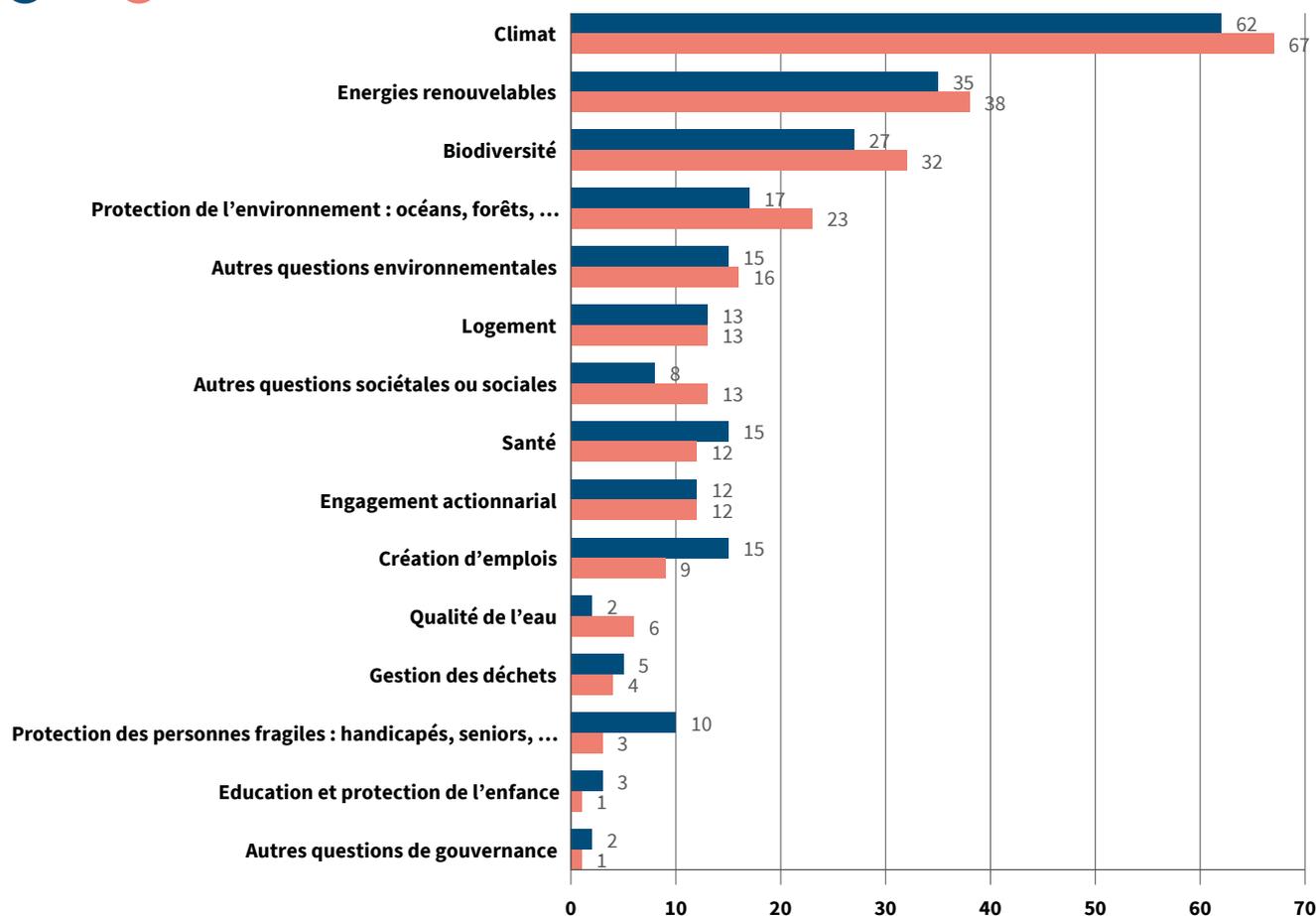
Même si la sélection en première priorité reste très faible (moins de 1%), l'impact social est depuis 2020 le second thème le plus cité comme priorité, avec 20% de réponses.

## Sur quelles thématiques vont se positionner en priorité vos investissements ESG 2023 ?

### THÉMATIQUES SUR LESQUELLES LES INVESTISSEURS DÉCLARENT VOULOIR POSITIONNER EN PRIORITÉ LEURS INVESTISSEMENTS SUR L'ANNÉE À VENIR

(EN % DU NOMBRE D'INSTITUTIONS INTERROGÉES)

● 2021 ● 2022



Source : Enquête Af2i 2023

On observe une relative stabilité des thématiques sur lesquelles les investisseurs déclarent vouloir positionner en priorité leurs investissements par rapport à l'année dernière.

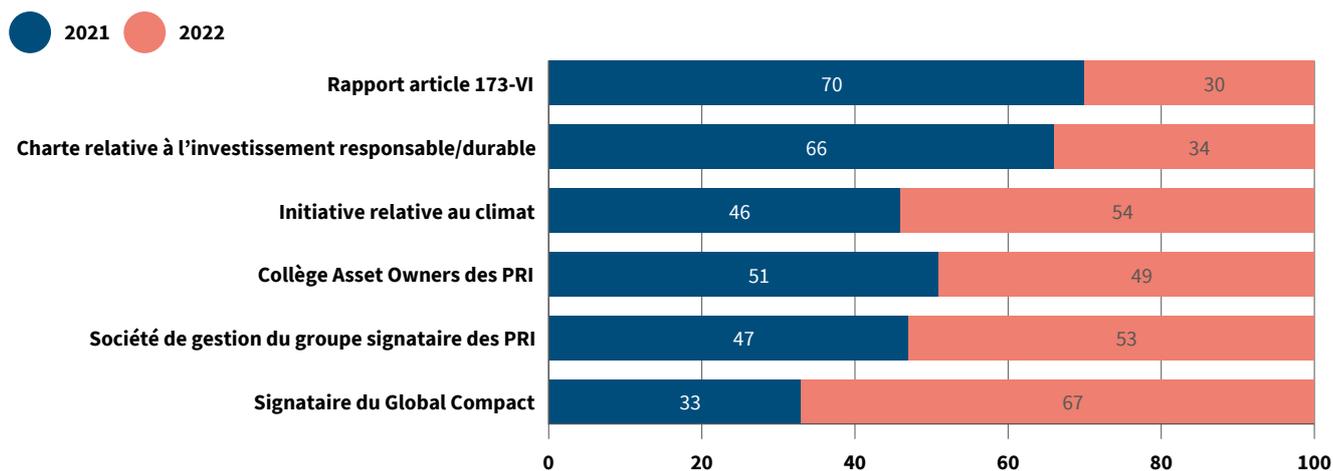
Le climat reste la préoccupation majeure. Pour 67% des répondants (contre 62% en 2021 et 56% en 2020), l'approche risque/rendement n'a désormais de sens qu'en considérant l'empreinte des investissements sur le climat.

La biodiversité, qui rappelons-le est un des thèmes majeurs du reporting ESG demandé au titre de l'article 29 de la loi Énergie-Climat du 8 novembre 2019, gagne encore en importance. 32% des répondants la citent comme thématique prioritaire, contre 27% en 2021 et 19% en 2020.

## ► PUBLICATIONS/ADHÉSIONS

Pour la troisième année consécutive, les investisseurs étaient interrogés sur la publication éventuelle d'un rapport ESG et sur leur adhésion à des chartes ou principes ESG.

### RÉPONSES DES INVESTISSEURS SUR LES PUBLICATIONS ESG ET ADHÉSION À DES PRINCIPES ESG (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS À LA QUESTION)



Source : Enquête Af2i 2023

Comme l'année passée, la majorité des investisseurs interrogés (70%) ont déclaré publier un rapport article 173-VI. Ils sont également très nombreux (66%) à avoir adopté une charte relative à l'investissement responsable/durable, mais moins nombreux à avoir rejoint une initiative relative au climat (46%). On note toutefois une augmentation continue de la proportion d'investisseurs ayant rejoint une initiative climat (8 points de pourcentage cette année et 7 points de pourcentage l'année passée).

Par rapport à l'année passée, on note une légère augmentation du nombre de signataires du UN Global Compact et du nombre de groupes dans lesquels une société de gestion est signataire des PRI.

## ► SFDR ET LABÉLISATION

Pour la seconde année consécutive, une série de questions était introduite dans l'Enquête Af2i sur les intentions des investisseurs institutionnels en matière d'ISR et de «durabilité» dans le cadre de la mise en application au niveau européen depuis le 11 mars 2021 du nouveau règlement SFDR, acronyme de Sustainable Finance Disclosure Régulation.

Tout d'abord, il était demandé cette année aux membres de l'Af2i s'ils avaient ouvert un chantier «durabilité» au sein de leur institution ou s'ils avaient l'intention de le faire en 2023. Parmi ceux qui ont répondu à la question, ils étaient 78% à déclarer avoir ouvert un chantier «durabilité» (contre 72% l'année passée). Parmi ceux qui n'ont pas encore ouvert de chantier «durabilité», un peu moins d'un cinquième (18%) ont dit que c'était à l'agenda pour 2023. Ainsi, nous devrions terminer l'année 2023 avec plus de 80% des institutions ayant ouvert un chantier «durabilité». La quasi-totalité des assureurs (93%) à avoir répondu ont soit déjà ouvert le chantier «durabilité», soit prévoient de le faire d'ici à 2028.

Les membres de l'Af2i étaient également interrogés sur la manière dont ils avaient mis en place leur chantier «durabilité». Parmi ceux qui ont déjà commencé, moins de la moitié (45% contre 41% l'année passée) ont dit qu'ils le faisaient en se faisant accompagner par un tiers.

Pour les investisseurs qui ont déjà ouvert un chantier «durabilité», nous avons demandé qui était le ou les sponsor(s) :

- 63% ont cité la Direction des investissements (contre 55% en 2021);
- 35% ont cité la Direction générale (comme en 2021);
- 30% ont cité la Direction RSE/DD (contre 19% en 2021).

Il était également demandé aux membres de l'Af2i sous quel article (6, 8 ou 9) ils entendaient inscrire leurs portefeuilles relevant de la réglementation SFDR :

- 84% des répondants ont cité l'article 8 (contre 63% en 2021);
- 16% des répondants ont cité l'article 6 (comme en 2021);
- aucun répondant n'a cité l'article 9 (contre 21% en 2021).

Interrogés sur l'intégration des enjeux/objectifs en matière de «durabilité» dans la rémunération des dirigeants, près de la moitié des répondants (44% contre 38% l'année passée) ont répondu positivement. Quant à l'accompagnement dans l'élaboration des rapports extra-financiers, comme l'année passée, un peu plus de la moitié (52%), des répondants ont déclaré se faire accompagner.

Enfin, nous avons demandé aux membres de l'Af2i s'ils privilégiaient le positionnement SFDR ou un label ISR pour leur sélection de fonds ISR. Près des trois quarts des répondants (76% contre 57% en 2021) ont déclaré privilégier le positionnement SFDR au label ISR.

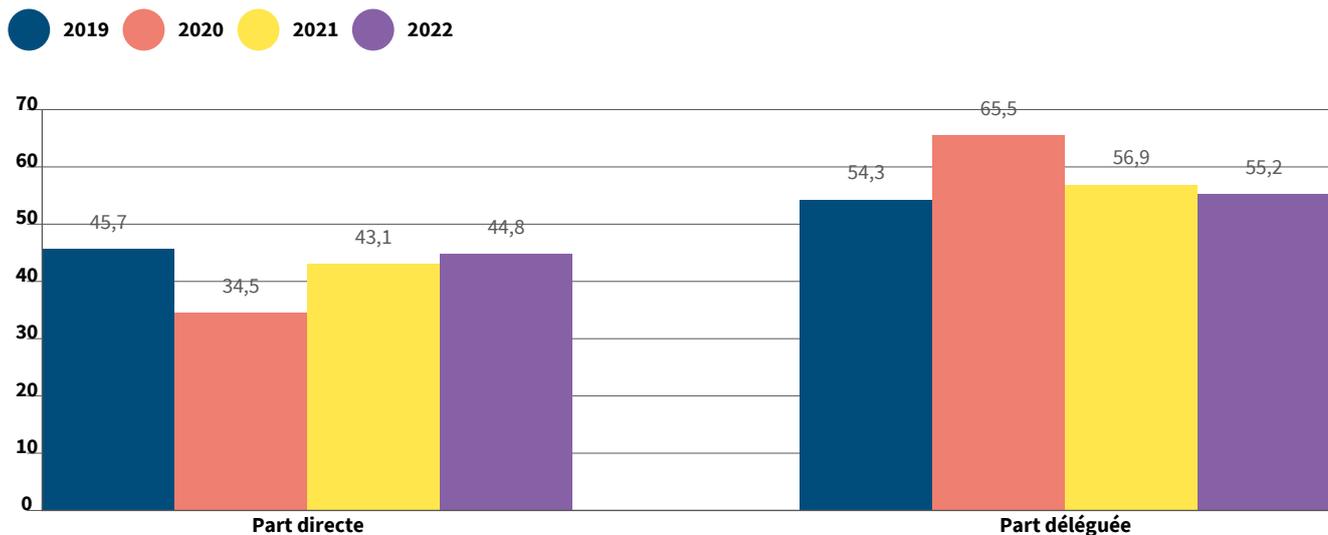


## VII. Relations avec les sociétés de gestion

### ► DÉLÉGATION DE GESTION

#### Part de la gestion déléguée

#### PART DE LA GESTION DIRECTE ET PART DÉLÉGUÉE (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)

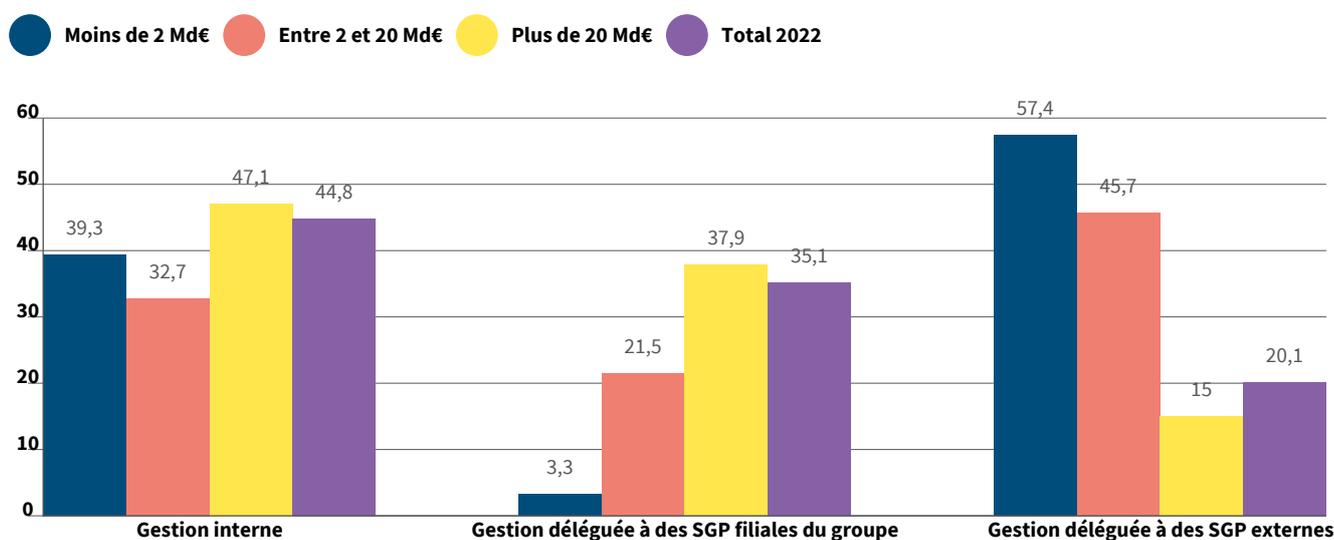
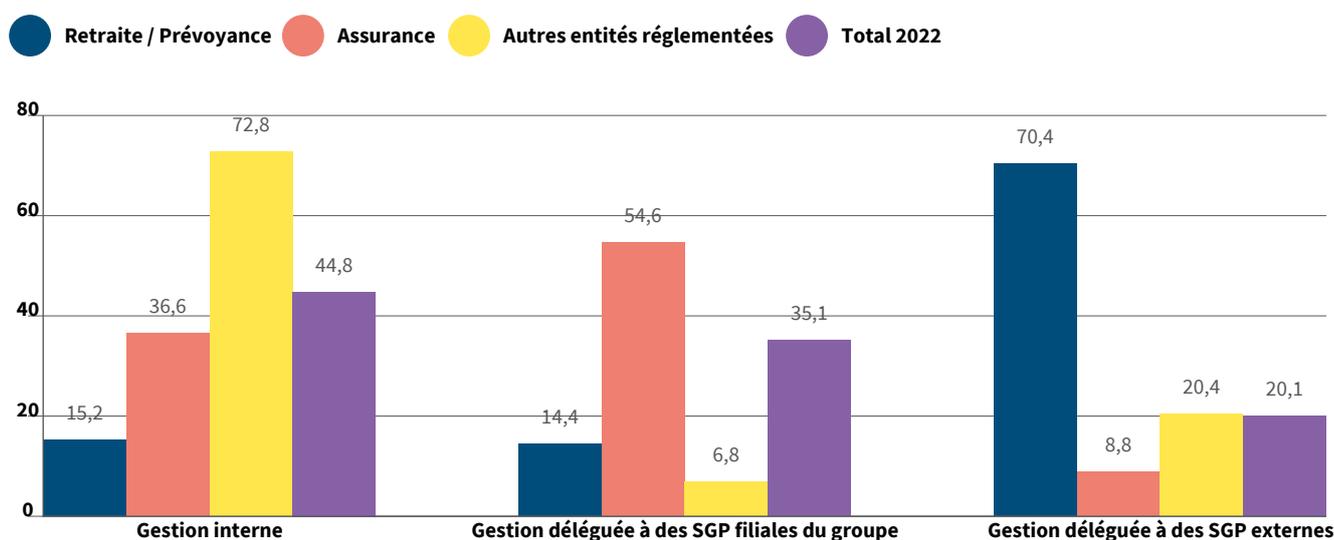


Source : Enquête Af2i 2023

Comme les années précédentes, les répondants délèguent en moyenne plus de la moitié de leur gestion.

On note une baisse de la part des encours gérés en direct en 2020. Toutefois, ces évolutions sont à interpréter avec prudence étant donné la variabilité du taux de réponse à cette question d'une année sur l'autre.

## Société de gestion filiale ou externe

**PART DE LA GESTION DÉLÉGUÉE À DES SOCIÉTÉS EXTERNES ET À DES SOCIÉTÉS FILIALES  
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**  
(EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)


Source : Enquête Af2i 2023

Même si elle représente moins de la moitié des portefeuilles en moyenne, la part de la gestion interne reste nettement plus élevée chez les assureurs que chez les groupes de retraite et de prévoyance. Toutefois, de manière traditionnelle, la délégation, pour les assureurs, se fait majoritairement par l'intermédiaire de SGP filiales du groupe, alors que pour les groupes de retraite et de prévoyance il s'agit principalement de délégation à des SGP externes.

La part de la gestion interne par rapport à la gestion déléguée varie peu selon la taille des investisseurs institutionnels. En revanche, de manière non surprenante, plus la taille de l'investisseur institutionnel est importante, plus les délégations de gestion sont réalisées au profit de filiales.

## Répartition des délégations de gestion

Dans cette part de gestion déléguée (100%), combien de SGP gèrent pour vous ?

### NOMBRE MOYEN DE SGP EN CHARGE DE LA GESTION DÉLÉGUÉE PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS

	Retraite/Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total
<i>Mandats/Fonds dédiés</i>	33	19	22	<b>25</b>
<i>OPC ou FIA ouverts</i>	29	35	65	<b>38</b>

Source : Enquête Af2i 2023

### NOMBRE MOYEN DE SGP EN CHARGE DE LA GESTION DÉLÉGUÉE PAR TAILLE D'INVESTISSEURS

	< 2 Md€	2 – 20 Md€	> 20 Md€	Total
<i>Mandats/Fonds dédiés</i>	23	19	34	<b>25</b>
<i>OPC ou FIA ouverts</i>	18	36	49	<b>38</b>

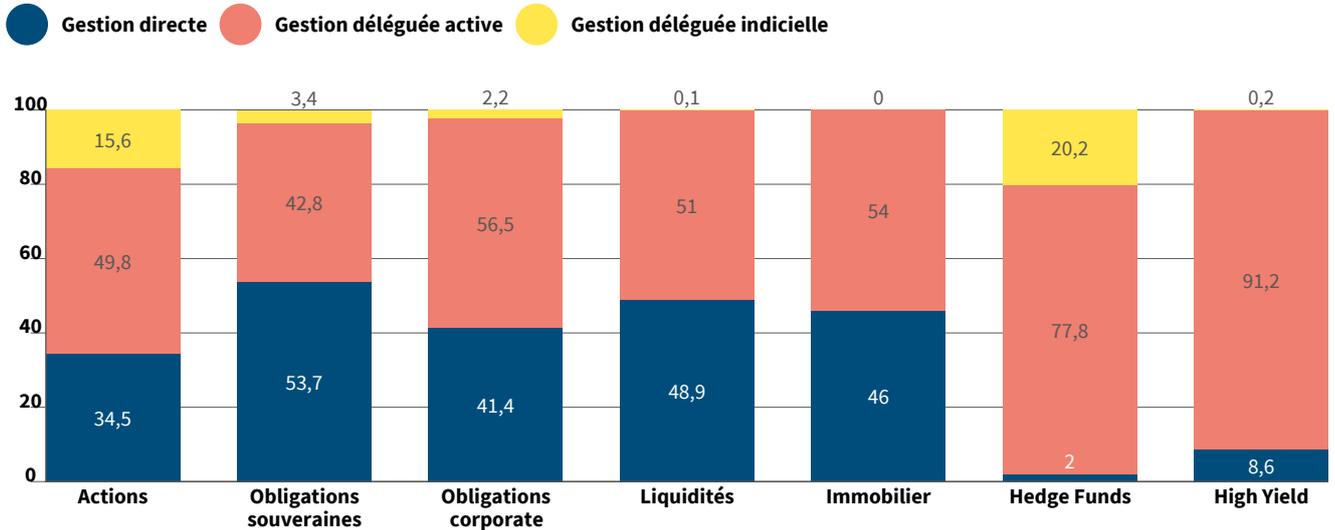
Source : Enquête Af2i 2023

Lorsque les investisseurs institutionnels délèguent leur gestion sous forme d'OPC ou de FIA ouverts, ils semblent faire appel à un plus grand nombre de sociétés de gestion que lorsqu'ils la délèguent sous forme de mandats ou de fonds dédiés. Toutefois ces résultats restent à interpréter avec prudence étant donné la variabilité du taux de réponse à cette question.

## Types de gestion par classe d'actifs

## MODALITÉS DE DÉLÉGATION DE GESTION PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS

(EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



Source : Enquête Af2i 2023

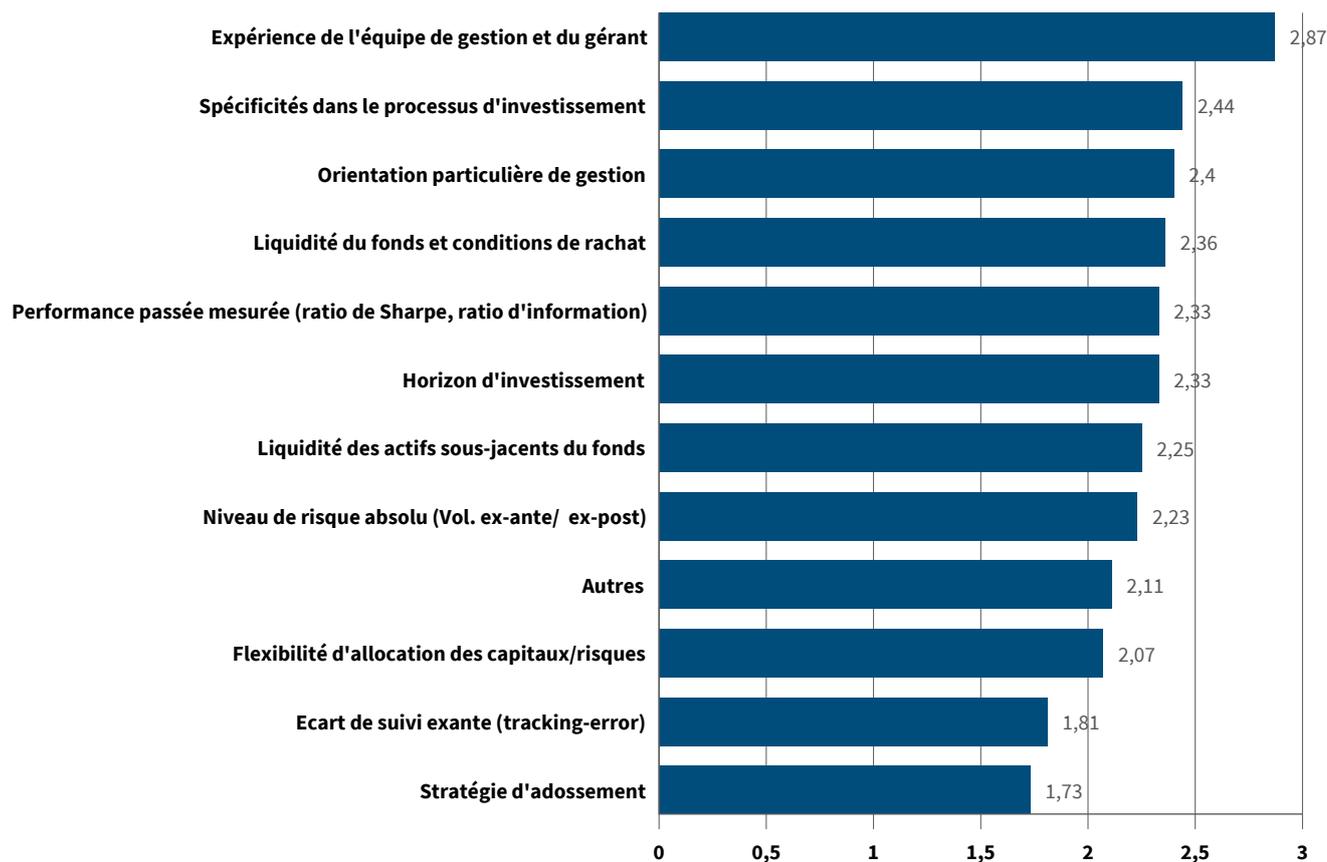
Depuis deux ans, on constate que la gestion déléguée indicielle est principalement réservée aux actions, à hauteur de 15,6% (contre 11,7% l'année passée). On trouvait auparavant des pourcentages équivalents sur les obligations souveraines et les obligations corporate. On peut également constater une part importante (20%) de gestion indicielle pour les hedge funds, mais étant donné la faible taille de cette classe d'actifs, les résultats restent à interpréter avec prudence.

Sur le high yield, il n'y a presque que de la gestion déléguée active.

## ► CRITÈRES DE SÉLECTION POUR DES FONDIS

Quelle est l'utilisation de chacun des critères suivants lorsque vous sélectionnez des fonds ou une société de gestion pour un mandat ?

### IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LA SÉLECTION DES FONDIS (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



Source : Enquête Af2i 2023

De manière encore plus marquée qu'en 2021 et 2020, c'est l'«expérience de l'équipe de gestion et du gérant» qui ressort clairement comme principal critère de sélection pour les investisseurs institutionnels français.

On note, cette année, une baisse de l'importance attachée à l'«orientation particulière de la gestion», qui passe ainsi en troisième position derrière les «spécificités dans le processus d'investissement».

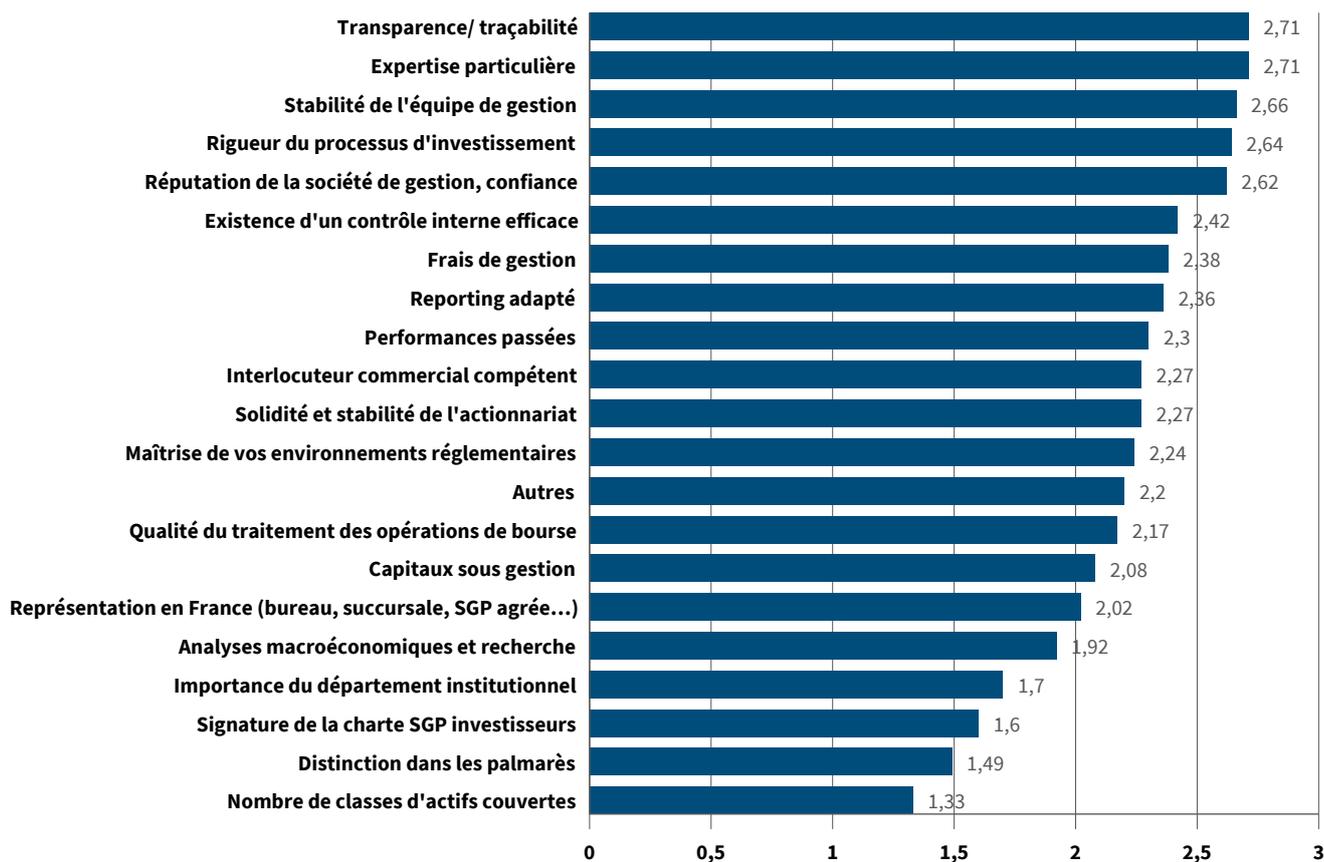
Le critère «liquidité du fonds et conditions de rachat» garde le même score que l'année passée et

reste en quatrième position. Dès que les marchés sont incertains et volatils, la liquidité redevient un élément de choix crucial pour les investisseurs institutionnels.

## ► CRITÈRES DE SÉLECTION DES SOCIÉTÉS DE GESTION

Quelle est l'importance de chacun des critères suivants lorsque vous sélectionnez des sociétés de gestion ?

### IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LE CHOIX DES SOCIÉTÉS DE GESTION (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



Source: Enquête Af2i 2023

Comme l'année passée, la «transparence/traçabilité» reste le premier critère retenu pour le choix des sociétés de gestion, à égalité avec l'«expertise particulière». La «stabilité de l'équipe» reste parmi les trois critères majeurs et arrive juste derrière.

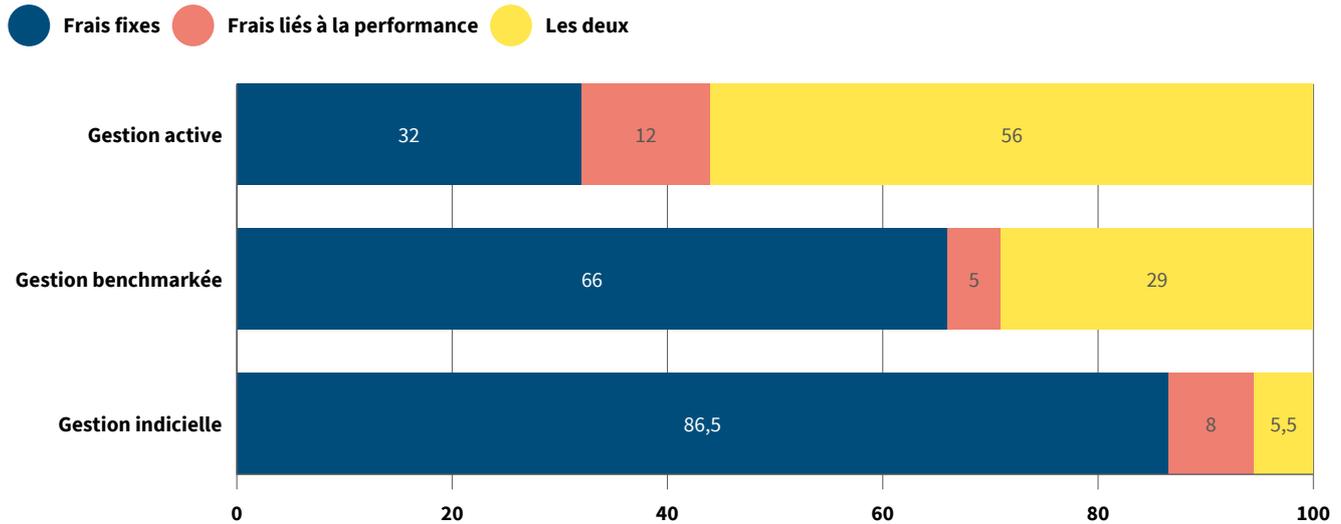
On note par ailleurs, pour la troisième année consécutive, une baisse de l'importance attachée aux «distinctions dans les palmarès» qui restent en avant-dernière position.

## ► RÉMUNÉRATION PAR TYPE DE GESTION

### Quelle rémunération pour quelle gestion ?

#### MODALITÉS DE RÉMUNÉRATION PAR TYPE DE GESTION

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



Source : Enquête Af2i 2023

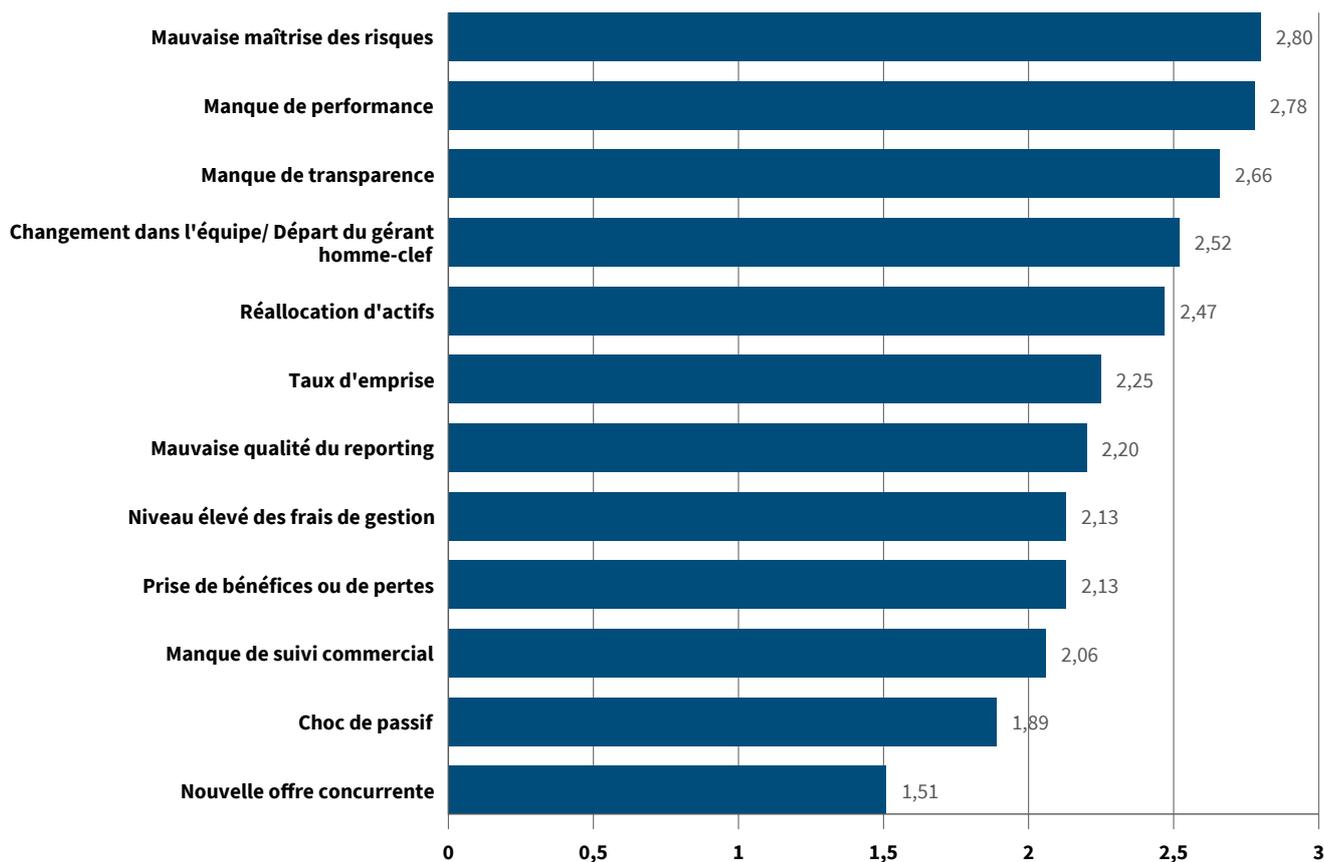
Comme l'année passée, tant pour la gestion benchmarkée que pour la gestion indicielle, la préférence des investisseurs se porte très largement sur une mécanique de frais fixes, à hauteur respectivement de 66% et 86%.

À l'inverse, sur la gestion active, les institutionnels sont principalement favorables (56%) à un mix entre frais fixes et frais liés à la performance.

## ► CESSATION DES RELATIONS AVEC DES PARTENAIRES FINANCIERS

Quelles sont les raisons qui vous poussent à céder un fond ou mettre fin à un mandat ?

### RAISONS QUI POUSSENT LES INVESTISSEURS À QUITTER LEURS PARTENAIRES FINANCIERS (PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



Source: Enquête Af2i 2023

Globalement, les raisons qui poussent les investisseurs à éventuellement quitter leurs partenaires financiers évoluent assez peu d'une année sur l'autre. La «mauvaise maîtrise des risques», le «manque de performance» et le «manque de transparence» occupent toujours les trois premières positions.

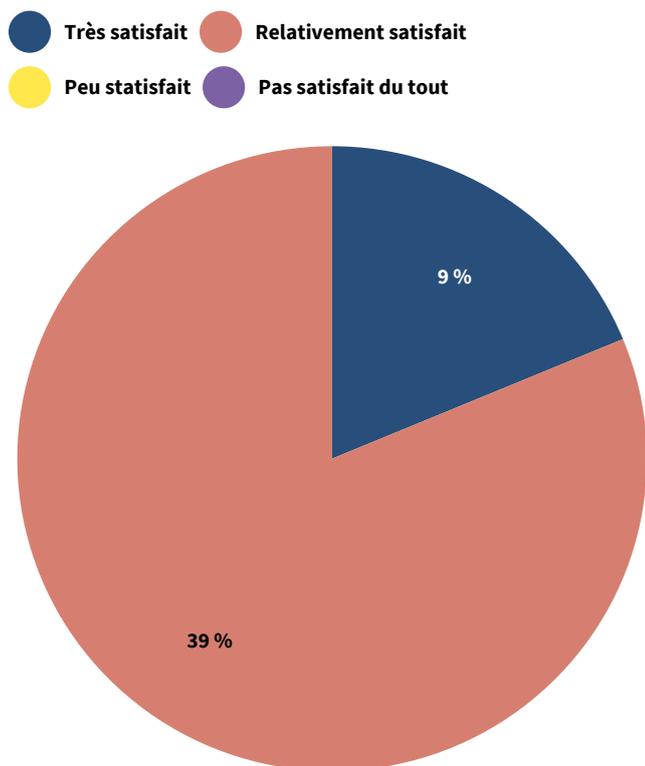
On notera toutefois cette année, même si les scores restent très proches, le passage de la «mauvaise maîtrise des risques» en première position devant le «manque de performance».

## ► QUALITÉ DES RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION

**Globalement, diriez-vous que dans votre relation avec les sociétés de gestion vous êtes ?**

### NIVEAU DE SATISFACTION DES INVESTISSEURS DE LEURS RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION

(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



Source : Enquête Af2i 2023

Globalement, les sociétés de gestion peuvent être rassurées : comme l'année passée, plus des deux cinquièmes des répondants à l'Enquête Af2i se déclarent relativement satisfaits de leurs relations avec les sociétés de gestion avec lesquelles ils travaillent et 19% se déclarent même très satisfaits (contre 13% en 2021).





# Depuis quatre ans, l'Enquête Af2i et le «Panorama» sont réunis en un seul dossier.

Cette dernière partie est réalisée en collaboration avec l'OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne) et l'Af2i. Les sources de données sont multiples : Eurostat, OCDE, EIOPA, le système européen des comptes et les comptabilités nationales de différents pays européens. Nous sollicitons l'aide de l'autorité européenne des assurances et pensions professionnelles (EIOPA) et de l'association européenne des fonds d'investissement et sociétés de gestion (EFAMA), afin de valider la méthodologie utilisée. Nous les remercions pour leur aide précieuse.

L'objectif est de permettre une comparaison entre les décisions d'investissements des institutionnels français, telles que décrites dans l'enquête et celles de leurs homologues européens.

Les allocations d'actifs des institutionnels européens sont analysées à l'aune des contraintes spécifiques à chaque catégorie, mais également en relation avec les différents produits d'épargne longue qu'ils commercialisent et avec les systèmes de retraites complémentaires des principaux pays européens. Partout, la réglementation a pris une importance croissante depuis deux décennies et instaure des niveaux superposés de sécurité et de contrôles, qui peuvent être perçus comme des freins.

Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Pays-Bas et Suède font l'objet d'un focus détaillé.

Une attention particulière est portée sur les produits d'épargne retraite gérés par des investisseurs institutionnels, tels qu'ils sont définis par l'Af2i : ce sont principalement des produits gérés par les compagnies d'assurance et fonds de pension. En termes de piliers, il s'agit de produits de type Pilier 2 et 3.

Nous retenons de cette comparaison européenne des placements des investisseurs institutionnels :

- un certain nombre de similitudes entre la France et l'Allemagne, en ce qui concerne la composition des portefeuilles des investisseurs institutionnels, avec une part plus importante d'obligations corporate ;
- une forte concentration des placements des ménages dans l'immobilier de placement et les infrastructures dans les pays du sud de l'Europe (Espagne et Italie) qui bénéficient notamment d'un système de retraite publique relativement généreux ;
- une exposition beaucoup plus forte des ménages et investisseurs institutionnels aux marchés d'actions en Suède.

## VIII. Panorama Européen

### ► PRÉAMBULE MÉTHODOLOGIQUE

Dans cette section, nous comparons les placements des investisseurs institutionnels français avec ceux des investisseurs institutionnels des autres pays européens, plus particulièrement l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suède.

Les placements pris en compte sont ceux :

- des compagnies d'assurance;
- des fonds de pension;
- des fonds de sécurité sociale;
- des investisseurs de long terme publics ou parapublics.

Pour les compagnies d'assurance, nous utilisons les statistiques de l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), qui nous permettent d'obtenir une répartition du portefeuille global par classe d'actifs proche de celle qui est utilisée dans l'enquête Af2i. En particulier, contrairement aux statistiques que nous obtenons pour le secteur des compagnies d'assurance (S128) dans les comptes financiers nationaux selon le Système européen des comptes SEC 2010<sup>1</sup>, les statistiques de l'assurance de l'EIOPA nous permettent :

- de distinguer les différents types d'obligations détenues par les compagnies d'assurance (obligations souveraines, corporate, produits structurés, obligations sécurisées);
- de distinguer les différents types de fonds d'investissement détenus (fonds actions, obligataires, monétaires...)
- de connaître le montant des investissements non financiers (immobilier et infrastructures); et
- de connaître le montant des investissements en gestion alternative et capital-investissement.

Pour les fonds de pension et les fonds de sécurité sociale, nous utilisons en premier lieu les comptes financiers nationaux selon le Système européen des comptes SEC 2010, qui ne prennent en compte que les placements financiers.

Les fonds de pension (S129) sont définis dans le SEC 2010 comme «les sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation des risques et des besoins sociaux des assurés (assurance sociale). Les fonds de pension, en tant que régimes d'assurance sociale, assurent des revenus au moment de la retraite (et souvent des allocations de décès et des prestations d'invalidité)». Il s'agit à la fois de fonds de pension professionnels et non professionnels. Les statistiques de l'EIOPA permettent une granularité plus fine des placements des fonds de pension professionnels et l'obtention de statistiques sur les placements non financiers, mais, malheureusement, elles ne couvrent pas les fonds de pension personnels.

En moyenne les placements des compagnies d'assurance et des fonds de pension représentent près de 90% des placements totaux des investisseurs institutionnels.

Comme décrit dans le SEC 2010, le secteur des administrations de sécurité sociale (S.1314) réunit «les unités institutionnelles centrales, fédérées et locales dont l'activité principale consiste à fournir des prestations sociales et qui répondent aux deux critères suivants :

- a. certains groupes de la population sont tenus de

1. <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925793/KS-02-13-269-FR.PDF/cfd0cb42-e51a-47ce-85da-1fbf1de5c86c>

- participer au régime ou de verser des cotisations en vertu des dispositions légales ou réglementaires;
- b. indépendamment du rôle qu'elles remplissent en tant qu'organismes de tutelle ou en tant qu'employeurs, les administrations publiques sont responsables de la gestion de ces unités pour ce qui concerne la fixation ou l'approbation des cotisations et des prestations.

Il convient de noter qu'il n'existe habituellement aucun lien direct entre le montant des cotisations versées par un individu et les risques auxquels il est exposé.»

La frontière entre les fonds de pension autonomes et les fonds qui relèvent des «administrations de sécurité sociale» n'est pas toujours définie de manière totalement homogène par les comptes nationaux des différents pays. Normalement, ne figurent dans les fonds de sécurité sociale que les régimes de retraite imposés, contrôlés et financés par une administration publique. À titre d'exemple, en France, l'ERAFP est considéré comme appartenant aux administrations de sécurité sociale, bien que ses principes de fonctionnement l'apparentent aux fonds de pension.

Enfin, les investisseurs de long terme publics sont un compartiment particulier de l'investissement institutionnel. Ils n'ont été identifiés comme tels que dans quelques pays et à chaque fois le secteur est composé d'une seule institution, de statut bancaire, mais à capitaux publics.

Les institutions prises en compte sont la Cassa Depositi e Prestiti italienne, la Caisse des Dépôts française, le Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) en Allemagne et l'Instituto de Crédito Oficial en Espagne.

Le poids relatif de la Cassa Depositi e Prestiti (7%), place cette institution en tête selon le critère du poids relatif de ses actifs dans le total des investissements institutionnel de son pays.

Les investisseurs institutionnels français, tels qu'ils sont définis par l'Af2i, jouent un rôle clef dans le financement des retraites de manière directe, en gérant les fonds de retraite publics, ou de manière

indirecte, en collectant l'épargne de long terme des ménages. C'est pourquoi, dans cette section, nous analysons également de manière plus fine les systèmes de retraite complémentaire.

Enfin, nous regardons aussi dans cette section la composition de l'épargne des ménages afin de mieux comprendre comment ces derniers épargnent dans les différents pays, notamment sur le long terme et en vue de préparer leur retraite.

Les 6 pays sélectionnés pour cette section de mise en perspective européenne (Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Pays-Bas et Suède) l'ont été pour les raisons suivantes :

Avec la France, ils représentent près de 90% du Produit intérieur brut (PIB) de l'ensemble des pays de la zone euro. Par ailleurs, nous estimons que le montant total des placements des sociétés d'assurance et fonds de pension des six pays sélectionnés, plus la France, comptent pour plus de 95% des placements de l'ensemble des sociétés d'assurance et fonds de pension de la zone euro.

Ils présentent des modèles de financement des retraites différents. Le Conseil d'Orientation des Retraites (COR), dans son panorama sur les systèmes de retraite en France et à l'étranger<sup>2</sup> distingue trois groupes de pays en fonction de la construction institutionnelle des régimes de retraite et de l'«effort contributif» demandé aux salariés.

Les Pays-Bas font partie du premier groupe de pays, où l'effort contributif est pris en compte forfaitairement et où la taille du système public est faible.

La Suède fait partie du second groupe de pays, où l'effort contributif est pris en compte de façon directe ou indirecte, mais avec une taille relative faible du système public : les fonds privés y sont également développés.

L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et l'Italie font partie, avec la France, du troisième groupe de pays, où le système public est contributif et assez important et où les fonds privés interviennent peu.

2. Conseil d'Orientation des Retraites (COR) – PANORAMA DES SYSTÈMES DE RETRAITE EN FRANCE ET À L'ÉTRANGER – Quinzième rapport – 17 décembre 2020.

[https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport\\_international\\_2020.pdf](https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport_international_2020.pdf)

Ils possèdent des systèmes de retraite de base, collectifs et obligatoires différents. Là aussi, le COR distingue plusieurs groupes de pays selon l'unicité ou la multiplicité des régimes obligatoires.

L'Italie a un régime caractérisé par des règles uniformes pour toutes les catégories d'assurés.

Les Pays-Bas et la Suède ont des régimes formellement distincts pour les fonctionnaires, mais avec des règles communes d'âge de départ à la retraite, de modalités de calcul de la pension et de taux de cotisations.

L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et la France possèdent plusieurs régimes, chacun avec des règles propres en termes d'âges de départ à la retraite, de modalités de calcul de la pension ou de taux de cotisations.

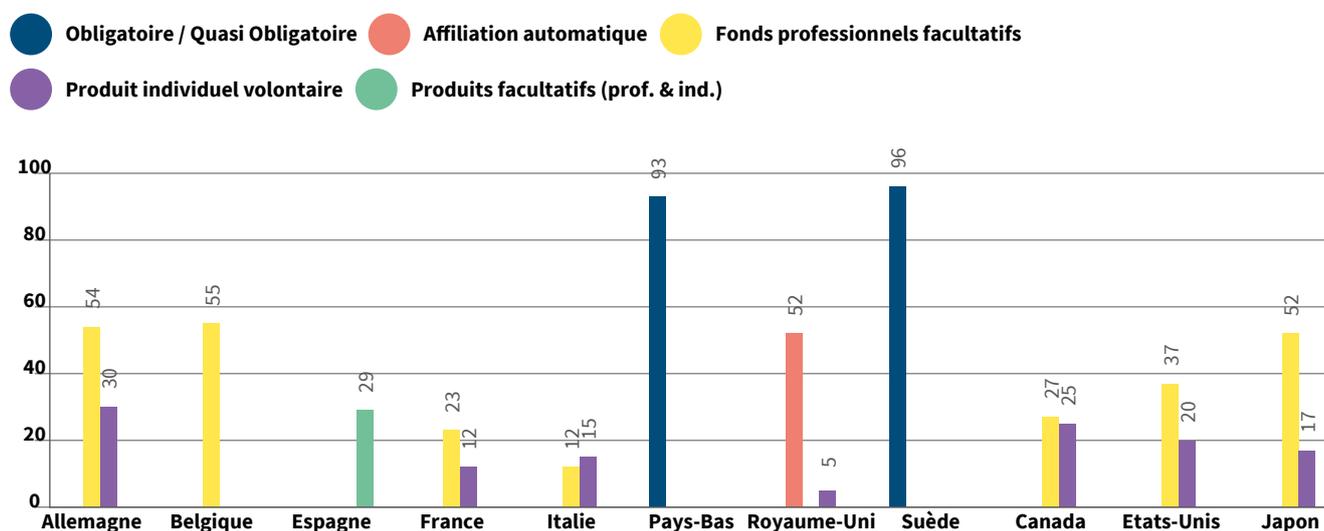
## ► FOCUS SUR LES PRODUITS D'ÉPARGNE RETRAITE COMPLÉMENTAIRE

Tous les pays sont touchés par le vieillissement de la population et la nécessité d'adapter le système de retraite public et de développer ou renforcer les mécanismes d'épargne retraite complémentaire.

Nous concentrons notre attention sur les produits d'épargne retraite gérés par des investisseurs institutionnels, tels qu'ils sont définis par l'Af2i. Il s'agit principalement des produits gérés par les compagnies d'assurance et fonds de pension. En termes de piliers, il s'agit de produits de type Pilier 2 et 3. Comme nous allons le voir, ces produits d'épargne retraite, comme le Plan d'Épargne Retraite en France, peuvent être souscrits soit à titre individuel ou dans le cadre professionnel. Parfois le même support d'épargne peut être abondé à la fois de manière volontaire et individuelle et de manière obligatoire dans le cadre professionnel.

Étant donné, comme nous l'avons souligné précédemment, la diversité des modèles de financement des retraites parmi les pays de notre échantillon, les taux de couverture des travailleurs par des fonds de pension ou plans d'épargne retraite privés sont également très différents d'un pays à l'autre. Les Pays-Bas et la Suède sont les seuls pays où les travailleurs sont majoritairement couverts par des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite privés obligatoires ou quasi obligatoires. Dans les pays où le système de retraite public par répartition est généreux, comme la France, l'Italie ou l'Espagne, relativement peu de travailleurs sont couverts par des produits d'épargne retraite complémentaire facultatifs.

### TAUX DE COUVERTURE DES TRAVAILLEURS PAR DES FONDS DE PENSION OU DES PLANS D'ÉPARGNE RETRAITE PRIVÉS, EN 2021 (EN % DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER)



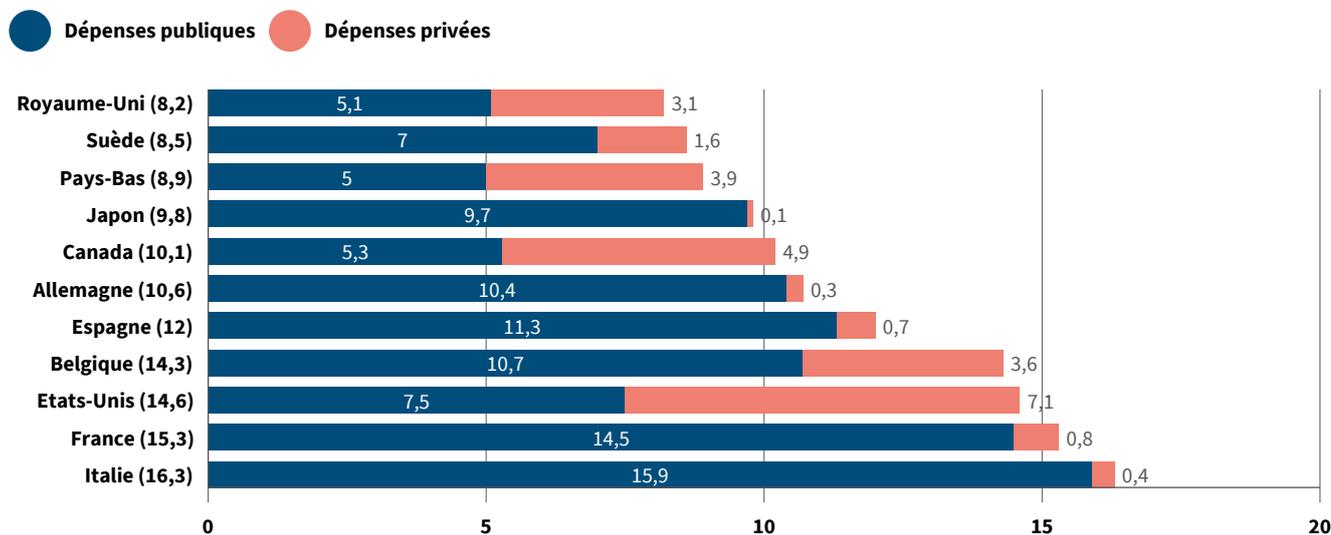
Notes : Les taux de couverture sont calculés en pourcentage de la population en âge de travailler (15-64 ans) sauf en Allemagne où ils sont calculés en pourcentage des 15-64 ans qui acquittent des cotisations sociales et en Italie (ménages). Les données sont celles de 2021 ou de la dernière année disponible.

Source : OCDE, Pension Markets in focus 2022.

La diversité des modèles de financement des retraites donne également lieu à des écarts entre les pays en ce qui concerne la part des dépenses de retraite (publiques et privées) dans le PIB. L'Italie et

la France se distinguent par un poids relativement important des dépenses publiques de retraite dans le PIB. C'est le corollaire de la relative générosité de leur système de retraite publique obligatoire.

**PART DES DÉPENSES DE RETRAITE (PUBLIQUES ET PRIVÉES) DANS LE PIB EN 2020**  
(EN % DU PIB)



Note : Les données sont celles de 2020 ou de la dernière année disponible.

Source : Compilation d'IEM Finance à partir de la base de données des dépenses sociales de l'OCDE (SOCX).

**TABLEAU RÉCAPITULATIF DES PRODUITS D'ÉPARGNE RETRAITE COMPLÉMENTAIRES VOLONTAIRES**

Pays	Produit	Date de création	Souscription (% population)	Encours (Md€)
<b>DE</b>	Contrats « Riester »	2002	16,4 millions de contrats à fin 2020	NA
DE	Contrats « Rürup »	2005	NA	NA
DE	Fonds de pension et contrats d'assurance vie privés	NA	71 millions de contrats à fin 2018	2 044 Md€
<b>BE</b>	Fonds de pension – Assurance Groupe (Pilier 2)	1985	3,8 millions d'individus couverts à fin 2018	107,7 Md€ à fin 2018
BE	Épargne pension et Plans d'épargne de long terme	1987	2 actifs sur 3 couverts par au moins un produit à fin 2018	NA
<b>ES</b>	Fonds de pension individuels	NA	7,6 millions de contrats appartenant à 6,5 millions d'individus	73 Md€
ES	PPA (Planes de Previsión Asegurados)	NA	959 900 personnes assurées	12,5 Md€
<b>IT</b>	Fonds de pension individuels (PIP) (Pilier 3)	1993	8,3 millions d'individus couverts par au moins un produit à fin 2019	35,5 Md€
IT	Fonds de pension ouverts et contractuels (Pilier 2)	1993		78,9 Md€
<b>NL</b>	Compte bancaire d'épargne retraite « pensioensparen »	NA	Selon l'office national de statistiques, les produits du Pilier 3 ne représentent que 6% des droits à pension acquis des ménages néerlandais.	
NL	Assurance retraite	NA		
<b>SE</b>	Fonds de pension individuels (IPS)	NA	34,5%	NA
SE	Contrats d'assurance retraite individuels	NA		NA

## ► PANORAMA DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN EUROPE

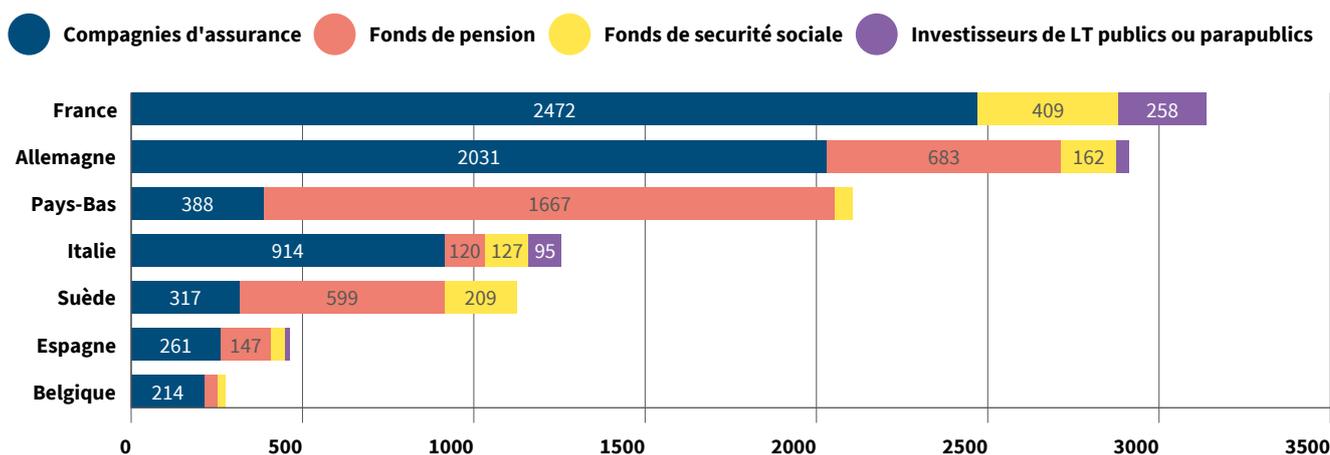
L'Allemagne et la France sont les deux premiers pays d'Europe en termes d'encours total des placements des investisseurs institutionnels. Ceci s'explique notamment par le poids particulièrement important du secteur de l'assurance et des produits d'assurance vie dans le patrimoine financier des ménages pour la France.

Pour la France, les encours d'actifs pris en compte dans l'Enquête Af2i s'élevaient à 2424 Md€ (y compris les UC) à fin 2022. Ce chiffre est à considérer au regard des 3138 Md€ reportés dans le graphique suivant qui constituent l'ensemble des actifs des

investisseurs institutionnels en France. Les chiffres reportés dans cette section n'adoptent toutefois pas exactement la même définition de l'investisseur institutionnel que celle de l'Af2i. Par ailleurs les capitaux investis en assurance vie en unités de compte sont ici pris en compte en France et dans les autres pays.

Les fonds de pension sont plus importants dans les pays où le système public de retraite obligatoire par répartition est moins généreux comme les Pays-Bas et la Suède.

### PLACEMENTS FINANCIERS\* DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN EUROPE (Md€)



Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, EIOPA, investisseurs de long terme publics ou parapublics. Compilation et calculs d'IEM Finance. Données relatives à l'année 2022 pour les fonds de sécurité sociale sauf pour la France et la Belgique et à l'année 2021 pour les autres pays.

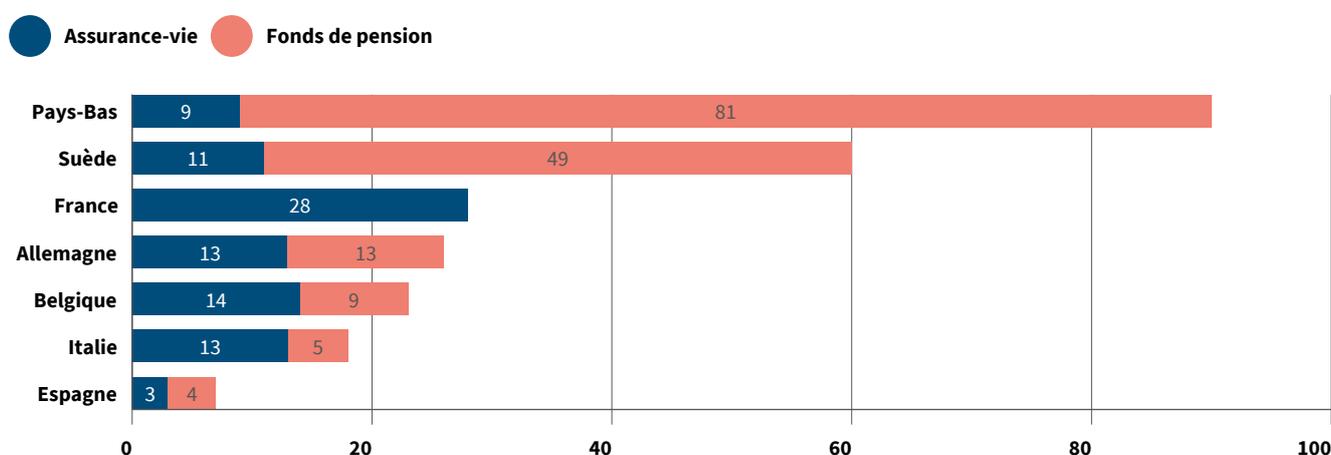
\* Pour les compagnies d'assurance, les placements immobiliers sont également pris en compte (source EIOPA).

## ► L'ÉPARGNE DES MÉNAGES ET LE RÔLE JOUÉ PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Pour comprendre l'importance des différents types d'investisseurs institutionnels dans les différents pays d'Europe, il convient de regarder quelle est la composition de l'épargne des ménages. Finalement, ce sont principalement les ménages qui, par leur épargne, apportent de manière directe ou indirecte

les fonds nécessaires au financement de l'économie. En France par exemple, c'est en grande partie l'importance des contrats d'assurance vie dans le patrimoine des ménages qui explique le poids si important du secteur de l'assurance dans le pays.

### ENCOURS DES AVOIRS DES MÉNAGES PAR HABITANT SOUS FORME DE CONTRATS D'ASSURANCE VIE ET FONDS DE PENSION (MILLIERS D'EUROS PAR HABITANT)

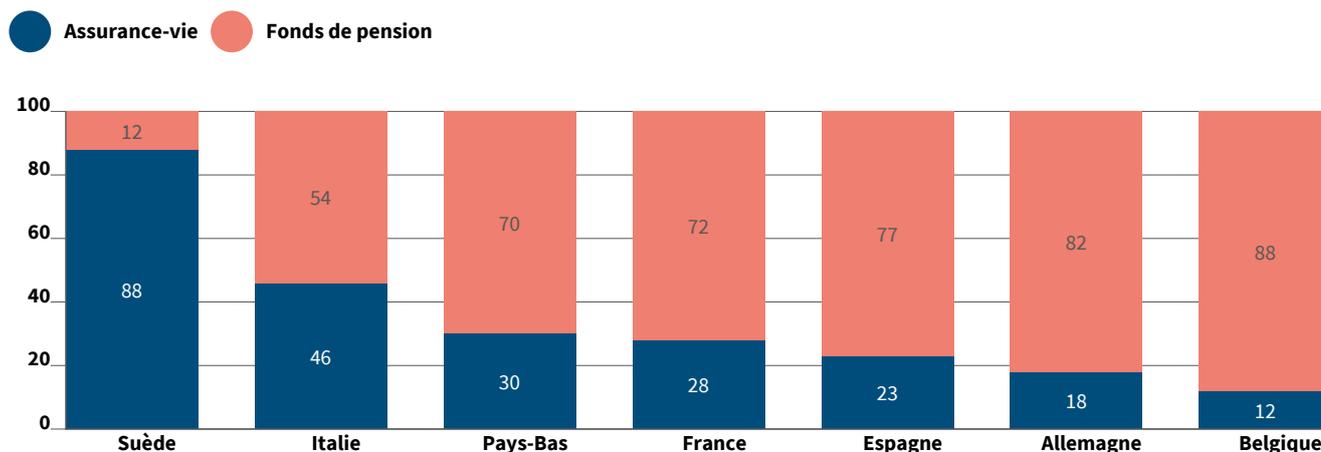


Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'EM Finance. Données relatives à l'année 2022.

Il convient toutefois de noter que les contrats d'assurance vie détenus par les ménages regroupent un nombre important de produits qui peuvent varier de manière significative dans leur forme d'un pays à l'autre. Ils peuvent prendre la forme de contrats individuels ou collectifs et peuvent être accompagnés d'une assurance décès, être de simples produits d'épargne ou une combinaison des deux. Ils peuvent être liés au support d'investissement (contrats en unités de compte) ou non.

Les produits d'épargne spécifiquement dédiés à la retraite, comme le PER en France ou les fonds d'épargne retraite assurantielles en Belgique, peuvent être gérés par les compagnies d'assurance et apparaissent ainsi dans la poche « Assurance-vie » du patrimoine financier des ménages.

## RÉPARTITION DES PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE VIE EN FONCTION DU TYPE DE CONTRATS (% DU TOTAL À FIN 2022)



Source : EIOPA, Insurance statistics – Balance sheet, compilation et calculs d'IEM Finance

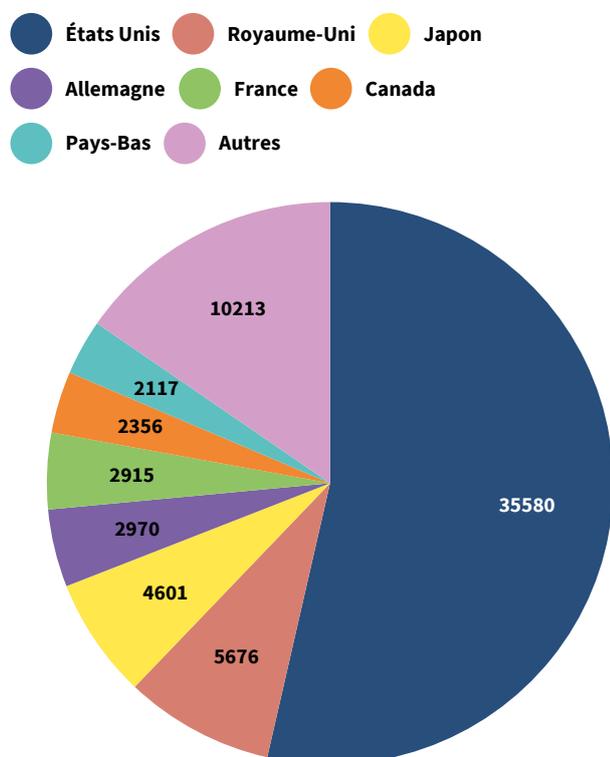
Dans les pays où la culture de l'investissement en actions est plus forte, comme la Suède, le poids des contrats d'assurance vie en unités de compte est plus important. En effet, en Suède, le poids des contrats en unités de compte dans le total des provisions techniques d'assurance vie (88%) est 3 fois supérieur à ce qui est observé en France (23%). Cette proportion a cependant continué d'augmenter dans tous les pays en 2022, dont la France, malgré la mauvaise performance des marchés d'actions et la montée des taux d'intérêt.

## ► LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE RESTE DU MONDE

La définition des investisseurs institutionnels ici retenue est, de source OCDE, l'ensemble consolidé des sociétés d'assurance et des fonds de pension autonomes. Elle ne comprend pas les fonds de sécurité sociale, pour lesquels on ne dispose pas de données spécifiques pour les États-Unis, ni les investisseurs de long terme publics ou parapublics. Les données de l'OCDE sont fournies en dollars et ne comprennent que les actifs financiers. La différence de source et de définition ainsi que la période et la conversion en euros peuvent expliquer l'écart, notamment pour la France (2915 Md€) et l'Allemagne (2970 Md€), par rapport aux chiffres reportés dans le graphique plus haut sur les placements financiers des investisseurs institutionnels en Europe. Ces écarts restent cependant assez faibles.

L'Allemagne et la France, dont les encours de placements des investisseurs institutionnels sont très proches, arrivent respectivement en quatrième et cinquième position, avec un poids relatif des placements des investisseurs institutionnels égal à 4% du total mondial pour chacun des deux pays.

### ENCOURS DE PLACEMENTS FINANCIERS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE MONDE (2022 T4 – Md€)



Source : OCDE Institutional Investors' Assets and Liabilities.  
Données à fin septembre 2022 pour le Canada

## ► LES SPÉCIFICITÉS NATIONALES

### Allemagne

Même si c'est moins marqué qu'en Italie, en Espagne ou en France, le système de retraite allemand repose en premier lieu sur le régime de retraite public obligatoire (Pilier 1). Le taux de remplacement brut des pensions, égal à 41,5% en 2020<sup>3</sup>, est inférieur à la moyenne des pays de l'Union européenne (52%) et encore plus bas par rapport à ce qui est observé en Italie (74,6%), en Espagne (73,9%) ou en France (60,2%).

Comme dans les autres pays où les régimes de base offrent une couverture relativement large aux personnes âgées, les régimes professionnels complémentaires en capitalisation représentent une part beaucoup plus faible des revenus des retraités.

Comme aux États-Unis et dans certains pays européens (par exemple la Belgique), l'âge du taux plein augmente progressivement au fil des générations.

Le taux de cotisation dans les régimes obligatoires est le même pour les salariés et les employeurs : il est égal à 9,3%. Le taux de cotisation total (part salariale + part employeur soit 18,6%) est ainsi inférieur à ce qui est observé en Italie (33%), en France (27,5%), aux Pays-Bas (25,6%) et en Suède (21,7%), mais supérieur à ce que l'on voit en Belgique (16,4%).

#### COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ALLEMANDS EN 2022

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	3 186	38 279	42,7%	31,9%
<i>Obligations</i>	152	1 825	2,0%	0,6%
<i>Actions cotées</i>	485	5 827	6,5%	5,1%
<i>Actions non cotées</i>	137	1 652	1,8%	11,8%
<i>Autres participations</i>	268	3 218	3,6%	6,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	946	11 362	12,7%	4,9%
<i>Provisions techniques d'assurance non-vie</i>	45	543	0,6%	1,5%
<i>Assurance vie</i>	1 095	13 153	14,7%	30,0%
<i>Fonds de pension</i>	1 120	13 457	15,0%	0,0%
<i>Autres comptes à recevoir/à payer</i>	28	335	0,4%	7,6%
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>7 462</b>	<b>89 650</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

3. Taux de remplacement bruts des pensions | Pensions | OECD iLibrary (oecd-ilibrary.org) | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)

Fin 2022, les contrats d'assurance vie et fonds de pension représentaient 29,7% du patrimoine financier des ménages allemands. La part de ces produits de long terme dans le patrimoine financier des ménages reste relativement stable dans le temps aux alentours de 30% depuis 10 ans. Elle remonte cette année (2,3 points de pourcentage), mais reste très légèrement inférieure à ce qui est observé en France (30%).

Dans les contrats d'assurance vie, les contrats en unités de compte ne représentent que 18% des provisions mathématiques, soit 10 points de pourcentage de moins qu'en France. C'est un des pourcentages les plus bas parmi les 7 pays sous revue.

Afin de faire face au vieillissement de la population, au ralentissement de la croissance et à la baisse des taux de remplacement des régimes de retraite obligatoires, le gouvernement Schröder a mis en œuvre une réforme importante des retraites au début des années 2000. L'épargne retraite privée a été encouragée par un ensemble de subventions et d'incitations fiscales.

En 2002, les régimes de retraite d'entreprise, traditionnellement proposés sur une base volontaire par les entreprises, ont été transformés en un droit des salariés à disposer d'une rémunération différée

en cotisant à un régime de retraite d'entreprise. Les taux de couverture des plans professionnels s'élèvent à 57 %, avec des disparités importantes selon la taille de l'entreprise : 83 % des salariés sont couverts dans les entreprises de plus de 1000 employés, contre 25 % dans les entreprises de moins de 5 salariés<sup>4</sup>.

La même année, la réforme Riester, d'après le secrétaire au travail de l'époque, Walter Riester, a été introduite pour stimuler l'épargne retraite individuelle et, en 2005, les fonds «Rürup» ont été introduits pour faire bénéficier les professions indépendantes de dispositifs de retraite individuels. Ils restent beaucoup moins répandus que les fonds «Riester».

Les contrats «Riester» concernent tous les types d'individus et peuvent être commercialisés par tous les types d'intermédiaires.

Il existe quatre catégories<sup>5</sup> de plans «Riester» :

- les plans d'épargne bancaire;
- les fonds communs de placement;
- les contrats d'assurance vie en unités de compte;
- les contrats d'assurance vieillesse.

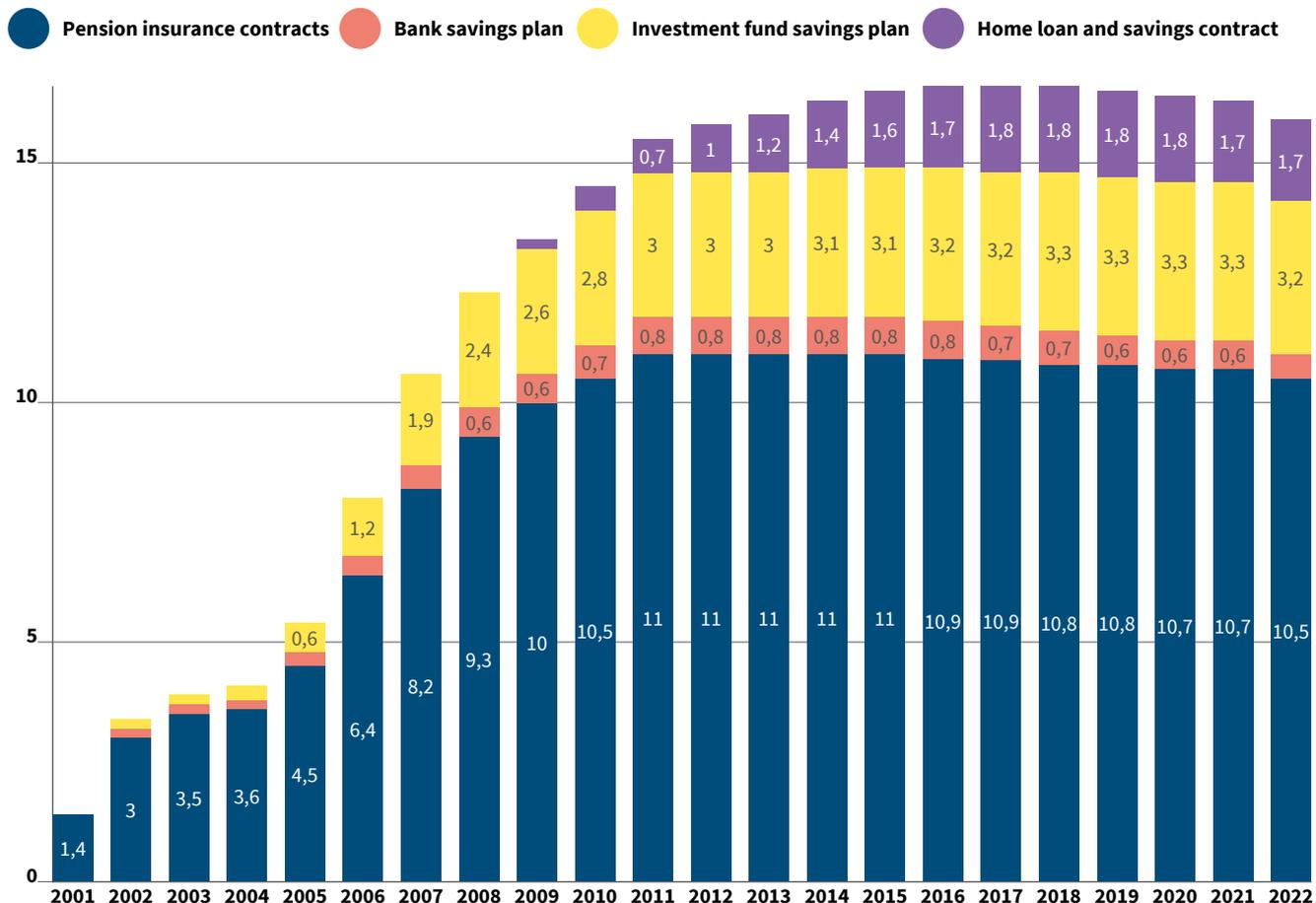
Depuis 2008, il est également possible d'acheter ou de faire construire sa résidence principale dans le cadre d'un contrat «Riester».

4. Conseil d'Orientation des Retraites (COR) – PANORAMA DES SYSTÈMES DE RETRAITE EN FRANCE ET À L'ÉTRANGER – Quinzième rapport – 17 décembre 2020

[https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport\\_international\\_2020.pdf](https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport_international_2020.pdf)

5. OEE septembre 2019 : « German Pension System – the state of public, private and company pension schemes, and the need for reform »

## ÉVOLUTION DU NOMBRE DE CONTRATS RIESTER EN ALLEMAGNE DEPUIS LEUR CRÉATION (MILLIONS DE CONTRATS)



Source : Bundesministerium für Arbeit und Soziales.

Souvent attaqués à cause de leurs frais trop élevés et donc de leur rendement réel trop faible, les contrats «Riester» ont vu leur croissance s'essouffler sur les dix dernières années. Nous observons

même, depuis 2019, une légère baisse du nombre de contrats ouverts. Cette baisse a même eu tendance à s'accélérer en 2022, le nombre total de contrats baissant de 2,14%, contre un recul de 0,78% en 2021.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN ALLEMAGNE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021	France en % du total
<i>Obligations souveraines et fonds obligataires</i>	607	29,9%	-24,3%	27,4%
<i>Obligations corporate</i>	339	16,7%	-23,8%	21,7%
<i>Produits structurés</i>	19	0,9%	-8,1%	4,0%
<i>Obligations sécurisées</i>	7	0,3%	-1,4%	0,2%
<i>Actions, fonds actions et participations</i>	574	28,3%	-7,4%	23,4%
<i>Immobilier et infrastructures</i>	109	5,4%	6,1%	7,1%
<i>Liquidités</i>	74	3,7%	-5,6%	5,9%
<i>Prêts</i>	100	4,9%	-15,5%	2,1%
<i>Capital-investissement</i>	15	0,7%	25,6%	1,4%
<i>Gestion alternative</i>	8	0,4%	-18,9%	0,5%
<i>Autres</i>	180	8,8%	-12,6%	6,3%
<b>Total des actifs</b>	<b>2 031</b>	<b>100,0%</b>	<b>-16,1%</b>	<b>100,0%</b>

Source : EIOPA Insurance Statistics – Exposure data, compilation d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

La composition du portefeuille des compagnies d'assurance allemandes est finalement assez proche de ce que l'on peut observer en France.

Les obligations souveraines et les fonds obligataires représentent un peu moins du tiers du portefeuille des compagnies d'assurance en Allemagne et en France. Cette classe d'actifs reste la plus importante dans ces deux pays, malgré la baisse observée en 2022. En effet, la mauvaise performance des marchés obligataires en 2022 a entraîné une baisse des encours détenus atteignant 24,3% en Allemagne et 23,5% en France.

La baisse des encours a été légèrement moins forte sur les obligations corporate (-23,8% en Allemagne et 18,8% en France). Comme en France, la part des obligations corporate dans le portefeuille obligataire des compagnies d'assurance allemandes reste plus élevée que dans les autres pays d'Europe.

En Allemagne, le poids des actions, fonds actions et autres participations est aussi important. En 2022, ce dernier a augmenté de 2,7 points de pourcentage pour atteindre 28,3%, soit une part maintenant proche de celle des obligations souveraines. En France, ces actifs ont un poids inférieur (23,4%). Cette différence de poids provient probablement du fait que la part d'actions non cotées est plus élevée en Allemagne. Il convient toutefois de rester prudent dans l'interprétation de ces chiffres, étant données les incertitudes qui persistent sur les méthodes utilisées pour la valorisation des actions non cotées.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION EN ALLEMAGNE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021
<i>Obligations</i>	50	7,3%	-11,8%
<i>Actions et autres participations</i>	54	7,8%	30,0%
– <i>dont actions cotées</i>	1	0,1%	61,5%
– <i>dont actions non cotées</i>	11	1,5%	29,7%
– <i>dont autres participations</i>	42	6,2%	29,7%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	435	63,7%	-5,1%
<i>Crédits</i>	33	4,9%	1,3%
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	76	11,1%	-6,1%
<i>Autres</i>	35	5,1%	3,2%
<b>Total des actifs financiers</b>	<b>683</b>	<b>100,0%</b>	<b>-3,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

La gestion du portefeuille des fonds de pension en Allemagne est très largement intermédiée. En effet les fonds d'investissement représentent près des deux tiers du portefeuille des fonds de pension en Allemagne, contre 42,3% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue. Ce phénomène s'est par ailleurs accentué au cours des dix dernières années. En 2010, les fonds d'investissement non monétaires ne représentaient que 38,9% de l'encours des actifs financiers des fonds de pension tandis que les liquidités représentaient 39,3% (contre 11,1% en 2022).

Les actions et autres participations ont continué de progresser de manière significative en 2022 (+30%), malgré la performance négative des marchés actions sur l'année. Il convient toutefois de rappeler que la part d'actions cotées détenues en direct dans le portefeuille des fonds de pension allemands reste marginale (0,1%).

## Belgique

En Belgique, le système de retraite est constitué de trois piliers, mais comme en France, en Italie, en Espagne et en Allemagne, c'est le premier pilier par répartition qui reste le plus important des trois piliers. Le taux de remplacement brut des pensions à 43,4%<sup>6</sup>, proche de la moyenne des pays de l'Union européenne (52%), se situe entre celui de l'Allemagne (41,5%) et de la France (60,2%).

Parmi les pays couverts dans notre panorama, la Belgique est celui où le taux de cotisation dans les régimes obligatoires est le plus faible<sup>7</sup> : 7,5% pour la part des salariés et 8,9% pour celle des employeurs soit 16,4% au total contre 27,5% en France et 33% en Italie. Dans le même temps, c'est le pays dans lequel le ratio du niveau de vie des personnes âgées sur le niveau de vie de la population totale est le plus bas (79,7%)<sup>8</sup>. En France, où il atteint 103,2%, ce ratio est le plus élevé.

En 2013, le ministre des Pensions et la ministre des Indépendants, ont institué ensemble la Com-

mission « Réforme des pensions 2020-2040 ». Cette Commission, constituée de 12 experts, a reçu pour mission de proposer des scénarios pour de futures réformes des trois régimes de pensions légales.

En 2015 a été créé le Conseil Académique des Pensions<sup>9</sup> ayant pour mission d'adresser aux ministres concernés un avis scientifique étayé sur toutes les propositions en matière de pension.

Le poids de l'assurance vie et des fonds de pension dans le patrimoine financier des ménages belges (17,5% contre 20,4% en 2021) reste plus faible que dans les autres pays, à l'exception de l'Espagne, et plus de 10 points de pourcentage en dessous de la moyenne des pays sous revue dans notre étude (29%). Toutefois, ce faible pourcentage est en partie expliqué par le fait qu'une part importante des plans d'épargne retraite du Pilier 3 sont gérés par des sociétés de gestion et apparaissent ainsi dans la catégorie fonds d'investissement.

6. OECD iLibrary | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)

7. Source : OCDE, 2020.

8. Source : base de données sur la distribution des revenus de l'OCDE, 2020

9. <https://www.conseilacademiquepensions.be/>

## COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES BELGES EN 2022

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	489	42 125	33,1%	31,9%
<i>Obligations</i>	27	2 363	1,9%	0,6%
<i>Actions cotées</i>	77	6 651	5,2%	5,1%
<i>Actions non cotées</i>	187	16 077	12,6%	11,8%
<i>Autres participations</i>	159	13 673	10,7%	6,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	248	21 357	16,8%	4,9%
<i>Provisions techniques d'assurance non-vie</i>	12	1 073	0,8%	1,5%
<i>Assurance vie</i>	157	13 502	10,6%	30,0%
<i>Fonds de pension</i>	102	8 747	6,9%	0,0%
<i>Autres comptes à recevoir/à payer</i>	19	1 650	1,3%	7,6%
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>1 478</b>	<b>127 218</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN BELGIQUE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021	France en % du total
<i>Obligations souveraines et fonds obligataires</i>	81	37,7%	-46,1%	27,4%
<i>Obligations corporate</i>	37	17,3%	-37,6%	21,7%
<i>Produits structurés</i>	1	0,4%	-40,3%	4,0%
<i>Obligations sécurisées</i>	0	0,1%	-17,3%	0,2%
<i>Actions, fonds actions et participations</i>	30	14,0%	-30,7%	23,4%
<i>Immobilier et infrastructures</i>	7	3,4%	-46,7%	7,1%
<i>Liquidités</i>	10	4,5%	-12,1%	5,9%
<i>Prêts</i>	25	11,5%	-41,3%	2,1%
<i>Capital-investissement</i>	2	0,9%	41,8%	1,4%
<i>Gestion alternative</i>	1	0,4%	-4,5%	0,5%
<i>Autres</i>	21	9,8%	-19,9%	6,3%
<b>Total des actifs</b>	<b>214</b>	<b>100,0%</b>	<b>-38,7%</b>	<b>100,0%</b>

Source : EIOPA Insurance statistics – Exposure data, compilation d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les obligations (souveraines et corporate) détenues en direct et les fonds obligataires représentent plus de la moitié de l'actif des compagnies d'assurance en Belgique (55% contre 49,1% en France). Le poids des actions et des parts de fonds actions est en revanche plus faible qu'en France, à cause

notamment d'une importance relative supérieure des prêts. Ces derniers représentent 11,5% de l'actif contre seulement 2,1% en France.

Concernant les fonds d'investissement, il convient de noter, qu'en Belgique, les fonds détenus par

l'ensemble des agents économiques sont majoritairement des fonds multi-actifs (53,6%) et des fonds actions (33,5%). Les fonds obligataires ne représentent que 6,5% de l'actif net total de l'ensemble des fonds d'investissement nationaux contre 16,1% en moyenne dans les sept pays sous revue. C'est le pays où ce pourcentage est le plus faible. Ainsi, si les compagnies d'assurance belges sont relativement peu exposées au marché actions directement, elles le sont tout de même en partie à travers les fonds d'investissement détenus, qui sont plus majoritairement des fonds actions ou multi-actifs.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION EN BELGIQUE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021
<i>Obligations</i>	4,1	10,3%	-13,7%
<i>Actions et autres participations</i>	2,7	6,9%	-20,3%
– <i>dont actions cotées</i>	2,2	5,6%	-22,2%
– <i>dont actions non cotées</i>	0,5	1,1%	-4,8%
– <i>dont autres participations</i>	0,0	0,1%	-46,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	30,4	76,4%	-15,7%
<i>Crédits</i>	0,1	0,4%	-9,0%
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	1,4	3,5%	15,3%
<i>Autres</i>	1,0	2,6%	140,0%
<b>Total des actifs financiers</b>	<b>39,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>-13,5%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Le montant de l'actif financier total des fonds de pension belges est relativement faible : 39,8 Md€. En effet, comme nous l'avons rappelé précédemment, l'importance du système de retraite public par répartition explique en partie le poids plus faible des produits d'épargne retraite complémentaires dans les placements financiers des ménages. En outre, les produits d'épargne retraite individuels sont gérés soit par des sociétés de gestion, soit par des compagnies d'assurance.

Plus des trois quarts du portefeuille des fonds de pension belges sont concentrés sur des parts de fonds d'investissement non monétaires. Ce pourcentage est nettement plus élevé que dans les autres pays sous revue (42,3% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

## Espagne

Pour leur retraite, les ménages espagnols comptent principalement sur le système public de retraite par répartition qui offre, après l'Italie (74,6%), le meilleur taux de remplacement brut<sup>10</sup> (73,9%) parmi les pays couverts dans cette étude.

Comme en France, les régimes complémentaires facultatifs d'épargne retraite sont relativement peu développés en Espagne, en raison de l'importance du régime de retraite public obligatoire par répartition. L'Espagne est le pays où l'encours des avoirs des ménages détenus sous forme de contrats d'assurance vie et de fonds de pension par habitant est le plus faible (6850 € contre 26763 € en moyenne dans les pays de notre échantillon).

Moins de 9 % de la population active (et moins de 11 % des salariés) sont couverts par des régimes complémentaires professionnels d'épargne retraite à adhésion facultative et moins de 42000 retraités ont perçu des prestations de ces régimes en 2019<sup>11</sup>.

Face à la crise sanitaire en 2020, plusieurs pays, dont l'Espagne, ont décidé de faciliter l'accès à l'épargne retraite. L'Espagne autorise les membres de certains régimes à retirer leurs avoirs s'ils se retrouvent au chômage.

Par ailleurs, historiquement et culturellement, c'est un pays où les ménages épargnent peu (le taux d'épargne des ménages y est inférieur par rapport aux autres pays d'Europe) et où les actifs non financiers représentent une part importante du patrimoine des ménages.

### COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ESPAGNOLS EN 2022

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	1 082	22 821	39,7%	31,9%
Obligations	13	271	0,5%	0,6%
Actions cotées	110	2 318	4,0%	5,1%
Actions non cotées	148	3 125	5,4%	11,8%
Autres participations	574	12 111	21,1%	6,6%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	382	8 061	14,0%	4,9%
Provisions techniques d'assurance non-vie	8	165	0,3%	1,5%
Assurance vie	152	3 205	5,6%	30,0%
Fonds de pension	173	3 646	6,3%	0,0%
Autres comptes à recevoir/à payer	83	1 747	3,0%	7,6%
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>2 726</b>	<b>57 470</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

10. OECD iLibrary | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)

11. Source : Better Finance, "Pension Savings – the Real Return"

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN ESPAGNE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021	France en % du total
<i>Obligations souveraines et fonds obligataires</i>	134,3	51,5%	-18,0%	27,4%
<i>Obligations corporate</i>	51,8	19,9%	-8,7%	21,7%
<i>Produits structurés</i>	4,7	1,8%	-23,9%	4,0%
<i>Obligations sécurisées</i>	0,6	0,2%	-34,6%	0,2%
<i>Actions, fonds actions et participations</i>	33,7	12,9%	-10,4%	23,4%
<i>Immobilier et infrastructures</i>	10,8	4,1%	1,9%	7,1%
<i>Liquidités</i>	15,9	6,1%	-17,4%	5,9%
<i>Prêts</i>	1,9	0,7%	4,1%	2,1%
<i>Capital-investissement</i>	0,9	0,3%	39,6%	1,4%
<i>Gestion alternative</i>	1,2	0,5%	-1,5%	0,5%
<i>Autres</i>	5,1	2,0%	-21,5%	6,3%
<b>Total des actifs</b>	<b>260,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>100,0%</b>

Source : EIOPA Insurance statistics—Exposure data, compilation d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

L'Espagne est, parmi les pays sous revue, celui dans lequel les compagnies d'assurance ont la plus forte concentration de leur portefeuille (51,5%) en obligations d'État et fonds obligataires avec un encours de 134,3 Md€. Les produits obligataires (souverains et corporate) représentent la plus large part des avoirs détenus par les compagnies d'assurance espagnoles (71,3%).

Parallèlement, les placements des compagnies d'assurance en actions détenues en direct et les placements intermédiés sont moins importants que dans les autres pays. Ainsi, le poids des actions, fonds actions et autres participations représente 12,9% de l'ensemble des actifs, contre 24,3% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue.

**COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION EN ESPAGNE**

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021
<i>Obligations</i>	60,4	41,0%	-0,7%
<i>Actions et autres participations</i>	18,8	12,8%	-12,9%
– <i>dont actions cotées</i>	18,7	12,7%	-13,0%
– <i>dont actions non cotées</i>	0,1	0,1%	14,5%
– <i>dont autres participations</i>	0,1	0,1%	-6,3%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	40,4	27,4%	-16,5%
<i>Crédits</i>	0,1	0,0%	22,9%
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	8,2	5,5%	-33,8%
<i>Autres</i>	19,4	13,2%	7,5%
<b>Total des actifs financiers</b>	<b>147,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>-8,7%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme pour les compagnies d'assurance, les placements de fonds de pension sont moins intermédiés en Espagne que dans les autres pays. Après l'Italie, c'est le pays de notre échantillon où les parts de fonds d'investissement non monétaires détenues en direct sont les moins élevées : elles y représentent 27,4% du total des placements des fonds de pension contre 42,3% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue.

## Italie

L'Italie est le pays d'Europe dans lequel le taux de remplacement brut est le plus élevé : 74,6 %<sup>12</sup> en 2020. Le corollaire de cette relative générosité du système de retraite public est une charge financière plus importante pour les salariés et les employeurs. C'est le pays dans lequel le taux de cotisation global est le plus élevé : 9,2% pour la part des salariés et 23,8% pour celle des employeurs soit 33% au total. Malgré les réformes successives, l'Italie reste, avec la France, un des pays au monde où les dépenses pour le paiement des retraites sont les plus élevées en pourcentage du PIB : 16,7% contre 13,9% en France et 11,8% en moyenne dans les pays de l'OCDE.

Dans ce contexte, les ménages italiens, comme les ménages espagnols, comptent principalement sur le système public par répartition pour leur retraite.

Toutefois, malgré le poids important du système de retraite public par répartition, il existe plusieurs produits d'épargne retraite complémentaires (piliers 2 et 3), gérés en partie par les compagnies d'assurance. Ainsi, le secteur de l'assurance reste présent. S'il reste moins important qu'en France (30%), le poids des contrats d'assurance vie dans le portefeuille des ménages (15,1%) est proche de la moyenne des pays sous revue (15,8%) et bien supérieur à ce qui s'observe en Espagne (5,6%).

Les ménages italiens ont notamment la possibilité de souscrire à des Fonds de Pension Individuels (PIP), des fonds de pension fermés et des fonds de pension ouverts. À fin 2020, 8,445 millions de personnes avaient souscrit à un fonds de pension individuel ou collectif. Les encours sous gestion des produits des piliers 2 et 3 s'élevaient à 124,76 milliards d'euros à fin 2020<sup>13</sup>.

Afin d'inciter les ménages à constituer une épargne retraite complémentaire, le gouvernement italien a également engagé une réforme visant à apporter de la flexibilité dans la gestion des indemnités de fin de carrière (Trattamento di Fine Rapporto - TFR). Les salariés peuvent, à titre exceptionnel en cas de

problèmes de santé, de premier achat immobilier ou de congé parental, demander un déblocage anticipé à hauteur de 70% au maximum des capitaux accumulés. Depuis 2007, les salariés du secteur privé peuvent opter pour le versement de leurs cotisations au titre du TFR à un fonds de pension. De plus, une loi de 2015 permet aux salariés du secteur privé de recevoir leur TFR en avance sous forme de prêt bancaire.

Le pays est caractérisé par un poids important des obligations dans les placements des différents agents économiques. C'est notamment le seul pays d'Europe, où les ménages détiennent une part significative d'obligations en direct (5,2% du patrimoine financier total, contre 4,7% l'année passée).

12. OECD iLibrary | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)OECD iLibrary | Taux de remplacement bruts des pensions (oecd-ilibrary.org)

13. Better Finance, Long-Term and Pension Savings – The real return, 2021 Edition

## COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ITALIENS EN 2022

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	1 638	27 750	32,9%	31,9%
<i>Obligations</i>	260	4 405	5,2%	0,6%
<i>Actions cotées</i>	126	2 130	2,5%	5,1%
<i>Actions non cotées</i>	574	9 716	11,5%	11,8%
<i>Autres participations</i>	452	7 654	9,1%	6,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	657	11 122	13,2%	4,9%
<i>Provisions techniques d'assurance non-vie</i>	27	466	0,6%	1,5%
<i>Assurance vie</i>	751	12 730	15,1%	30,0%
<i>Fonds de pension</i>	289	4 896	5,8%	0,0%
<i>Autres comptes à recevoir/à payer</i>	200	3 385	4,0%	7,6%
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>4 973</b>	<b>84 253</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN ITALIE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021	France en % du total
<i>Obligations souveraines et fonds obligataires</i>	430	47,0%	-18,8%	27,4%
<i>Obligations corporate</i>	136	14,9%	-16,9%	21,7%
<i>Produits structurés</i>	12	1,3%	2,4%	4,0%
<i>Obligations sécurisées</i>	2	0,3%	-8,7%	0,2%
<i>Actions, fonds actions et participations</i>	191	20,9%	-10,4%	23,4%
<i>Immobilier et infrastructures</i>	34	3,8%	9,8%	7,1%
<i>Liquidités</i>	32	3,5%	-7,7%	5,9%
<i>Prêts</i>	6	0,7%	-17,4%	2,1%
<i>Capital-investissement</i>	5	0,5%	18,5%	1,4%
<i>Gestion alternative</i>	8	0,9%	1,3%	0,5%
<i>Autres</i>	57	6,2%	-8,9%	6,3%
<b>Total des actifs</b>	<b>914</b>	<b>100,0%</b>	<b>-14,5%</b>	<b>100,0%</b>

Source : EIOPA Insurance statistics – Exposure data, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme en Espagne, les placements des compagnies d'assurance italiennes sont très largement concentrés sur les obligations (61,9%) et plus particulièrement sur les obligations d'État. Les actions, fonds actions et participations représentent une part non négligeable de l'ensemble des placements

(20,9%). La part des liquidités dans l'actif total reste la plus faible parmi les pays de notre échantillon.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION EN ITALIE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021
<i>Obligations</i>	62,7	52,4%	-4,0%
<i>Actions et autres participations</i>	27,8	23,3%	-14,9%
– <i>dont actions cotées</i>	27,1	22,7%	-15,5%
– <i>dont actions non cotées</i>	0,7	0,5%	18,9%
– <i>dont autres participations</i>	0,1	0,1%	-15,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	20,7	17,3%	-12,0%
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	8,4	7,0%	-5,2%
<b>Total des actifs financiers</b>	<b>119,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>-8,3%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

L'encours total des placements des fonds de pension, présentés comme tels dans la comptabilité nationale, ne représente que 11,6% du total des placements des investisseurs institutionnels italiens. Ceci s'explique en partie par le fait qu'une partie des fonds d'épargne retraite complémentaire est gérée par des compagnies d'assurance et des administrations publiques.

Contrairement à ce que l'on observe dans les autres pays, les placements des fonds de pension italiens sont relativement peu intermédiés. Les parts de fonds d'investissement représentent seulement 17,3% de leurs placements financiers contre 42,3% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue. C'est en même temps le pays dans lequel la part des obligations détenues en direct par les fonds de pension est la plus élevée, ce qui confirme, comme nous l'avons rappelé plus tôt, la prépondérance de l'investissement obligataire pour l'ensemble des agents économiques dans ce pays.

## Pays-Bas

Les Pays-Bas se distinguent des autres pays de notre échantillon par un taux particulièrement élevé à la charge des salariés (20,6 %) pour le financement des retraites professionnelles (quasi) obligatoires. Ainsi, le poids des fonds de pension est beaucoup plus important que dans les autres pays, aussi bien dans le portefeuille financier des ménages (52,1%) que dans le total des placements financiers des investisseurs institutionnels (81,1%).

Étant donné la place importante occupée par les fonds de pension, les contrats d'assurance vie

représentent en revanche, comme en Suède, une proportion plus faible du patrimoine financier des ménages : 6% aux Pays-Bas et 6,6% en Suède contre 15,8% en moyenne dans les pays de notre échantillon.

Il est également intéressant de noter qu'au total les avoirs liquides (monnaie et dépôts), représentent dans ces deux pays une part moins importante du patrimoine financier total (respectivement 21% aux Pays-Bas et 14,3% en Suède contre 33,7% en moyenne dans cet échantillon de pays).

### COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES NÉERLANDAIS EN 2022

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	574	32 655	21,0%	31,9%
<i>Obligations</i>	6	365	0,2%	0,6%
<i>Actions cotées</i>	43	2 427	1,6%	5,1%
<i>Actions non cotées</i>	319	18 159	11,7%	11,8%
<i>Autres participations</i>	18	1 041	0,7%	6,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	98	5 571	3,6%	4,9%
<i>Provisions techniques d'assurance non-vie</i>	11	599	0,4%	1,5%
<i>Assurance vie</i>	164	9 296	6,0%	30,0%
<i>Fonds de pension</i>	1 423	80 879	52,1%	0,0%
<i>Autres comptes à recevoir/à payer</i>	74	4 188	2,7%	7,6%
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>2 730</b>	<b>155 180</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE AUX PAYS-BAS

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	96	24,9%	-33,7%	27,4%
Obligations corporate	49	12,6%	-26,0%	21,7%
Produits structurés	0,1	0,0%	-87,5%	4,0%
Obligations sécurisées	6,2	1,6%	-1,2%	0,2%
Actions, fonds actions et participations	48	12,5%	-9,5%	23,4%
Immobilier et infrastructures	22	5,7%	12,9%	7,1%
Liquidités	29	7,5%	34,9%	5,9%
Prêts	90	23,3%	-14,8%	2,1%
Capital-investissement	3,2	0,8%	17,8%	1,4%
Gestion alternative	0,3	0,1%	48,5%	0,5%
Autres	43	11,1%	-19,6%	6,3%
<b>Total des actifs</b>	<b>388</b>	<b>100,0%</b>	<b>-18,4%</b>	<b>100,0%</b>

Source : EIOPA Insurance statistics – Exposure data, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les compagnies d'assurance aux Pays-Bas détiennent moins d'obligations en direct ou inter-médiées dans le total de leur actif (39,1%) que dans l'ensemble des pays sous revue (49,6% en moyenne).

Les prêts représentent par ailleurs une part beaucoup plus importante (23,3%) de l'actif des compagnies d'assurance qu'en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue (4,3%). Cela explique en partie le moindre poids des obligations, mais aussi des actions et des fonds d'investissement.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION AUX PAYS-BAS

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021
Obligations	536	32,1%	-17,7%
Actions	291	17,4%	-0,6%
– dont actions cotées	269	16,1%	-0,6%
– dont actions non cotées	21	1,3%	-1,0%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	540	32,4%	-31,5%
Crédits	39	2,4%	42,9%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	123	7,4%	95,5%
Autres	139	8,3%	-0,3%
<b>Total des actifs financiers</b>	<b>1 667</b>	<b>100,0%</b>	<b>-15,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Avec un encours total de placements financiers des fonds de pension égal à 1667 Md€, les Pays-Bas sont de loin le premier pays de la zone euro en termes

de poids des fonds de pension. Les actifs financiers des fonds de pension néerlandais représentent plus de 60% du total des actifs financiers des fonds de

pension de la zone euro. Ce montant reste inférieur au montant total des placements financiers des compagnies d'assurance en France (2472 Md€) et en Allemagne (2031 Md€) en valeur absolue, mais rapporté au nombre d'habitants il est plus de deux fois et demie supérieur comparé à l'Allemagne et près de quatre fois supérieur comparé à l'Allemagne. Il s'agit majoritairement de fonds de pension professionnels.

Comme dans les autres pays, les placements des fonds de pension aux Pays-Bas sont largement intermédiés. Les fonds d'investissement non monétaires représentent 32,4% des placements financiers, mais cette proportion reste inférieure à la moyenne des pays sous revue (42,3%).

## Suède

La Suède a un régime public en capitalisation obligatoire, qui s'ajoute au régime public géré en répartition. Aussi le poids des fonds de pension est important, même s'il reste moins élevé qu'aux Pays-Bas. En dix ans, le montant de l'actif total des fonds de pension a augmenté de près de 60%, c'est la plus forte progression parmi les pays de notre échantillon.

C'est par ailleurs le pays dans lequel les ménages détiennent le plus d'actions cotées de manière directe (7,6% de leur patrimoine financier contre 4,7% en moyenne dans les pays de notre étude) et de manière indirecte à travers les contrats d'assurance vie (88% des provisions techniques concernent des supports en unités de compte, contre 28% en moyenne dans les pays de notre échantillon), les

fonds de pension et les parts de fonds d'investissement. Comme aux Pays-Bas, la part des fonds actions dans le total de l'actif net des fonds d'investissement suédois (67,7%, source EFAMA) est bien supérieure à ce qui peut être observé dans les autres pays de notre échantillon dans lesquels les fonds de pension sont peu présents (41,1% en moyenne sur l'ensemble des pays).

La contre-performance des marchés actions en 2022 a contribué à une baisse significative de la valeur du patrimoine financier des ménages suédois (-16%). C'est le pays dans lequel l'encours total des placements financiers des ménages a le plus baissé cette année (-16% contre -5,8% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

## COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES SUÉDOIS EN 2022

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	245	23 424	14,3%	31,9%
<i>Obligations</i>	9	818	0,5%	0,6%
<i>Actions cotées</i>	130	12 422	7,6%	5,1%
<i>Actions non cotées</i>	199	19 041	11,6%	11,8%
<i>Autres participations</i>	300	28 720	17,6%	6,6%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	153	14 627	8,9%	4,9%
<i>Provisions techniques d'assurance non-vie</i>	9	813	0,5%	1,5%
<i>Assurance vie</i>	112	10 721	6,6%	30,0%
<i>Fonds de pension</i>	511	48 871	29,9%	0,0%
<i>Autres comptes à recevoir/à payer</i>	42	4 032	2,5%	7,6%
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>1 709</b>	<b>163 489</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE EN SUÈDE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021	France en % du total
<i>Obligations souveraines et fonds obligataires</i>	37	11,6%	-26,3%	27,4%
<i>Obligations corporate</i>	38	12,0%	-21,2%	21,7%
<i>Produits structurés</i>	0,5	0,2%	-58,7%	4,0%
<i>Obligations sécurisées</i>	0,1	0,0%	-4,8%	0,2%
<i>Actions, fonds actions et participations</i>	145	45,8%	-35,3%	23,4%
<i>Immobilier et infrastructures</i>	8,5	2,7%	-7,2%	7,1%
<i>Liquidités</i>	13	4,0%	-17,6%	5,9%
<i>Prêts</i>	8,0	2,5%	-16,6%	2,1%
<i>Capital-investissement</i>	12	3,7%	88,1%	1,4%
<i>Gestion alternative</i>	6,5	2,1%	-1,0%	0,5%
<i>Autres</i>	49	15,5%	-21,5%	6,3%
<b>Total des actifs</b>	<b>317</b>	<b>100,0%</b>	<b>-26,8%</b>	<b>100,0%</b>

Source : EIOPA Insurance statistics compilation et calculs d'IEM Finance. Données extraites le 10.05.2021. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

## COMPOSITION DE L'ACTIF DES FONDS DE PENSION EN SUÈDE

	2022 en Md€	2022 en %	2022 vs 2021
<i>Obligations</i>	104	17,4%	-15,4%
<i>Actions et autres participations</i>	152	25,4%	-22,9%
– <i>dont actions cotées</i>	104	17,3%	-24,8%
– <i>dont actions non cotées</i>	33	5,5%	-27,7%
– <i>dont autres participations</i>	15	2,5%	11,7%
<i>Parts de fonds d'investissement non monétaires</i>	310	51,7%	-14,4%
<i>Crédits</i>	12	2,0%	15,3%
<i>Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)</i>	15	2,6%	2,7%
<i>Autres</i>	5,7	1,0%	-2,9%
<b>Total des actifs financiers</b>	<b>599</b>	<b>100,0%</b>	<b>-16,0%</b>

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs d'IEM Finance. Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les investisseurs institutionnels suédois, aussi bien les compagnies d'assurance que les fonds de pension, se caractérisent par une part importante d'actions, fonds actions et autres participations. Ces actifs représentent 45,8% de l'ensemble des actifs pour les compagnies d'assurance (contre 24,3% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue) et 25,4% du portefeuille des fonds de pension (contre 16,8% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

Le poids des obligations est ainsi moins élevé que dans les autres pays et représente 23,6% de l'actif des compagnies d'assurance (contre en moyenne 49,6% dans les pays sous revue). De même pour les fonds de pension où les obligations représentent 17,4% de l'actif total contre 25,1% en moyenne dans tous les pays sous revue.

# NOTE MÉTHODOLOGIQUE

Cette étude porte sur les pratiques d'investissement et de gestion des institutionnels membres de l'Af2i. Elle s'appuie sur un questionnaire qui a été diffusé en février 2023. 71 investisseurs ont accepté de répondre à l'Enquête cette année.

Les portefeuilles sous étude à fin 2022 représentent 2 096 Md€, contre 2 392 Md€ à fin 2021. Ces chiffres tiennent compte des variations de la composition de l'échantillon d'une part et des valorisations d'actifs d'autre part.

Si l'on y ajoute les capitaux investis en assurance-vie en unités de compte, le montant total des encours des répondants à l'Enquête s'élève à 2 424 Md€ en 2022.

L'échantillon, aussi bien en termes de nombre de répondants qu'en termes d'encours d'actifs gérés, continue d'être représentatif de l'ensemble investisseurs institutionnels français et les comparaisons avec les années antérieures sont donc pertinentes.

Pour cette étude, comme pour les années précédentes, nous utilisons une technique permettant d'exploiter les données en prenant en compte soit le montant des actifs gérés soit le nombre de membres ayant répondu. Cela permet de mettre en lumière des disparités de comportements selon la taille des institutions / portefeuilles. Lorsque nous avons employé des pondérations, nous l'avons signalé de façon claire.

Pour certaines questions, nous séparons les répondants en fonction de la taille de leurs portefeuilles respectifs.

Comme les années précédentes, nous constituons trois groupes:

- les investisseurs de moins de 2 Md€;
- les investisseurs de 2 à 20 Md€;
- ceux de plus de 20 Md€.

Dans les tableaux d'évolution chronologique, bien que la base de répondants se révèle assez stable, les variations de l'effectif d'une année sur l'autre doivent toutefois inciter à une certaine prudence dans l'interprétation des graphiques.

Dans cette édition de l'Enquête, les résultats sont exprimés:

- **En moyenne des répondants**, lorsqu'il s'agit d'informations qualitatives;
- **En proportion des actifs totaux**, lorsque l'on étudie les portefeuilles de façon globale;
- **En proportion de la classe d'actifs concernée** (actions, obligations, etc.), lorsque l'on étudie une classe particulière.

Règles d'écriture des références monétaires utilisées dans la publication:

- Md€ pour milliard d'euros;
- M€ pour million d'euros;
- K€ pour millier d'euros.

Afin de faciliter la lecture des résultats, notamment sur les graphiques, les résultats peuvent être arrondis.

Des indices de tendance sont parfois affichés dans les tableaux (tableaux d'actifs, tableaux de tendance...) sous une forme claire: « Hausse », « Forte baisse », etc. ils sont produits quand leur taux de fiabilité (lié évidemment au nombre de réponses, mais aussi au « poids » de ses réponses en fonction des encours concernés) est jugé suffisant. Une absence d'indice signale une pertinence incertaine des réponses.

## POINT IMPORTANT

**Le traitement des unités de compte d'assurance-vie (UC) :** Les répondants proposant des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ont été invités comme les années passées à déclarer séparément leurs encours en UC, quand ils en avaient.

L'analyse des composantes de la politique d'investissement de l'investisseur institutionnel observée dans l'Enquête Af2i porte sur l'actif hors unités de compte. Les pourcentages, en revanche, restent directement comparables.

Cette méthode permet de comprendre plus précisément la politique d'investissement des assureurs, qui est de leur fait (actifs général ou cantonnés), les allocations en unités de compte dépendant davantage des souscripteurs. Notons toutefois que les mandats d'arbitrage sur unités de compte se sont développés avec le temps, y compris très récemment avec l'usage de « robo-advisors ». De même, nombre d'assureurs acceptent d'une manière ou d'une autre que les épargnants investissent dans un actif en euros à condition de consacrer une part non négligeable de leurs versements en investissement sous forme d'unités de compte.



# Membres Actifs

<b>Abeille Assurances</b>	<b>Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution</b>
<b>Aéma Groupe</b>	<b>Fons de Reserva de Jubilació</b>
<b>AG2R LA MONDIALE</b>	<b>FRANCE HORIZON</b>
<b>Ageas France</b>	<b>FRR</b>
<b>Agrica Epargne</b>	<b>Generali Vie France</b>
<b>Allianz IARD</b>	<b>Groupama Assurances Mutuelles</b>
<b>APICIL transverse</b>	<b>Groupe Pasteur Mutualité</b>
<b>Association Diocésaine de Paris</b>	<b>Groupe Vyv</b>
<b>Banque de France</b>	<b>HSBC France</b>
<b>BNP Paribas Cardif</b>	<b>Ircantec</b>
<b>BPCE Vie</b>	<b>IRCEM GESTION</b>
<b>CCR</b>	<b>La Banque Postale</b>
<b>CPRN</b>	<b>La Banque Postale IARD</b>
<b>Caisse des Dépôts - Dir des Gestion d'Actifs</b>	<b>La CIPAV</b>
<b>Caisse des Dépôts - Dir des Politiques Sociales</b>	<b>La Mutuelle Générale</b>
<b>Caisses de retraites du Sénat</b>	<b>L'Auxiliaire</b>
<b>CAMACTE GIE</b>	<b>MACSF Assurances</b>
<b>Carac</b>	<b>MAF Assurances</b>
<b>CARMF</b>	<b>MAIF</b>
<b>CAVAMAC</b>	<b>Malakoff Humanis - AMAP</b>
<b>CAVP</b>	<b>Matmut</b>
<b>CERN Pension Fund</b>	<b>Médecis</b>
<b>CNAVPL</b>	<b>MGEN UNION</b>
<b>CNETP</b>	<b>MIF</b>
<b>CNP Assurances</b>	<b>MNCAP</b>
<b>Coface</b>	<b>Neuflize vie</b>
<b>Covéa Coopération</b>	<b>Optimum Vie</b>
<b>Crédit Agricole Assurances Solutions</b>	<b>Orano</b>
<b>Crédit Mutuel Arkéa pour Suravenir</b>	<b>Préfon</b>
<b>Croix Rouge Française</b>	<b>Prepar Vie</b>
<b>CRPNPAC</b>	<b>Prevaal Finance</b>
<b>EDF</b>	<b>Pro BTP</b>
<b>EMERGENCE</b>	<b>Relyens Mutual Insurance</b>
<b>ENGIE</b>	<b>Sacra</b>
<b>EPS (Ensemble Protection Sociale)</b>	<b>SCOR SE</b>
<b>ERAFP</b>	<b>SMA BTP</b>
<b>EULER HERMES France</b>	<b>SMACL</b>
<b>FEDERATION AGIRC ARRCO</b>	<b>Sofiproteol groupe Avril</b>
<b>Fédération Habitat et Humanisme</b>	<b>Swiss Life France</b>
<b>Fonds de Garantie des Victimes</b>	<b>Thélem Assurances</b>
<b>Fonds de dotation du Musée du Louvre</b>	<b>UMR</b>





association française des  
investisseurs institutionnels

**CETTE ENQUÊTE EST UNE PUBLICATION  
DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS**

Association régie par la loi du 1er juillet 1901  
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/2002

58, rue de Lisbonne 75008 Paris

Tél. : 01 42 96 25 36

[www.af2i.org](http://www.af2i.org)

Président : Hubert Rodarie

Délégué général : Éric Sidot

Chef de projet éditorial : Laetitia Coly

Responsable administratif et financier : Christelle Pattegay

Conception graphique et maquette : Papergram

[af2i@af2i.org](mailto:af2i@af2i.org)

ISSN 2781-4777

Prix public 3 500 € HT