



association française
des investisseurs
institutionnels

Enquête Af2i 2020

Allocations d'actifs • **Structures** de portefeuilles
Perspectives et anticipations • **Organisation** et critères de gestion
Relations avec les sociétés de gestion • **Panorama** européen





association française
des investisseurs
institutionnels

Enquête Af2i 2020

Allocations d'actifs • **Structures** de portefeuilles
Perspectives et anticipations • **Organisation** et critères de gestion
Relations avec les sociétés de gestion • **Panorama** européen

Juillet 2020

SOMMAIRE

| | |
|---|----|
| PRÉFACE | 06 |
| CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER 2019 | 08 |
| SYNTHÈSE DE L'ENQUÊTE | 17 |
| PRÉAMBULE MÉTHODOLOGIQUE | 18 |
| 01. TYPOLOGIE INSTITUTIONNELLE | 20 |
| Présentation des données de l'Enquête | 20 |
| Les familles d'institutionnels | 21 |
| Structure de l'Enquête par type d'engagement | 25 |
| 02. RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE GLOBAL PAR CLASSE D'ACTIFS | 30 |
| 03. PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS | 38 |
| Actions | 38 |
| Obligations | 45 |
| Obligations convertibles | 61 |
| Prêts et fonds de dette | 62 |
| Liquidités | 64 |
| Immobilier | 67 |
| Infrastructures | 75 |
| Gestions alternatives | 76 |
| Capital-investissement | 77 |
| 04. PERSPECTIVES 2020 | 80 |
| Allocation stratégique globale | 80 |
| Allocation stratégique globale par famille d'investisseurs | 81 |
| Actions | 84 |
| Obligations | 85 |
| Liquidités | 86 |
| Immobilier | 87 |

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.

The information made available by Af2i in no way constitutes an offer to sell or a solicitation to invest in any of the products presented. This information has no contractual value and is not guaranteed to be exhaustive or exempt from unintentional errors. Copyright Af2i. No advertising of the Enquête Af2i, no use of any information made available therein without prior approval from Af2i in writing. No distribution of the information available is authorized in any way.

05. ORGANISATION ET CRITÈRES DE GESTION

| | |
|--|----|
| Démarche de gestion actif-passif et d'allocation stratégique | 88 |
| Allocation tactique | 90 |
| Opinion sur divers produits et techniques | 91 |
| Indicateurs et règles de gestion | 93 |

06. ISR/ESG

| | |
|--|-----|
| Généralités sur l'ISR / ESG | 96 |
| Thématiques privilégiées en matière de développement durable | 102 |

07. RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION

| | |
|--|-----|
| Part directe et part déléguée | 106 |
| Société de gestion filiale ou externe | 107 |
| Répartition des délégations de gestion | 109 |
| Type de gestion par classe d'actifs | 110 |
| Critères de sélection pour un mandat | 111 |
| Critères de sélection des OPC | 112 |
| Moyens alloués pour la sélection des OPC | 113 |
| Critères de sélection des sociétés de gestion | 114 |
| Garanties de sécurité | 115 |
| Rémunération par type de gestion | 116 |
| Raisons pour quitter des partenaires financiers | 117 |
| Cessation des relations avec des sociétés de gestion | 118 |
| Charte SGP / Investisseurs | 119 |
| Qualité des relations avec les sociétés de gestion | 120 |

08. ÉPARGNE DE LONG TERME DES MÉNAGES ET PLACEMENTS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LES AUTRES PAYS D'EUROPE

| | |
|---|-----|
| Préambule méthodologique retenue par l'OEE | 123 |
| Panorama des investisseurs institutionnels en Europe | 125 |
| L'épargne des ménages et le rôle joué par les investisseurs institutionnels | 126 |
| Les investisseurs institutionnels dans le reste du monde | 129 |
| Les spécificités nationales | 130 |
| Conclusion de l'OEE | 130 |

ANNEXES

| | |
|-----------------------------|-----|
| Présentation de l'Af2i | 146 |
| Liste des membres de l'Af2i | 147 |

PRÉFACE

L'Af2i est heureuse de vous présenter les résultats de l'enquête qu'elle réalise auprès de ses membres.

Chaque année, cette enquête s'adapte à la fois pour interroger sur ce qui fait l'actualité et sur ce qui constitue le travail de fonds des investisseurs institutionnels.

Cette enquête permet aux lecteurs des mises en perspective sur près de quinze ans avec une richesse d'information grâce à la fidélité d'un socle de répondants, même si les interprétations doivent toujours être conduites avec prudence. Elle vise en premier lieu à dresser une cartographie du marché institutionnel français par type d'engagement, donnant aux adhérents les moyens de se comparer et aux prestataires de servir aux mieux les investisseurs.

Pour l'Af2i, cette enquête est un vecteur de communication pour peser dans les débats de Place et représenter le marché institutionnel français dans ses contacts internationaux. Elle est complétée, pour chaque institution, par un « benchmarking » personnalisé.

Cet état des lieux est important. On y lit le travail de chaque institution pour trouver les meilleurs investissements pour chaque situation mais aussi on y perçoit le reflet des réglementations, notamment prudentielles. On voit également dans cette enquête le résultat de décisions anciennes, car la rotation des portefeuilles est toujours modérée, mais également l'influence des performances passées de chacun des types de produits dans des conditions de marchés et des contextes économiques qui furent vécus depuis les années 1980. De ce fait, dans les prochaines années il sera intéressant de mesurer les impacts de la situation inédite actuelle, caractérisée par les taux d'obligations très faibles ou négatifs et des actifs sur des plus haut de valorisation.

À ces éléments purement financiers s'ajoute la dimension extra financière qui devient par choix et par obligation réglementaire une composante majeure des décisions et des actions des investisseurs. L'enquête en rendra compte au fur et à mesure des évolutions.

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. On peut en rencontrer dans ceux qui bénéficient d'un cycle économique inversé, les paiements par les clients sont encaissés 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 laisse 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.

Ces investisseurs ainsi qualifiés se distinguent à la fois des entreprises, financières ou non financières, qui peuvent détenir, sans restriction ou contrainte de passif, pour leur propre compte, différents types d'actifs financiers à titre d'investissement ou de placement, mais aussi des gérants d'actifs (« asset managers » classiques, « family offices », sociétés de gestion de fonds de capital investissement), dont la mission est de gérer, selon des formats appropriés et régulés, des capitaux, pour des types de clientèles déterminés, avec des objectifs de gestion généraux ou spécifiques affichés (classes d'actifs, performance, risque, etc.).

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 de couvrir leurs engagements par des actifs qu'ils gèrent et font prospérer afin de financer soit des prestations, soit 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 tous sont confrontés aux mêmes problématiques pour définir une politique d'investissement et de gestion de leurs actifs, et la valider par rapport à leurs engagements. Les sociétés d'assurances anonymes et 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 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 et 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.

Les principales familles institutionnelles en France

- Assureurs vie et dommages
- Réassureurs
- Mutuelles d'assurance et de santé
- Groupes de protection sociale
- Caisses de retraite Agirc-Arrco
- Caisses de retraite des professions indépendantes, libérales et assimilées
- Fondations reconnues d'utilité publique
- Fonds de dotation
- Entreprises spécifiques (statut d'exploitants nucléaires, matières agricoles, etc.)
- Entités publiques ou parapubliques (Caisse des Dépôts, FRR, Fonds de garantie, associations, etc.)

- Régimes autonomes de retraite supplémentaire (ERAFP, PREFON, COREM, etc.)
- Caisse de congés et des intempéries du bâtiment ou du secteur du transport
- Etc.

L'Af2i, pour les besoins de son enquête, regroupe les investisseurs en trois grandes familles : « Retraite-Prévoyance », « Assurance » et « Autres entités réglementées ».

Au cours de ses analyses, l'Af2i est également amenée à distinguer sept grands types d'engagement (de passif) chez les institutionnels :

- Assurance-vie en euro,
- Assurance-vie en unités de compte,
- Assurance dommages (IARD),
- Retraite,
- Prévoyance,
- Fonds propres, qu'il conviendra ultérieurement d'appeler « Provisions »,
- Autres.

Pour conclure cette préface, il nous faut remercier tout d'abord tous nos membres qui ont pris du temps et du soin pour répondre aux questions et nous donner des informations aussi pertinentes que possibles. Parmi ces membres nous adressons un merci chaleureux à Éric DUBOS de la Macsf, Michel MANTEAU de la Carmf et à Joël PROHIN de la Caisse des Dépôts et Consignations pour leur implication dans l'élaboration du questionnaire et de leurs conseils avisés. Merci à Grégoire NAACKÉ de l'IEM Finance qui a élaboré la partie « Épargne de long terme des ménages et placements des investisseurs institutionnels dans les autres pays d'Europe », merci à l'équipe de l'Af2i qui a réalisé cette Enquête et ce document : Richard REYNOLD, Sylvie MALÉCOT et Émilie BALARD ; merci à Jean-François BOULIER mon prédécesseur car ce travail a été fait sous sa responsabilité, et nous aurons également une pensée particulière pour Jean EYRAUD, notre regretté ami qui a une dernière fois travaillé sur le questionnaire.

Tous, ils nous permettent de vous offrir cette étude parmi les plus complètes en Europe que vous allez découvrir dans les pages suivantes.

Hubert RODARIE
Président de l'Af2i

CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER 2019

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

Sans doute pour la première fois depuis fort longtemps, 2019 a été une année où les scénarios macroéconomiques ont été nettement différenciés sur les trois grandes zones géographiques que sont la Chine, les États-Unis et l'Europe.

L'économie chinoise a été marquée par une mutation brutale et forte, avec un transfert rapide d'une industrie très exportatrice vers le reste du monde à une économie de services. On a assisté à une contraction de la demande intérieure de produits industriels, et à un recul des importations.

De fait, la Chine a perdu son rôle de moteur de croissance du reste du monde. Le secteur de la production a continué à s'affaiblir, plus rapidement dans l'industrie que dans les services, tandis que la demande des consommateurs a retrouvé un certain dynamisme après une année 2018 plutôt calamiteuse. Cette photographie colle d'ailleurs assez bien avec la politique économique officielle qui a piloté une suppression des surcapacités dans l'industrie traditionnelle et une réorientation de la demande interne vers la consommation.

Par ailleurs, les entreprises industrielles chinoises se sont révélées en surcapacité, à un moment où le vieillissement de la population génère une accélération des coûts salariaux unitaires. Dans la mesure où les sociétés ne pouvaient pas répercuter la hausse de leurs coûts, leur rentabilité et leur solvabilité ont été en baisse. Cette dégradation de la situation financière des entreprises a pesé sur les capacités de recherche-développement et d'investissement, contribuant un peu plus à l'affaiblissement de la croissance mondiale.

Dès début 2019, la Banque centrale chinoise a abaissé le taux de réserves obligatoires, provoquant une hausse inédite des prêts bancaires. Puis, au cours de l'année, la dépréciation contrôlée du yuan en réponse au protectionnisme américain s'est ajoutée à la stimulation du crédit.

Enfin, le 7 décembre a été déclaré en Chine le premier cas d'un coronavirus inconnu, la Covid-19, qui a conduit début 2020 les autorités chinoises à réduire à minima les festivités du nouvel An Chinois dans tout le pays, et à confiner les populations de la région épice de la pandémie, soit 56 millions de personnes, de la ville de Wuhan (11 millions d'habitants) à celle de Huanggang, à 70 kilomètres (7,5 millions d'habitants).

2019 aura également été l'année d'une guerre commerciale ouverte entre Chine et États-Unis.

Après l'escalade des barrières douanières mises en place par l'Administration américaine, d'abord sur l'aluminium et l'acier, puis étendues par couches successives à 250 Mds USD de produits chinois importés à partir d'octobre, les deux belligérants ont fini, le 13 décembre 2019 par annoncer un accord commercial partiel sur un 1^{er} pilier qui devait être signé le 15 janvier 2020 selon Donald Trump. La trêve devenait urgente compte-tenu des dégâts déjà perceptibles sur les deux économies et, par ricochet, sur le commerce mondial. Ainsi, à titre d'exemple, le PIB de Singapour, état qui ne vit que des échanges internationaux, n'a progressé en 2019 que de 0,7% après 3,2% en 2018, soit sa pire performance depuis 2008.

Donald Trump, dont la campagne électorale débute le 3 février 2020 avec les primaires au caucus de l'Iowa avait besoin de récupérer le soutien des fermiers américains durement touchés par les rétorsions chinoises sur le soja. Le président chinois Xi Jinping, qui en 2019 a accumulé une série de revers économiques, comme le ralentissement de sa croissance, la hausse du chômage et des faillites d'entreprises et de banques, l'augmentation de l'inflation avec la peste porcine, et politiques, telles la rébellion à Hong-Kong et la dénonciation internationale du traitement des Ouïgours, avait, quant à lui besoin d'améliorer son image, y compris dans son propre pays.

Au plan monétaire, la Fed a abandonné dès début 2019 l'idée d'une poursuite des hausses de taux de 2018. Entre juillet et octobre, la Fed a baissé par trois fois ses taux directeurs de 25 points de base à 1,50-1,75 %. Elle a par ailleurs stoppé la politique de réduction de la taille de son bilan.

Dès septembre, en réponse à une très forte demande de dollars, due au financement des besoins massifs du Trésor et des réserves bancaires, la Banque centrale américaine a dû à la fois accélérer ses opérations de « repo » et reprendre des achats mensuels de bons du Trésor pour 60 Mds USD, mesure prévue jusque fin juin 2020. Dans ce contexte accommodant, les taux longs se sont détendus en 2019. L'augmentation du bilan de la Fed n'aura jamais été aussi rapide qu'au 4^e trimestre 2019.

Finalement, le succès de la politique de la surchauffe, avec le choix d'une politique budgétaire et d'une politique monétaire expansionnistes au plein emploi, a permis aux États-Unis la hausse du taux de participation, du taux d'emploi et le redressement des gains de productivité.

Dans la zone euro, la faible efficacité de la politique monétaire expansionniste n'a pas véritablement réussi à corriger le déséquilibre entre l'investissement et l'épargne, ni à faire repartir le crédit, ou à soutenir les cours boursiers, ce qui a conduit à utiliser davantage au 2nd semestre 2019 la politique budgétaire.

Ce sont en fait les incertitudes politiques qui ont été prédominantes en 2019.

Au printemps, les résultats des élections européennes ont apporté leur lot de soulagement. La forte mobilisation des électeurs et la montée du vote « vert » ont profité aux partis pro-européens. La crainte d'un raz-de-marée des partis d'extrême droite a été contredite, les scores de la Ligue en Italie et de RN en France ont été, certes, élevés mais fidèles aux sondages, tandis que l'AfD allemande et le FvD néerlandais étaient plutôt en-dessous des scores qui avaient pu être envisagés. Néanmoins, le Parlement est face pour l'avenir à une large dispersion des voix de laquelle on peine à dégager des scénarii d'alliances possiblement constructives et durables. Pourtant, l'Europe a besoin d'une majorité cohérente et d'une combinaison solide, pour donner suffisamment d'assise à la future Commission européenne et relever les défis politiques, économiques, climatiques des prochaines années.

L'autre question qui a agité l'Europe a été le feuilleton du Brexit. Si plus de trois ans et demi se sont écoulés depuis le référendum qui ouvrit le début de l'épopée d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, le dossier semble n'avoir fait que se complexifier au fil du temps. La question s'est posée tout au long de 2019, y compris après le remplacement de Theresa May le 7 juin par Boris Johnson, sur la capacité d'aboutir dans des conditions satisfaisantes pour les différentes parties engagées. Alors même que politiques, économistes, chefs d'entreprises et citoyens européens, voulaient en finir dans un calendrier court, au risque d'accepter des compromis que seule l'usure pouvait justifier.

Au niveau de l'activité économique, le risque d'une récession en zone euro a inquiété, mais a finalement été évité. Les principales inquiétudes tenaient à la faiblesse de la croissance en Allemagne qui a subi durement les conséquences du ralentissement du commerce mondial, mais aussi des changements structurels plus profonds de son industrie automobile. Cette sous-performance devrait durer.

A contrario, la France a fait montre d'une relative résilience en termes de croissance ; pourtant, le gouvernement a peine à poursuivre les réformes qu'il s'est assigné, en raison d'une très forte résistance du corps social. En particulier, le projet d'un Système Universel de Retraites, qui devait être la grande transformation du quinquennat d'Emmanuel Macron, s'est heurté à des oppositions multiples, et a conduit à une économie paralysée par les grèves de plusieurs catégories professionnelles en novembre et décembre 2019.

Plus globalement, on a constaté en zone euro une croissance molle inférieure au rythme potentiel. Dans le secteur manufacturier, l'activité a atteint un creux tandis que les services résistaient au ralentissement. La reconstitution des stocks et la demande intérieure, plutôt robuste, ont soutenu l'activité tandis que les échanges extérieurs ont freiné la croissance. Pour les pays qui en avaient la possibilité, la politique budgétaire est venue au soutien de l'activité nationale. L'investissement s'est maintenu, soutenu par un taux d'utilisation des capacités encore élevé et des conditions financières

Favorables, liée à une politique monétaire plus accommodante.

Dans tous les pays, la prise en compte du réchauffement climatique s'est accentuée en 2019, souvent sous la

pression des électeurs, mais aussi par la volonté affichée de l'Union européenne de devenir un modèle en matière de développement durable. Ceci devrait modifier structurellement des pans entiers d'activité dans les prochaines années.

Enfin sur le plan de la politique monétaire, le changement de présidence de la BCE – Banque centrale européenne –, avec l'arrivée de Christine Lagarde, a ouvert une nouvelle étape. Après avoir été élevé au rang de sauveur de la zone euro, Mario Draghi a fait, en fin de mandat, l'objet de critiques acérées. La fin du mandat de Mario Draghi est tumultueuse. La reprise du Quantitative Easing et une nouvelle réduction du taux de dépôt ont rencontré une forte opposition de plusieurs membres du Conseil de la Banque centrale européenne. Les dissensions ont à peine diminué à l'annonce du tiering des réserves bancaires qui prenait enfin la mesure des effets néfastes des taux négatifs.

À court terme, Christine Lagarde a annoncé que le ton de la politique monétaire resterait le même malgré les inquiétudes liées aux effets indésirables des taux négatifs qui perdureront. À moyen terme, l'annonce d'une revue stratégique pourrait ouvrir des perspectives de changement.

La question est néanmoins posée : sommes-nous à la veille d'un changement de paradigme ?

Dans un de ses derniers discours en tant que président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi a explicité le sens de l'héritage qu'il lègue à Christine Lagarde : les experts n'ont pas une connaissance parfaite et infaillible. En conséquence, les théories économiques ont des angles morts et les hypothèses peuvent ne pas être confirmées par les faits.

Si l'inflation n'est pas au rendez-vous, c'est seulement parce que l'équilibre classique des marchés – des biens, des services, du travail, financiers – est entravé par des rigidités. Aux rigidités nominales habituelles, on ajoute celle du taux d'intérêt nominal – le zero lower bound ou l'effective lower bound. C'est l'impossibilité de modifier ce taux plancher qui empêche le taux directeur de s'aligner avec le taux naturel garantissant l'équilibre entre l'épargne et l'investissement à un niveau compatible avec le plein-emploi.

Si l'investissement non financier devient insensible aux taux d'intérêt, la politique monétaire accommodante

peut-elle encore être efficiente ? Ou trouvera-t-on les nouveaux chemins de soutien à la croissance dans la politique budgétaire de relance de l'investissement public et dans les politiques de redistribution, de réduction des rentes et du pouvoir de marché ?

L'année 2019 s'est soldée par des performances élevées pour l'ensemble des actifs risqués. Les performances financières de 2019 semblent à l'inverse des tendances macroéconomiques et de la multiplication des événements politiques vecteurs d'incertitudes.

La guerre commerciale sino-américaine, les crispations politiques autour du Brexit puis les vives tensions sociales en Amérique du Sud et à Hong-Kong n'auront finalement occasionné que des tensions sporadiques sur les marchés financiers. Après une correction à la hausse au 1^{er} trimestre et un été sans tendance, les actions ont connu une accélération haussière inattendue à partir de septembre.

Le moteur, derrière la performance 2019 des marchés financiers, trouve son origine dans la relance monétaire orchestrée par les Banques Centrales. À partir de l'été 2019, elles ont mis en place un filet de sécurité, en baissant les taux d'intérêt pour éviter que la propagation de la contraction des échanges internationaux au secteur industriel ne vienne de proche en proche ralentir la demande interne des économies.

Par ailleurs, le montant de rachats d'actions s'est maintenu à un niveau élevé de l'ordre de 175 Mds USD chaque trimestre aux États-Unis. Le cycle de fusions-acquisitions est resté très porteur également avec un total de transactions au plan mondial de 3800 Mds USD en 2019. C'est l'un des paradoxes de l'année boursière. Les entreprises elles-mêmes sont restées les principales acheteuses d'actions.

Après un exercice 2018 difficile, les actions ont largement surperformé les autres classes d'actifs qui ont néanmoins toutes bénéficié de l'allègement monétaire de l'été.

L'indice américain S&P 500 a offert une performance totale de 31 %, suivi de près par les indices européens : le Stoxx 50 a progressé de +23,3 % et l'indice composite élargi, le Stoxx 600, de +23,2 %.

Plusieurs indices nationaux ont bouclé leur meilleure année depuis 20 ans : le FTSE 100 britannique en euros a gagné 19,1 %, le DAX 30 allemand a crû de +25,5 %,

le CAC 40 français de +26,4% et le MIB italien de +28,3%. Seules les places boursières ibériques sous-performent : l'IBEX 35 espagnol n'a progressé que de +11,8%, et le PSI 20 portugais de +10,2%.

Les actions émergentes (+15% en dollars USD) ont en revanche sous-performé, en partie à cause d'ajustements brutaux des parités de change contre le dollar américain.

MARCHÉS FINANCIERS

L'année 2019 s'est soldée par des performances élevées pour l'ensemble des actifs risqués. Les performances financières de 2019 semblent à l'inverse des tendances macroéconomiques et de la multiplication des événements politiques vecteurs d'incertitudes.

La guerre commerciale sino-américaine, les crispations politiques autour du Brexit puis les vives tensions sociales en Amérique du Sud et à Hong-Kong n'auront finalement occasionné que des tensions sporadiques sur les marchés financiers. Après une correction à la hausse au 1^{er} trimestre et un été sans tendance, les actions ont connu une accélération haussière inattendue à partir de septembre.

Le moteur, derrière la performance 2019 des marchés financiers, trouve son origine dans la relance monétaire orchestrée par les Banques Centrales. À partir de l'été 2019, elles ont mis en place un filet de sécurité, en baissant les taux d'intérêt pour éviter que la propagation de la contraction des échanges internationaux au secteur industriel ne vienne de proche en proche ralentir la demande interne des économies.

Par ailleurs, le montant de rachats d'actions s'est maintenu à un niveau élevé de l'ordre de 175 Mds USD chaque trimestre aux États-Unis. Le cycle de fusions-acquisitions est resté très porteur également avec un total de transactions au plan mondial de 3800 Mds USD en 2019. C'est l'un des paradoxes de l'année boursière. Les entreprises elles-mêmes sont restées les principales acheteuses d'actions.

Après un exercice 2018 difficile, les actions ont largement surperformé les autres classes d'actifs qui ont néanmoins toutes bénéficié de l'allègement monétaire de l'été.

L'indice américain S&P 500 a offert une performance totale de 31%, suivi de près par les indices européens : le Stoxx 50 a progressé de +23,3% et l'indice composite élargi, le Stoxx 600, de +23,2%.

Plusieurs indices nationaux ont bouclé leur meilleure année depuis 20 ans : le FTSE 100 britannique en euros a gagné 19,1%, le DAX 30 allemand a crû de +25,5%, le CAC 40 français de +26,4% et le MIB italien de +28,3%. Seules les places boursières ibériques sous-performent : l'IBEX 35 espagnol n'a progressé que de +11,8%, et le PSI 20 portugais de +10,2%.

Les actions émergentes (+15% en dollars USD) ont en revanche sous-performé, en partie à cause d'ajustements brutaux des parités de change contre le dollar.

Même si la tendance de fond des marchés financiers a été haussière, 2019 restera comme une année aux contours multiples et disparates dont témoignent les fortes fluctuations de la volatilité. Si le VIX américain et le VSTOXX européens reculent de respectivement 46% et 42% sur l'année, ces chiffres ne reflètent pas la forte volatilité infra-annuelle des indices en 2019. La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis autour des droits de douane respectifs aura été le principal moteur des « indices de la peur ».

Concrètement, les accès de volatilité provoqués par les revirements incessants de la politique commerciale de l'Administration américaine ont, tout au long de l'année, constitué de solides points d'achats sur les actions en mai, en août puis en octobre et en décembre.

Autre phénomène majeur, l'effondrement des taux d'intérêt obligataires a modifié le calcul de la prime de risque des marchés financiers et explique en grande partie la hausse des bourses en période de baisse des profits des entreprises. En 2019, les BNA du S&P 500 ont diminué de 0,3% et ceux des entreprises du Stoxx 600 de 4,3%. La prime de risque est restée confortable, alors que les PE des entreprises étaient en hausse sensible.

Au plan sectoriel, les valeurs technologiques ont dominé les places boursières, partout dans le monde. Les sidérurgistes ont été la lanterne rouge des indices, pénalisés par la baisse générale des prix de l'acier et la hausse des coûts des matières premières.

La menace de tarifs sur l'automobile s'est progressivement dissipée en Europe, permettant de belles progressions en bourse, mené par les valeurs cycliques décotées, qui offraient des multiples inférieurs à 10x.

La surperformance des cycliques en fin d'été a pris le contrepied de la dégradation des enquêtes du secteur manufacturier, notamment en Allemagne. Il y a eu correction des écarts de valorisation extrêmes constatés entre les secteurs défensifs ou non-cycliques de consommation, comme le luxe, et le reste de la cote.

Banques et valeurs financières européennes, massacrées en raison d'un environnement de taux d'intérêt difficile se sont appréciées après l'été.

Dans la sphère obligataire, le revirement monétaire opéré par la Fed et la BCE a provoqué un rally historique des emprunts publics au cours de l'été. Le dernier tiers de l'année a été dominé par la remontée graduelle des rendements au profit du crédit, du haut rendement – high yield – et des autres produits offrant des différentiels de taux avec les emprunts d'État attractifs.

Les Emprunts d'État américains ont connu une détente significative. Le T-Bond 10 ans a clôturé 2019 avec un rendement à 1,92%, contre 2,69% au 31 décembre 2018, avec une évolution sur l'année dans une fourchette < +1,40% / +2,79% >. Le 2 ans offrait au 31 décembre 2019 un taux actuariel de +1,57%, contre 2,49% un an auparavant. La courbe des taux d'intérêt américaine s'est même inversée en août 2019, le taux du 2 ans passant brièvement, pour la première fois depuis 2008, au-dessus du taux 10 ans le 14 août. Elle s'est ensuite repentifiée pour finir avec 35 points de base de différentiel « 10 ans - 2 ans » le 31 décembre.

En zone euro, les mouvements ont été tout aussi significatifs. Fait inédit, fin 2019, le montant des émissions souveraines de la zone euro affichant un rendement négatif était de 4,14 trillions d'€, soit 52% de l'encours total.

Le Bund 10 ans allemand est passé en territoire négatif, de +0,24% au 31 décembre 2018 à -0,19% à fin 2019, en ayant fluctué dans une fourchette < -0,74% / +0,30% >.

L'OAT 10 ans française a terminé 2019 sur un niveau de +0,12%, contre +0,72% fin 2018, avec un rendement minimal de -0,45% touché fin août.

Après une fin d'année 2018 compliquée, les taux italiens à 10 ans ont baissé sur 2019 de +2,75% à +1,45%, en ayant évolué dans une fourchette < +0,81% / +2,96% >. Le BTP 10 ans italien gagne plus de 16,7% sur l'année.

L'année 2019 comptabilise 653 Md€ d'émissions hors emprunts d'État dont 448 Md€ de corporates, soit une augmentation de 37% par rapport à 2018. Les sociétés ont largement profité de l'environnement de taux favorable, pour se refinancer à des niveaux avantageux. Elles se sont également davantage endettées au profit d'un marché qui a montré son intérêt pour les nouveaux papiers, n'hésitant pas à aller chercher du rendement sur des maturités plutôt longues.

Les obligations convertibles se situent entre les actions et les produits de taux, et ont été portées par la durée et une réduction généralisée des spreads de crédit.

Pour la France, ceci a conduit à une nouvelle hausse du taux d'endettement des sociétés non financières, en agrégeant crédits bancaires et recours aux marchés financiers. Rapporté à la valeur ajoutée, il a atteint 135% mi-2019, à comparer à 107% début 2009. Ce ratio est beaucoup plus élevé pour les grandes entreprises que pour les PME et s'est nettement accru depuis dix ans. Cette hausse continue de la dette des entreprises est spécifique à la France, tandis que l'endettement des entreprises se stabilise à un niveau assez bas en Allemagne et se réduit en Italie et en Espagne.

Au plan des devises, l'euro a reculé contre l'ensemble des devises en 2019 : il a été pénalisé par une faiblesse des indicateurs d'activité, qui laissaient planer un risque de ralentissement marqué, voire de récession, et ont alimenté les craintes des investisseurs.

La livre Sterling s'est révélée gagnante, malgré les montages russes des négociations sur le Brexit. En effet, la nette victoire de Boris Johnson et du parti conservateur, remportant 365 sièges sur 650 à la Chambre des communes, permet au Royaume-Uni d'envisager la dernière ligne droite des négociations jusqu'au 31 janvier 2020 sereinement.

Le dollar américain a progressé face à l'euro, mais a reculé contre les autres devises, pénalisé par les changements de posture de Donald Trump dans la guerre commerciale contre la Chine.

CADRE RÉGLEMENTAIRE

Si les enjeux géopolitiques et macroéconomiques, tout comme les mouvements sur les marchés financiers, ont retenu l'attention des investisseurs institutionnels, ces derniers ont également été sensibles aux incertitudes résultant de l'environnement réglementaire, français et européens. Sans être exhaustifs, sont évoqués les textes ou projets de Loi qui ont impacté directement les perspectives d'investissement des institutionnels.

Le sujet clef de l'année 2019 a été celui des retraites. Cela a concerné en premier lieu le 3^e pilier, avec les dispositions de la Loi PACTE (Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises), votée à l'automne 2018, sur la retraite supplémentaire, dont les décrets d'application sont parus au cours du 1^{er} semestre 2019.

Implicitement, la Loi PACTE comporte des incitations très favorables à l'épargne salariale et à l'épargne retraite supplémentaire. Bruno La Maire souhaite voir la retraite supplémentaire passer du statut de parent pauvre à celui d'incontournable. De 200 Md€ en juin 2018, il ambitionnait des encours à 300 Md€ fin 2019 et même 400 Md€ fin 2020.

Huit amendements revêtent une importance particulière :

- La portabilité de droits à la retraite est généralisée. L'épargne accumulée sera intégralement portable d'un produit à l'autre afin de faciliter la mobilité de chacun.
- Les frais de transfert individuels sont limités à 1 % (au lieu de 3%) afin d'améliorer l'attractivité des dispositifs et de garantir la portabilité des droits.
- Le déblocage anticipé des encours pour l'achat d'une résidence principale n'est plus limité aux primo accédants.
- Dans un souci de protection de l'épargnant, les obligations de conseil sont renforcées et devront s'appliquer durant toute la vie du produit (épargne, restitution).
- Un fond solidaire sera proposé dans tous les produits d'épargne retraite entreprise afin d'aider et d'accompagner le développement de l'économie sociale et solidaire (ESS).
- Le forfait social des PERCO (Plan d'Épargne pour la Retraite COLlectif) est maintenu à taux réduit (16%)

pour les plans d'épargne retraite dont l'encours est investi à 10% des titres PEA-PME (contre 7% initialement prévu).

- Il sera possible de mettre en place un PERCO sans nécessairement disposer d'un plan d'épargne d'entreprise ou d'un plan d'épargne interentreprises et ce afin d'améliorer l'attractivité des dispositifs pour les entreprises.
- Les rétrocessions de Commissions seront affectées aux plans d'épargne retraite et non plus aux gestionnaires d'actifs ou aux entreprises d'assurance afin de garantir une meilleure distribution des rendements financiers.

L'Af2i est attentive à la capacité ainsi développée d'une nouvelle forme d'épargne longue, aux modélisations d'allocation d'actifs induites, et à la capacité d'apporter une contribution plus forte au financement de l'économie réelle.

Surtout, 2019 a été marquée par les différentes étapes du projet de réforme en faveur d'un «Système Universel de Retraites».

Le système universel a été présenté comme un système à points, qui visait à remplacer les 42 régimes existants. Il supposait des règles communes à tous les actifs : salariés, fonctionnaires, indépendants, professions libérales, agriculteurs, etc., avec initialement la suppression de la dizaine de régimes spéciaux existants. Dans le système proposé, chaque jour travaillé permettrait d'acquérir des points. Il ne devait donc plus tenir compte seulement des 25 meilleures années de carrière, comme dans le privé, ou des six derniers mois, comme dans le public, mais de l'intégralité de la carrière des actifs.

Une première étape a été la présentation aux partenaires sociaux le 18 juillet 2019 par Jean-Paul Delevoye, haut-commissaire à la réforme des retraites, et Agnès Buzyn, ministre de la Santé et des Affaires sociales, des préconisations que le Haut-commissaire a tirées de 18 mois de concertations avec les organisations syndicales, patronales, et les syndicats professionnels.

Le dossier de 132 pages était intitulé simplement «Pour un système universel de retraites». Il était le prélude à une nouvelle phase de concertation avec les partenaires sociaux pour un projet de loi initialement prévu fin 2019.

Après un automne de contestations syndicales dans la rue, le projet de Loi instituant un Système Universel de Retraites a été finalement examiné en Conseil des ministres le 24 janvier 2020. L'examen du texte en séance plénière à l'Assemblée nationale a commencé le 17 février 2020 dans le cadre d'une procédure accélérée, avec une seule lecture dans chaque chambre. Un vote a eu lieu à l'Assemblée nationale, via la procédure du 49-3. La crise sanitaire de la Covid-19 a stoppé le processus législatif pour quelques mois. Il est probable que la réforme prévue sera différée, ou, si elle est maintenue, aboutira dans une version très différente du projet initial.

Au plan de la réglementation européenne, les révisions des paramètres de la formule standard de Solvabilité II soufflent le chaud et le froid pour les compagnies d'assurances, mutuelles et institutions de prévoyance concernées.

La Commission européenne a publié le 9 novembre 2018 son projet de règlement délégué portant la révision de Solvabilité II. La version définitive du texte, publiée en mars 2019, inclut des allègements sur la charge en fonds propres appliquée aux actions.

Les pressions insistantes de la France a porté ses fruits à Bruxelles. Depuis plusieurs mois, la Direction Générale du Trésor et la Fédération Française de l'Assurance plaident pour un abaissement de la charge en fonds propres requise pour les investissements dans les actions, jugée décourageante. Comme l'a demandé la France, le projet de la Commission a prévu d'abaisser la charge en fonds propres requise pour les actions cotées et non-cotées à 22%, lorsque ces investissements sont « de nature stratégique » et lorsqu'ils sont traités comme « des investissements de long terme ». Dans la version de mars 2019, la durée minimale de détention a été raccourcie à 5 ans en moyenne au lieu des 12 ans initialement envisagée, et la contrainte de cantonnement a été allégée.

Pour les autres types d'actions, la charge restera de 39% pour le coté et 49% pour une grande part du non coté, hors mesures transitoires, et avant prise en compte du Symetric Adjuster (effet Dampener).

Une autre évolution, discutée en 2019, concernerait la révision de la mesure du risque de taux. L'approche du risque de taux dans la formule standard de la directive

Solvabilité II, calibrée à partir des données antérieures à 2009, consiste à appliquer, pour chaque maturité, un choc relatif (positif ou négatif) aux taux spot, en tenant compte d'un floor absolu de 1% si le choc est à la hausse et d'un cap égal à 0 si le choc est à la baisse. L'EIOPA a considéré que cette approche est inappropriée pour mesurer le risque de taux d'intérêt dans l'environnement économique confirmé en 2019, caractérisé par des taux constamment bas : aux yeux du régulateur européen, elle présente des lacunes qui conduisent les acteurs à sous-estimer le risque de taux d'intérêt réel, et donc à sous-estimer leur besoin en fonds propres.

En particulier, l'approche du modèle standard repose sur l'hypothèse que les taux ne peuvent être que positifs ou nuls ; or cette hypothèse est contredite par la réalité, les taux spots pouvant être négatifs. De plus, certains mouvements de taux observés dans la réalité ont été bien plus importants que ceux calibrés pour les stress tests définis par la réglementation.

Enfin, l'EIOPA a observé que les modèles internes mesurent le risque de taux par des méthodes significativement différentes de celle de la méthode standard et sont plus fidèles à la réalité. Le régulateur a suggéré l'évolution vers une approche dite « par translation relative », qui combinerait les avantages d'une approche relative dans un environnement de taux élevés et ceux d'une approche absolue dans un environnement de taux bas.

Néanmoins, l'impact de cette nouvelle méthodologie serait significatif : pour une entité représentative du marché européen de l'assurance vie, exposée à un environnement de taux bas et utilisant la formule standard, l'impact sur le ratio de couverture serait en moyenne de -14% (le ratio passant de 216% à 202%). Le changement était prévu pour une mise en œuvre graduelle sur trois ans à partir de 2020.

Dernier point, l'Autorité européenne des assurances, l'EIOPA, a remis au 30 septembre 2019 à la Commission européenne son avis technique sur la prise en compte de la « durabilité » dans le cadre de Solvabilité II. Les associations professionnelles ont précisé au superviseur que le cadre actuel de Solvabilité II ne constitue pas une barrière à la prise en compte de la durabilité. La réflexion sur la prise en compte des risques ESG – « Environnement, Sociétal, Gouvernance » – est ouverte pour la prochaine révision de la directive.

Au cours de l'année 2019, les débats se sont poursuivis, et accélérés sur la norme comptable IFRS 17 – Contrats d'Assurance. La publication de la première version datait de mai 2017. Dix thématiques phares, nécessitant des contributions, ont été données en mars 2019, la fermeture de la période de commentaires étant intervenue en septembre 2019. La version révisée de la norme est attendue pour le 1^{er} semestre 2020. Seul point acquis à fin 2019, la norme IFRS 17 entrera en vigueur à partir du 1^{er} janvier 2023, conjointement avec la date d'échéance de l'exemption temporaire de l'application d'IFRS 9 – Instruments financiers.

La comptabilité des assureurs français a bénéficié d'une autre évolution importante en toute fin d'année 2019. Faisant suite à une requête des assureurs-vie, le ministère de l'Économie et des Finances a publié un arrêté « relatif aux fonds excédentaires en assurance-vie », paru au *Journal Officiel* du 28 décembre 2019, qui s'applique à l'ensemble des organismes soumis au Code des assurances, permettant d'alléger les contraintes de solvabilité dans certaines situations.

Cet arrêté introduit la possibilité de reprendre la Provision pour Participation aux Bénéfices (PPB), après acceptation de l'ACPR, et seulement dans le cas où le résultat technique de l'assurance-vie (tel que défini à l'article 422-4 du règlement de l'Autorité des normes comptables) du dernier exercice comptable est négatif, et l'exigence minimale de solvabilité n'est plus couverte, à savoir le SCR – Solvency Capital Requirement – pour les organismes soumis à Solvabilité II et l'exigence minimale de marge pour les autres organismes.

Entrant en vigueur le 29 décembre 2019, cette mesure intègre également la remise à l'ACPR d'un plan prévoyant la restitution des montants repris sur la PPB dans un délai maximal de huit ans (et en prenant en compte les engagements pris sur certains contrats par les assureurs), et l'absence de versement de dividendes tant que les montants n'ont pas été restitués. Ce plan permet a priori de protéger les droits des assurés.

SYNTHÈSE DE L'ENQUÊTE

À l'heure à laquelle cette synthèse est écrite, il est difficile de faire abstraction de la crise liée à la Covid-19 révélée au 1^{er} trimestre 2020. C'est une crise sans précédent qui touche de plein fouet l'économie mondiale et ce, à tous les niveaux : sanitaire et surtout économique, financier, social et géopolitique.

Les années se suivent et ne se ressemblent pas : 2018 fut une année morose avec des marchés boursiers en baisse significative alors que 2019 a été excellente pour les marchés actions affichant des performances financières à deux chiffres.

Au vu du contexte 2019 euphorique sur les marchés actions, les investisseurs institutionnels ayant répondu à l'Enquête ont, dans l'ensemble, des allocations assez stables avec une augmentation de la poche actions qui a bénéficié de la bonne tenue des marchés boursiers passant ainsi de 12,2% à 13,7% à fin 2019.

À noter que les portefeuilles issus de la famille « Retraite/Prévoyance » ont été plus impactés par la hausse des marchés actions : le poids de la poche actions est passé de 22,6% à 26,1% à fin 2019.

En ce qui concerne les encours obligataires, ceux-ci ont été en léger repli par rapport à fin 2018 : 71% des encours globaux à fin 2019 contre 72,3% à fin 2018 et ce, dans un contexte de taux durablement bas.

Ce repli peut s'expliquer par la valorisation des poches actions liés à la hausse des marchés boursiers qui s'est opéré au dernier trimestre de l'année.

Au niveau des maturités des portefeuilles obligataires, on constate, dans la globalité, un allègement des titres sur les segments « 1-3 ans » et « 3-5 ans » par rapport à l'an dernier alors que le poids s'est renforcé pour les segments « 10-15 ans » et « > 15 ans ».

On constate que les engagements les plus importants restent ceux de l'assurance (assurance-vie en €, assurance dommages et assurance-vie en UC) avec une baisse du côté de l'assurance-vie en € : 60,9% à fin 2019 contre 64,7% à fin 2018. Ce constat fait suite aux faibles rendements des contrats d'assurance-vie en €

sur l'année écoulée de l'ordre de 2% en moyenne avec 1% de rendement annuel pour les contrats en queue de peloton et 2,5% voire 3% pour les meilleurs contrats.

Malgré les intentions des investisseurs institutionnels d'aller vers des classes d'actifs alternatifs ou diversifiants autres qu'actions et/ou obligations, on note qu'il n'y pas de grand changement d'une année à l'autre. En effet, que ce soit sur les classes d'actifs « Prêts/Fonds de dette », « Immobilier », « Capital-investissement », « Infrastructures », « Autres (autres actifs diversifiés, forêts, etc.) », on assiste à une certaine stabilité au niveau de leur poids respectif dans l'allocation d'actifs globale.

En revanche, la classe d'actifs « Gestions alternatives » connaît une diminution de son poids à fin 2019 par rapport à l'an dernier : 0,2% fin 2019 contre 0,4% fin 2018.

Sur la thématique « ISR/ESG », l'intégration des critères ISR/ESG prend une place prépondérante dans la gestion institutionnelle : 73% à fin 2019 contre 61% à fin 2018 ; cette intégration est liée aux annonces gouvernementales et aux contraintes réglementaires que les investisseurs institutionnels doivent obligatoirement inclure dans leurs gestions respectives.

Le « chemin vers une gestion totalement ISR /ESG » sera encore long compte tenu des problématiques de taxonomie, du déploiement des bonnes pratiques et d'accès aux données extra-financières tant au niveau national qu'international.

La délégation de gestion connaît un regain d'intérêt en 2019 alors que celle-ci avait tendance à régresser sur la période 2016-2018. Cette hausse pourrait s'expliquer par la hausse des souscriptions en UC dans les contrats d'assurance-vie sur le 4^e trimestre de l'an dernier conjugué avec la hausse des marchés actions.

Dans le trouble de l'année 2020, les allocations des différentes natures d'institutionnels français conforte leur rôle d'investisseurs de long terme et doivent leur permettre de faire face avec sérénité au triple défi de financement de l'économie, de soutien social et de croissance durable que laisse augurer la crise Covid-19.

PRÉAMBULE 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 2019.

60 investisseurs adhérents de l'Af2i ont accepté de répondre à l'Enquête cette année.

Les portefeuilles sous étude à fin 2019 représentent 2 305 Md€, contre 2 104 Md€ à fin 2018. 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 2 611 Md€, contre 2 348 Md€ à fin 2018.

Si le nombre des répondants est légèrement en baisse par rapport à l'année précédente, en raison en partie à des fusions d'institutions ou de portefeuilles, l'échantillon est, en encours, supérieur à celui de l'exercice précédent et 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 milliards d'euros (Md€) ;
- les investisseurs de 2 à 20 milliards d'euros (Md€) ;
- ceux de plus de 20 milliards d'euros (Md€).

Le choix du seuil de 20 Md€ est issu de la répartition statistique des actifs, et qui correspond à une répartition de Pareto : 20 investisseurs, soit environ 28 % des répondants, détiennent plus de 80 % des actifs. La séparation entre ces 20 investisseurs et les autres se situe autour du chiffre de 20 Md€.

Le choix du seuil de 2 Md€ se justifie par l'observation empirique selon laquelle les investisseurs de moins de 2 Md€ ont depuis toujours un comportement très différent de ceux de plus de 2 Md€. Ce seuil était déjà utilisé pour les Enquêtes antérieures, il permet donc de réaliser des comparaisons.

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 (indication « M » en bas du graphique) ;
- ▶ **en proportion des actifs totaux**, lorsque l'on étudie les portefeuilles de façon globale (indication « T » en bas du graphique) ;
- ▶ **en proportion de la classe d'actifs concernée** (actions, obligations, etc.), lorsque l'on étudie une classe particulière (indication « C » en bas du graphique).

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

- ▶ Md€ pour milliards d'euros ;
- ▶ M€ pour millions d'euros ;
- ▶ et K€ pour milliers 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 l'an passé à déclarer séparément leurs encours en UC, quand il s'en présentait.

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 euro à condition de consacrer une part non négligeable de leurs versements en investissement sous forme d'unités de compte.

De manière globale, l'année 2019 a été marquée par une accélération de la baisse des taux, l'apparition de taux négatifs, une collecte exceptionnelle sur les fonds euros avant une décollecte sur ces supports au profit des unités de compte au dernier trimestre.

Les statistiques publiées par la FFA (Fédération Française de l'Assurance) confortent également les éléments fournis par l'ACPR : un fort regain pour les unités de compte sur les quatre derniers mois de l'année 2019.

En effet, les montants collectés en UC à fin 2018 ne représentaient que 25 % des encours totaux collectés alors qu'à fin décembre 2019, avec la hausse des marchés actions, ceux-ci représentaient près de 41 %.

Une section d'information de l'Enquête est consacrée ci-après aux unités de compte (UC) d'assurance-vie.

01. Typologie institutionnelle

PRÉSENTATION DES DONNÉES DE L'ENQUÊTE

Répartition des répondants par taille des actifs détenus

| | Nombre de répondants | % des répondants | Part des actifs détenus | Retraite / prévoyance | Assurance | Autres entités réglementées |
|----------------|----------------------|------------------|-------------------------|-----------------------|-----------|-----------------------------|
| Moins de 2 Md€ | 9 | 15,0% | 0,3% | 2 | 4 | 3 |
| De 2 à 20 Md€ | 26 | 43,3% | 9,2% | 13 | 11 | 2 |
| Plus de 20 Md€ | 25 | 41,7% | 90,5% | 3 | 18 | 4 |
| TOTAL | 60 | 100,0% | 100,0% | 18 | 33 | 9 |

Source : Enquête Af2i 2020

60 participants ont répondu à l'Enquête Af2i 2020, soit 75 % des adhérents de l'Af2i.

Les encours d'actifs pris en compte dans l'Enquête s'élèvent à 2 305 Md€ (hors UC) fin 2019 contre 2 104 Md€ (hors UC) fin 2018.

Ces chiffres sont à rapprocher des 3 529 Md€ qui constituaient l'ensemble des actifs des investisseurs institutionnels en France estimé à fin 2019 (cf. Rubrique « Panorama des investisseurs institutionnels en Europe » ci-après).

À noter que dans la rubrique « Panorama des investisseurs institutionnels en Europe », la notion d'« investisseur institutionnel » n'adopte toutefois pas exactement la même définition adoptée en première partie de l'Enquête.

Les investisseurs représentent statistiquement des montants d'actifs assez dispersés. Quatre investisseurs sur dix représentent plus de 90 % des encours et 15 % des investisseurs représentant moins de 1 %.

La moyenne du total des actifs par répondant s'établissait à fin 2019 à 38,42 Md€ (contre 34,5 Md€ à fin 2018) et la médiane à 12,1 Md€, traduisant une très grande dispersion vers le haut des portefeuilles observés.

LES FAMILLES D'INSTITUTIONNELS

Distribution des membres et des actifs gérés de l'Enquête AF2I

| | Nombre de répondants | Moyenne des actifs gérés (M€) | Total des actifs gérés (M€) | Part des actifs gérés | Moins de 2 Md€ | De 2 à 20 Md€ | Plus de 20 Md€ |
|-----------------------------|----------------------|-------------------------------|-----------------------------|-----------------------|----------------|---------------|----------------|
| Retraite/Prévoyance | 18 | 12 308 | 221 530 | 9,6% | 2 | 13 | 3 |
| Assurance | 33 | 54 687 | 1 804 682 | 78,3% | 4 | 11 | 18 |
| Autres entités réglementées | 9 | 30 959 | 278 629 | 12,1% | 3 | 2 | 4 |
| TOTAL | 60 | 38 414 | 2 304 841 | 100,0% | 9 | 26 | 25 |

Source : Enquête Af2i 2020

Comme les années précédentes, sont distinguées trois grandes familles d'investisseurs institutionnels : « Retraite/ Prévoyance », « Assurance » et « 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 » sont de 221,5 Md€, 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. La part des dépenses de retraite dans le PIB était de 13,8% en 2019, et, à environnement comparable, resterait très proche de son niveau de 2019 jusqu'en 2030, selon les projections du Conseil d'Orientation des Retraites. Le projet de réforme vers un Système Universel de Retraites, tel que connu à fin 2019, est susceptible de faire évoluer la structure des actifs gérés, et les encours, dans les dix ans à venir.

L'assurance est la famille la plus importante dans notre Enquête en termes de part des actifs gérés : 1 805 Md€, soit en pourcentage près de 80% des actifs.

À noter qu'en 2019, la collecte de primes d'assurance vie a de nouveau atteint un niveau historique à 123,8 Md€, après

123,5 Md€ en 2018. Malgré un contexte de taux très bas, la collecte nette sur les fonds euros (qui constituent 80% des engagements en assurance-vie) a été nettement positive en 2019, +15,3 Md€, contrastant avec les décollectes observées en 2018 et 2017. La reprise de la collecte ne s'explique qu'en partie par le dynamisme de la collecte brute mais essentiellement par des arbitrages nets au détriment des supports en unités de compte et à la normalisation des rachats, après les niveaux élevés observés en 2018. L'accélération de la baisse des taux en milieu d'année a néanmoins entraîné une réorientation des flux vers les unités de compte, conduisant à une décollecte sur les fonds euros en fin d'année. La collecte nette sur les supports en unités de compte (UC) est en forte baisse sur l'année 2019 (5,1 Md€) par rapport à 2018 (21,3 Md€), mais bénéficie d'une reprise des flux au dernier trimestre, dans un contexte boursier encore favorable.

Assureurs-vie et bancassureurs constituent les portefeuilles les plus élevés en encours moyens gérés.

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.

1. Le cadre réglementaire dominant

✓ Quel est le cadre réglementaire dominant de votre institution ?

| Cadre réglementaire dominant | | | | |
|---|----------------------|---------------|------------------|---------------|
| | Nombre de répondants | % répondants | Total (M€) | % actifs |
| Code des assurances | 32 | 53,3% | 1 812 247 | 78,6% |
| Code de la mutualité | 6 | 10,0% | 75 316 | 3,0% |
| Code Sécurité sociale | 2 | 3,4% | 21 220 | 0,9% |
| Règlement Agirc-Arrco | 4 | 6,7% | 55 939 | 2,4% |
| Règlement des caisses professions libérales | 5 | 8,3% | 25 560 | 1,1% |
| Autres | 11 | 18,3% | 314 559 | 13,6% |
| TOTAL | 60 | 100,0% | 2 304 841 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

Le Code des assurances règlemente à lui seul un peu plus de la moitié des répondants de l'Enquête et près de 80% des actifs, à savoir compagnies d'assurance, assureurs à forme mutuelle, et réassureurs.

Les institutions de prévoyance sont régies par le Code de la Sécurité sociale, et les mutuelles d'assurance par le Code de la mutualité.

Les réglementations en matière de placements financiers des trois codes convergent très fortement.

Depuis l'entrée en application de la directive Solvabilité II, au 1^{er} 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 L 353-1 du Code des assurances : « *Les entreprises 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, i.e. fonds généraux et unités de compte, 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 n'ait été intégré dans la formule standard de Solvabilité II.

Les caisses de retraites disposent de réglementations spécifiques : règlement Agirc-Arrco, pour les caisses salariées, et décret des placements des caisses libérales et indépendantes, pour le périmètre concerné. Ces dernières ont, le plus souvent, en complément du décret général, un règlement en propre, qui précise leurs conditions d'actions, en fonction de leurs contraintes propres d'engagements et d'équilibre entre cotisants et pensionnés.

Dans la catégorie « 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.

2. Les types d'engagement

✓ Quel sont les types d'engagement de votre institution ?

| Valeur de marché des engagements en millions d'euros au 31/12/2019 | | | | |
|--|---------------|---------------|------------------|------------------|
| | % 2018 | % 2019 | Montant 2018 | Montant 2019 |
| Assurance-vie en € | 64,7% | 60,9% | 1 360 677 | 1 403 839 |
| Assurance dommages | 5,3% | 6,4% | 111 474 | 148 209 |
| Complémentaires santé | 0,6% | 0,6% | 11 856 | 11 956 |
| Retraite | 11,4% | 13,5% | 240 057 | 311 551 |
| Autres entités réglementées | 15,7% | 16,2% | 331 137 | 372 929 |
| Prévoyance | 2,3% | 2,4% | 49 151 | 56 357 |
| Total | 100,0% | 100,0% | 2 104 352 | 2 304 841 |

Source : Enquête Af2i 2020

Une des originalités de l'Enquête Af2i est de demander aux institutions de décomposer leurs portefeuilles par type d'engagement. L'engagement est une valeur de passif, qui correspond au type de « risque » à couvrir par des actifs adéquats.

Ce découpage rend possible ensuite, pour un même type d'engagement, des comparaisons entre investisseurs de familles différentes. On pourra ainsi par exemple étudier l'allocation d'actifs propre à chaque type d'engagement et ensuite évaluer les éventuelles différences d'allocation pour un même type d'engagement selon la famille d'investisseurs.

Les types d'engagements étudiés sont :

- l'assurance-vie en euro ;
- l'assurance dommages (IARD) ;
- les complémentaires santé ;
- la retraite ;
- la prévoyance ;
- les autres entités réglementées ;

et séparément :

- l'assurance-vie en unités de compte.

Remarque importante : dans ce tableau des « engagements », il ne s'agit pas de la valeur des engagements au bilan. Il s'agit de la valeur de l'actif correspondant à cet engagement, comportant donc un éventuel (et souhaitable) « excès de représentation » (taux de couverture supérieur à 1). Le fait de retenir l'engagement comme référentiel d'analyse peut conduire à des différences assez significatives par rapport à la composition

des bilans, notamment des assureurs, qui peuvent détenir aussi des actifs importants pour compte propre, des participations stratégiques et des filiales étrangères. On peut se reporter aux analyses spécifiques réalisées par la Banque de France ou par la Fédération Française de l'Assurance sur ces aspects. Le principal type d'engagement est l'assurance-vie en euro qui correspond à 60,9% des actifs des répondants (hors unités de compte), avec des encours de 1 404 Md€. Les acteurs Retraite et « Autres entités réglementées » représentent respectivement 13,5% et 16,2% des engagements.

Toutes les analyses conduites sur les portefeuilles (classes d'actifs, perspectives, etc.), quand elles sont pondérées, se réfèrent aux actifs hors UC, soit 2 305 Md€ (contre 2 104 Md€ fin 2018). Afin cependant de donner un aperçu plus complet de l'assurance-vie chez nos membres adhérents, les UC ont été réintroduites dans le tableau ci-dessous pour un total de 305,8 Md€, en augmentation de 25% par rapport à 2018 (dont une bonne part est due à l'effet valorisation).

Les engagements en UC représentent 17,9% de l'assurance-vie. Ainsi, l'année 2019, pourtant marquée par une accélération de la baisse des taux et l'apparition de taux négatifs sur les emprunts obligataires de référence, n'a pas fait apparaître de rupture dans l'allocation de l'épargne des français. Les fonds en euros restent le principal support de l'épargne financière de long terme des ménages.

01. Typologie institutionnelle

| Valeur de marché des engagements en millions d'euros au 31/12/2019 | | | | |
|--|---------------|---------------|------------------|------------------|
| | 2018 | 2019 | Montant 2018 | Montant 2019 |
| Assurance-vie en € | 64,7% | 60,9% | 1 360 677 | 1 403 839 |
| Assurance dommages | 5,3% | 6,4% | 111 474 | 148 209 |
| Complémentaires santé | 0,6% | 0,6% | 11 856 | 11 956 |
| Retraite | 11,4% | 13,5% | 240 057 | 311 551 |
| Fonds propres et autres | 15,7% | 16,2% | 331 137 | 372 929 |
| Prévoyance | 2,3% | 2,4% | 49 151 | 56 357 |
| Actifs nets de l'Enquête | 100,0% | 100,0% | 2 104 352 | 2 304 841 |
| Assurance-vie en UC | | | 243 822 | 305 754 |
| Total | | | 2 348 174 | 2 610 595 |

Source : Enquête Af2i 2020

La dernière année de décollecte en assurance vie remontait à 2012 dans le contexte de la crise des dettes souveraines, année qui avait cumulé une décollecte sur les fonds euros et sur les unités de compte.

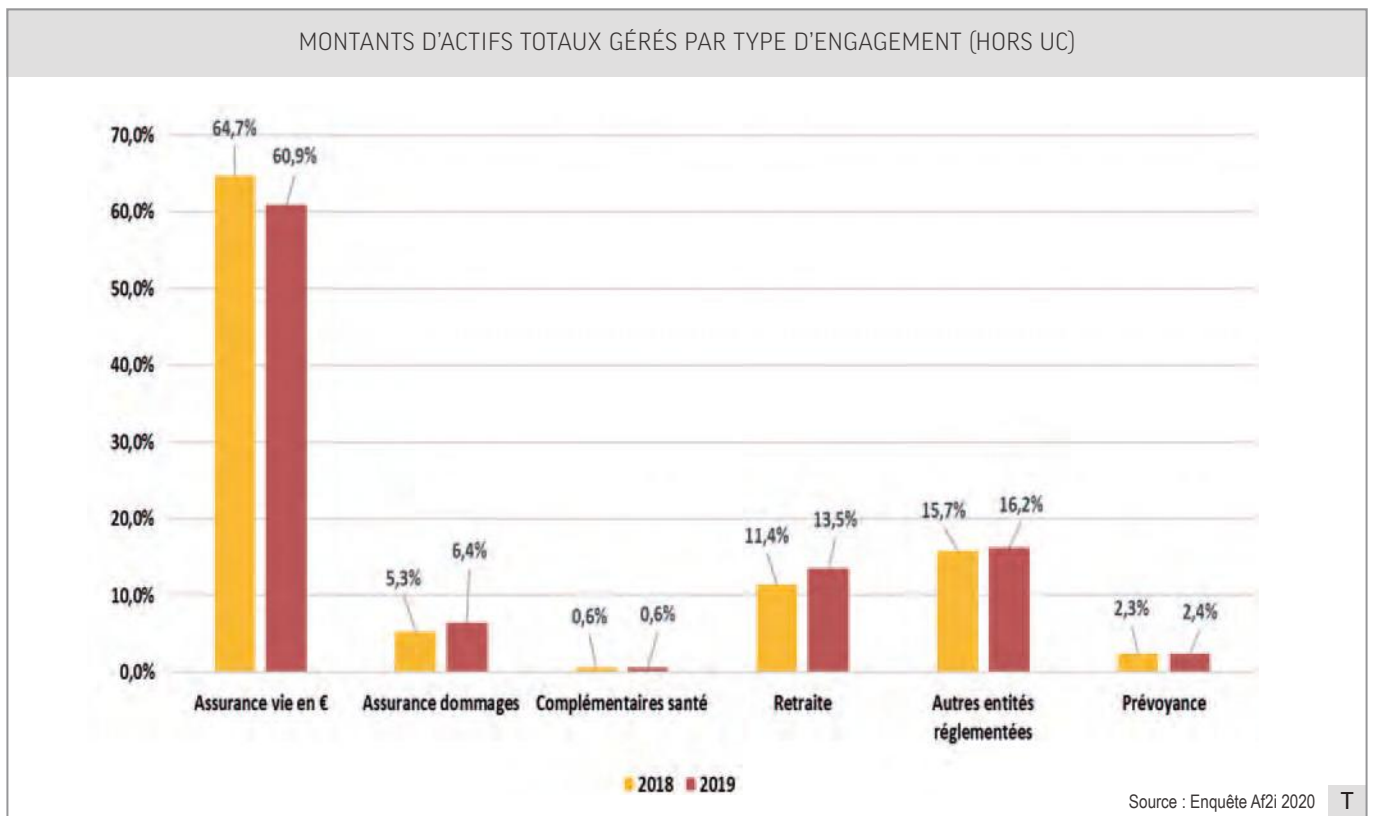
La collecte nette sur les supports en euros était devenue négative à compter du second semestre 2016, et l'est restée jusqu'en avril 2018, la collecte nette globale se maintenant en territoire positif principalement grâce aux versements sur les supports en unités de compte (UC).

Après une décollecte de 1,2 Md€ en 2018, l'année 2019 a surtout été marquée par une collecte nette record sur les supports en euros (15,3 Md€), tandis que la collecte nette sur les supports en UC (5,1 Md€ en 2019) était divisée par 4 par rapport à 2018.

En 2019, la collecte nette sur les fonds euros s'est faite essentiellement au premier semestre, l'entrée en territoire négatif des taux obligataires (*cf. supra*) s'accompagnant d'un retournement de tendance au profit des unités de compte en seconde partie de l'année, dans un contexte où les assureurs, désireux de limiter les effets des taux négatifs sur leur bilan, ont favorisé la commercialisation de ces produits. La collecte nette sur les supports euros est restée largement positive jusqu'au mois d'août, tandis que la collecte nette sur les supports en UC demeurait faible. La rupture de tendance s'observe à partir des mois de septembre et octobre 2019, avec une collecte nette qui devient négative sur les supports en euros et positive sur les supports en UC, dans un contexte boursier encore favorable aux actions.

STRUCTURE DE L'ENQUÊTE PAR TYPE D'ENGAGEMENT

1. Montants d'actifs totaux gérés par type d'engagement (hors UC)



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'engagements que les portefeuilles sous revue sont appelés à couvrir.

Le principal type d'engagement (passif) est l'assurance-vie en euros qui correspond à près de 61 % des actifs des répondants (hors UC), en légère baisse par rapport à l'an dernier.

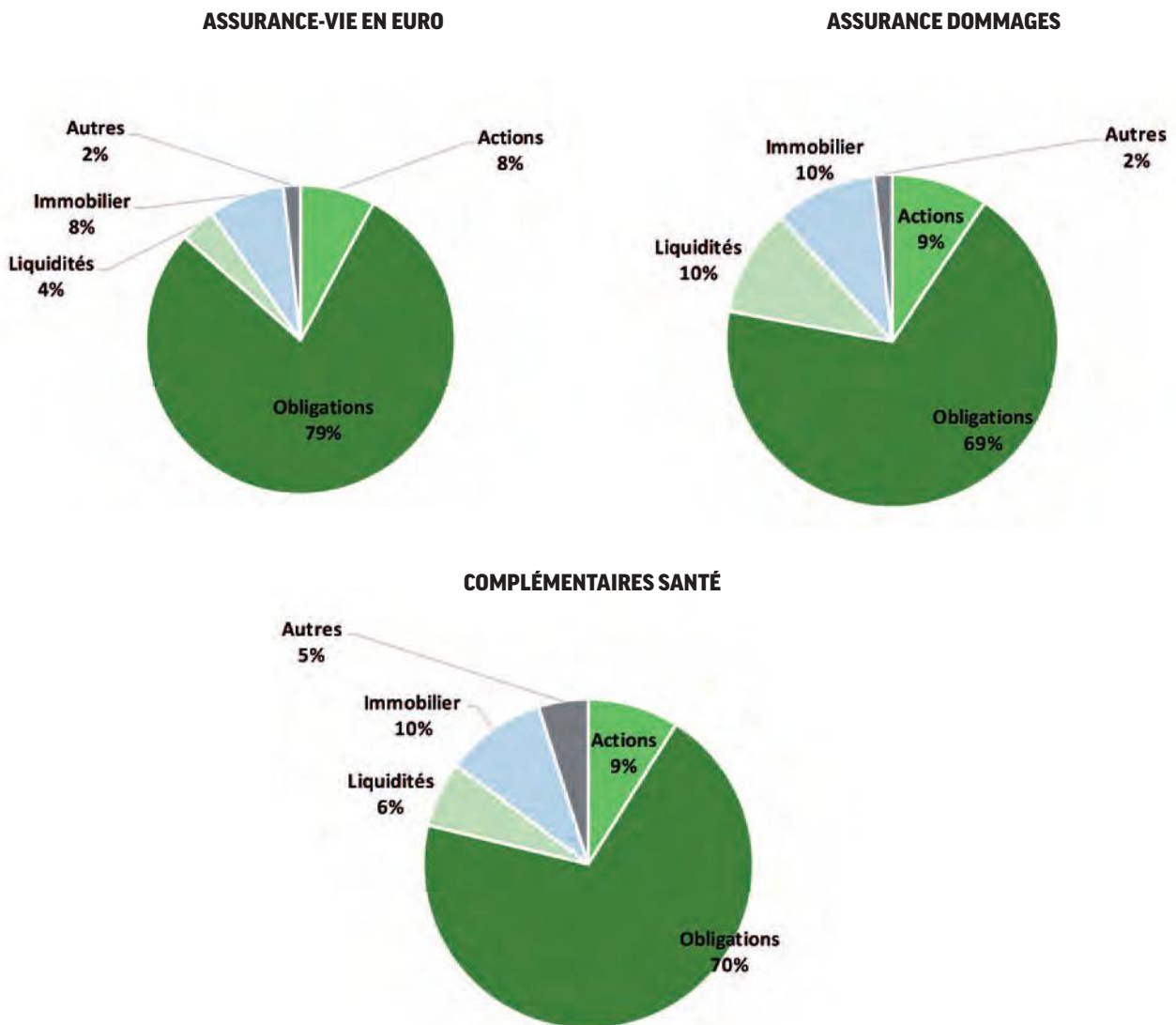
Des comparaisons historiques affinées ne sont pas possibles avec les années antérieures, compte tenu des éléments supplémentaires suivants :

- 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.

2. Répartition des engagements par classe d'actifs

✓ Allocations d'actifs simplifiées correspondant à chaque engagement

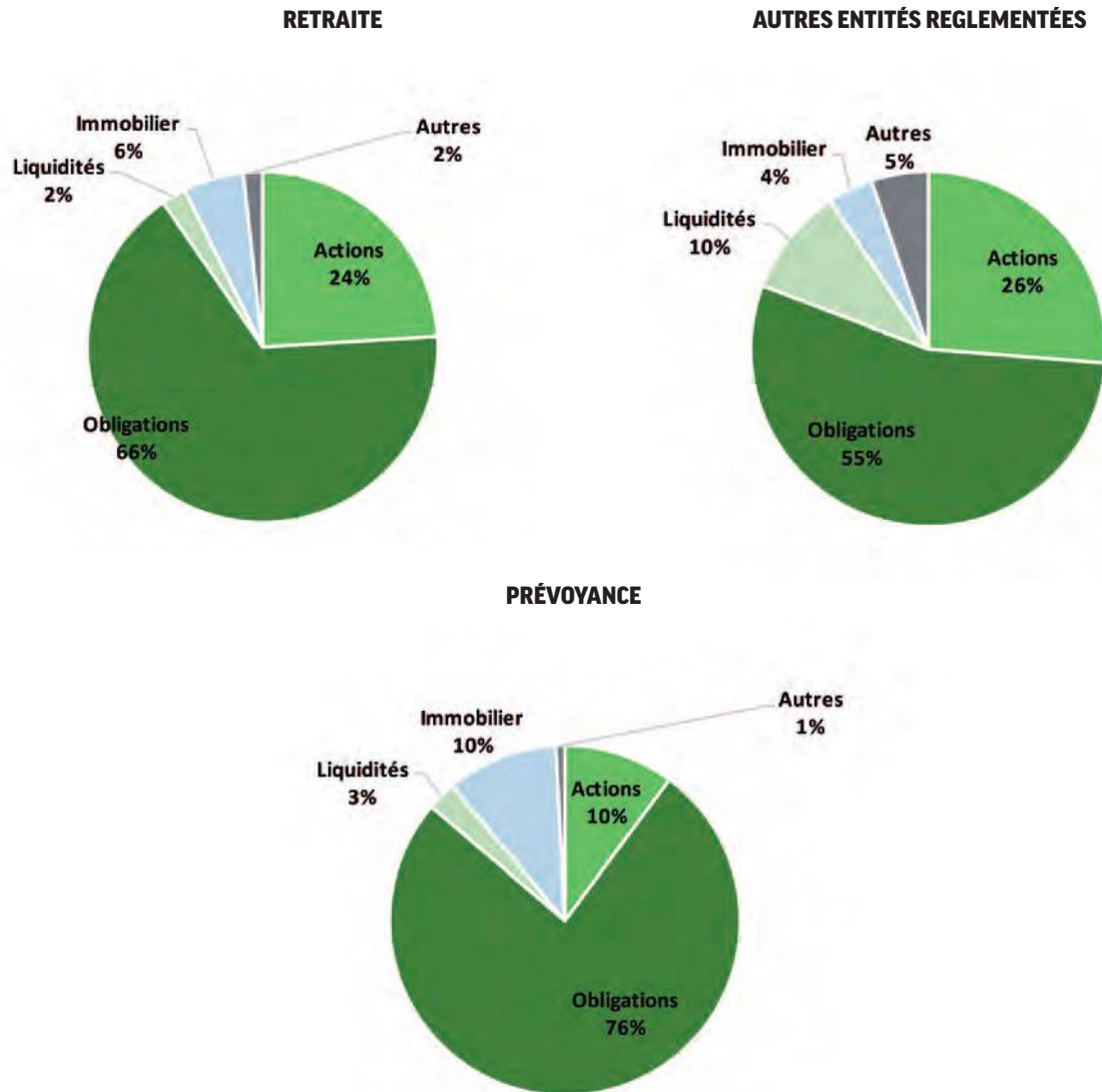
STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES INVESTISSEURS DONT L'ENGAGEMENT PRINCIPAL EST :



Source : Enquête Af2i 2020 M

NB : Les graphiques affichés avec le sigle (M) sont établis en moyenne des répondants, et donc non pondérés par les encours. La catégorie « Actions » comprend les participations. La catégorie « Obligations » comprend les convertibles et les prêts. La catégorie « Autres » regroupe les catégories infrastructures, gestions alternatives, capital-investissement, autres alternatifs, fonds diversifiés.

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES INVESTISSEURS DONT L'ENGAGEMENT PRINCIPAL EST :



Source : Enquête Af2i 2020 **M**

NB : Les graphiques affichés avec le sigle (M) sont établis en moyenne des répondants, et donc non pondérés par les encours.

La catégorie « Actions » comprend les participations. La catégorie « Obligations » comprend les convertibles et les prêts. La catégorie « Autres » regroupe les catégories infrastructures, gestions alternatives, capital-investissement, autres alternatifs, fonds diversifiés.

La catégorie « Autres » peut recouvrir des types d'actifs très différents tels que forêts, OPC diversifiés, contrats de capitalisation, couverture, produits structurés, mandats multi-actifs, créances, etc.

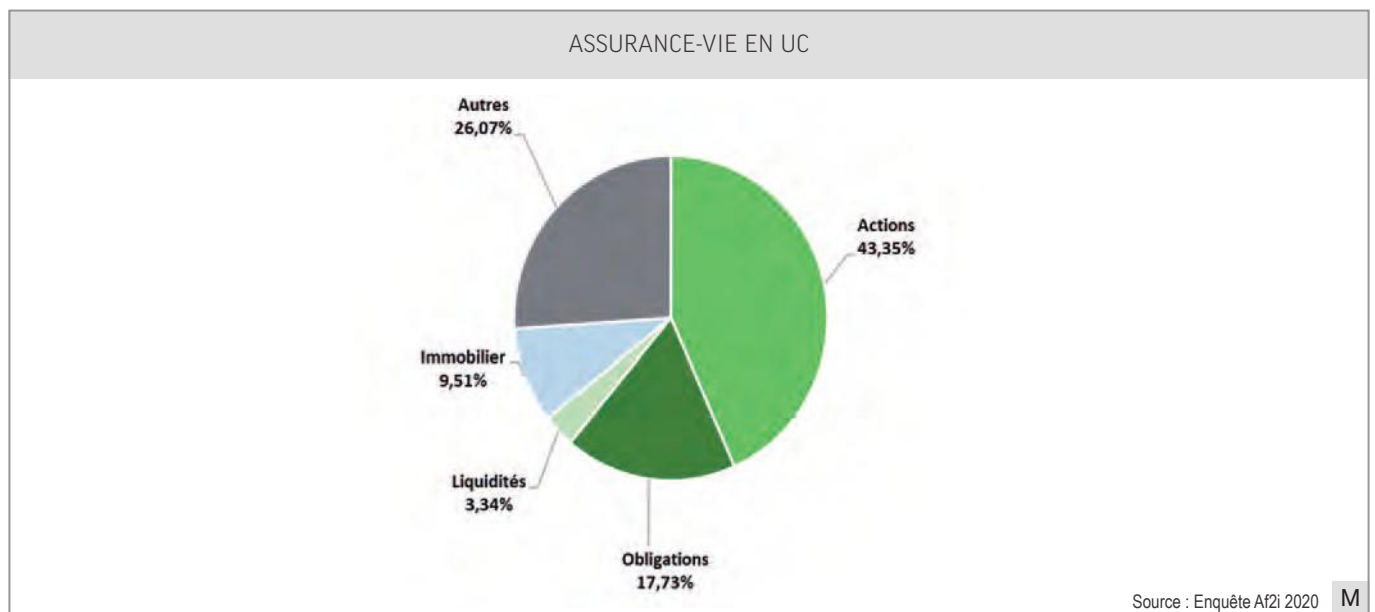
On note des allocations assez proches pour tous les types d'investisseurs sous réglementation Solvabilité II : assureurs-vie, assureurs dommages, complémentaires santé, institutions de prévoyance. Il est intéressant de constater que la durée implicite des passifs n'a que peu d'incidences sur les allocations

d'actifs : les poids des actions ou de l'immobilier sont équivalents entre mutuelles santé, avec des passifs inférieurs à 24 mois, et assureurs-vie avec des passifs de durée moyenne supérieure à 8 ans.

Les investisseurs en retraite complémentaire, ou additionnelle, ou gérant des réserves de long terme, ont une part significati-

vement plus élevée d'actifs en actions (de l'ordre de 25 % des portefeuilles). Cela s'explique par un horizon d'investissement de long terme, et la possibilité de conserver les actifs en cas de choc conjoncturel, pour mieux bénéficier d'un rendement additionnel au moment du rebond.

3. Analyse de la répartition des actifs en UC par type d'actifs



S'agissant des OPC servant de supports en unités de compte, les répondants ont communiqué une répartition des montants de leurs actifs en UC par dominante d'investissement.

Les OPC diversifiés, qui figurent dans la catégorie « Autres », correspondent aux OPC sans spécialisation particulière, ou aux fonds dits « profilés », qui définissent une allocation d'actifs selon le profil de risque identifié du souscripteur.

Les OPC actions représentent plus de 40 % des actifs en UC, avec une prépondérance sur les titres français ou européens. Il faut ajouter la part investie en actions comprise au sein des UC représentatives d'OPCVM diversifiés, part qui peut être très variable dans le temps. Au total, ce sont donc plus de 50 % des 306 Md€ d'Unités de compte qui sont investis en actions.

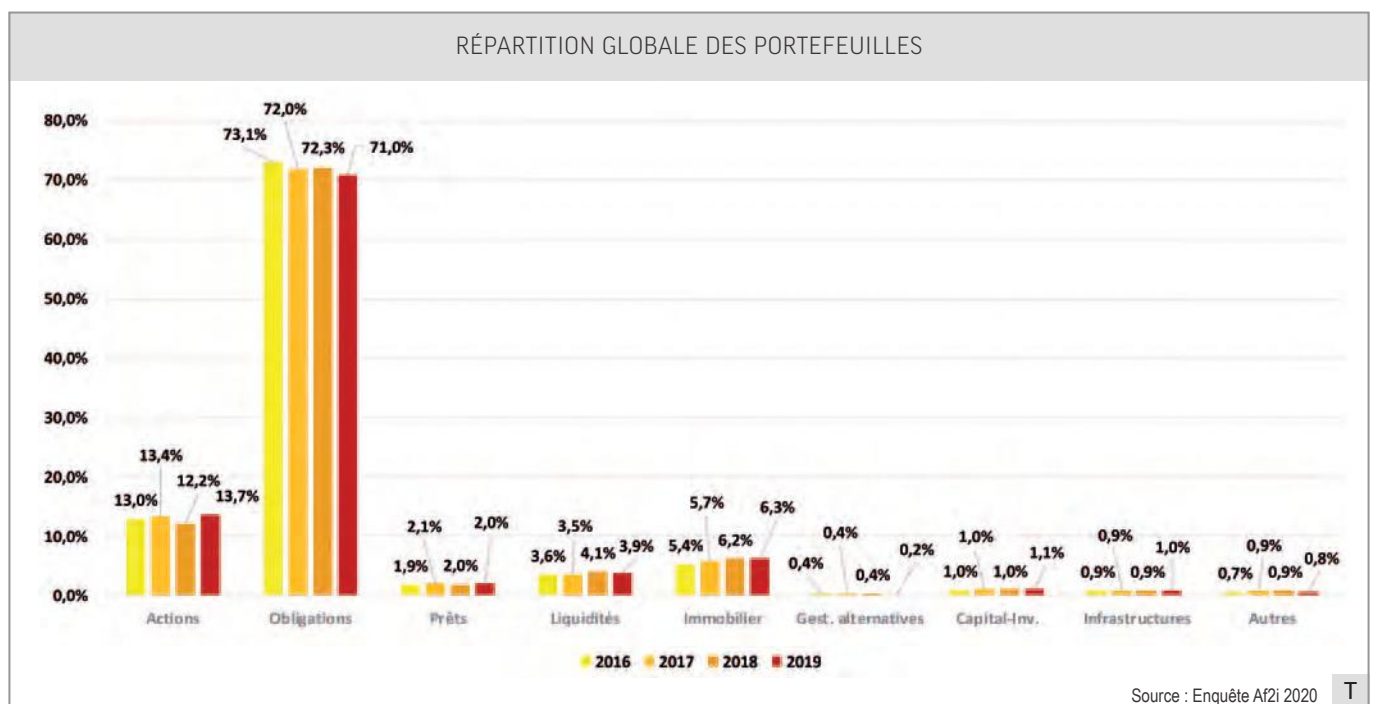
Concernant les 18 % d'UC obligataires, elles sont majoritairement positionnées sur des obligations corporate, investment grade ou high yield. Certains répondants à l'Enquête ont signalé l'ouverture en 2019 d'unités de compte investies en green bonds.

L'immobilier représente 10 % des UC, principalement au travers d'OPCI investis en France. L'ouverture à des portefeuilles immobiliers européens reste encore marginale.

02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

1. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs : historique global

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



NB : Les participations sont rattachées aux actions et les convertibles aux obligations.

Les données représentent les encours globaux des répondants en valeur de marché. Dans l'interprétation des évolutions pluri-annuelles, il faut prendre en compte les variations de marché, ainsi que les éventuelles variations de l'ensemble des répondants, même si le nombre s'est relativement stabilisé pour les dernières années.

La répartition des actifs gérés est globalement en cohérence avec les intentions de nos adhérents annoncées dans le cadre de l'Enquête Af2i 2019. Néanmoins, les anticipations de forte hausse des investissements en immobilier, infrastructures et prêts ne se reflètent que de manière accessoire dans les portefeuilles.

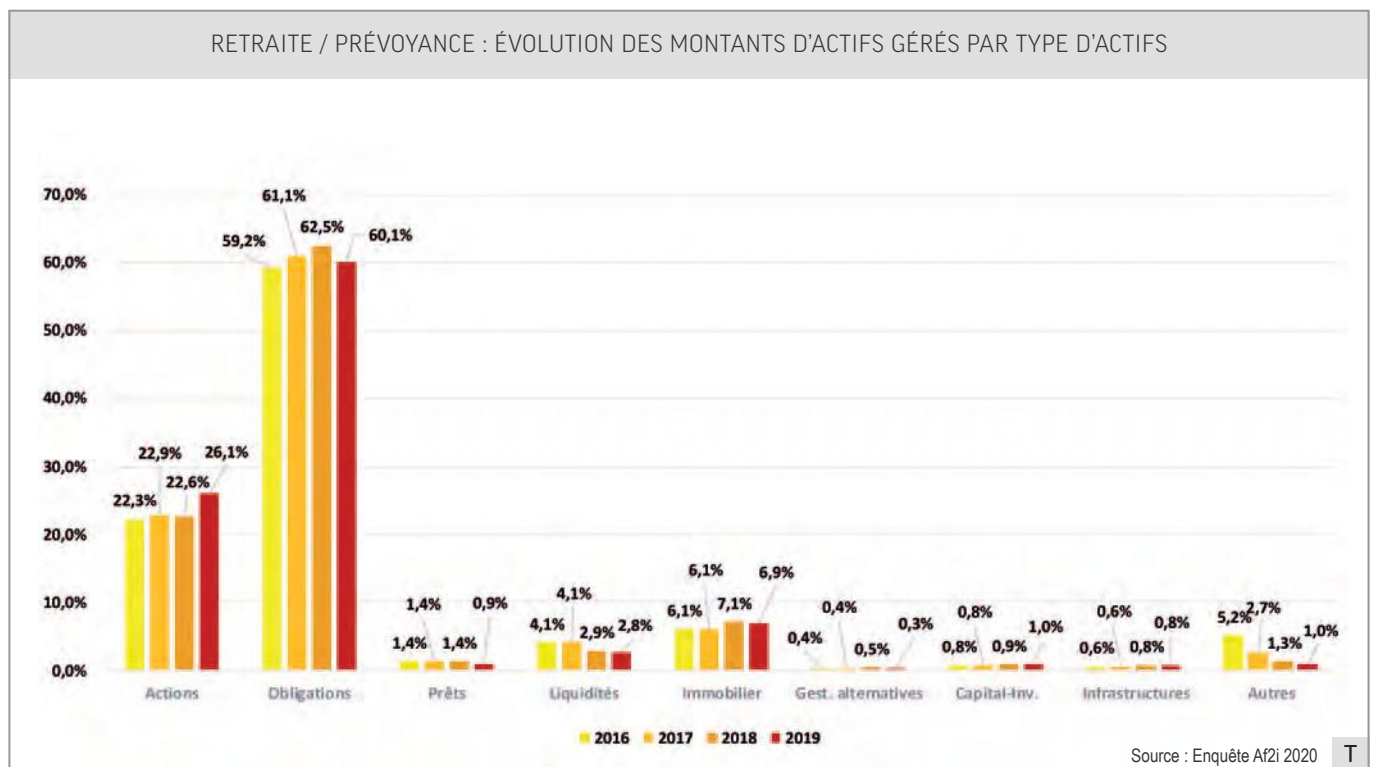
Ainsi, avec 6,3% des allocations, l'immobilier ne représente que 145 Md€ d'encours. Infrastructures comme capital-

investissement restent à des niveaux globaux inférieurs à 25 Md€, même si l'on constate une augmentation de l'ordre de 10% par rapport aux allocations de 2018.

Les obligations continuent à représenter plus de 70% des allocations d'actifs. Si l'on ajoute des liquidités proches de 4%, ce sont les trois-quarts des actifs qui sont des produits de taux, en dépit d'un relatif consensus sur un scénario de «taux bas pour longtemps».

L'enseignement majeur, année après année, est la 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.

2. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs : historique par famille

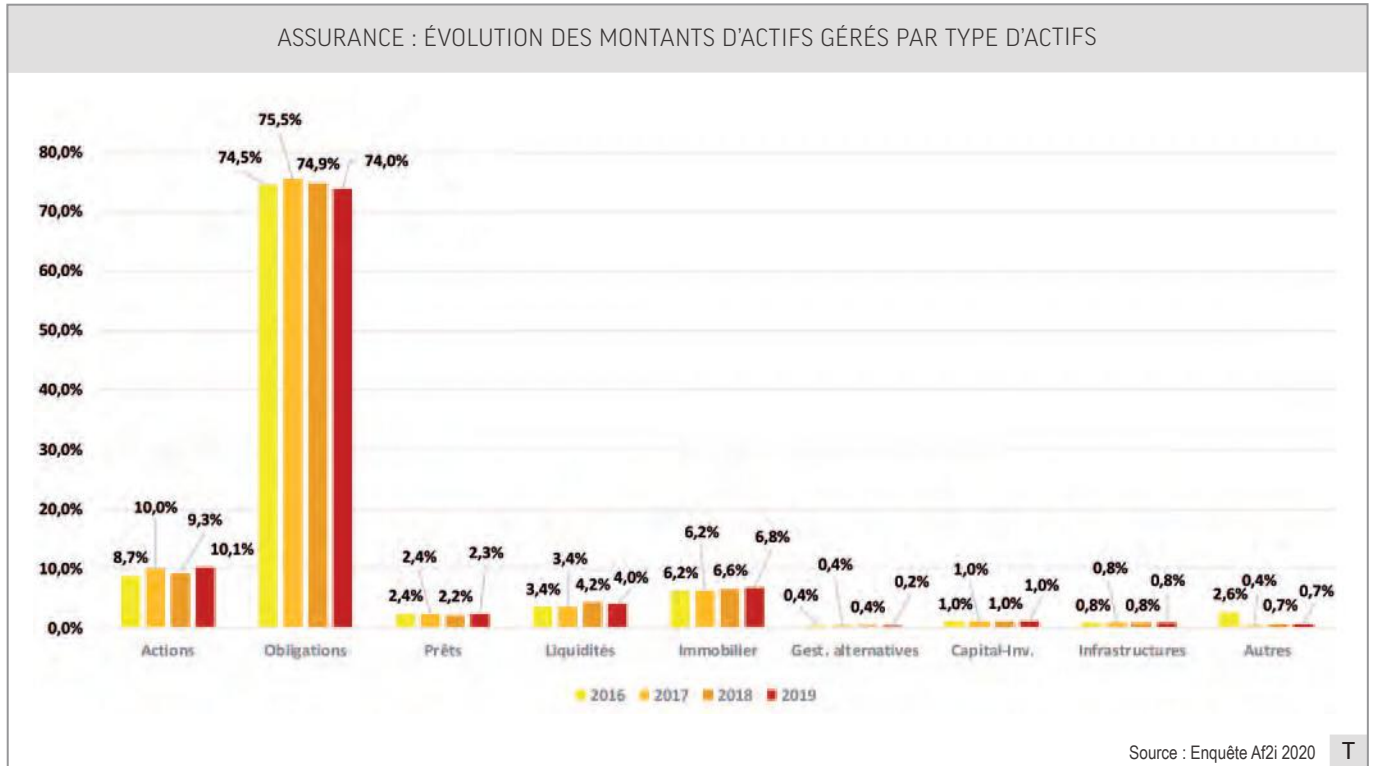


NB : Les participations sont rattachées aux actions et les convertibles aux obligations.

La part des actions, en valeur de marché, a augmenté de manière notable en 2019 : restée de 2016 à 2018 entre 22 % et 23 %, elle a grimpé à 26,1 % en 2019. En montants, cela correspond à un accroissement de la poche actions de 7,8 Md€. Cela s'est fait au détriment de la poche obligataire (60,1 % contre 62,5 % en 2018), d'une réduction des prêts (de 1,4 % à 0,9 %), et d'un maintien des liquidités à un niveau très bas (2,8 %, alors qu'on était plus proche des 4 % jusqu'en 2017).

Malgré des intentions affichées, la part des actifs alternatifs reste stable, tant sur l'immobilier que sur les infrastructures que sur le capital-investissement. Le caractère illiquide de ces investissements, d'immobilisation sur une durée longue, et la difficulté d'un contrôle continu et efficient des risques sont autant de freins qui limitent un positionnement plus affirmé sur ces actifs de diversification.

02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs



NB : Les participations sont rattachées aux actions et les convertibles aux obligations.

Conséquence de la réglementation Solvabilité II, les produits de taux – obligation, prêts et liquidités – représentent près de 80% des encours, soit 1 440 Md€, et ce malgré une courbe des taux d'État en territoire négatif jusqu'au 10 ans au 31 décembre 2019.

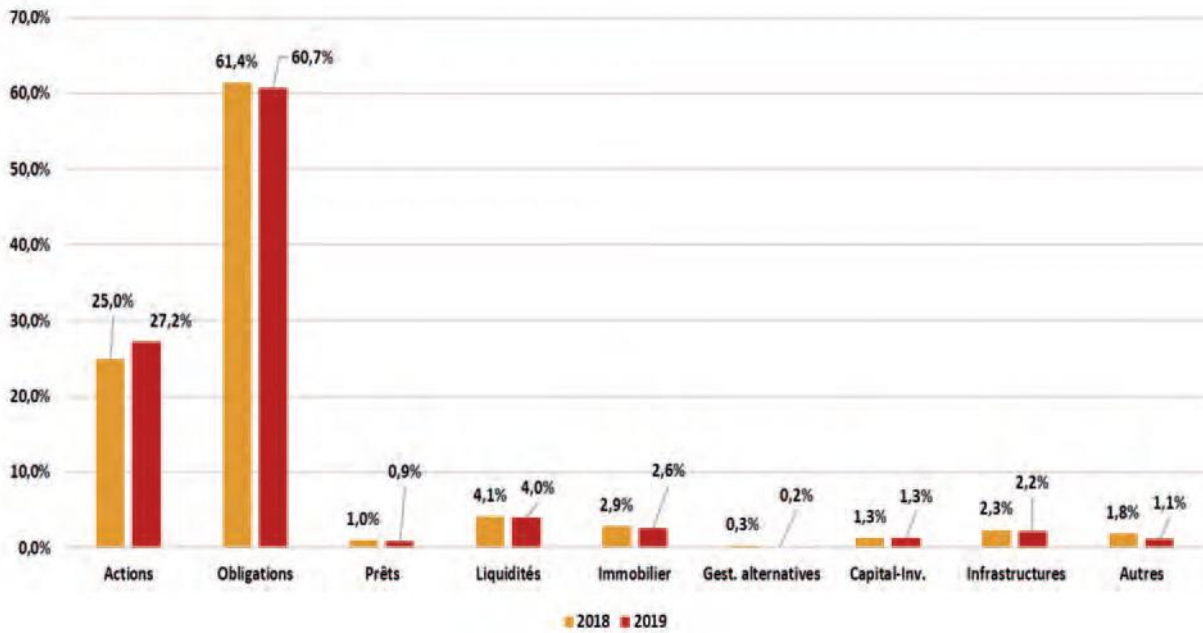
La part actions est en augmentation sensible, principalement par un effet valorisation, mais reste à un niveau faible : 10,1%.

Le poids de l'immobilier monte lentement, mais régulièrement depuis quatre ans, et représente 6,8% des actifs à fin 2019.

La recherche permanente de rendement, spécifiquement en assurance-vie, n'a néanmoins pas suscité de réallocations au profit des infrastructures ou du capital-investissement, le paramètre du risque dominant celui du rendement espéré.

Dans cette configuration, selon l'analyse de l'ACPR sur l'évolution de la solvabilité des assureurs, le taux de couverture du capital de solvabilité requis s'est amélioré notablement entre le 31 décembre 2018 et le 31 décembre 2019 : de 240% à 268% pour l'ensemble des organismes d'assurances français. L'amélioration est encore plus marquée pour les sociétés d'assurance-vie, de 225% à 261% sur un an. Il est à préciser qu'après une baisse du taux de couverture sur les trois premiers trimestres de 2019, le redressement s'est fait entre octobre et décembre 2019 : + 54 points de pourcentage pour l'ensemble des organismes, et + 68 points pour les assureurs-vie.

AUTRES ENTITÉS REGLEMENTÉES : ÉVOLUTION DES MONTANTS D'ACTIFS GÉRÉS PAR TYPE D'ACTIFS



Source : Enquête Af2i 2020

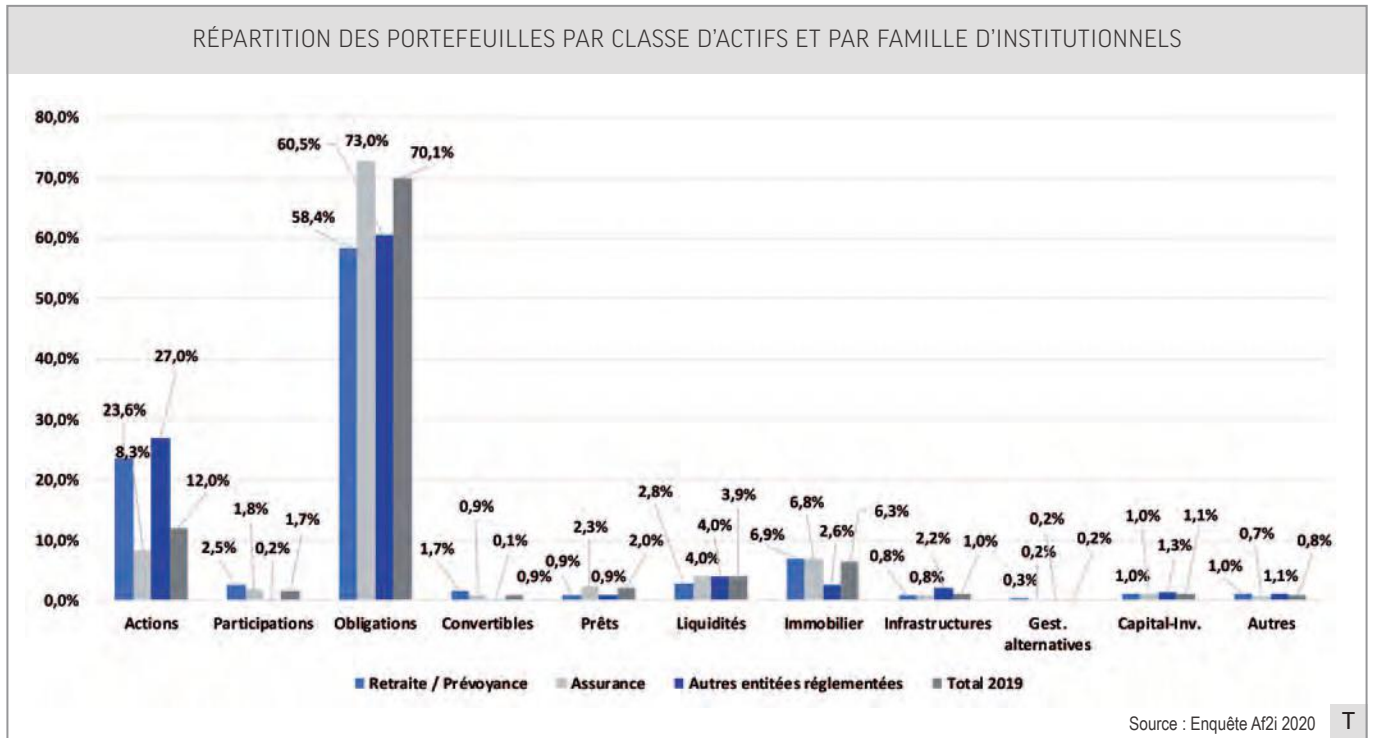
T

La structure d'investisseurs de long terme des structures composant cette famille permet une allocation marquée en actions.

Si l'immobilier représente une part plus faible que chez les autres types d'investisseurs, de l'ordre de 3%, les actifs en infrastructures sont proches des 2,5%, alors qu'ils peinent à dépasser les 1% chez les assureurs et groupes de retraite et prévoyance.

02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

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



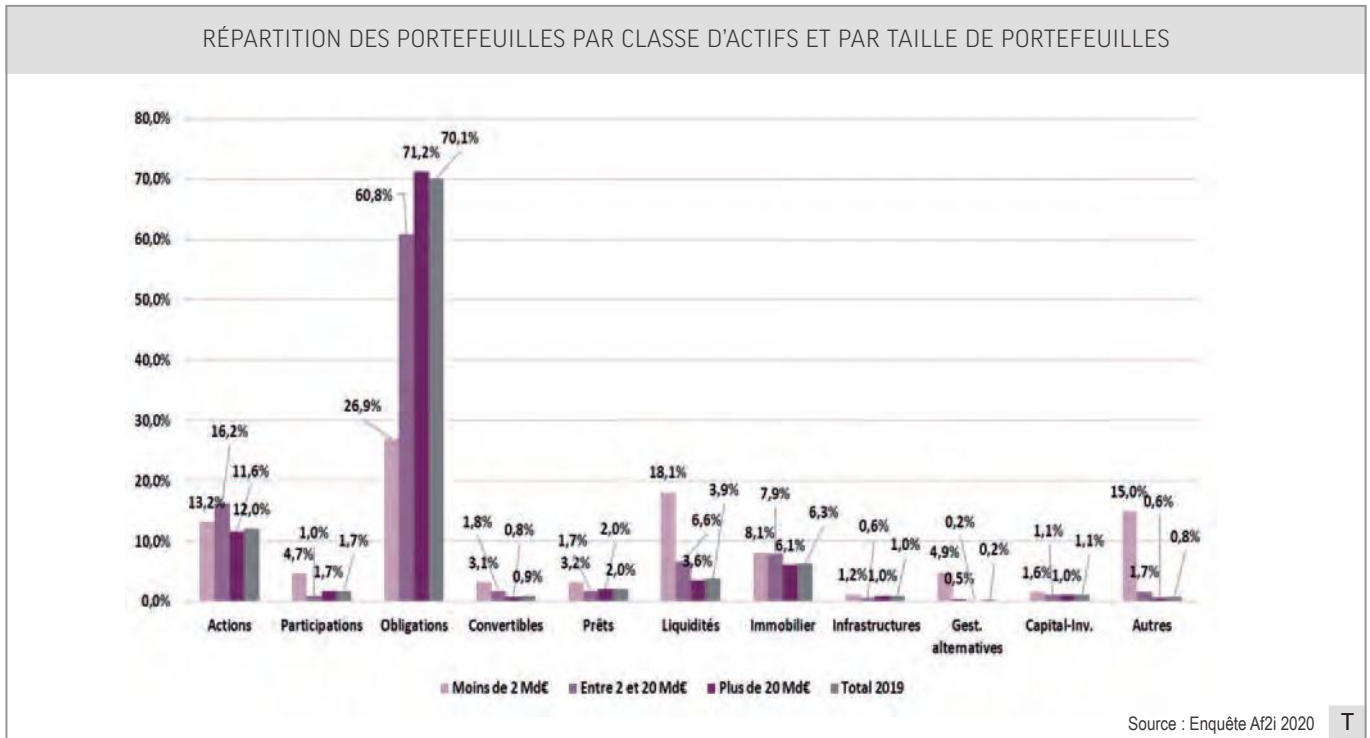
L'éclatement de la part actions entre actions cotées et participations révèle une différence marquée entre assureurs, investis seulement à hauteur de 8,3% en actions sur les marchés financiers, et les groupes de retraite et de prévoyance, ou les entités réglementées autres, largement au-delà des 20%.

Ce positionnement des assureurs, qui concentrent 78% des actifs, en grande partie dicté par des contraintes réglementaires, explique en partie la difficulté des entreprises françaises à renforcer leurs fonds propres, ce qui les fragilise en cas de survenance d'une crise forte économique et financière.

| (En M€) | Retraite / Prévoyance | Assurance | Autres entités réglementées | Total 2019 |
|------------------------|-----------------------|------------------|-----------------------------|------------------|
| Actions | 52 255 | 150 148 | 75 172 | 277 575 |
| Participations | 5 567 | 32 732 | 512 | 38 810 |
| Obligations | 129 435 | 1 317 515 | 168 675 | 1 615 625 |
| Convertibles | 3 696 | 17 074 | 386 | 21 156 |
| Prêts | 2 014 | 42 049 | 2 507 | 46 569 |
| Liquidités | 6 106 | 72 427 | 11 014 | 89 547 |
| Immobilier | 15 383 | 122 698 | 7 349 | 145 431 |
| Infrastructures | 1 564 | 12 728 | 5 349 | 19 640 |
| Gestions alternatives | 753 | 4 292 | 451 | 5 495 |
| Capital-investissement | 2 268 | 18 502 | 3 512 | 24 282 |
| Autres | 2 322 | 12 203 | 3 004 | 17 530 |
| TOTAL | 221 530 | 1 804 682 | 278 629 | 2 304 841 |

Source : Enquête Af2i 2020

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



La proportion des liquidités est extrêmement importante pour les portefeuilles de moins de 2 Md€ d'encours. Elle a même fortement augmenté en 2019 (18% contre 12% à fin 2018), malgré une rémunération négative des produits monétaires.

Mario Draghi, au Comité des Gouverneurs de la BCE de septembre 2019, a réduit de 10 points de base le taux de dépôt bancaire à -0,50%. Une nouvelle politique de Quantitative Easing a repris à partir du 1^{er} novembre avec un montant mensuel de 20 Md€ sans date limite. Christine Lagarde, devenue Présidente de la BCE au 1^{er} novembre 2019, a confirmé cette politique monétaire accommodante, dont l'objectif officiel est de créer de la monnaie banque centrale pour pousser le taux d'inflation vers 2%.

En conséquence le taux de l'EONIA capitalisé moyen annualisé est tombé à -0,40%

La courbe Euribor a fortement baissé jusqu'à l'été 2019 avant de remonter en fin d'année : l'Euribor 3 mois se place au 31 décembre vers -0,38%, contre -0,3% fin 2018 et un plus bas à -0,43% fin août, et le 6 mois à -0,32%, à comparer à -0,23% fin 2018 et un plus bas à -0,42% fin août.

La part obligataire est en revanche plus faible pour les portefeuilles de moins de 2 Md€ : 26,9%, contre 60,8% pour les portefeuilles de 2 à 20 Md€ et 71,2% pour les portefeuilles de plus de 20 Md€.

Ces deux phénomènes s'expliquent par la nature des acteurs gérant des encours de moins de 2 Md€, qui sont essentiellement des investisseurs avec des passifs courts, nécessitant un fort niveau de liquidité des actifs. Ceci se confirme par le poids de 15% des actifs dits « Autres », qui concernent principalement des fonds de performance absolue ou multi-stratégie, qui sont utilisés pour donner un surcroît de rendement aux portefeuilles.

Le poids des allocations en obligations chez les investisseurs de plus de 20 Md€, et la faible part d'actions, révèle la forte proportion des assureurs dans les portefeuilles de cette taille.

02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

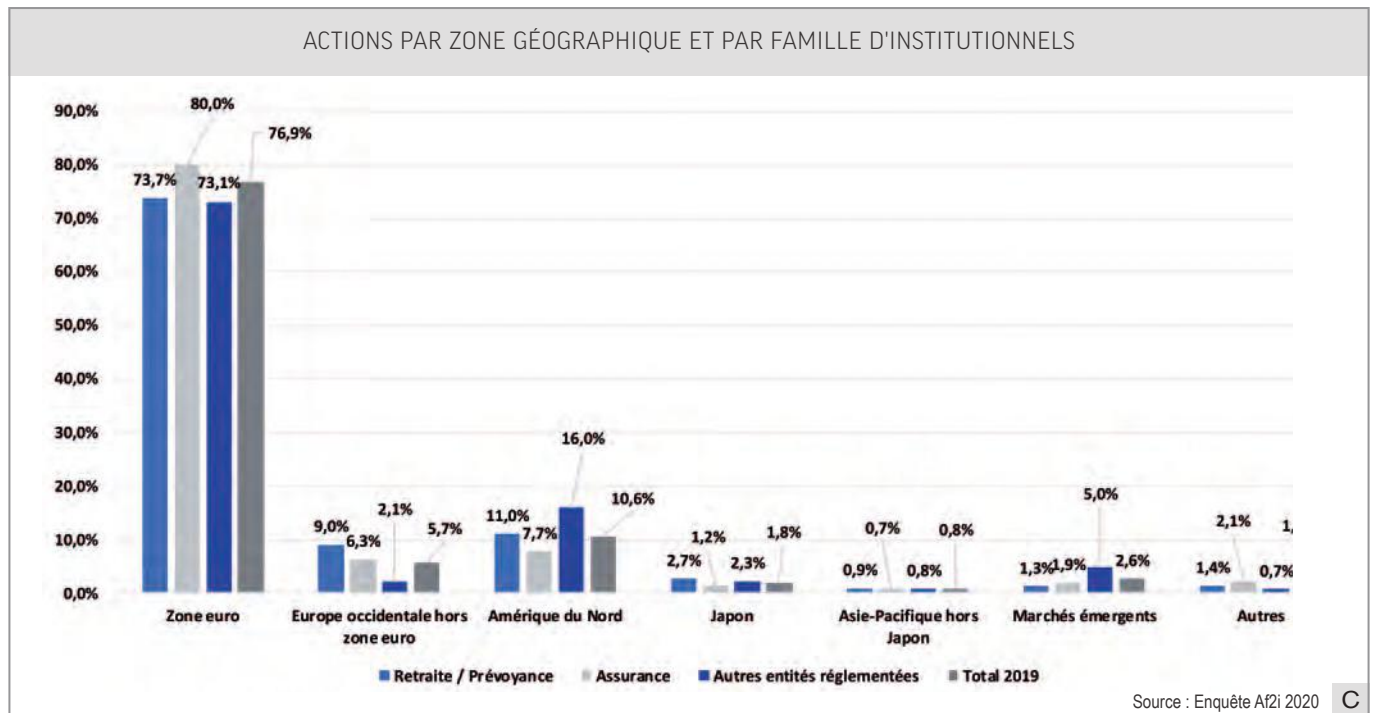
| (En M€) | Moins de 2 Md€ | Entre 2 et 20 Md€ | Plus de 20 Md€ | Total 2019 |
|------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------|
| Actions | 822 | 34 457 | 242 296 | 277 575 |
| Participations | 293 | 2 060 | 36 457 | 38 810 |
| Obligations | 1 681 | 129 087 | 1 484 857 | 1 615 625 |
| Convertibles | 196 | 3 783 | 17 177 | 21 156 |
| Prêts | 198 | 3 686 | 42 686 | 46 569 |
| Liquidités | 1 133 | 14 092 | 74 322 | 89 547 |
| Immobilier | 508 | 16 727 | 128 196 | 145 431 |
| Infrastructures | 74 | 1 272 | 21 474 | 22 819 |
| Gestions alternatives | 306 | 1 133 | 4 056 | 5 495 |
| Capital-investissement | 99 | 2 332 | 21 852 | 24 282 |
| Autres | 934 | 3 552 | 13 043 | 17 530 |
| TOTAL | 6 243 | 212 181 | 2 086 417 | 2 304 841 |

Source : Enquête Af2i 2020

03. Principales classes d'actifs

ACTIONS

✓ Répartition des actions par zone géographique



La poche actions détenue par les investisseurs institutionnels a bénéficié de l'excellente tenue des marchés actions sur l'année 2019 : + 23,3% pour le Stoxx 50, + 23,2% pour le Stoxx 600, + 26,4% pour le CAC 40 ou encore + 25,5% pour le Dax 30 allemand.

D'un point sectoriel, les valeurs technologiques ont dominé les places boursières au niveau international que ce soient les fabricants de semi-conducteurs, les SSII ou encore les éditeurs de logiciels. Dans leur sillage, nous avons les secteurs du luxe, de l'aéronautique et le secteur pétrolier qui tirent également leur épingle du jeu.

On observe ainsi que la poche actions est concentrée sur la zone euro ; celle-ci représente entre 70% et 80%. Globalement, le poids des autres zones géographiques telles que « Europe hors zone euro », « Amérique du Nord », « Japon », « Asie-Pacifique hors Japon » et « Marchés émergents » reste modéré avec une hausse, par rapport à l'an dernier pour « Amérique du Nord » : 10,6% contre 9,2% à fin 2018.

► Répartition des actions par zone géographique

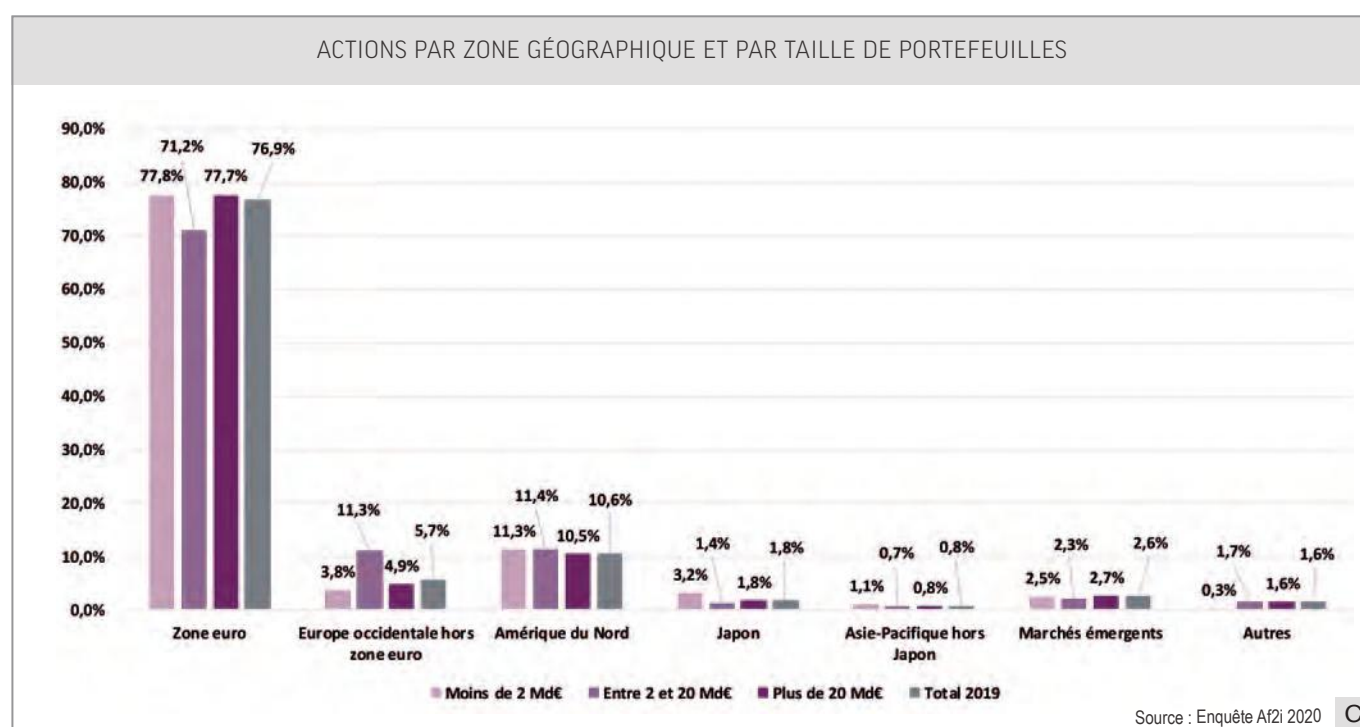
| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|------------------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Zone euro | 9,3% | 213 551 | 76,9% |
| Europe occidentale hors euro | 0,7% | 15 753 | 5,7% |
| Amérique du Nord | 1,3% | 29 453 | 10,6% |
| Japon | 0,2% | 4 928 | 1,8% |
| Asie Pacifique hors Japon | 0,1% | 2 182 | 0,8% |
| Marchés émergents | 0,3% | 7 313 | 2,6% |
| Autres | 0,2% | 4 395 | 1,6% |
| TOTAL | 12,1% | 277 575 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

Comme pour l'an dernier, une baisse de l'exposition « Europe occidentale hors zone euro » est constatée : 5,7% contre 7,9% fin 2018. Peut-être que l'effet « Brexit » a impacté le choix des investisseurs institutionnels.

Au niveau des familles institutionnelles, la famille relative aux « Autres entités réglementées » se démarque des familles « Retraite / Prévoyance » et « Assurance » par une surrexposition sur les zones géographiques « Amérique du Nord » à hauteur de 16% et « Marchés émergents » à hauteur de 5%.

✓ Répartition des actions par zone géographique



De manière globale, les investissements en actions en zone euro sont prépondérants et ce, quel que soit la taille des portefeuilles. Une surpondération en actions au sein de la zone géographique « Europe occidentale hors zone euro » est constatée pour les petits portefeuilles de « Moins de 2 Md€ ».

Sur les quatre dernières Enquêtes, la répartition suivant la taille des familles institutionnelles reste stable.

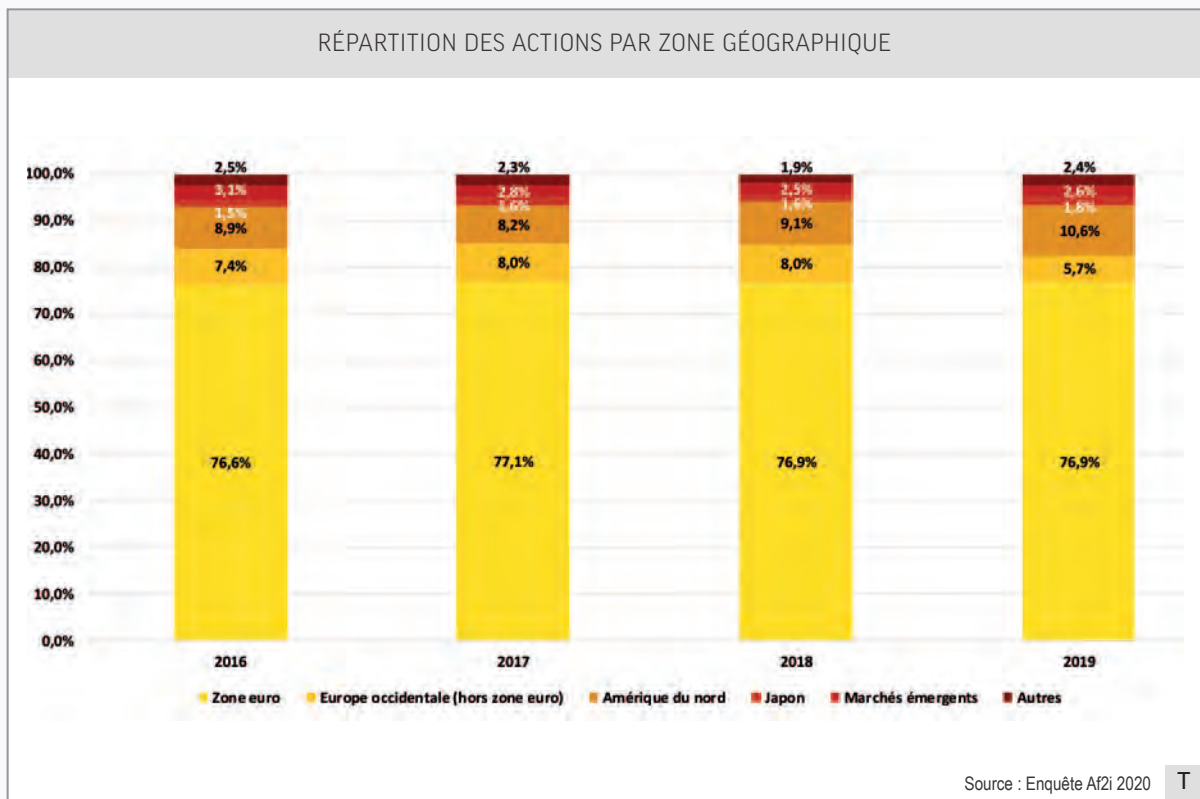
► Répartition des actions par zone géographique

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|------------------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Zone euro | 9,3% | 213 551 | 76,9% |
| Europe occidentale hors euro | 0,7% | 15 753 | 5,7% |
| Amérique du Nord | 1,3% | 29 453 | 10,6% |
| Japon | 0,2% | 4 928 | 1,8% |
| Asie Pacifique hors Japon | 0,1% | 2 182 | 0,8% |
| Marchés émergents | 0,3% | 7 313 | 2,6% |
| Autres | 0,2% | 4 395 | 1,6% |
| TOTAL | 12,1% | 277 575 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020



RÉPARTITION DES ACTIONS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE - HISTORIQUE



Nota Bene : Autres (dont Asie Pacifique hors Japon)

Sur les quatre années (2016 – 2019), la zone euro reste la zone géographique la plus investie, représentant plus de 76 % des portefeuilles.

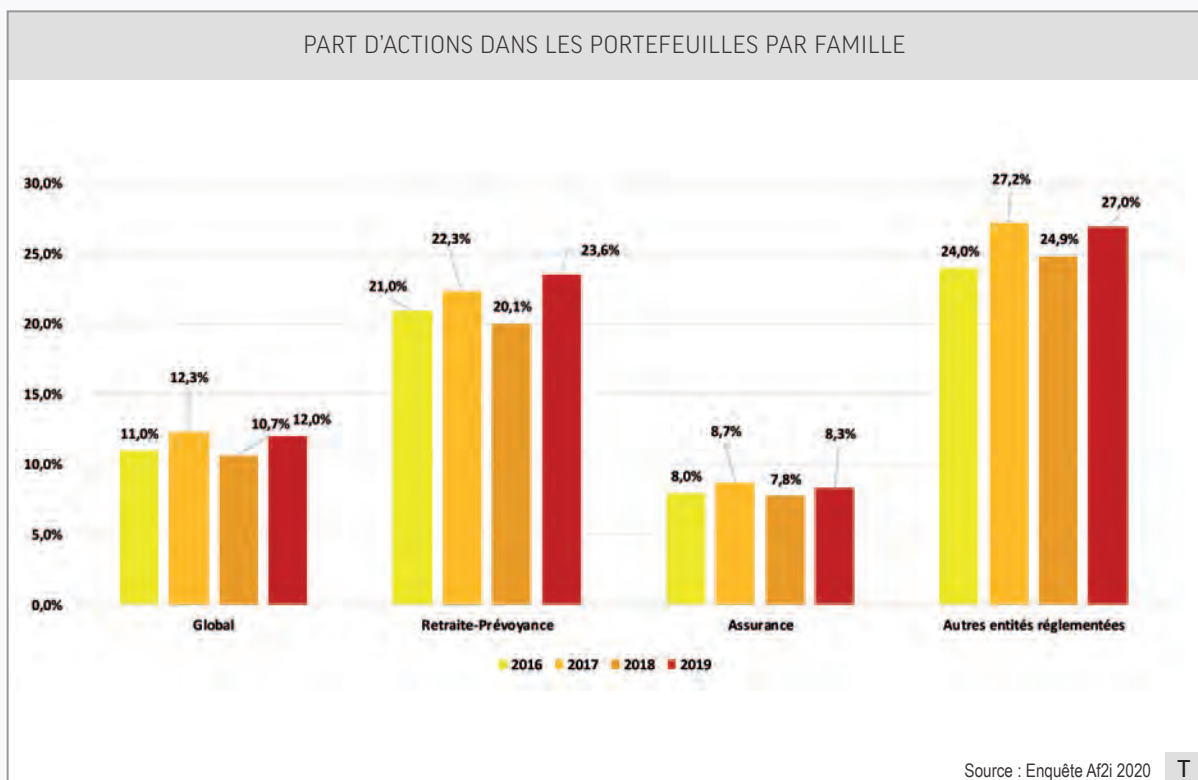
La poche actions relevant de la zone géographique « Europe occidentale hors zone euro » a diminué, sans doute en lien avec les effets à venir du Brexit.

A contrario, la poche actions de la zone géographique « Amérique du Nord » est en hausse par rapport à l'année dernière : 10,6% contre 9,1% à fin 2018, à croire que le marché américain est toujours recommandé à l'achat et ce, malgré son niveau de valorisation.

Après une fin d'année 2018 morose, les marchés actions ont bien rebondi sur 2019 avec de très bonnes performances au niveau des indices boursiers : + 26,4% pour l'indice CAC 40, + 25,1 % pour l'Euro Stoxx 50, + 28,7 % pour le S&P 500 ou encore + 25,1 % pour l'indice mondial MSCI World.



PART D' ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR FAMILLE - HISTORIQUE



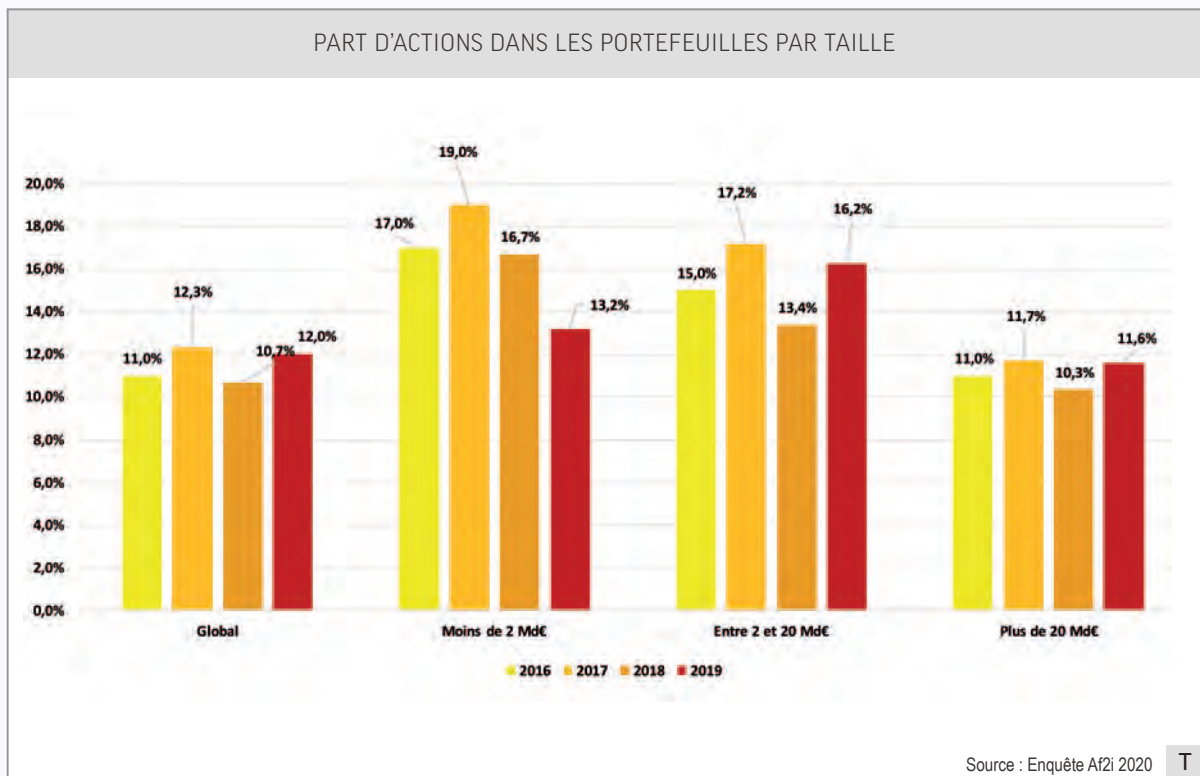
Avec le rebond des marchés boursiers à fin 2019, une hausse de la part actions est constatée en fin de période et ce, pour toutes les familles institutionnelles.

La plus forte hausse est constatée pour la famille institutionnelle « Retraite / Prévoyance » passant ainsi de 20,1 % à fin 2018 à 23,6 % à fin 2019 pour la part actions.

Quant à la famille institutionnelle « Assurance », la hausse n'a été que modérée en fin de période (de 7,8 % à 8,3 % à fin 2019) ce qui laisse penser que le mouvement de désensibilisation des assureurs aux actions, lié à la directive Solvabilité s'est opéré sur la période sous revue.

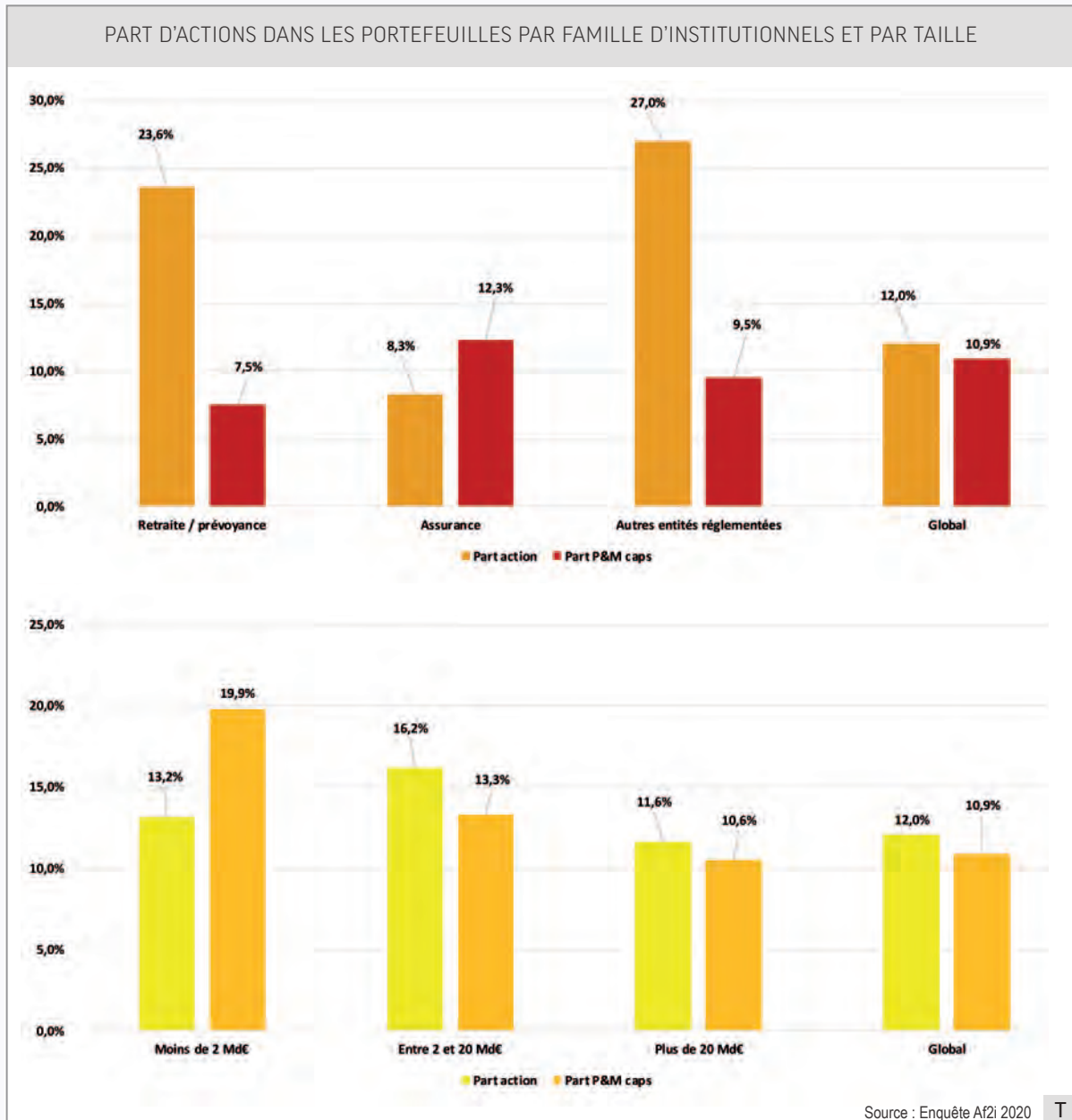


PART D'ACTIONS DANS LES PORTEFEUILLES PAR TAILLE - HISTORIQUE



Seuls les portefeuilles de taille moyenne « Entre 2 et 20 Md€ » ont une exposition aux actions moins élevée par rapport à l'année précédente : 16,7% à fin 2018 contre 13,2% à fin 2019 contrairement aux autres portefeuilles « Moins de 2 Md€ » et « Plus de 20 Md€ » dont la part actions est en hausse à fin décembre 2019.

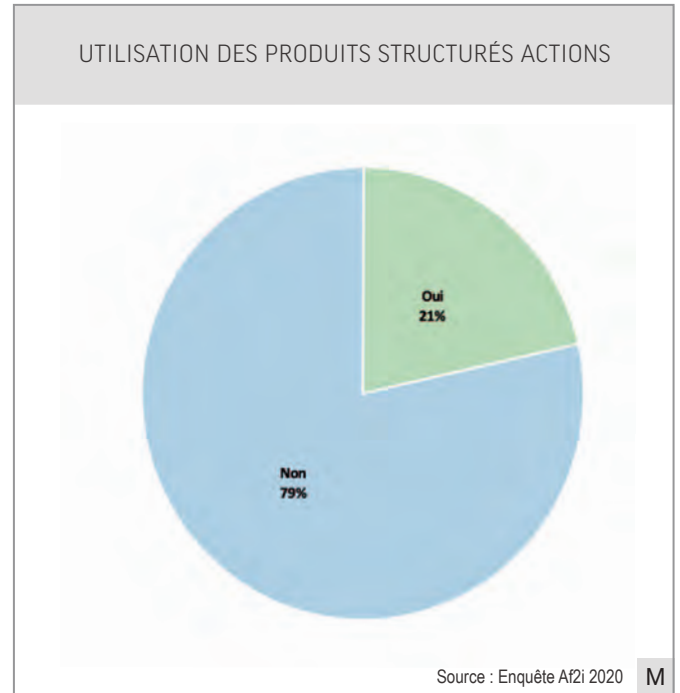
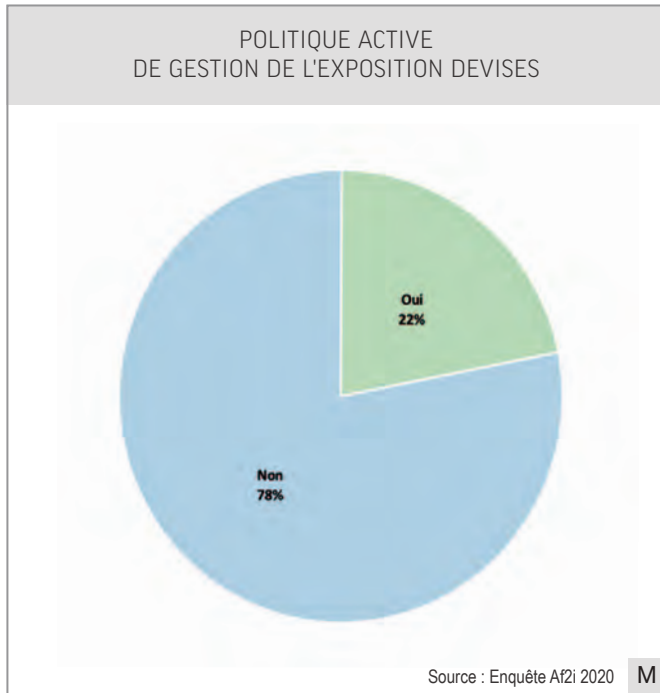
FOCUS
**PART DE PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS DANS LES PORTEFEUILLES
 PAR FAMILLE D'INSTITUTIONNELS**



Nota Bene : Pourcentage de petites et moyennes capitalisations (P&M caps) dans la poche « Actions ».

La part investie en petites et moyennes capitalisations est, dans la plupart des portefeuilles (par famille d'institutionnels ou par taille), plus faible que celle investie en grandes capitalisations. Les investisseurs institutionnels préfèrent les actions issues de grandes capitalisations dont la liquidité est assurée sur les marchés financiers.

✓ Gestion de l'exposition devises et utilisation de produits structurés actions



Exposition devises :

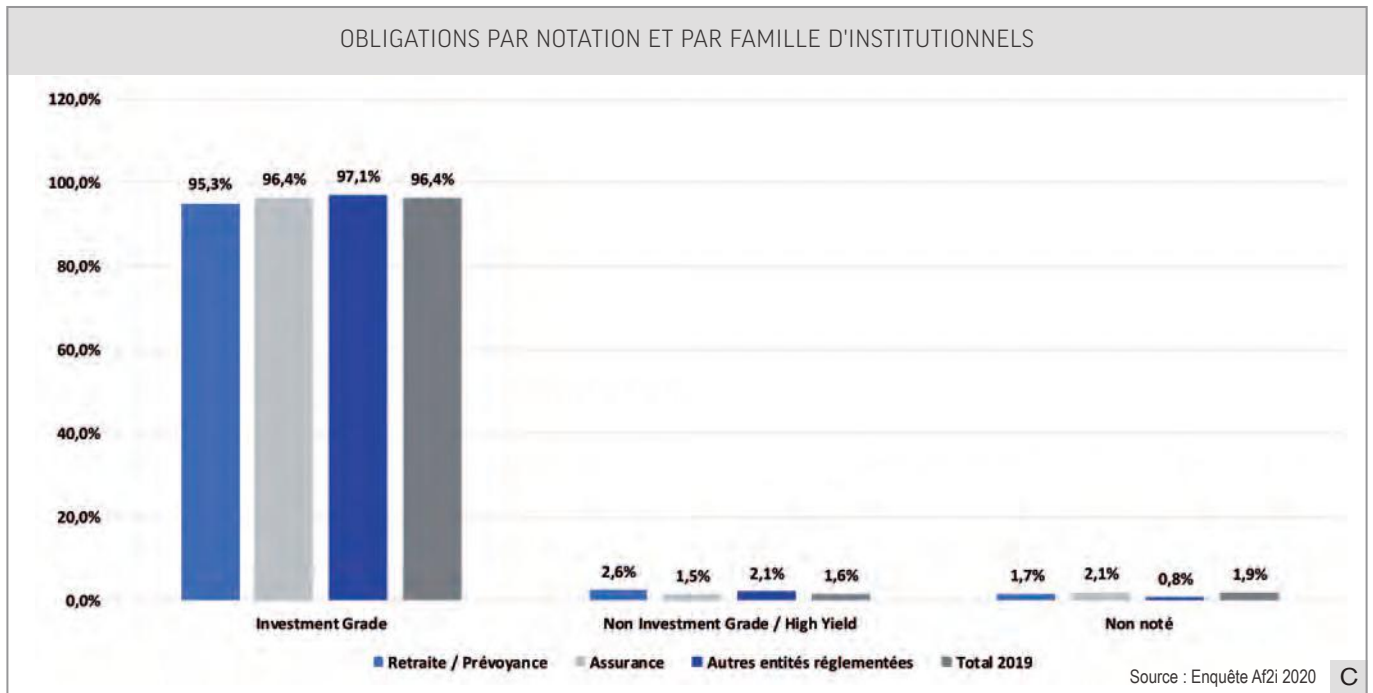
Les répondants ayant une politique active de gestion de l'exposition en devises de leurs portefeuilles actions sont un moins nombreux que l'an passé le taux passant de 27% à 22% contrairement à l'Enquête précédente où ce taux était passé de 29 à 27%. Nous continuons de penser que cette politique active est plutôt réservée aux très grands portefeuilles.

Produits structurés :

À fin 2019, 21% des répondants déclarent investir et détenir des produits structurés actions contre 28% à fin 2018. Peut-être que les investisseurs institutionnels ont peu recours à ce genre de produits compte tenu de la bonne tenue des marchés financiers sur l'année 2019.

OBLIGATIONS

✓ Répartition des obligations par classe de notation



Chaque année, la classification des obligations retenue pour l'Enquête segmente les obligations entre les trois univers d'investissement : « Investment Grade », « High Yield » et « Non Noté ».

Plus de 95% des obligations détenues par les investisseurs de l'Enquête, quelle que soit leur famille, appartiennent à l'univers « Investment Grade ». Ce niveau de plus de 90% est constant depuis de nombreuses années, avec un poids en légère augmentation depuis trois ans.

Le Bund allemand à 10 ans s'est détendu à fin 2019 à -0,19% (variation sur 2019 entre -0,74 et +0,30%), le 10 ans français a profité aussi du mouvement pour baisser à +0,12% (il a même touché les -0,45% fin août). Après une fin d'année 2018 compliquée, les taux italiens ont terminé 2019 à +1,45% (variation 2019 entre +0,81% / +2,96%). Le BTP 10 ans italien gagne plus de 16,7% sur l'année. Fin 2019, le montant des émissions souveraines de la zone euro affichant un rendement négatif est de 4,14 trillions € soit 52% de l'encours total.

Sur le marché des corporate, la forte demande des investisseurs a permis aux entreprises d'émettre des quantités record

sur le marché primaire. Le Quantitative Easing relancé par la BCE à partir du 1^{er} novembre 2019 a tiré le taux des obligations privées vers le bas. Les entreprises ont ainsi profité de conditions de taux très favorables, pour abaisser le coût du service de leurs dettes, en allonger la maturité moyenne et pour améliorer leur bilan. Sur l'ensemble de 2019, les spreads se sont détendus : à titre d'exemple, le spread d'un BBB à 4 ans s'affiche au 31 décembre 2019 à 79,6 bp (contre 114 bp fin 2018), revenant sur les niveaux vus 18 mois auparavant.

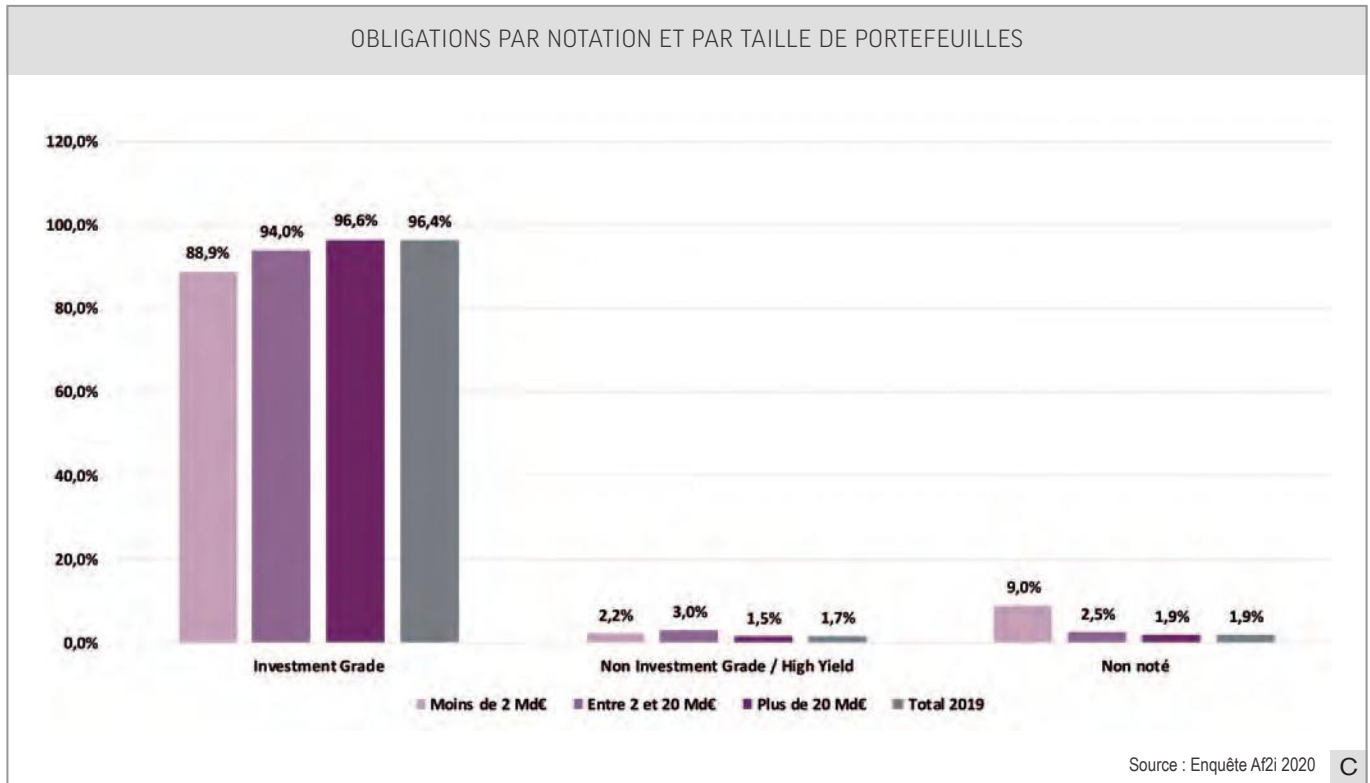
► Répartition des obligations par classe de notation

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|-----------------------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Investment Grade | 67,6% | 1 557 302 | 96,4% |
| Non Investment Grade / High Yield | 1,1% | 26 450 | 1,6% |
| Non noté | 1,4% | 31 303 | 1,9% |
| TOTAL | 70,0% | 1 615 055 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

Nota Bene : « Non Investment Grade » correspond aux notations inférieures à BB+ ou équivalent.

✓ Répartition des obligations par classe de notation



En 2019, les spreads se sont resserrés grâce à l'inversion de la politique monétaire des banques centrales vers plus d'accommodation. Mais les frictions commerciales entre États-Unis et Chine ont par phases inversé ce mouvement. De fait, les investisseurs institutionnels ont saisi ces périodes d'opportunités pour réinvestir en Investment Grade leurs flux de remboursement.

des titres non notés un rendement additionnel attractif, lié à la prime d'illiquidité. Rappelons que pour les institutions soumises à la réglementation Solvabilité II, le non noté est considéré comme un titre noté entre BB et BBB (et même, sous conditions, pour des émetteurs corporate, comme un A), et donc bénéficie d'une charge en fonds propres relativement favorable.

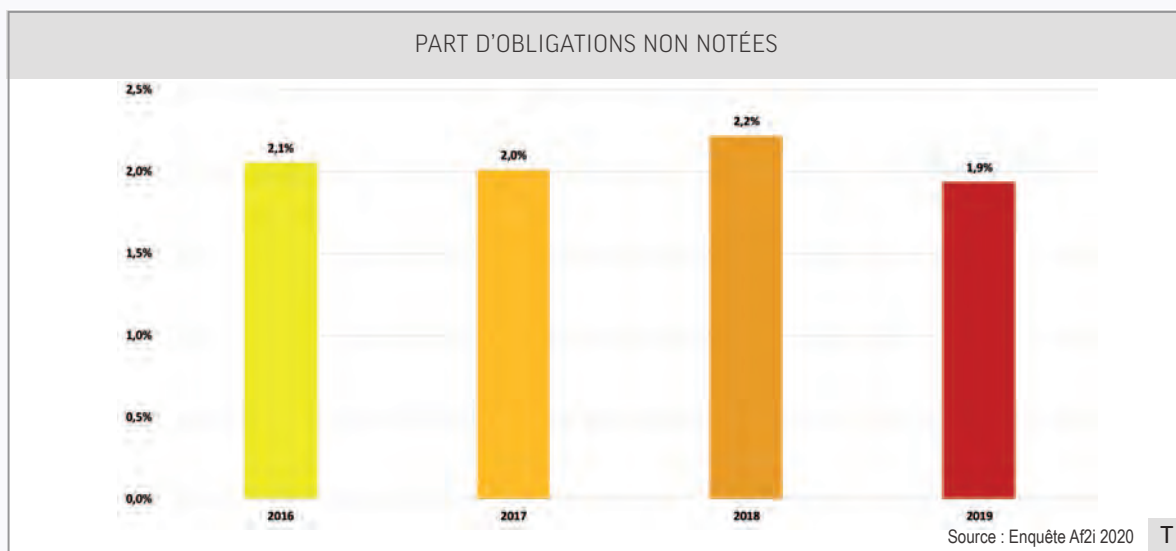
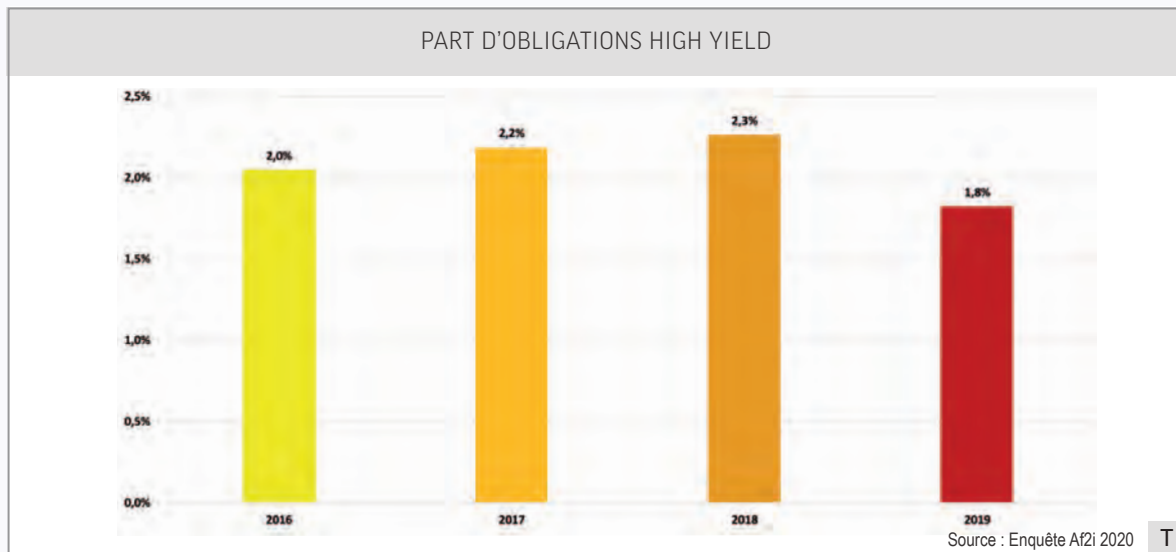
Le segment du High Yield (notations inférieures à BBB-) a connu en 2019 un certain désintérêt de la part des investisseurs. Les spreads se sont fortement réduits, et beaucoup ont considéré le risque comme insuffisamment rémunéré. Ce d'autant plus que sur le dernier trimestre, le taux de défaut global des obligations High Yield a poursuivi sa remontée, pour atteindre à fin décembre 3,94% aux États-Unis (soit 25 pb de plus qu'en octobre) et 1,34% en Europe. Les instruments de taux non notés sont en augmentation sensible dans les portefeuilles de moins de 2 Md€. Le poids des liquidités dans ces portefeuilles leur permet d'aller chercher sur

► Répartition des obligations par classe de notation

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|-----------------------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Investment Grade | 67,5% | 1 557 302 | 96,4% |
| Non Investment Grade / High Yield | 1,1% | 26 450 | 1,6% |
| Non noté | 1,4% | 31 303 | 1,9% |
| TOTAL | 70,0% | 1 615 055 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020
Nota Bene : « Non Investment Grade » correspond aux notations inférieures à BB+ ou équivalent.

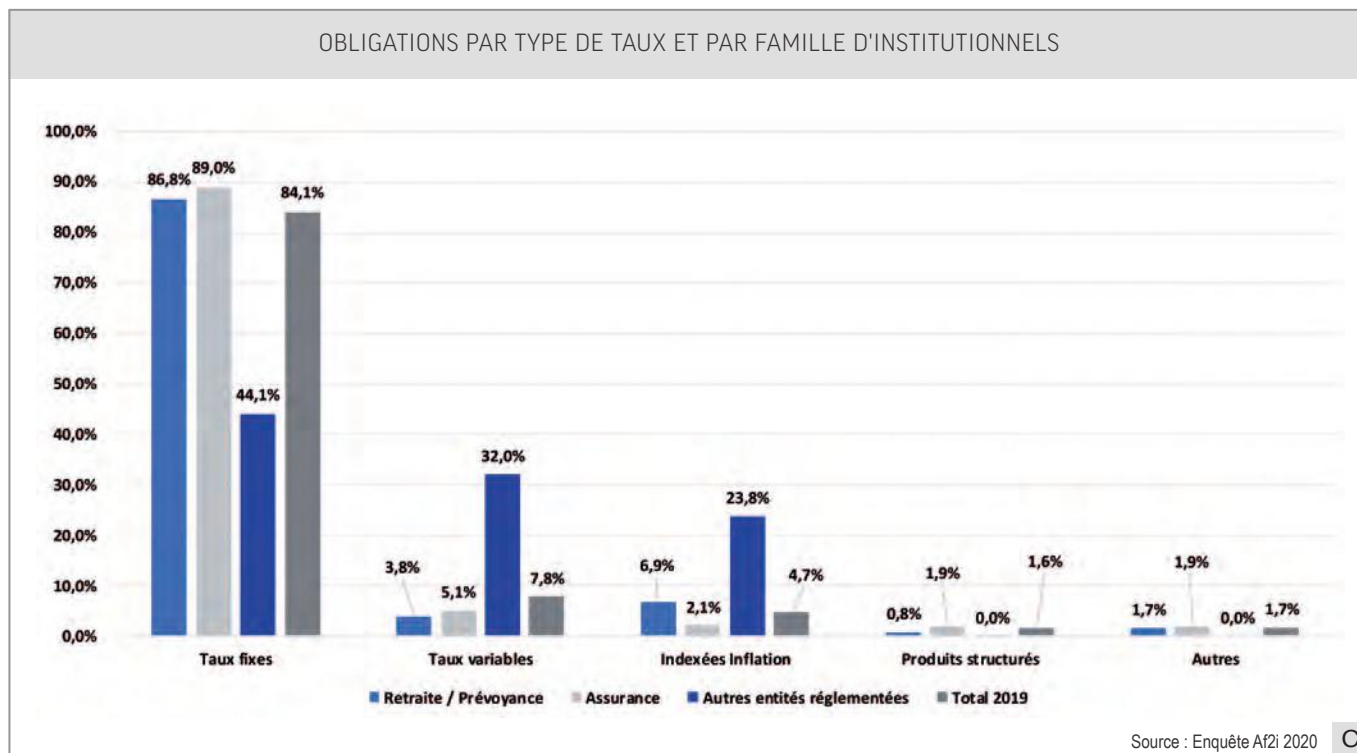
FOCUS
Diversification vers High Yield et le non noté



Tant pour le High Yield que pour le non noté, la progression régulière dans les portefeuilles constatée de 2015 à 2018 s'est inversée en 2019. Les investisseurs ont privilégié la recherche de maturités plus longues pour trouver du rendement, et se sont donc positionnés plus aisément sur de l'Investment Grade : l'année 2019 a comptabilisé 653 Md€ d'émissions hors titres d'état, dont 448 Md€ de corporate, soit une augmentation de 37% par rapport à 2018.

Rappelons également qu'une partie des nouveaux investissements en instruments de taux s'est faite, depuis plusieurs années déjà, au travers de la dette privée (fonds de dette, fonds de prêts à l'économie) ou placements privés.

✓ Répartition des obligations par type de taux



La structure globale des portefeuilles obligataires des répondants de l'Enquête varie peu d'une année sur l'autre et reste fondée en moyenne à près de 85% sur les obligations à taux fixe.

Taux variables et indexés sur l'inflation sont particulièrement recherchés des « Autres entités réglementées ». Les émetteurs de titres indexés sur l'inflation sont peu nombreux : ce sont surtout des États, qui émettent sur des durées longues. En Europe, ce sont principalement France, Allemagne et Italie. L'option d'indexation est presque gratuite compte-tenu du niveau actuel des taux. À terme, c'est une forme de couverture, en cas de reprise de l'inflation, pour des structures qui verseront des rentes indexées sur l'inflation.

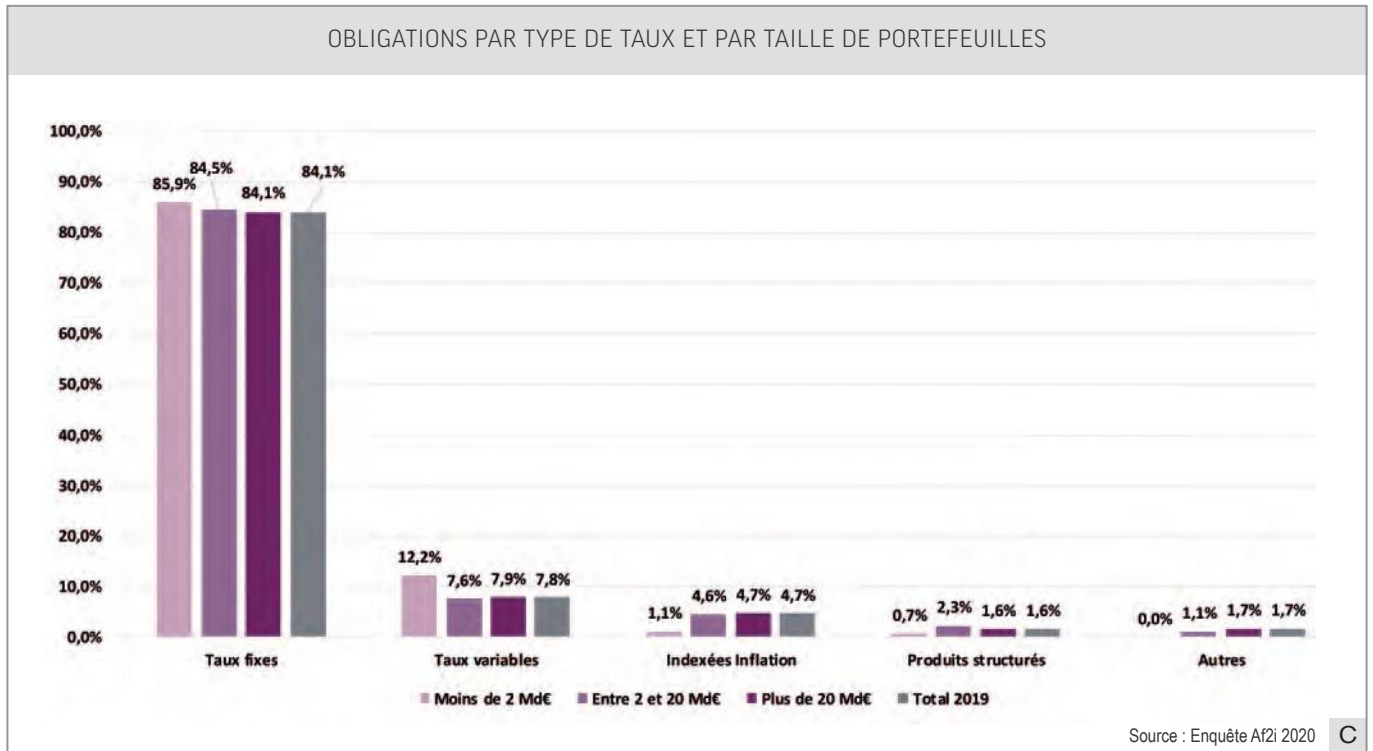
Les produits structurés ont connu un faible regain d'intérêt, principalement de la part d'assureurs. Sur 2019, ils concernent principalement des stratégies de couverture du risque de taux.

► Répartition des obligations par nature

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|---------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Taux fixes | 58,9% | 1 359 353 | 84,1% |
| Taux variables | 5,5% | 126 637 | 7,8% |
| Indexées inflation | 3,3% | 76 023 | 4,7% |
| Produits structurés | 1,1% | 26 246 | 1,7% |
| Autres | 1,2% | 27 366 | 1,7% |
| TOTAL | 70,0% | 1 615 625 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Répartition des obligations par type de taux



La répartition des obligations par type de taux est globalement comparable d'une taille de portefeuilles à l'autre. Les taux fixes concentrent près de 85 % des encours d'instruments de taux, et l'essentiel des nouvelles émissions se font à taux fixes.

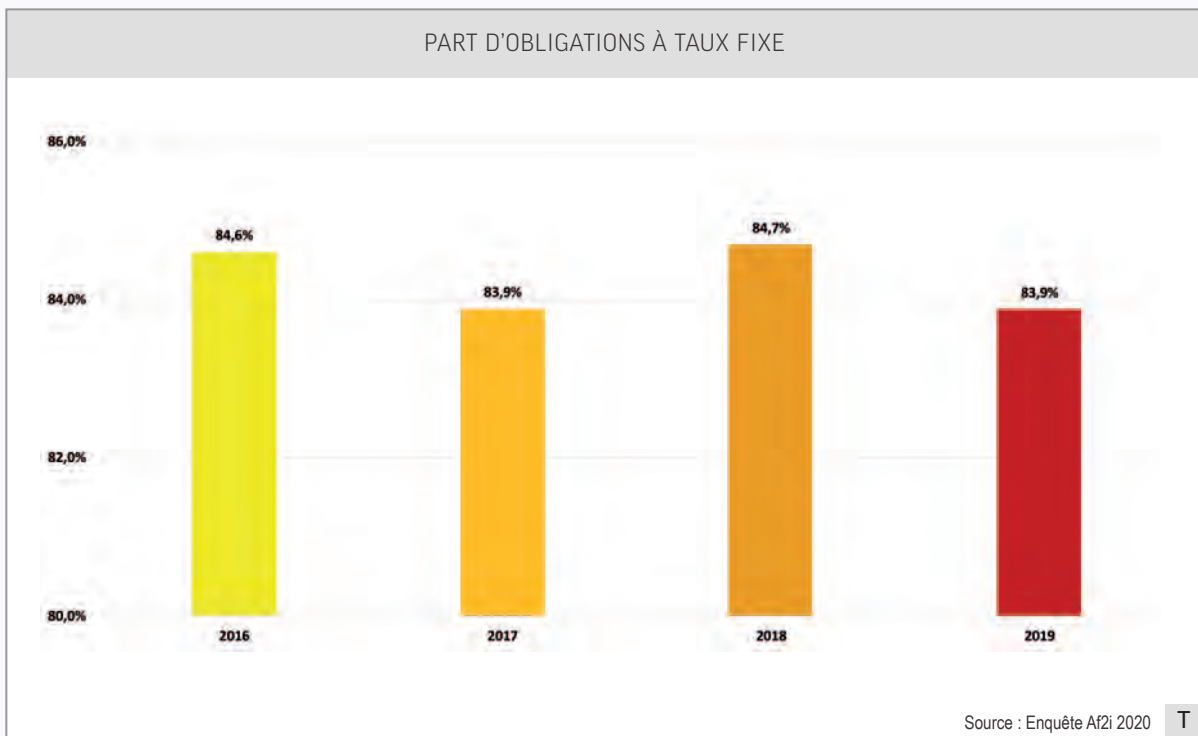
Les portefeuilles inférieurs à 2 Md€ sont ceux qui détiennent en proportion la part la plus forte d'obligations à taux variable et qui, en revanche, sont peu investis en obligations indexées sur l'inflation, trop longues en maturité au regard de leurs passifs. Les références taux variables retenues sont principalement celles de l'Euribor 3 mois. Les références longues, de type TEC 10 ans, n'ont plus la cote, compte-tenu des niveaux absolus de taux d'intérêt. L'objectif recherché est une maximisation du rendement sur la partie courte de la courbe des taux sur un univers Investment Grade, en minimisant le risque de taux et avec un faible niveau de volatilité.

► Répartition des obligations par nature

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|---------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Taux fixes | 58,9% | 1 359 353 | 84,1% |
| Taux variables | 5,5% | 126 637 | 7,8% |
| Indexées inflation | 3,3% | 76 023 | 4,7% |
| Produits structurés | 1,1% | 26 246 | 1,7% |
| Autres | 1,2% | 27 366 | 1,7% |
| TOTAL | 70,0% | 1 615 625 | 100,0% |

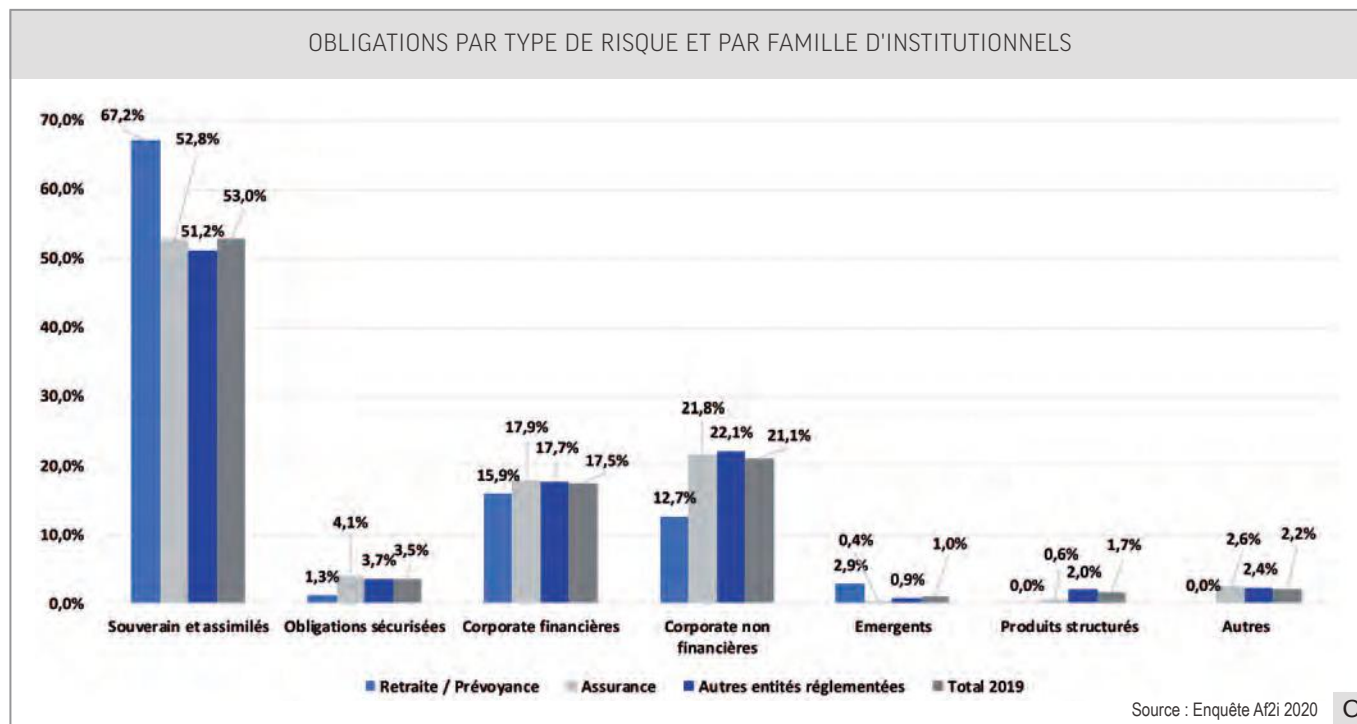
Source : Enquête Af2i 2020

FOCUS
Obligations à taux fixe



Les variations d'un exercice à l'autre restent marginales. La proportion de taux fixes dans les portefeuilles institutionnels correspond peu ou prou à la part d'émissions obligataires qui se font à taux fixes.

✓ Répartition des obligations par type de risque



Malgré une courbe des taux de l'État français en zone négative jusqu'au dix ans, et un Bund allemand négatif jusqu'à la maturité de 18 ans, les titres d'état représentent toujours 53 % des portefeuilles obligataires institutionnels à fin 2019. La proportion est plus élevée pour les groupes de retraites et de prévoyance, qui ont des contraintes plus strictes en matière de risque crédit.

Dans l'univers «corporate», les proportions sont équivalentes entre corporate financières et non financières. Une part des obligations émises par des établissements financiers sont des titres subordonnés, qui offrent un différentiel de rendement par rapport aux dettes senior, et proposent des maturités relativement longues.

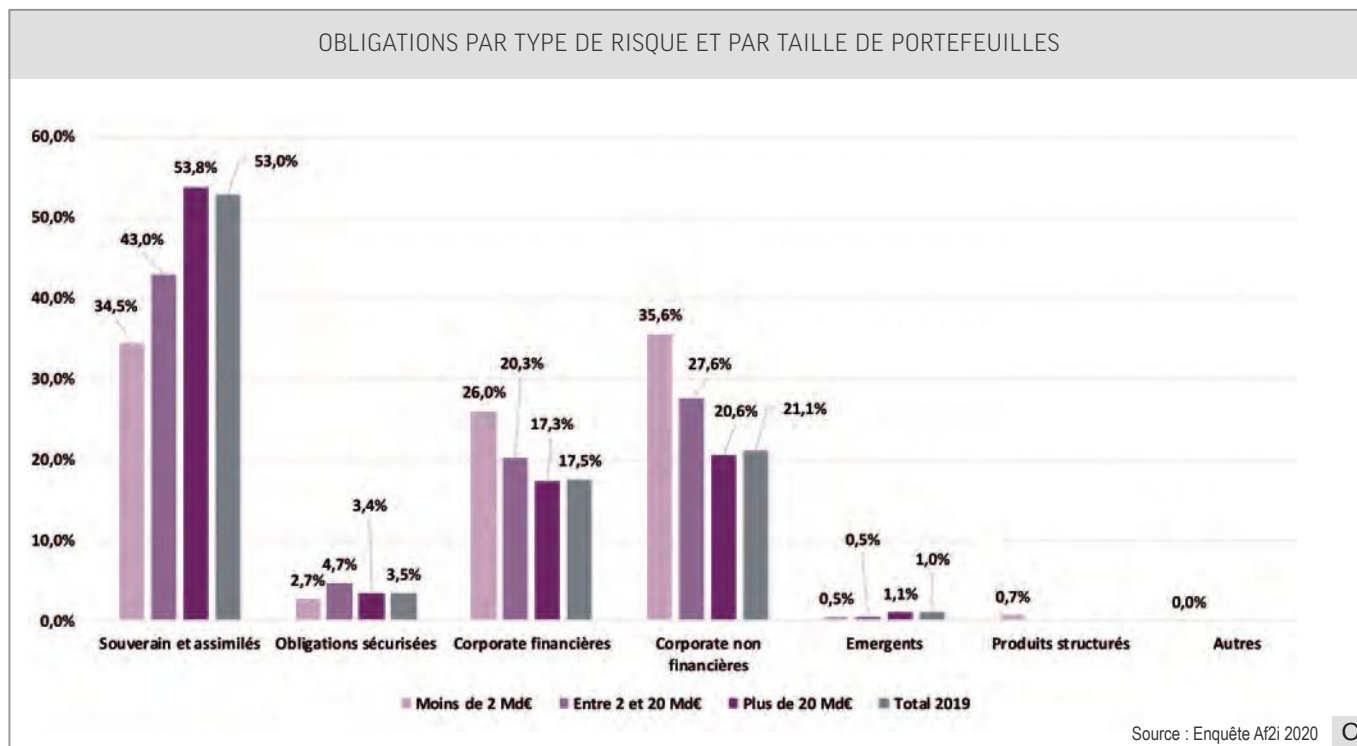
La dette émergente peine à se développer dans les portefeuilles. Les investissements se font principalement via fonds, dans la mesure où l'accès en lignes directes est complexe d'un point de vue opérationnel. Le différentiel de change est un frein supplémentaire, qui peut venir grever la performance du rendement obligataire, que l'on soit en devise locale, ou en équivalent en euros. En outre, beaucoup d'investisseurs hésitent devant les incertitudes géopolitiques et les doutes en matière de gouvernance et de droits de l'homme de certains pays.

► Répartition des obligations par type de risque

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|---------------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Souverain et assimilés | 37,1% | 854 426 | 52,9% |
| Obligations sécurisées | 2,4% | 55 829 | 3,5% |
| Corporate financières | 12,3% | 283 071 | 17,5% |
| Corporate non financières | 14,8% | 340 941 | 21,1% |
| Emergents | 0,7% | 16 844 | 1,1% |
| Produits structurés | 1,2% | 27 179 | 1,7% |
| Autres | 1,5% | 34 929 | 2,2% |
| TOTAL | 70,0% | 1 613 219 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Répartition des obligations par type de risque



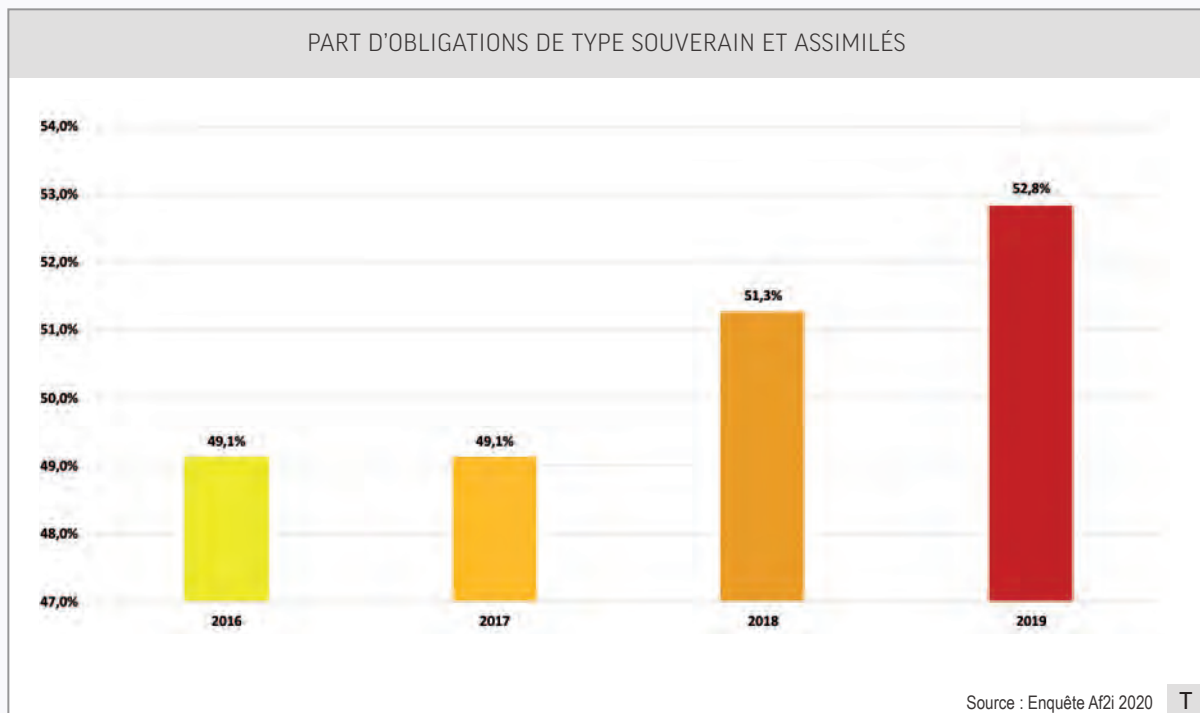
Plus les portefeuilles sont de taille significative, plus l'enjeu de liquidité des titres est important. Il n'est donc pas anormal de trouver une proportion supérieure à 50 % de titres souverains chez les institutionnels gérant plus de 20 Md€ d'actifs.

Les portefeuilles de moins de 2 Md€ détiennent 35,6 % d'émetteurs privés non financiers, soit légèrement 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 mandats ou fonds, à des sociétés de gestion ayant la capacité de mesurer et de contrôler le risque crédit des émetteurs.

► Répartition des obligations par type de risque

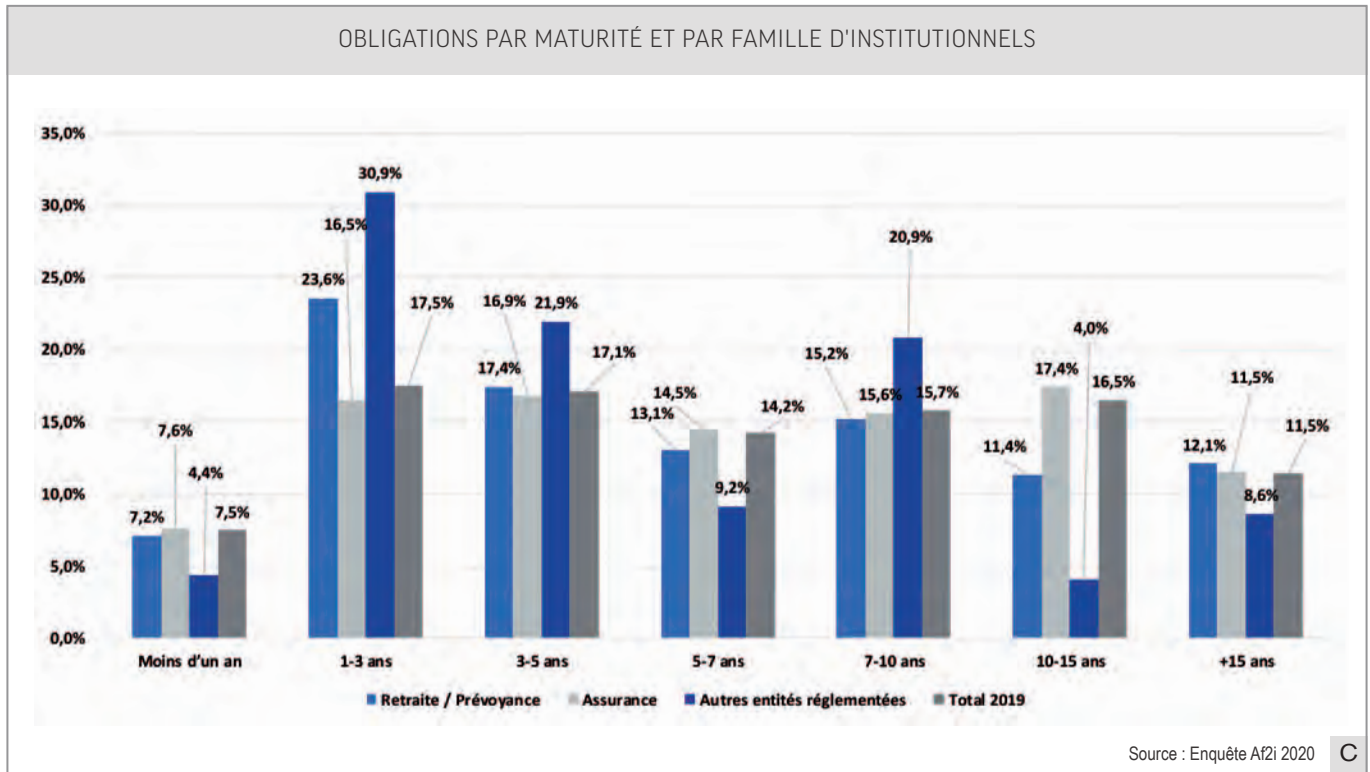
| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|---------------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Souverain et assimilés | 37,1% | 854 426 | 52,9% |
| Obligations sécurisées | 2,4% | 55 829 | 3,5% |
| Corporate financières | 12,3% | 283 071 | 17,5% |
| Corporate non financières | 14,8% | 340 941 | 21,1% |
| Emergents | 0,7% | 16 844 | 1,1% |
| Produits structurés | 1,2% | 27 179 | 1,7% |
| Autres | 1,5% | 34 929 | 2,2% |
| TOTAL | 70,0% | 1 613 219 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

FOCUS
Obligations souveraines

La part des obligations souveraines continue d'augmenter légèrement.
S'agit-il d'un « fly to quality » du fait de l'écrasement des spreads des obligations corporate, d'un effet « valorisation » ou d'une protection contre la crainte d'une baisse des marchés actions ?

✓ Répartition des obligations par maturité



On constate une hausse du poids des maturités supérieures à 15 ans. De moins de 9% en 2018, on est à 11,5% à fin 2019. Cela s'explique par une recherche de rendement, qui a conduit à se positionner sur la partie la plus longue de la courbe. À un scénario de lente remontée des taux que beaucoup avaient en tête en 2018, a succédé en 2019 un quasi-consensus sur un scénario de «taux bas pour longtemps», voire de rendements qui pourraient continuer à baisser.

Implicitement, on constate une politique globale de «buy & hold» sur les portefeuilles obligataires. Les positions en 7-10 ans de 2018 se décalent vers le segment 5-7 ans. De même, la proportion importante de 3-5 ans en 2018 se retrouve dans la tranche 1-3 ans. La raison principale est sans doute la poursuite de la baisse des rendements à l'émission sur les marchés : les institutionnels conservent les titres achetés antérieurement pour bénéficier des rendements actuariels à l'achat acquis dans les années passées.

Le renforcement des maturités inférieures à 5 ans s'explique également par un positionnement renforcé en High Yield et en dette privée, qui sont rarement émis au-delà de 5 ans.

Les caisses de retraite, dans l'incertitude de la réforme du Système Universel et de son calendrier de mise en œuvre, ont

conservé près de 50% de leurs portefeuilles sur des maturités inférieures à 5 ans.

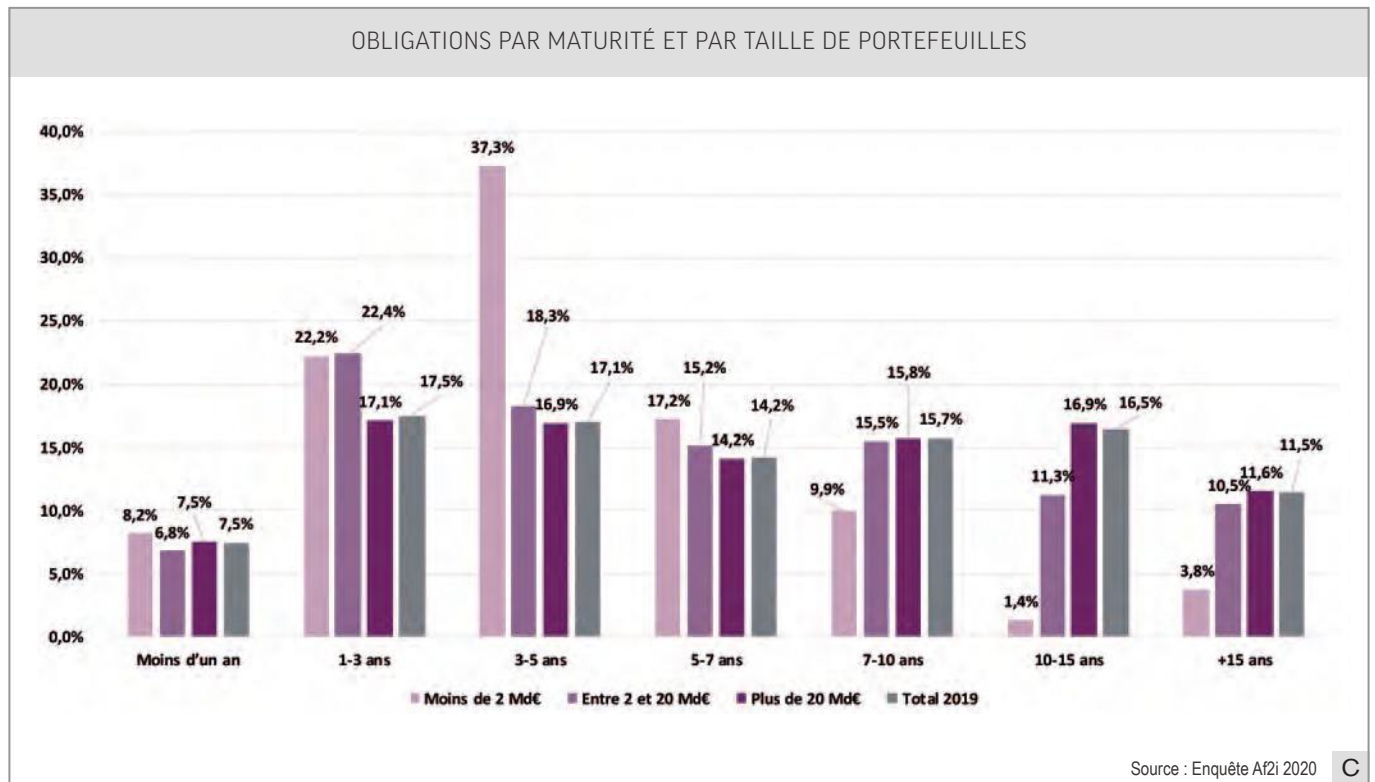
À titre de référence, rappelons que la dette de l'État français au 31 décembre 2019 avait une durée de vie moyenne de 8 ans et 63 jours, (en hausse de 92 jours par rapport à fin 2018) pour un encours de dette négociable de 1 823 Md€, dont 107 Md€ à court terme (5,9%) et 226 Md€ de titres indexés, soit 12,4% (Source : Agence France Trésor).

► Répartition des obligations par maturité

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|---------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Moins d'un an | 5,3% | 121 043 | 7,5% |
| 1-3 ans | 12,2% | 282 967 | 17,5% |
| 3-5 ans | 12,0% | 275 630 | 17,1% |
| 5-7 ans | 10,0% | 230 029 | 14,2% |
| 7-10 ans | 11,0% | 254 401 | 15,7% |
| 10-15 ans | 11,6% | 266 246 | 16,5% |
| +15 ans | 8,0% | 185 310 | 11,5% |
| TOTAL | 70,0% | 1 615 625 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Répartition des obligations par maturité



Les portefeuilles de moins de 2 Md€ concentrent 30 % de leurs encours obligataires sur des maturités inférieures à 3 ans, et près de 70 % à moins de 5 ans. C'est moins le refus d'une prise de risque que la réalité de leur modèle de gestion, et d'une 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.

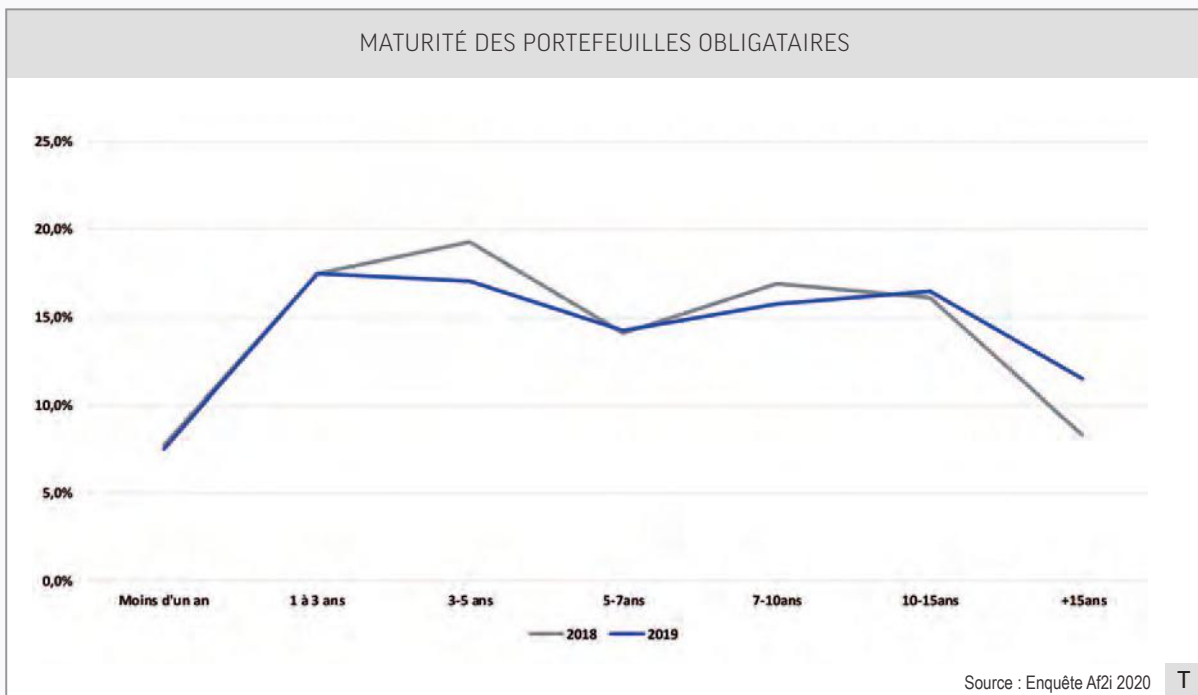
À l'inverse, les portefeuilles de plus de 20 Md€ ont environ 45 % de leurs actifs sur des maturité au-delà de 7 ans, dont près de 30 % à 1 an et plus. Pour l'essentiel, ce sont des obligations en représentation de passifs d'assurance-vie en euros ou de retraite supplémentaire, à durée longue.

► Répartition des obligations par maturité

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|---------------|-----------------------------|------------------|------------------------------|
| Moins d'un an | 5,3% | 121 043 | 7,5% |
| 1-3 ans | 12,2% | 282 967 | 17,5% |
| 3-5 ans | 12,0% | 275 630 | 17,1% |
| 5-7 ans | 10,0% | 230 029 | 14,2% |
| 7-10 ans | 11,0% | 254 401 | 15,7% |
| 10-15 ans | 11,6% | 266 246 | 16,5% |
| +15 ans | 8,0% | 185 310 | 11,5% |
| TOTAL | 70,0% | 1 615 625 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

FOCUS
Évolution de la duration des portefeuilles

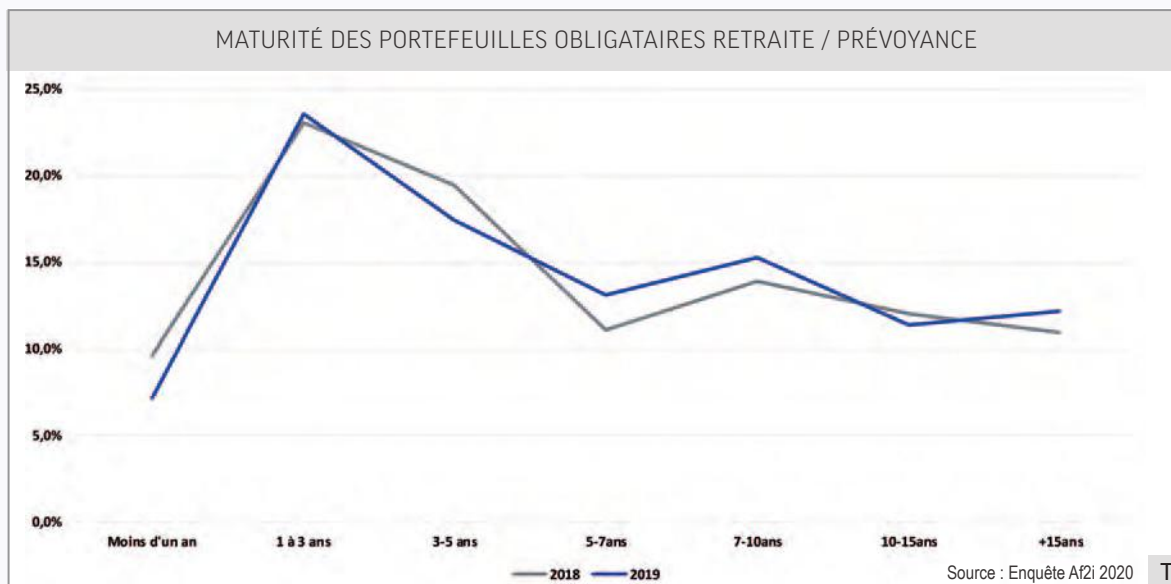


On assiste à un rééquilibrage entre les différentes tranches de maturité.

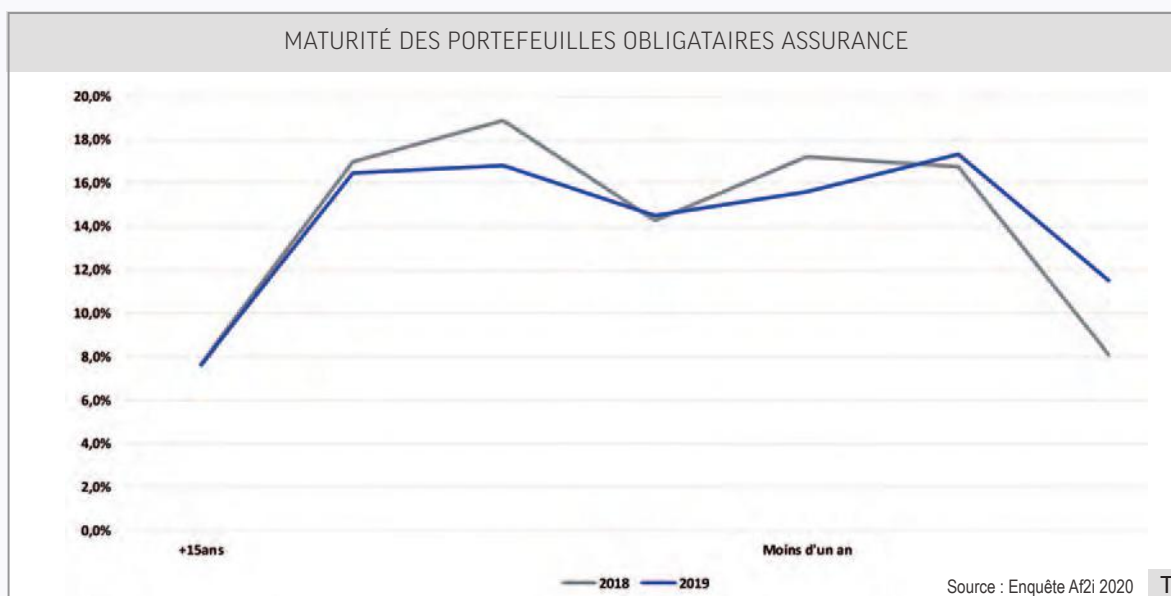
La surpondération sur le 1-3 ans de 2018 a disparu. Certains acteurs avaient acheté des obligations courtes, croyant à la probabilité d'une hausse des taux en 2019 ou 2020.

Cette perspective s'est éloignée. On a assisté au contraire à une repondération de l'ordre de 3% sur des maturités très longues, au-delà de 15 ans. N'oublions pas que l'État français a émis plusieurs souches à 30 ans, et même un titre à 50 ans.

FOCUS Évolution de la durée des portefeuilles par famille

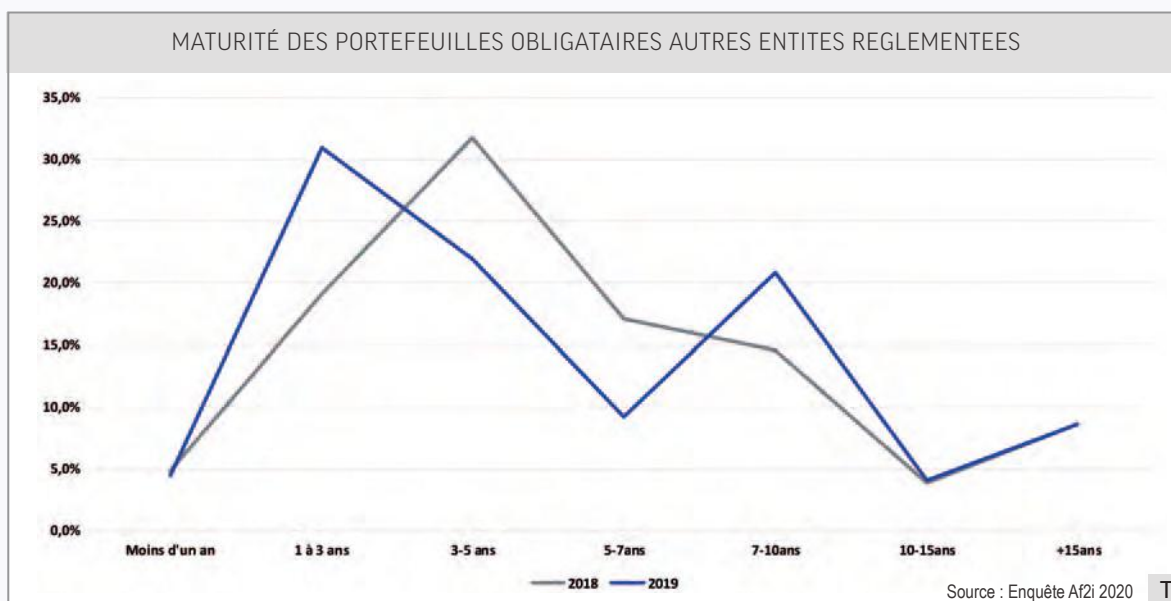


Par construction, les portefeuilles « Retraite / Prévoyance » sont plutôt exposés sur des maturités inférieures à cinq ans (environ 45 % du portefeuille obligataire). C'est cette partie des actifs qui assure la liquidité en cas de choc. On constate néanmoins une baisse de la part des titres les plus courts, à moins d'un an : compte-tenu d'un EONIA resté fortement négatif, les réinvestissements de titres remboursés se sont faits sur des maturités plus longues, ou sur d'autres classes d'actifs.



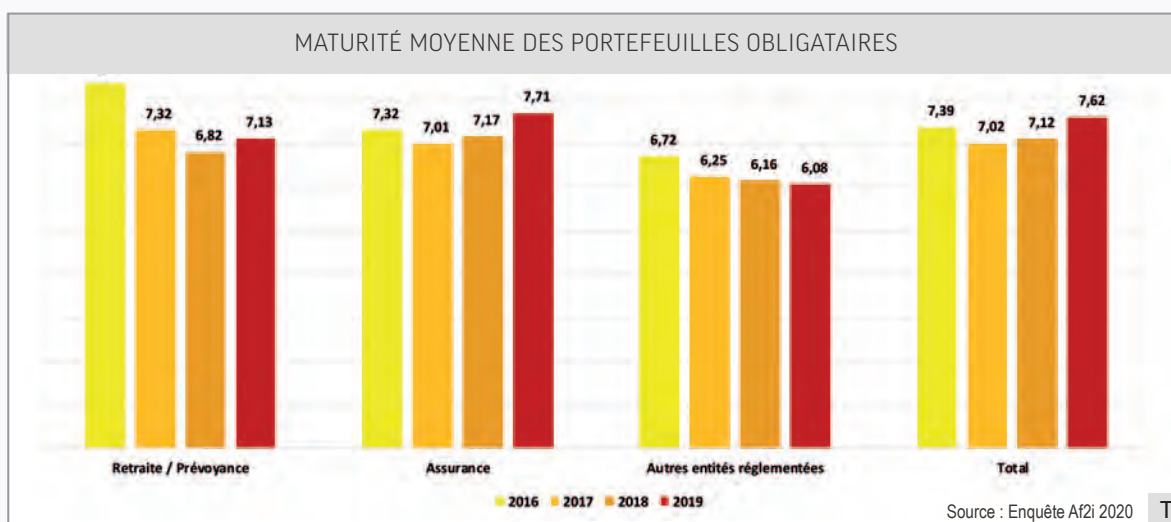
Les assureurs ont continué d'allonger la maturité de leur portefeuille en arbitrants en faveur de titres au-delà de dix ans, et même surtout de maturités de plus de 15 ans. La recherche de rendement additionnel, pour répondre aux contraintes de passif, se fait dans un cadre de risque maîtrisé et sans arbitrage au détriment de la liquidité, en privilégiant des titres obligataires très longs, principalement en Emprunts d'État de la zone core-Euro, sur des segments de courbe où les taux actuariels sont encore positifs.

03. Principales classes d'actifs



On constate une politique de conservation des titres en portefeuille. De fait, on a une translation de 2018 à 2019 des positions en 3-5 ans, sur le 1 à 3 ans. Les portefeuilles ont vieilli d'un an, et se sont raccourci d'autant en duration. L'accroissement de l'ordre de 5% entre 2018 et 2019 du segment 7 à 10 ans traduit principalement des investissements sur des émissions corporate, et le renforcement de la part de titres indexés sur l'inflation.


FOCUS Evolution des durations de portefeuilles par famille - Historique



Malgré un rallongement de l'ordre d'un trimestre de la maturité des portefeuilles, la tendance sur 4 ans des portefeuilles de Retraite est au raccourcissement global : 1,4 ans perdus en 4 ans.

À l'inverse, les assureurs ont allongé la maturité de leurs portefeuilles en 2019, de l'ordre de 6 mois et demi. On retrouve en 2019 la maturité moyenne de 7,7 connue en 2015.

Pour les « Autres entités réglementées », l'essentiel de la réduction de maturité moyenne s'est fait entre 2015 et 2017, de 7,10 à 6,25. Le raccourcissement se poursuit depuis, mais de manière beaucoup plus faible, avec un pas annuel de l'ordre du dixième d'année.

 **Mouvements tactiques sur les obligations 2018 et 2019**

| | Réalisé – Obligations (en proportion des actifs) | | | 2019 |
|---|--|--------|--------|-----------------|
| | Baisse | Stable | Hausse | Indice tendance |
| Vers les pays cœur de la zone euro | 38% | 41% | 21% | Stable |
| Vers certains pays périphériques | 24% | 44% | 32% | Stable |
| Vers des pays développés hors zone euro | 16% | 75% | 9% | Hausse |
| Vers des pays émergents | 11% | 43% | 46% | Stable |
| Vers actifs autres | 20% | 67% | 13% | Stable |

Source : Enquête Af2i 2020

| | Attendu – Obligations - En proportion des actifs (en proportion des actifs) | | | 2019 |
|---|---|--------|--------|-----------------|
| | Baisse | Stable | Hausse | Indice tendance |
| Vers les pays cœur de la zone euro | 15% | 66% | 20% | Stable |
| Vers certains pays périphériques | 19% | 67% | 14% | Stable |
| Vers des pays développés hors zone euro | 6% | 88% | 6% | Stable |
| Vers des pays émergents | 13% | 45% | 42% | Stable |
| Vers actifs autres | 15% | 76% | 9% | Stable |

Source : Enquête Af2i 2020

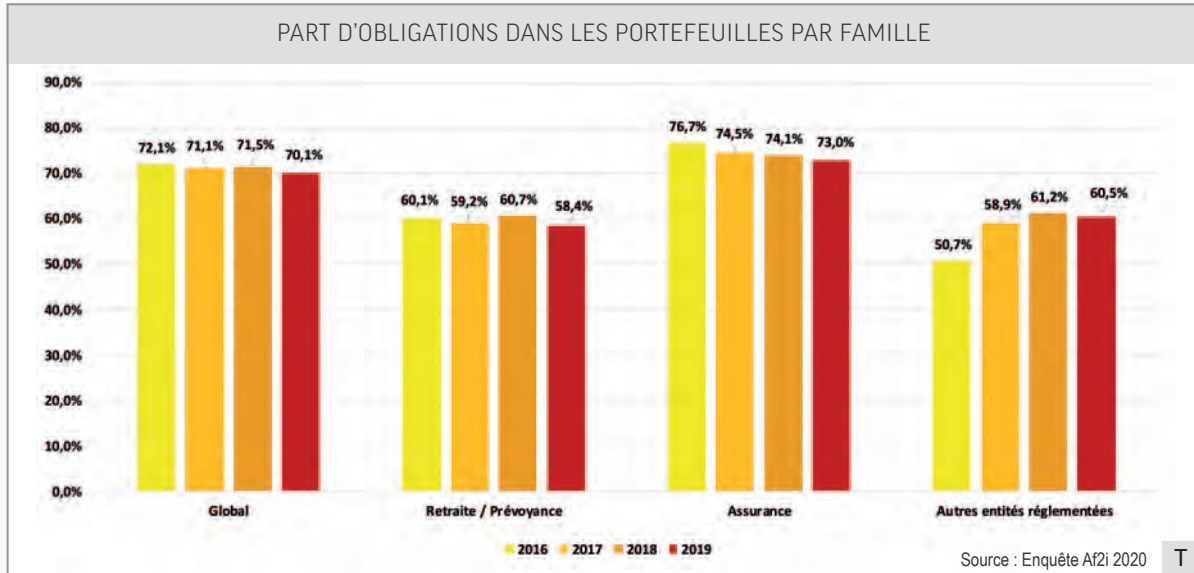
La tendance de 2019 est clairement à la stabilité des allocations. Les investisseurs semblent vouloir poursuivre le mouvement amorcé de renforcement des positions sur les dettes émergentes.

La courbe italienne a fortement baissé en 2019, le rendement du BTP 10 ans passant de 2,60% à 1,41% sur l'année. 2019 a effacé les tensions de 2018, et un reliquat post-élections. La courbe espagnole est en zone négative jusqu'au 5 ans et le

Bonos à dix ans offre un maigre rendement de 0,50%. Le Portugal fait partie des plus belles performances de 2019, le taux à 5 ans s'appréciant de 61 points de base, pour finir l'année au niveau symbolique de 0,00%

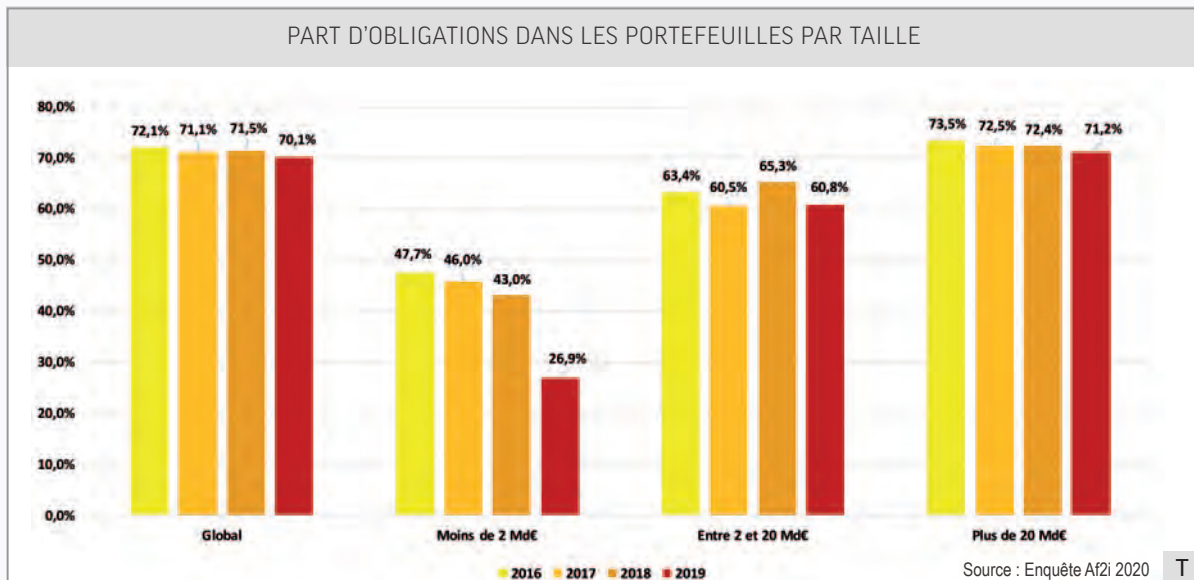
De fait, il n'y a plus de volonté d'accroître la proportion d'obligations des pays périphériques de la zone euro.

FOCUS
Part des obligations dans les portefeuilles par famille - Historique



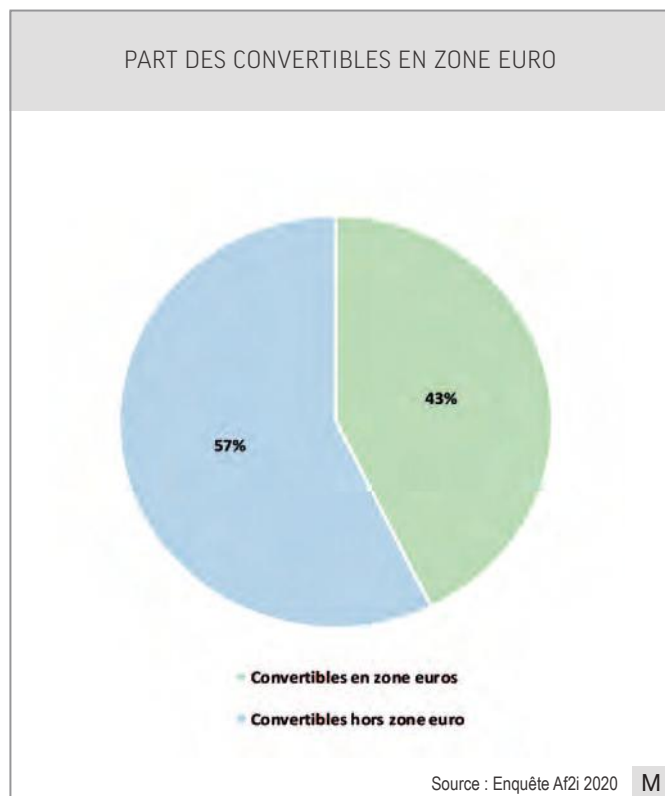
Rappel : il s'agit de la notion d'obligations strictement (ne comprend pas les obligations convertibles)

Pour tous les types d'acteurs, on note une stabilité relative dans le temps de la part obligataire : ce phénomène résulte avant tout des contraintes réglementaires et des enjeux d'actif-passif des différentes familles. Les entités réglementées, qui avaient atteint un plus bas à 50,7% en 2016 conservent désormais une allocation en obligations de l'ordre de 60% du portefeuille.



Par taille de portefeuilles, on constate également une relative stabilité de la part obligataire. Une exception, les portefeuilles de moins de 2 Md€. Ce sont ceux qui sont majoritairement investis sur des titres de maturité courte. La persistance de taux négatifs sur cette partie de la courbe a conduit les investisseurs à réallouer les remboursements sur d'autres classes d'actifs, plus rémunératrices, fonds d'infrastructures et d'immobilier en particulier. La part obligataire sur les institutions gérant moins de 2 Md€ a ainsi baissé en 2019 de 43% à 27% : pour un portefeuille de 2 Md€, ces 16 points correspondent tout de même à un désinvestissement net en obligations de 320 M€ !

OBLIGATIONS CONVERTIBLES



L'encours des obligations convertibles continue de progresser, à 21,2 Md€ : en cinq ans, c'est une progression de près de 20%.

Les assureurs détiennent plus de 80% des encours. Les portefeuilles de plus de 20 Md€ portent 81% des encours... ces portefeuilles étant majoritairement ceux des assureurs.

Les convertibles, grâce à un niveau de convexité attractif, sont apparues comme une alternative d'investissement intéressante pour continuer à participer à la hausse des marchés actions et crédit tout en bénéficiant d'un effet décélérateur en cas de baisse. La sensibilité du gisement est passée sur l'année 2019 de 22 à 31% pour une qualité de crédit améliorée et pour une valorisation inférieure à 2018. Selon Exane Derivatives, la volatilité implicite du gisement « blue chip » européen est en baisse de plus de 1 point sur l'année 2019. À 29,2% au 31 décembre 2019, la volatilité implicite de l'indice ECI Europe se situe 1,5 point en dessous de sa moyenne historique de ces 10 dernières années.

La progression des valorisations au 1^{er} semestre 2019 a favorisé un regain d'intérêt de la part des investisseurs, mais également des émetteurs sur les convertibles européennes. De nombreuses émissions sont intervenues au cours du 2^e semestre : ce fut particulièrement probant sur le marché primaire en euros avec une dizaine d'émissions de juillet 2019 à décembre pour environ 5 Md€. Sur l'année 2019, on compte 27 émissions pour 11,2 Md€.

Majoritairement classique, le profil de ces convertibles nouvellement émises offre une bonne convexité couplée à des qualités de crédit solides : ceci a constitué une tendance encourageante pour les investisseurs par rapport aux flux d'émissions d'obligations convertibles non dilutives en dollars et très opportunistes émises les années précédentes, d'autant plus que le profil des émetteurs offrait une belle diversification tant sectorielle qu'en termes de noms. Les coupons moyens progressent également : 1,64% pour les nouvelles émissions de 2019 contre 1,12% en moyenne pour les émissions de 2018... attrait complémentaire pour des assureurs en quête de revenus.

Ce flux intéressant a permis de renouveler le gisement convertible européen et de rééquilibrer l'univers ainsi que les indices vers plus de convexité et moins de dispersion (notamment au sein des indices).

Au 31 décembre 2019, 75% des obligations convertibles du gisement avaient une prime inférieure à 75% contre 58% à fin 2018.

Le gisement des obligations convertibles européennes a globalement amélioré sa qualité de crédit : 63% des émetteurs de l'indice ECI Europe sont notés Investment Grade et plus de 50% de l'ensemble du gisement européen seraient notés Investment Grade. Cette qualité de crédit est aussi le reflet d'une bonne diversification sectorielle du gisement, à l'inverse des États-Unis notamment, où les secteurs de la technologie et de la biotech, plus risqués, sont sur-représentés.

| En M€ | Retraite Prévoyance | Assurance | Autres entités réglementées | Total 2019 |
|--------------|---------------------|-----------|-----------------------------|------------|
| Convertibles | 3 696 | 17 074 | 386 | 21 156 |

Source : Enquête Af2i 2020

| En M€ | Moins de 2 Md€ | Entre 2 et 20 Md€ | Plus de 20 Md€ | Total 2019 |
|--------------|----------------|-------------------|----------------|------------|
| Convertibles | 196 | 3 783 | 17 177 | 21 156 |

Source : Enquête Af2i 2020

PRÊTS ET FONDS DE DETTE



75% des répondants indiquent qu'ils investissent dans des prêts ou fonds de dette, en forte hausse par rapport à 2018. Les investissements en prêts et dettes privées, sous forme d'instruments financiers ou de gestion collective continuent d'être en pleine croissance. Les investissements repris ici comprennent la dette immobilière ou infrastructures, qui représentent 40% des investissements des répondants.

L'intérêt des investisseurs est étroitement corrélé au développement des encours du marché de la dette privée. Le marché a gagné en maturité et la dette privée est devenue une classe d'actifs à part entière, durablement et structurellement implantée dans le paysage mondial.

En Europe, le marché s'est développé post-crise financière de 2008, mais le réel essor des encours date de 2015, avec un doublement du gisement sur les 4 dernières années en Europe, pour dépasser les 100 Md€ en 2019, sur 207 fonds recensés. En zone euro, seulement 40% du financement d'entreprises se fait via dette privée, contre plus de 85% aux États-Unis.

À noter qu'au fur à mesure de sa croissance, le marché de la dette privée accroît son niveau de risque.

Le nombre moyen pondéré de covenants sur des prêts de premier rang ne cesse de se réduire : de 4,0 en 2008, à 2,0 en 2015, on est à moins de 1,5 en 2019.

Simultanément, le niveau de levier augmente sur le gisement européen.

Le niveau moyen annuel de dettes sur Ebitda était au plus bas de x4,1 en 2009, et ne cesse de croître pour dépasser les x5,5 en 2019. Cette hausse de l'effet de levier est principalement

due à la baisse des rendements sur les quatre dernières années, qui compriment les primes de risques.

Les fonds européens ont une durée de vie de l'ordre de 6 à 7 ans : en règle générale, on a une phase d'investissement sur 5 ans, puis une phase équivalente de désinvestissement. Par le jeu des refinancements, on trouve de plus en plus de produits avec des durations de l'ordre de 3.

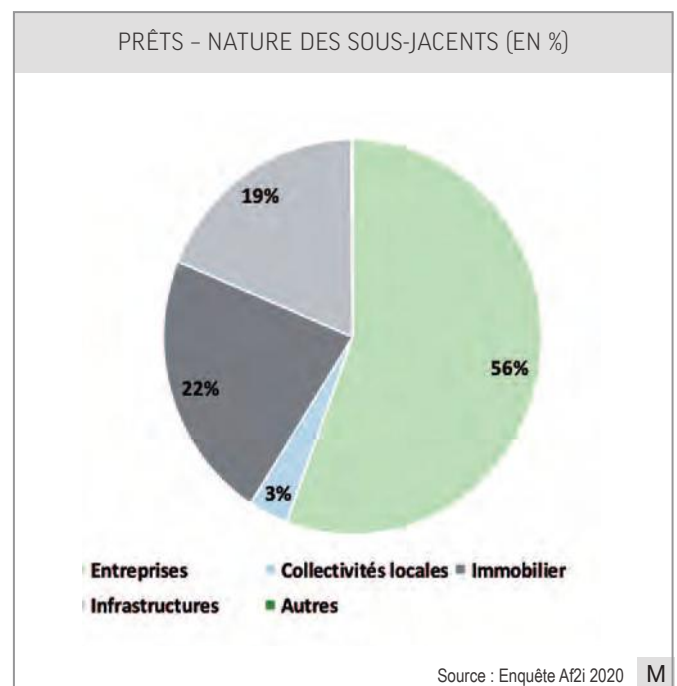
Les prêts aux entreprises concentrent plus de la moitié des investissements (56%), avec des structures unitranche : celles-ci sont considérées comme facteurs de résilience en cas de retournement de marché, le capital étant remboursé in fine. Par ailleurs, jusqu'en 2019, les taux de défaut en produits de dette privée aux entreprises étaient extrêmement faibles.

Dettes d'infrastructures et dettes d'immobilier représentent chacune 20% des investissements des répondants.

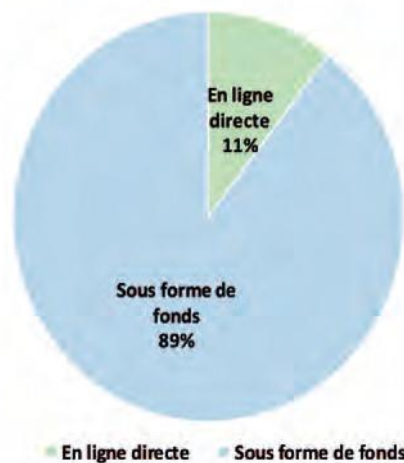
Bénéficiant d'un traitement correct dans Solvabilité II, les dettes d'infrastructures sont souvent des produits plus longs, qui intègrent plus facilement des contraintes de gestion extra-financières, de type environnemental.

Dans les dettes immobilières, Dutch mortgages et Dansk mortgages ont connu un intérêt marqué de la part des investisseurs ces deux dernières années, car ils offrent au porteur du prêt un haut niveau de protection.

Les prêts aux collectivités locales restent marginaux, compte tenu du faible différentiel de rendement avec les États, et donc à des niveaux absolus de taux très faibles.



REPARTITION DES PRÊTS ET FONDS DE DETTE



Source : Enquête Af2i 2020 M

89% des investissements sont faits via des fonds. L'investissement en direct nécessite un agrément spécifique, et seuls de très grands investisseurs, en taille d'encours gérés, ont rédigé le programme d'activités requis.

Il s'agit d'un marché très technique, dont le suivi nécessite à la fois une analyse crédit et financière des sociétés bénéficiaires de prêts, mais également une connaissance juridique des covenants. En outre, il existe encore peu de marché secondaire, ce qui est en lien avec la jeunesse de la classe d'actifs (moins de 10 ans).

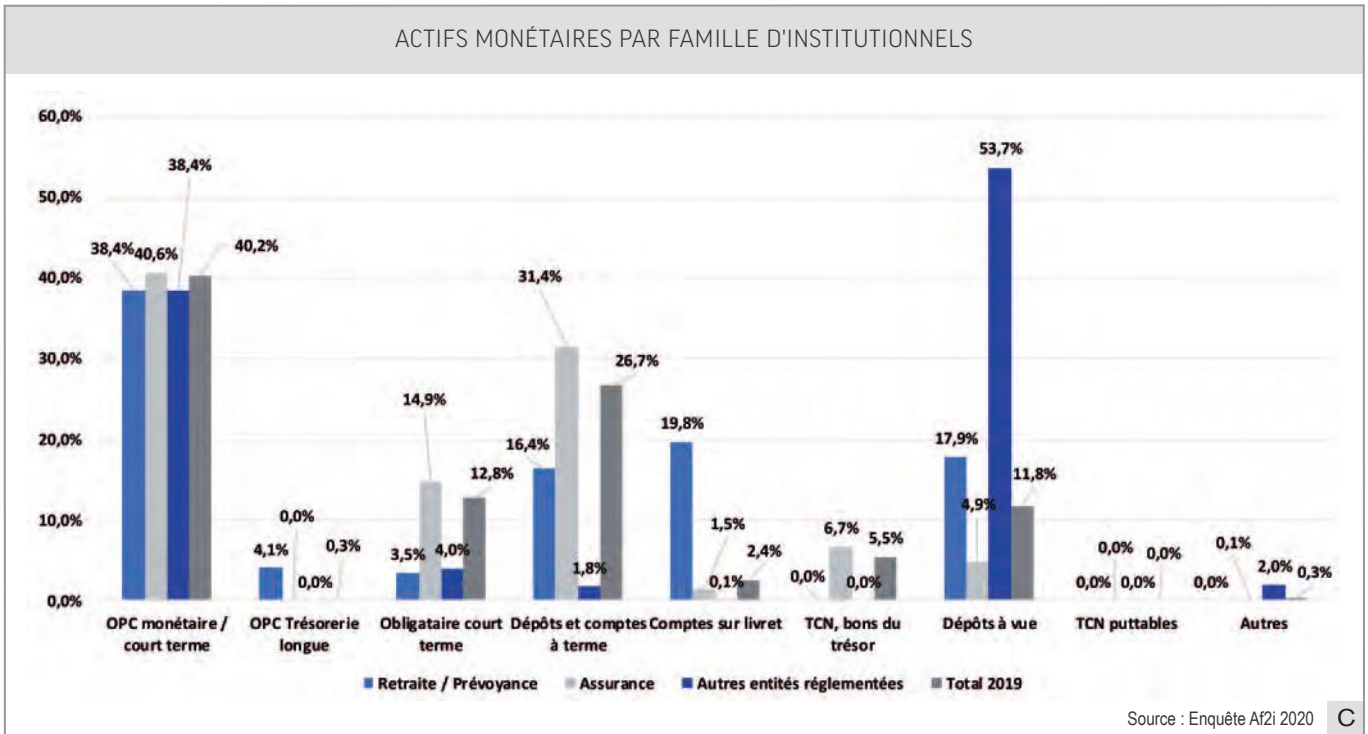
Afin de maîtriser leurs risques, les investisseurs préfèrent investir via des fonds gérés par des équipes spécialisées.

Autre contrainte forte pour un investisseur institutionnel, la documentation associée à un fonds de dette privée est extrêmement importante et dense :

- Private Placement Memorandum (PPM) / Note d'Information / Teasers / Slideshow
- Règlement / Prospectus / Statuts
- Bulletins de Souscription (par catégorie de parts)
- Side Letters
- Arrangements concernant le carried interest des membres de l'Equipe de Gestion
- Opinion Juridique
- Accords annexes : contrat d'agent de placement, contrat de conseil, convention de dépositaire, délégation de gestion, etc...

LIQUIDITÉS

✓ Répartition des liquidités par type



NB : Il s'agit de la trésorerie de placement, c'est à dire hors trésorerie d'exploitation.

Avec des rendements négatifs observés depuis quelques années, le poids des véhicules de type «OPC monétaires / court terme» a été réduit à fin 2019 et ce, quel que soit la famille d'institutionnels.

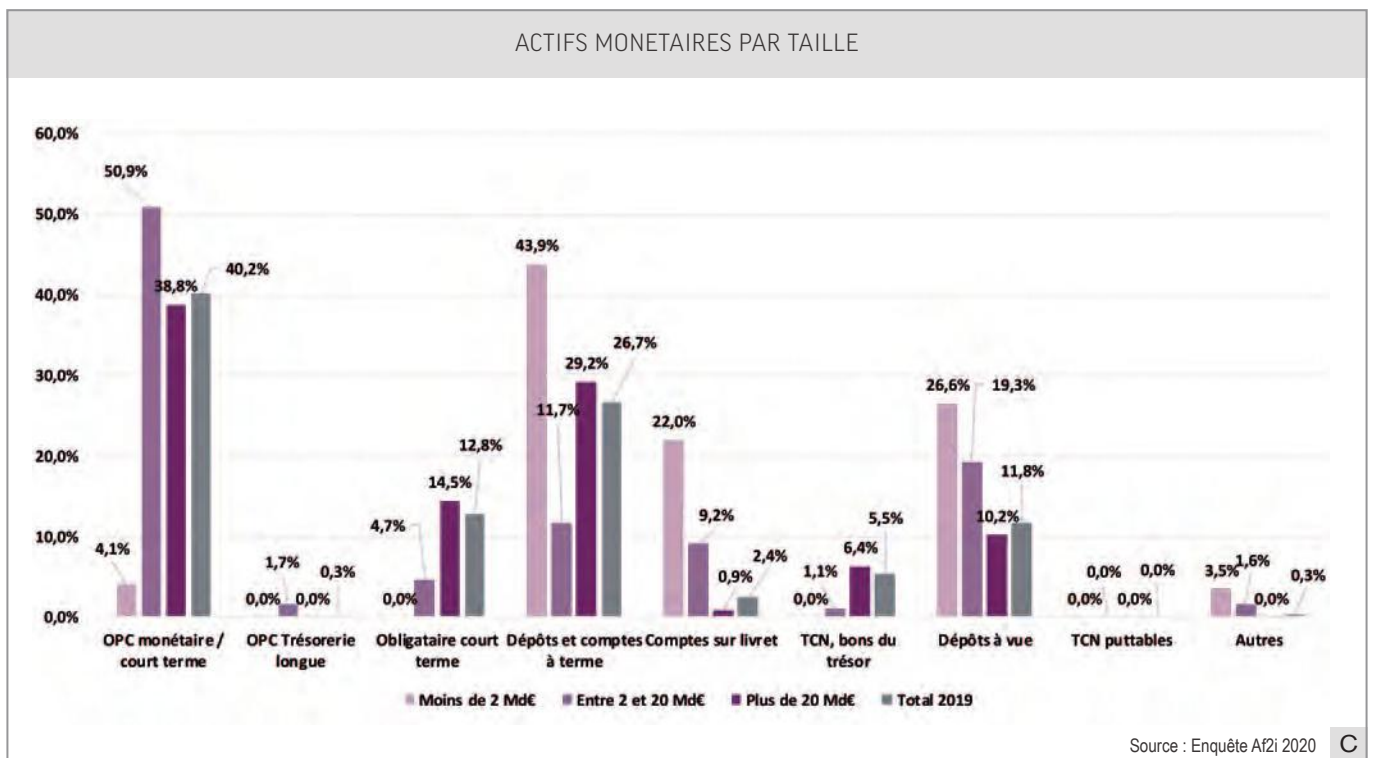
Cette réduction a favorisé les placements de type «Dépôts à vue» qui ont vu leur poids bondir à 54% à fin 2019 pour la famille «Autres entités réglementées».

► Répartition des actifs détenus en liquidité

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|-----------------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| OPC monétaire / court terme | 1,6% | 36 019 | 40,2% |
| OPC Trésorerie longue | 0,0% | 229 | 0,3% |
| Obligataire court terme | 0,5% | 11 450 | 12,8% |
| Dépôts et comptes à terme | 1,0% | 23 911 | 26,7% |
| Comptes sur livret | 0,1% | 2 185 | 2,4% |
| TCN, Bons du Trésor | 0,2% | 4 901 | 5,5% |
| Dépôts à vue | 0,5% | 10 572 | 11,8% |
| TCN putttables | 0,0% | 0 | 0,0% |
| Autres | 0,0% | 281 | 0,3% |
| TOTAL | 3,9% | 89 547 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Répartition des liquidités par taille



NB : Il s'agit de la trésorerie de placement, c'est à dire hors trésorerie d'exploitation.

03. Principales classes d'actifs

Avec un environnement de taux bas et des rendements négatifs sur les fonds monétaires, le poids des « OPC monétaires / court terme » a été réduit pour toutes les tailles de portefeuilles à fin 2019.

Les investisseurs institutionnels ont orienté leurs placements de court terme vers les « Dépôts et comptes à terme » et « Dépôts à vue », notamment pour les petits portefeuilles de moins de 2 Md€ : 43,9% sur les « Dépôts et comptes à terme », 26,6% sur les dépôts à vue et 22% sur les comptes sur livret.

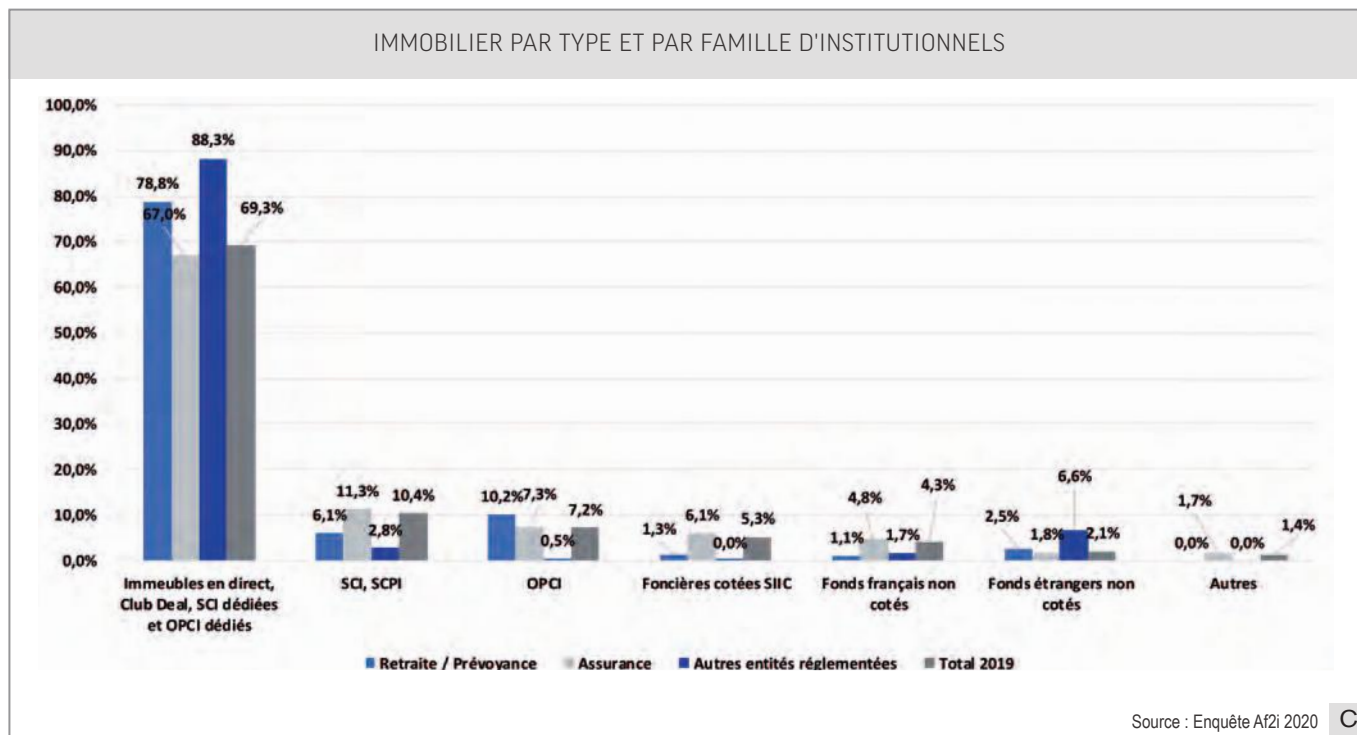
► Répartition des actifs détenus en liquidité

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|-----------------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| OPC monétaire / court terme | 1,6% | 36 019 | 40,2% |
| OPC Trésorerie longue | 0,0% | 229 | 0,3% |
| Obligataire court terme | 0,5% | 11 450 | 12,8% |
| Dépôts et comptes à terme | 1,0% | 23 911 | 26,7% |
| Comptes sur livret | 0,1% | 2 185 | 2,4% |
| TCN, Bons du Trésor | 0,2% | 4 901 | 5,5% |
| Dépôts à vue | 0,5% | 10 572 | 11,8% |
| TCN puttables | 0,0% | 0 | 0,0% |
| Autres | 0,0% | 281 | 0,3% |
| TOTAL | 3,9% | 89 547 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

IMMOBILIER

✓ Immobilier par type



Quelle que soit la famille institutionnelle, les actifs immobiliers sont très majoritairement détenus en direct ou sous forme de véhicules dédiés.

L'immobilier représente 8% de l'allocation d'actifs des assureurs-vie, 10% des portefeuilles de prévoyance, d'assurance-dommages et des complémentaires santé, 6% chez les institutions de retraite, et seulement 4% pour les autres entités réglementées. C'est une classe d'actifs historique, en particulier pour les assureurs, qui ont développé des équipes de gestion spécifiques du patrimoine immobilier détenu.

Si l'indice paneuropéen des valeurs vénales ne progresse que de 2% sur 2019, on a assisté à une hausse de 8% de l'indice Bureaux, de plus de 10% sur l'indice Logistique et à une baisse de 12% des Commerces (*source : CBRE European valuation monitor*).

La part des fonds étrangers non cotés chez les répondants est certes limitée à 2,1%, mais en doublement par rapport à 2018. À l'inverse, la part des OPCV non dédiés (10,4%) sont en baisse, à 7,2% contre 10,4% en 2018, de même que celle des SCI / SCPI 10,4% contre 14,7% en 2018.

Pour rappel, fin 2019, les encours totaux d'actifs immobiliers sous gestion représentent un volume de 3 238 Md€, en hausse de 16% par rapport à 2018.

Les assureurs restent dans l'expectative d'une évolution de la directive Solvabilité II concernant le niveau du choc « Risque Immobilier ». Celui-ci est actuellement uniforme sur tous types d'immobilier, à 25%. Cette charge est controversée, et considérée comme l'un des freins majeurs à la hausse de la part de l'immobilier dans les portefeuilles des assureurs.

En effet, pour établir le capital requis en matière d'immobilier pour les sociétés d'assurance, l'EIOPA a utilisé les indices IPD (Investment Property Databank) disponibles pour le Royaume-Uni. Plus précisément, à partir du document SEC 40-10 (Solvency II Calibration Paper du CEIOPS, Avril 2010), il est précisé que le choc de 25% appliqué aux actifs immobiliers est déterminé à partir du percentile 0,5% de la queue de distribution des rendements totaux de l'indice mensuel IPD UK calculés sur la période allant de décembre 1987 jusqu'à fin 2008.

03. Principales classes d'actifs

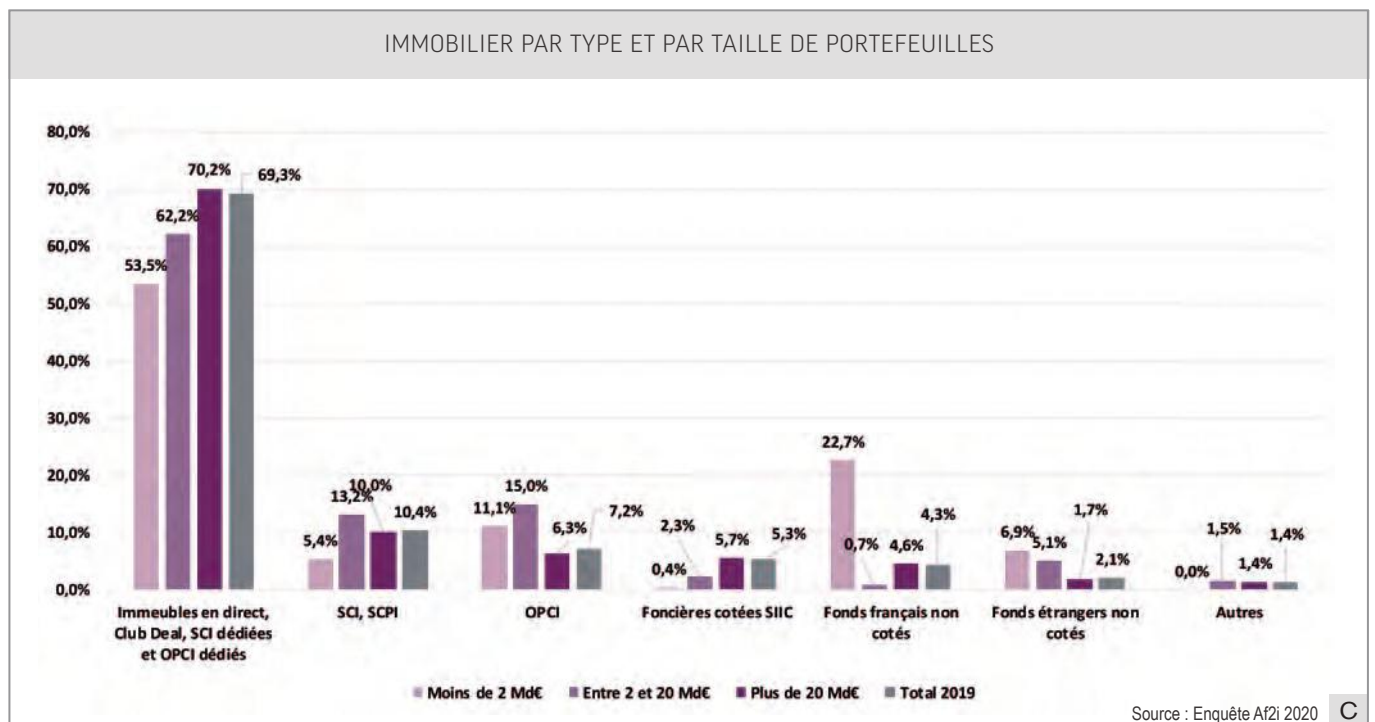
Nombre d'assureurs souhaiteraient que le régulateur revienne sur des séries de la zone euro, sur laquelle on a désormais des historiques suffisants, compte-tenu des levées d'incertitude sur la réalisation rapide du Brexit. Dans le cas d'une éventuelle révision, beaucoup espèrent une dissociation entre immobilier professionnel et immobilier résidentiel (qui, sur la base d'études statistiques en zone core-euro, devrait être choqué à un niveau de l'ordre de 10%).

► Répartition de l'immobilier par type

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|--|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées et OPCI dédiés | 4,3% | 100 737 | 69,3% |
| SCI, SCPI | 0,7% | 15 088 | 10,4% |
| OPCI | 0,5% | 10 515 | 7,2% |
| Foncières cotées SIIC | 0,3% | 7 673 | 5,3% |
| Fonds français non cotés | 0,3% | 6 223 | 4,3% |
| Fonds étrangers non cotés | 0,1% | 3 090 | 2,1% |
| Autres | 0,1% | 2 104 | 1,4% |
| TOTAL | 6,3% | 145 431 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Immobilier par type



Les portefeuilles les plus importants continuent de se distinguer par la prédominance d'investissements totalement contrôlés par l'investisseur et par des volumes significatifs de participation dans les fonds immobiliers spécialisés. Il y a une démarche structurée de gestion de parc immobilier, par l'acquisition ou la restructuration d'immeubles entiers, pour en améliorer le rendement locatif et maximiser les taux d'occupation.

OPCI et fonds non cotés sont privilégiés par les investisseurs ayant moins de 2 Md€ d'encours, et dont, par construction, la part d'immobilier est inférieure à 200 millions. 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, d'être aux côtés d'autres institutionnels, et de sélectionner plus facilement le segment où ils souhaitent se positionner : bureaux, mais aussi logement, commerces, logistiques. Les investissements peuvent également porter sur une région précise, ou être thématiques : santé, étudiants, senior,...

La répartition par segment évolue peu par rapport à 2018, les bureaux concentrant toujours plus de la moitié des actifs immobiliers.

L'année 2019, avec plus de 2,3 millions de m² placés, pour la seule Île-de-France, aura été marquée par une forte recherche de centralité, l'augmentation des loyers dans toutes les métropoles et une pénurie d'offres. La bonne tenue de l'économie française et le dynamisme du secteur des services ont été des fondamentaux favorables au marché locatif de bureaux. En province, depuis 2014, les investissements se situent sur une tendance haussière, tirés par la dynamique de métropolisation de l'économie dans les principales capitales régionales. Plusieurs institutionnels ont investis pour créer des immeubles de coworking : le maillage des opérateurs s'est intensifié en 2018 et 2019, afin de répondre aux besoins de flexibilité des utilisateurs et aux nouveaux modes de travail, dopant la demande, notamment dans le centre de Paris.

Basé sur des fondamentaux solides et pérennes, le marché résidentiel propose un potentiel de croissance important. Il représente 15% des allocations en immobilier de notre échantillon, et plus de 26% pour les institutions réglementées, plus largement positionnées sur le logement intermédiaire, les rési-

► Répartition de l'immobilier par type

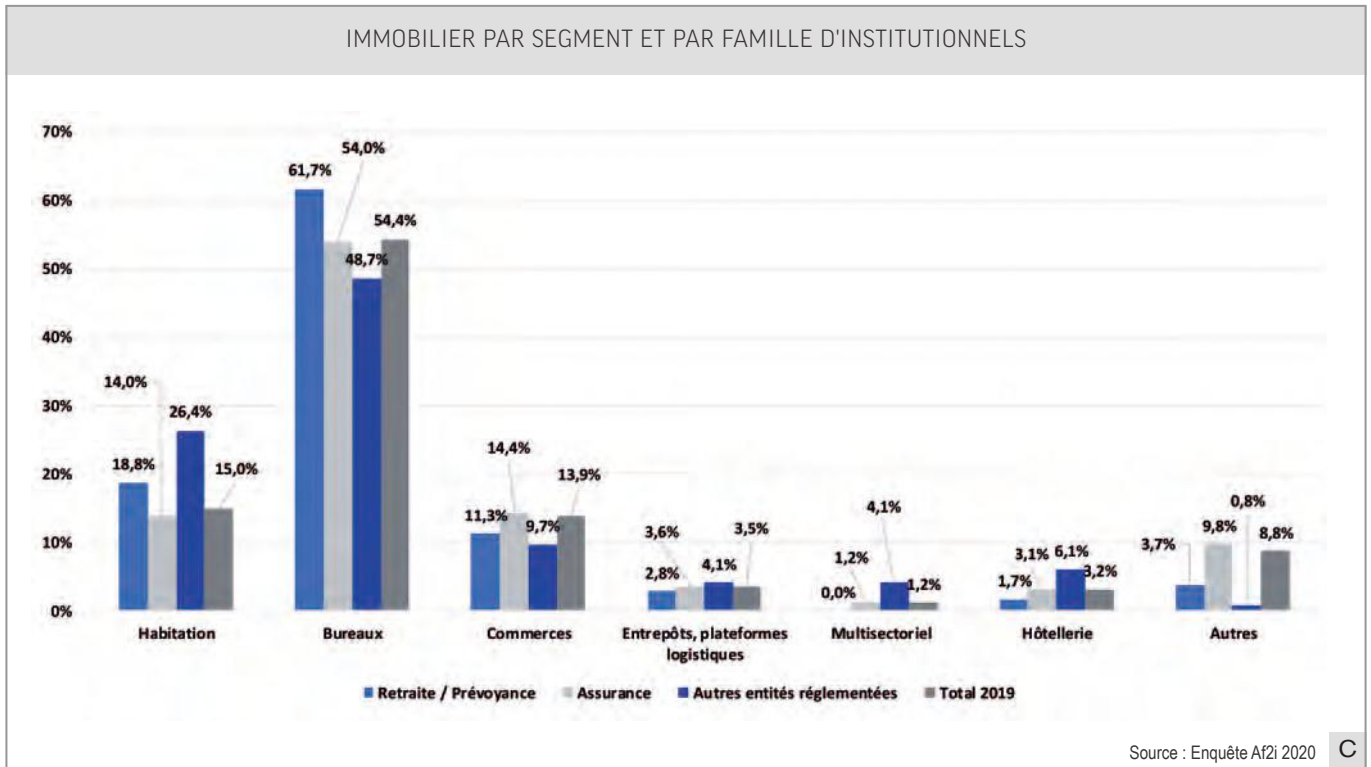
| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|--|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées et OPCI dédiés | 4,3% | 100 737 | 69,3% |
| SCI, SCPI | 0,7% | 15 088 | 10,4% |
| OPCI | 0,5% | 10 515 | 7,2% |
| Foncières cotées SIIC | 0,3% | 7 673 | 5,3% |
| Fonds français non cotés | 0,3% | 6 223 | 4,3% |
| Fonds étrangers non cotés | 0,1% | 3 090 | 2,1% |
| Autres | 0,1% | 2 104 | 1,4% |
| TOTAL | 6,3% | 145 431 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

dences étudiantes et résidences senior. La réalité de ce potentiel, conjuguée à un contexte d'OAT extrêmement bas, a incité les investisseurs à accroître leur exposition au marché résidentiel en 2019. Les taux de rendement y sont compris entre 2,30 % et 3,50 % pour de bons actifs de logements classiques. Malgré ces niveaux assez bas, en comparaison des autres segments, la prime de risque est considérée comme attractive et répond aux stratégies à long terme de diversification des portefeuilles : en outre, le positionnement en logements sociaux ou intermédiaires répond à la politique ESG de certains institutionnels. Parallèlement, les fonds internationaux cherchant une exposition sur le résidentiel français sont de plus en plus présents depuis trois ans, et tirent les prix à la hausse sur un marché où l'offre est déjà limitée. Compte-tenu de l'éclatement du marché résidentiel français, la faible disponibilité de l'offre en bloc reste donc la principale limite à une accélération des investissements institutionnels sur l'immobilier résidentiel. Data-center, EHPAD, résidences gérées... Ces bâtiments, répondant à de nouveaux besoins, ont vu leurs loyers et leurs taux de rendement stimulés par une demande moins exposée aux fluctuations du cycle économique. Ils ont constitué une source de diversification attrayante pour les institutionnels.

Les investissements dans le commerce sont en légère baisse, alors que les intérêts affichés pour la logistique se concrétisent depuis deux ans.

✓ Immobilier par segment



Sur le segment des centres commerciaux, l'appétence des investisseurs institutionnels s'est maintenue pour les actifs bien localisés et lisibles. Mais, dans la droite ligne des nouvelles logiques de localisation des enseignes, les commerces de pieds d'immeubles de centre-ville sont restés le produit le plus recherché.

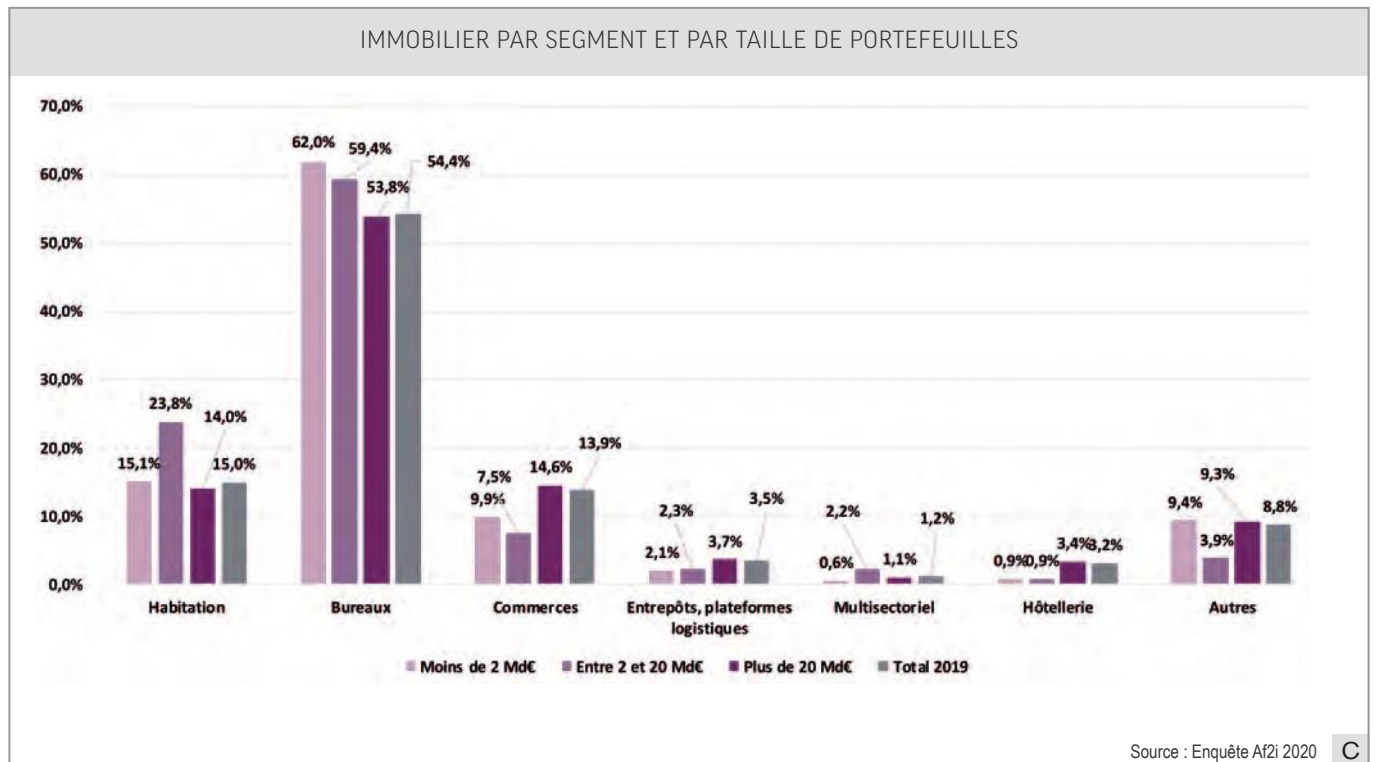
En 2019, le secteur logistique dans son ensemble a été tiré par un contexte de consommation favorable, avec un pouvoir d'achat des ménages qui s'améliore légèrement, et par la poursuite de la poussée du e-commerce. Les mutations profondes qui en découlent pour le retail et la supply chain nourrissent la filière logistique, qui se consolide et redéfinit ses formats im-

► Répartition de l'immobilier par segment

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|------------------------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Habitation | 0,9% | 21 877 | 15,0% |
| Bureaux | 3,4% | 79 156 | 54,4% |
| Commerces | 0,9% | 20 165 | 13,9% |
| Entrepôts, plateformes logistiques | 0,2% | 5 134 | 3,5% |
| Multisectoriel | 0,1% | 1 789 | 1,2% |
| Hôtellerie | 0,2% | 4 582 | 3,2% |
| Autres | 0,6% | 12 728 | 8,8% |
| TOTAL | 6,3% | 145 431 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Immobilier par segment



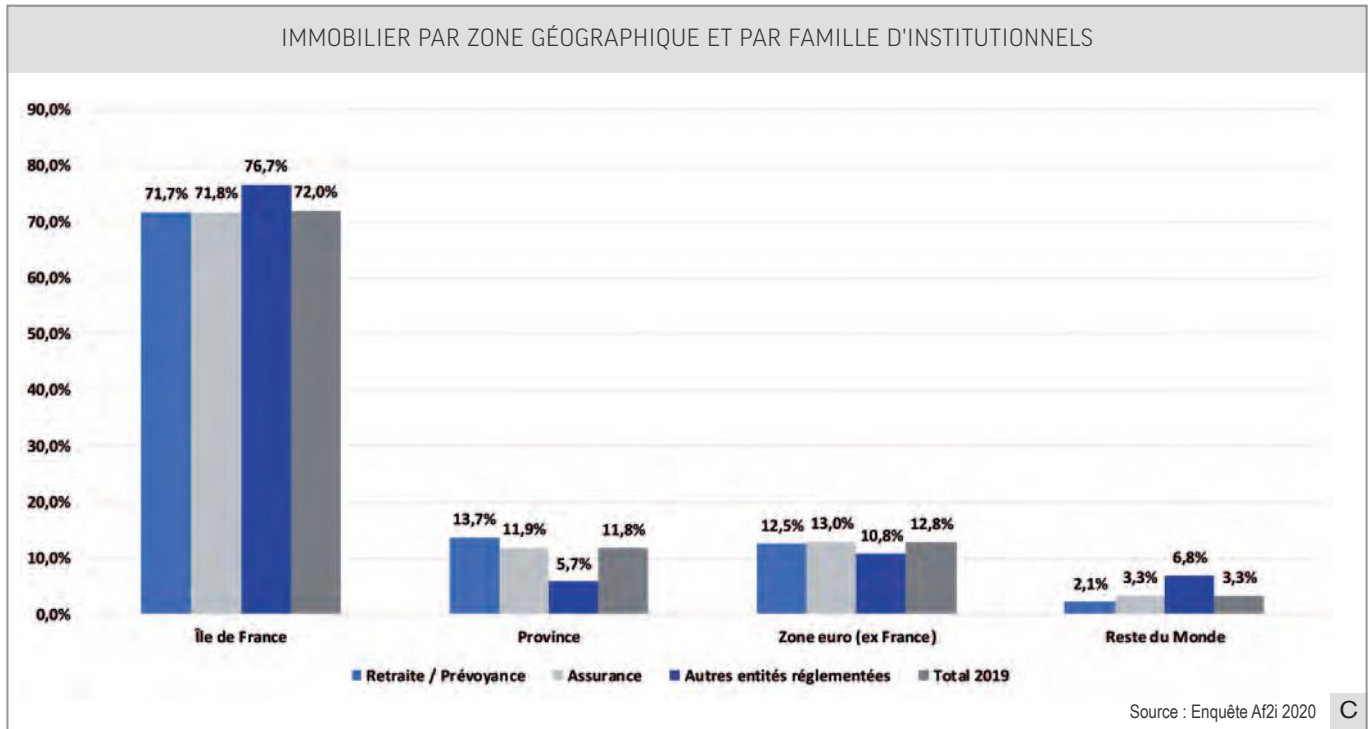
mobiliers afin de répondre aux nouveaux usages de consommation. En conséquence, le marché de l'investissement en actifs de logistique a signé en 2019 un record historique, avec 5 Md€ engagés, soit une hausse de plus de 50% par rapport à l'année précédente. Le marché a été porté, notamment, par l'attrait du e-commerce et la logistique urbaine. La hausse des volumes s'est accompagnée de la compression des taux de rendement prime, qui ont baissé jusqu'au niveau de 4%, considéré comme un seuil, ce qui a freiné les investissements institutionnels au dernier trimestre 2019.

► Répartition de l'immobilier par segment

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|------------------------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Habitation | 0,9% | 21 877 | 15,0% |
| Bureaux | 3,4% | 79 156 | 54,4% |
| Commerces | 0,9% | 20 165 | 13,9% |
| Entrepôts, plateformes logistiques | 0,2% | 5 134 | 3,5% |
| Multisectoriel | 0,1% | 1 789 | 1,2% |
| Hôtellerie | 0,2% | 4 582 | 3,2% |
| Autres | 0,6% | 12 728 | 8,8% |
| TOTAL | 6,3% | 145 431 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Immobilier par zone géographique



Les investissements restent très concentrés sur l'Île-de-France... encore faudrait-il sans doute dire Paris et première couronne. C'est particulièrement vrai pour les investissements physiques, pour des raisons historiques de suivi pratique des biens, tant en gestion locative qu'en travaux et aménagements. Le marché du bureau à Paris intra-muros a atteint un point bas du taux de vacance au troisième trimestre 2019, à 2,2%, sans pour autant satisfaire la demande. Les actifs ne sont plus seulement concentrés dans Paris Centre Ouest – le fameux Triangle d'Or - mais concernent aussi les pôles tertiaires majeurs dans Paris - 12^e, 13^e, 14^e, 15^e arrondissements et également certaines zones tertiaires bien établies dans le Croissant Ouest et en 1^{re} Couronne : La Défense évidemment, Puteaux, Levallois-Perret, mais également Montrouge, Malakoff, Issy-les-Moulineaux, Neuilly, Boulogne... Sur ces zones, le taux de vacance est de l'ordre de 4%.

Le projet du Grand Paris Express (avec 200 km de lignes de métro supplémentaires et les prolongements de certaines lignes existantes) crée de nouvelles opportunités, qui commencent à séduire les institutionnels : Clichy, Saint-Ouen, Saint-Denis, Pantin, Montreuil... où les investisseurs privilégient des immeubles neufs, qui répondent à toutes les exigences de qualité environnementale, et d'auto-suffisance énergétique.

C'est une première en 2019 : Paris a détrôné la capitale britannique au classement des villes mondiales les plus attractives pour les capitaux immobiliers internationaux. Parmi les acteurs phares du marché, les Sud-Coréens ont été particulièrement dynamiques, en se positionnant notamment sur des gros volumes unitaires. D'autres fonds asiatiques, singapouriens, japonais ou encore hongkongais, ont également été très actifs. Les Américains et les Allemands étaient toujours présents, de manière plus limitée.

► Répartition de l'immobilier par zone géographique

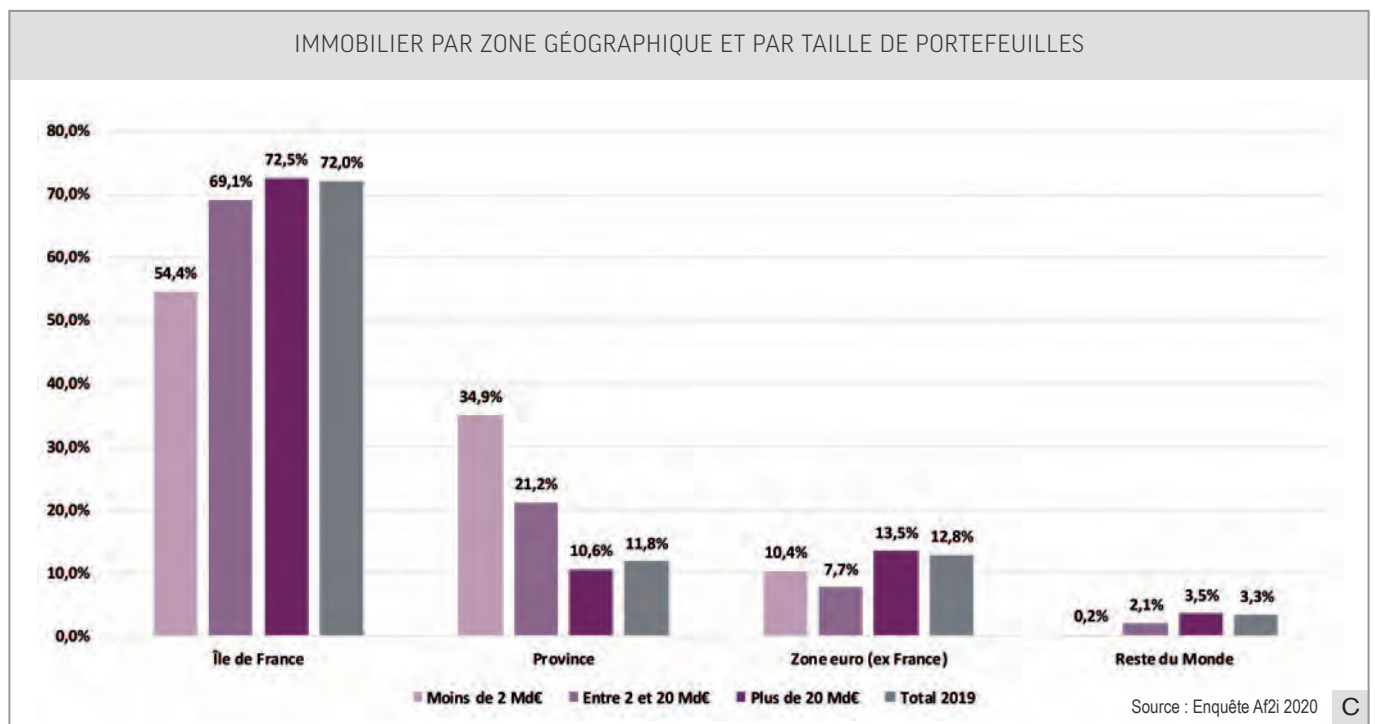
| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|-----------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Île-de-France | 4,5% | 104 778 | 72,0% |
| Province | 0,7% | 17 142 | 11,8% |
| Zone Euro (ex France) | 0,8% | 18 658 | 12,8% |
| Reste du monde | 0,3% | 4 853 | 3,4% |
| TOTAL | 6,3% | 145 431 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

Néanmoins, les investisseurs constatent un rejet croissant de la macrocéphalie parisienne, qui interroge la viabilité du modèle de la mégalopole. S'opère donc une logique, encore timide, de rééquilibrage à l'échelle du territoire français : sont privilégiées les grandes métropoles régionales de l'arc Lille / Nantes / Grand Sud-Ouest / Marseille / Lyon. Le pari des investisseurs est que ces dernières vont devenir de plus en plus recherchées par les entreprises, afin d'y développer les emplois tertiaires à valeur ajoutée de demain, et par les jeunes familles, soucieuses d'un meilleur cadre de vie.

Les actifs se diversifient également sur la zone euro, où nombre de villes attractives sont considérées comme moins chères que Paris, avec un fort potentiel. Les investissements sont souvent ciblés sur quelques villes : Madrid et Barcelone en Espagne, Milan en Italie, Bruxelles en Belgique, Amsterdam aux Pays-Bas, Berlin, Munich et Francfort en Allemagne. Hors de France, l'essentiel des investissements se fait au travers de fonds.

✓ Immobilier par zone géographique

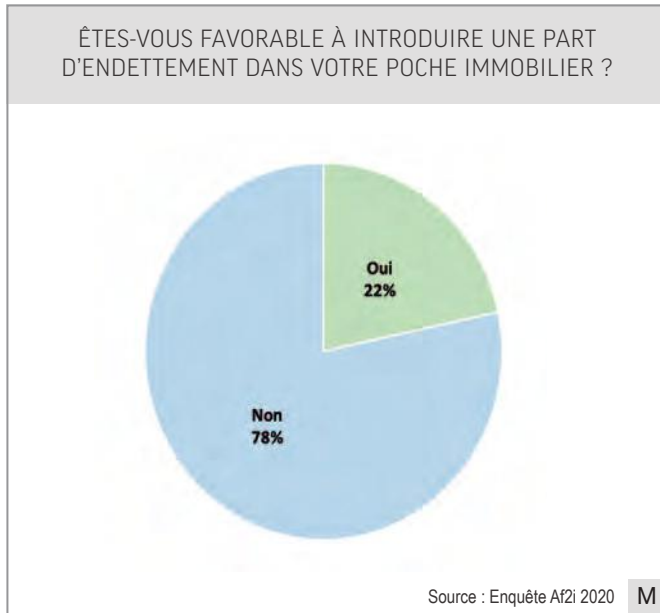


► Répartition de l'immobilier par zone géographique

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|-----------------------|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Île-de-France | 4,5% | 104 778 | 72,0% |
| Province | 0,7% | 17 142 | 11,8% |
| Zone Euro (ex France) | 0,8% | 18 658 | 12,8% |
| Reste du monde | 0,3% | 4 853 | 3,4% |
| TOTAL | 6,3% | 145 431 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

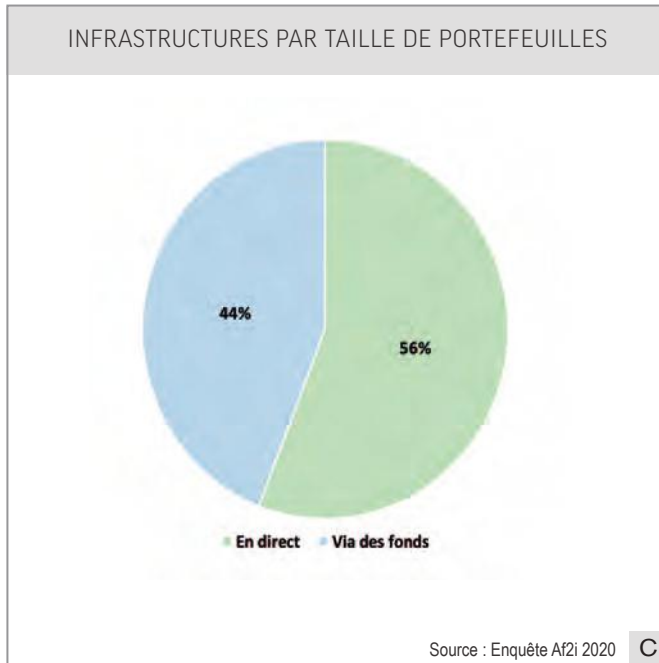
✓ Immobilier : endettement et produits structurés



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.

Forte évolution en 2019, puisque 78% des répondants ne sont plus favorables à introduire une part d'endettement dans leur immobilier. Quand 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%

INFRASTRUCTURES



On constate une montée en puissance modérée mais constante des investissements en infrastructures : les montants sont néanmoins de l'épaisseur du trait comparés à l'ensemble des actifs gérés.

Pour mémoire, les investissements directs en dette d'infrastructure sont depuis 2018 classés dans la catégorie « dette privée ».

Les investissements directs en capital non noté sont en baisse significative depuis deux ans, tombant d'une part globale supérieure à 54% en 2017, 49% en 2018 et 44% en 2019. Les investissements des portefeuilles de moins de 2 Md€, autrefois quasi exclusivement concentrés sur les fonds FCPR (à 90%), tendent à se diversifier légèrement.

Les « Autres entités réglementées » sont investis de manière préférentielle en direct en capital non coté.

La technicité des classes d'actifs illiquides justifie des équipes spécialisées que seules les structures les plus importantes ont constitué ; les autres recourent à des gérants spécialisés.

Les infrastructures sont considérées comme des investissements au profil défensif, avec un objectif de revenus stables sur le long terme. Les revenus sont encadrés par des contrats à long-terme, souvent avec des contreparties publiques ou bénéficiant du soutien du secteur public. Les promoteurs de projets sont souvent en situations monopolistiques ou quasi-monopolistiques et bénéficient de cadres réglementaires protecteurs, ou de fortes barrières à l'entrée, ce qui constitue une sécurité pour l'investisseur final, d'autant plus que les actifs sont exploités sur longue période.

Il s'agit d'actifs contracycliques, protecteurs en période de crise ou de récession, investis sur des secteurs de prédilection des gouvernements pour relancer leurs économies à travers des programmes d'investissements massifs : infrastructures sociales, télécoms, utilities, transports et énergies renouvelables.

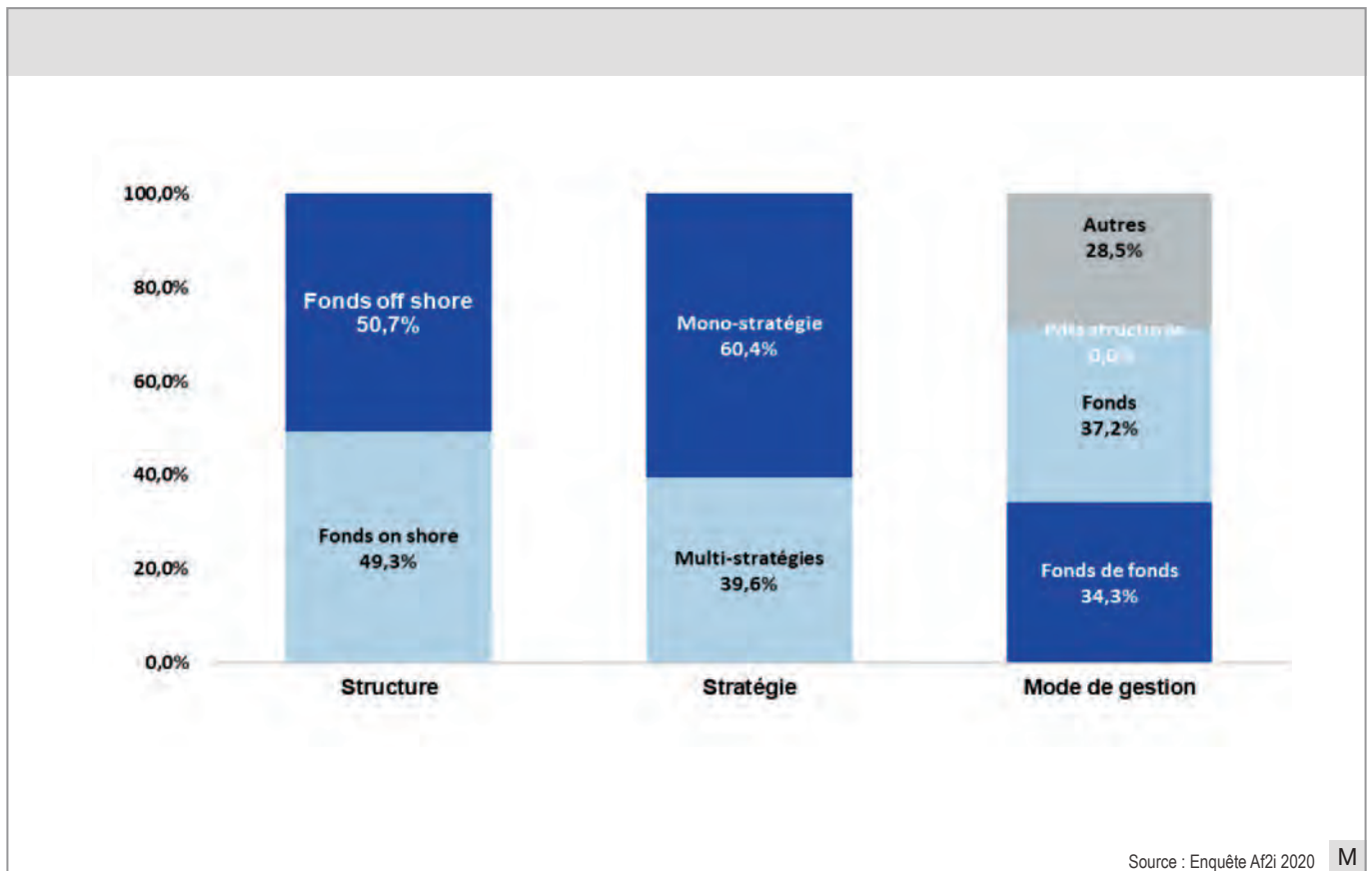
Les rendements espérés sont réguliers et stables, grâce à des cash-flows prévisibles et résilients. Il y a une faible corrélation avec les actifs traditionnels, une diversification sectorielle et géographique assez naturelle, et une contribution forte aux objectifs de performance extra-financière.

En termes de marché, la demande est importante d'investissement privé, car les financements publics se font de plus en plus rares : 3,5% du PIB mondial sera nécessaire pour financer les projets d'infrastructures d'ici 2030, notamment des projets pour accompagner la transition vers des énergies plus propres et respectueuses de l'environnement.

D'ici fin 2020, l'Union européenne a évalué ses besoins à 2 000 Md€, dont 500 Mds en transport, 1 100 Md€ en énergie, et le solde pour les télécoms et les infrastructures sociales.

GESTIONS ALTERNATIVES

✓ Gestions alternatives par support de gestion



La part des gestions alternatives reste marginale dans les portefeuilles.

Etonnamment, les fonds off-shore représentent la moitié des actifs. Les fonds on-shore sont pour l'essentiel des structures FIA.

Les fonds multi-stratégies représentent 40% des encours. Les institutionnels privilégient ceux qui ont défini un niveau maximal de draw-down.

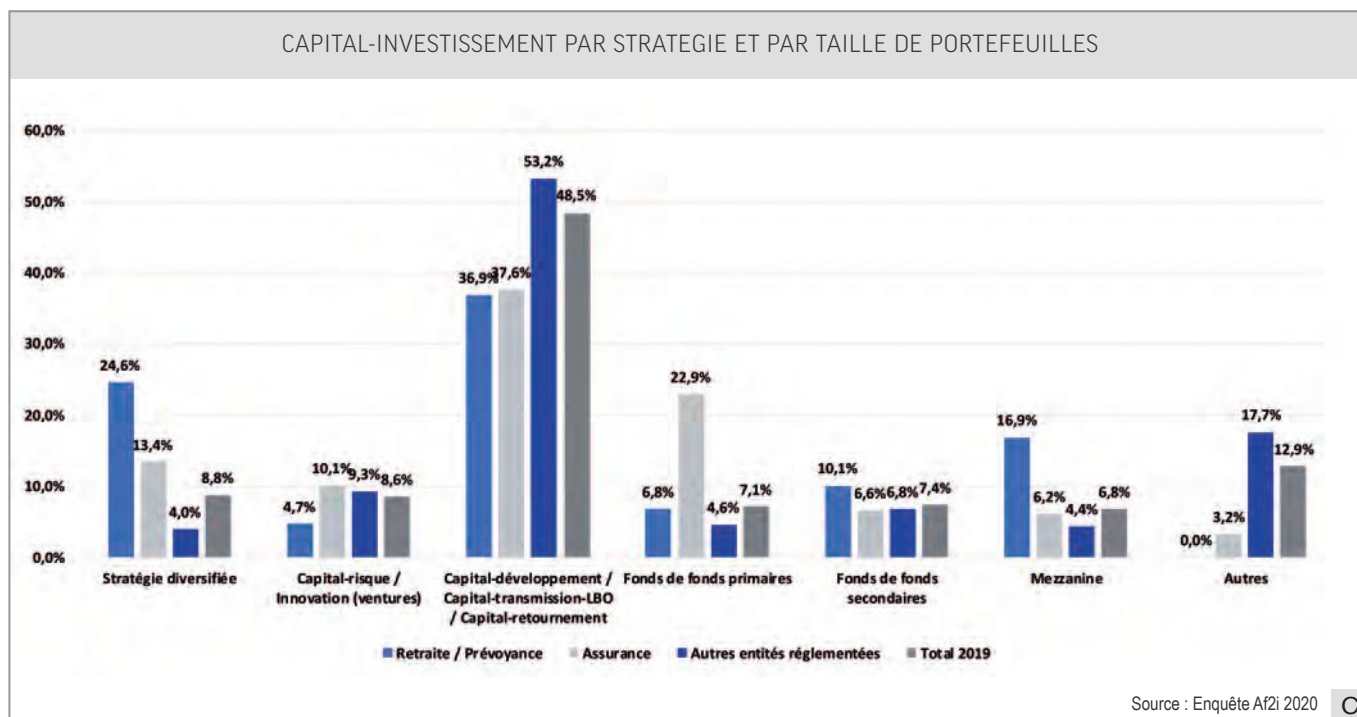
Parmi les fonds mono-stratégie, on trouve une part significative de Long / Short et de Market Neutral. Les stratégies les plus spéculatives sont pratiquement absentes des portefeuilles. En règle générale, pour échapper aux contraintes de reporting de l'article 24 de la directive AIFM, les investisseurs imposent un

niveau maximal d'effet de levier, c'est-à-dire une exposition, calculée selon la méthode de l'engagement, inférieure à trois fois l'actif net du fonds.

Le poids des fonds de fonds est en légère augmentation par rapport à la fin de l'exercice précédent (34,3% contre 27% à fin 2018). Les institutionnels les utilisent principalement pour conserver une poche de gestion alternative, avec un niveau de volatilité constant.

CAPITAL-INVESTISSEMENT

Capital-Investissement par stratégie : quelles stratégies avez-vous adoptées ?

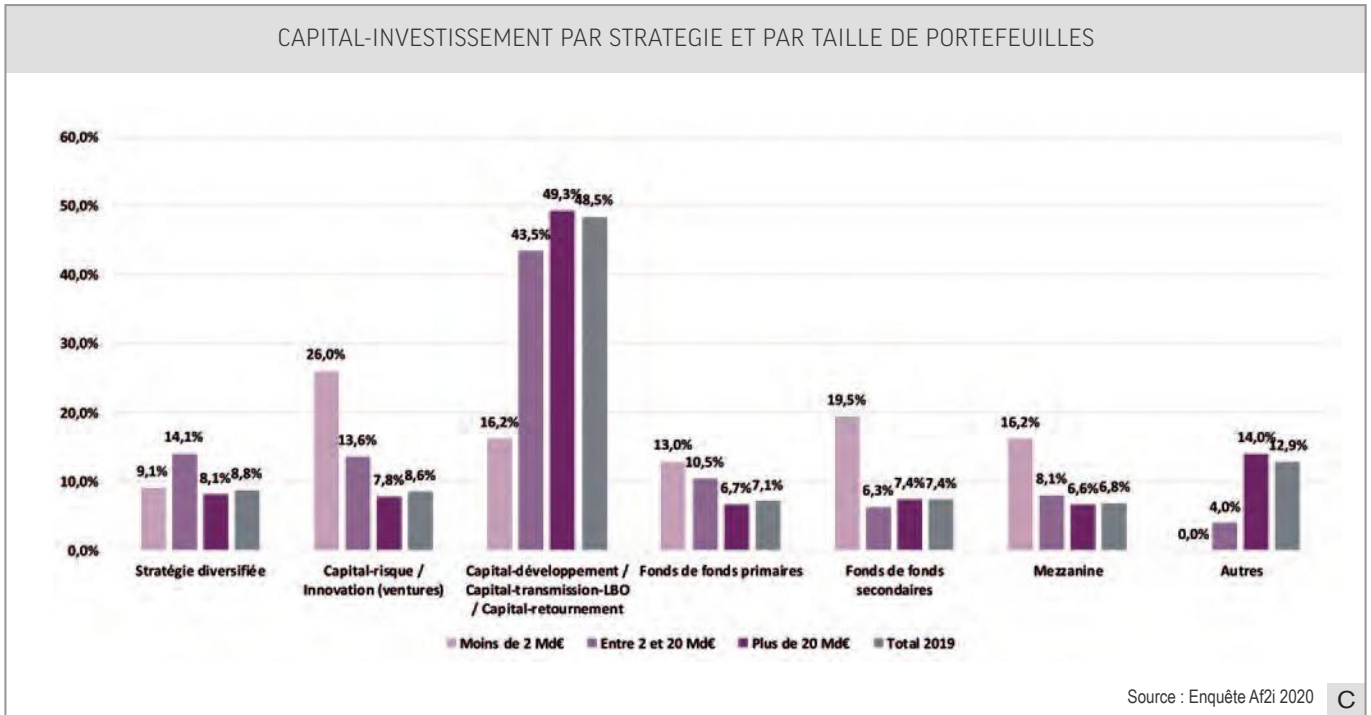


► Capital-investissement par stratégie

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|--|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Stratégie diversifiée | 0,1% | 2 131 | 8,8% |
| Capital-risque/ Innovation (ventures) | 0,1% | 2 079 | 8,6% |
| Capital-développement Capital-transmission-LBO/ Capital-retournement | 0,5% | 11 772 | 48,4% |
| Fonds de fonds primaires | 0,1% | 1 735 | 7,1% |
| Fonds de fonds secondaires | 0,1% | 1 788 | 7,4% |
| Mezzanine | 0,1% | 1 656 | 6,8% |
| Autres | 0,1% | 3 121 | 12,9% |
| TOTAL | 1,1% | 24 282 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

✓ Capital-Investissement par stratégie : quelles stratégies avez-vous adoptées ?



Le capital-développement concentre 50 % des actifs, probablement plus si l'on intègre la part des fonds de fonds et des stratégies diversifiées sur ce créneau.

Le capital-amorçage ou venture ne représente que 8,6 % de la poche « actions non cotées », c'est-à-dire moins de 0,1 % des portefeuilles institutionnels.

Dans de nombreux cas, la petite taille des fonds, corrélée aux contraintes de ratios d'emprise, est rédhitoire pour les investisseurs qui gèrent de gros portefeuilles. C'est la raison pour laquelle les portefeuilles de moins de 2 Md€ donnent le sentiment d'être plus présents sur la classe d'actifs.

La tendance est à la recherche de fonds thématiques sur les valeurs tech, fintech, biotech, sur l'intelligence artificielle et la connectique, sur la santé et dans une moindre mesure sur les sujets d'environnement et de réchauffement climatique.

► Capital-investissement par stratégie

| | Part dans les actifs totaux | Montants en M€ | Part dans la classe d'actifs |
|--|-----------------------------|----------------|------------------------------|
| Stratégie diversifiée | 0,1% | 2 131 | 8,8% |
| Capital-risque/ Innovation (ventures) | 0,1% | 2 079 | 8,6% |
| Capital-développement Capital-transmission-LBO/ Capital-retournement | 0,5% | 11 772 | 48,4% |
| Fonds de fonds primaires | 0,1% | 1 735 | 7,1% |
| Fonds de fonds secondaires | 0,1% | 1 788 | 7,4% |
| Mezzanine | 0,1% | 1 656 | 6,8% |
| Autres | 0,1% | 3 121 | 12,9% |
| TOTAL | 1,1% | 24 282 | 100,0% |

Source : Enquête Af2i 2020

04. Perspectives 2020

ALLOCATION STRATÉGIQUE GLOBALE

Cette question a été renseignée avec un taux de réponse proche de 100 %. En revanche, pour les questions suivantes, entre 10 et 20% des répondants n'ont pas détaillé leurs perspectives d'évolutions par classe d'actifs. 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 | Totaux actifs en M€ |
|------------------------|--------|--------|--------|-----------------|---------------------|
| Actions | 26% | 47% | 28% | Stable | 277 575 |
| Participations | 8% | 83% | 9% | Stable | 38 810 |
| Obligations | 17% | 53% | 29% | Stable | 1 615 625 |
| Convertibles | 8% | 71% | 21% | Stable | 21 156 |
| Prêt | 3% | 43% | 55% | Hausse | 46 569 |
| Liquidités | 54% | 28% | 18% | Baisse | 89 547 |
| Immobilier | 0% | 67% | 33% | Stable | 145 431 |
| Infrastructures | 0% | 26% | 74% | Hausse | 22 819 |
| Gestions alternatives | 15% | 77% | 8% | Stable | 5 495 |
| Capital-investissement | 4% | 36% | 60% | Hausse | 24 282 |

Source : Enquête Af2i 2020

Perspectives d'évolution – Classes d'actifs (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Indice tendance | Totaux actifs en M€ |
|------------------------|--------|--------|--------|-----------------|---------------------|
| Actions | 50% | 36% | 14% | Baisse | 277 575 |
| Participations | 2% | 81% | 17% | Stable | 38 810 |
| Obligations | 16% | 43% | 41% | Stable | 1 615 625 |
| Convertibles | 9% | 74% | 18% | Stable | 21 156 |
| Prêt | 0% | 48% | 51% | Hausse | 46 569 |
| Liquidités | 49% | 39% | 12% | Baisse | 89 547 |
| Immobilier | 0% | 52% | 48% | Stable | 145 431 |
| Infrastructures | 0% | 30% | 70% | Hausse | 22 819 |
| Gestions alternatives | 53% | 46% | 1% | Baisse | 5 495 |
| Capital-investissement | 23% | 30% | 47% | Hausse | 24 282 |

Source : Enquête Af2i 2020

Les années se suivent et se ressemblent. Infrastructures, dette privée et capital-investissement sont les trois classes d'actifs où les institutionnels souhaitent se renforcer... ce qui, ces deux dernières années, ne s'est pas véritablement traduit dans les faits. L'immobilier reste stable dans les intentions. Même s'il n'y a pas de crainte de bulle, en particulier sur le marché parisien, la raréfaction de l'offre, la faible rotation des actifs, la hausse continue des prix, incitent à la prudence. La gestion alternative

n'a pas la cote, et les désinvestissements devraient se poursuivre. Les rendements monétaires négatifs conduisent à réduire la part de liquidités des portefeuilles.

Par ailleurs, pour toutes les classes d'actifs, les institutionnels considèrent comme nécessaire de trouver le nouvel étalon des échelles de valeurs métriques, à l'aune d'un environnement de taux durablement bas.

ALLOCATION STRATÉGIQUE GLOBALE PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS

Perspectives d'évolution – RETRAITE / PRÉVOYANCE – Classes d'actifs (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Actions | 22% | 50% | 28% | Stable |
| Participations | 0% | 100% | 0% | Stable |
| Obligations | 12% | 51% | 37% | Stable |
| Convertibles | 4% | 76% | 19% | Stable |
| Prêt | 0% | 29% | 71% | Hausse |
| Liquidités | 20% | 80% | 0% | Stable |
| Immobilier | 0% | 67% | 33% | Stable |
| Infrastructures | 0% | 41% | 59% | Hausse |
| Gestions alternatives | 42% | 58% | 0% | Stable |
| Capital-investissement | 0% | 11% | 89% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Perspectives d'évolution – RETRAITE / PRÉVOYANCE – Classes d'actifs (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Actions | 36% | 33% | 31% | Baisse |
| Participations | 0% | 100% | 0% | Stable |
| Obligations | 14% | 35% | 51% | Hausse |
| Convertibles | 5% | 86% | 9% | Stable |
| Prêt | 0% | 5% | 95% | Hausse |
| Liquidités | 2% | 98% | 0% | Stable |
| Immobilier | 0% | 42% | 58% | Hausse |
| Infrastructures | 0% | 18% | 82% | Hausse |
| Gestions alternatives | 19% | 81% | 0% | Stable |
| Capital-investissement | 0% | 9% | 91% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Les institutions de retraite veulent accroître leur exposition aux actifs réels.

Renforcer immobilier, infrastructures, dette privée et capital investissement conduit à se positionner sur des placements à long terme, et à accroître la part d'actifs peu ou pas liquides dans les portefeuilles.

L'incertitude prévaut sur les marchés actions : 1/3 des répondants veut augmenter la part actions dans les portefeuilles, 1/3 veut la maintenir au niveau 2019, et 1/3 veut la baisser.

Perspectives d'évolution – ASSURANCE – Classes d'actifs (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Actions | 14% | 49% | 37% | Stable |
| Participations | 0% | 93% | 7% | Stable |
| Obligations | 8% | 17% | 75% | Hausse |
| Convertibles | 7% | 81% | 13% | Stable |
| Prêt | 0% | 46% | 54% | Hausse |
| Liquidités | 0% | 100% | 0% | Stable |
| Immobilier | 0% | 84% | 16% | Stable |
| Infrastructures | 0% | 93% | 7% | Stable |
| Gestions alternatives | 7% | 93% | 0% | Stable |
| Capital-investissement | 0% | 27% | 73% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Perspectives d'évolution – ASSURANCE – Classes d'actifs (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Actions | 29% | 58% | 13% | Stable |
| Participations | 0% | 84% | 16% | Stable |
| Obligations | 13% | 31% | 56% | Hausse |
| Convertibles | 4% | 76% | 20% | Stable |
| Prêt | 0% | 40% | 60% | Hausse |
| Liquidités | 0% | 100% | 0% | Stable |
| Immobilier | 0% | 83% | 17% | Stable |
| Infrastructures | 0% | 89% | 11% | Stable |
| Gestions alternatives | 10% | 90% | 0% | Stable |
| Capital-investissement | 0% | 62% | 38% | Stable |

Source : Enquête Af2i 2020

Les assureurs-vie doivent servir un rendement à leurs assurés sur les fonds en euros... et donc prévoient de renforcer la part des actifs congruents : obligations, et produits de dette privée.

de taux... Mais dans un scénario de «taux bas pour long-temps», les opportunités de capter du rendement seront rares, et il faudra rester prudents en terme de risque crédit.

La réglementation Solvabilité II, qui tergiverse sur des aménagements plus favorables aux investissements en actions (en particulier pour les titres détenus plus de 5 ans), conforte la légitimité de se positionner encore plus sur des instruments

Perspectives d'évolution – AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES – Classes d'actifs (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Actions | 40% | 41% | 19% | Stable |
| Participations | 10% | 81% | 10% | Stable |
| Obligations | 10% | 21% | 69% | Hausse |
| Convertibles | 8% | 70% | 21% | Stable |
| Prêt | 0% | 28% | 72% | Hausse |
| Liquidités | 5% | 78% | 17% | Stable |
| Immobilier | 0% | 62% | 38% | Stable |
| Infrastructures | 0% | 79% | 21% | Stable |
| Gestions alternatives | 9% | 91% | 0% | Stable |
| Capital-investissement | 0% | 3% | 97% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Perspectives d'évolution – AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES – Classes d'actifs (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Actions | 68% | 29% | 3% | Baisse |
| Participations | 36% | 43% | 21% | Stable |
| Obligations | 18% | 26% | 57% | Hausse |
| Convertibles | 6% | 79% | 15% | Stable |
| Prêt | 0% | 7% | 93% | Hausse |
| Liquidités | 0% | 97% | 3% | Stable |
| Immobilier | 0% | 79% | 21% | Stable |
| Infrastructures | 0% | 56% | 44% | Stable |
| Gestions alternatives | 14% | 86% | 0% | Stable |
| Capital-investissement | 0% | 9% | 91% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

L'échantillon des « Autres entités réglementées » est assez hétérogène.

Les intentions de renforcer le capital investissement concernent pratiquement tous les répondants.

La situation est plus nuancée sur les dettes privées et le segment des obligations corporate. Pour certains, c'est une volonté claire d'investissement. Pour d'autres, c'est un

arbitrage de liquidités vers des obligations courtes (moins de 2 ans).

Un des répondants souhaite se positionner plus fortement sur les obligations indexées sur l'inflation.

ACTIONS

Perspectives d'évolution – ACTIONS (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Zone euro | 39% | 31% | 29% | Baisse |
| Europe occidentale hors zone euro | 50% | 16% | 34% | Baisse |
| Amérique du Nord | 40% | 15% | 46% | Hausse |
| Japon | 55% | 7% | 37% | Baisse |
| Asie Pacifique hors Japon | 44% | 15% | 42% | Baisse |
| Marchés émergents | 41% | 13% | 46% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Les intentions des investisseurs institutionnels s'orientent vers un allègement de la zone Europe en général (zone euro + Europe hors zone euro) et la zone Asie-Pacifique au bénéfice des actions « Amérique du nord » et « Pays

Perspectives d'évolution – ACTIONS (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Zone euro | 51% | 31% | 18% | Baisse |
| Europe occidentale hors zone euro | 54% | 15% | 31% | Baisse |
| Amérique du Nord | 37% | 14% | 49% | Hausse |
| Japon | 50% | 8% | 42% | Baisse |
| Asie Pacifique hors Japon | 73% | 14% | 13% | Baisse |
| Marchés émergents | 42% | 15% | 44% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

émergents » : cela semble être un pari assez risqué compte tenu du contexte géopolitique tendu entre la Chine et les États-Unis.

OBLIGATIONS

Perspectives d'évolution – OBLIGATIONS (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Investment Grade | 16% | 42% | 42% | Hausse |
| Non Investment Grade / High Yield | 28% | 38% | 33% | Stable |
| Non noté | 13% | 51% | 36% | Stable |
| Taux fixes | 56% | 33% | 11% | Baisse |
| Taux variables | 94% | 4% | 3% | Baisse |
| Indexées inflation | 18% | 14% | 68% | Hausse |
| Produits structurés | 27% | 34% | 39% | Hausse |
| Souverain et assimilés | 61% | 30% | 8% | Baisse |
| Obligations sécurisées | 50% | 34% | 16% | Baisse |
| Corporate financières | 23% | 31% | 46% | Hausse |
| Corporate non financières | 34% | 37% | 30% | Stable |
| Émergent | 0% | 34% | 66% | Hausse |
| Produits structurés | 49% | 32% | 19% | Baisse |
| Moins de 1 an | 37% | 40% | 23% | Stable |
| De 1 à 3 ans | 0% | 28% | 72% | Hausse |
| 3 à 5 ans | 29% | 29% | 41% | Hausse |
| 5 à 7 ans | 25% | 45% | 30% | Stable |
| 7 à 10 ans | 9% | 43% | 48% | Hausse |
| 10 à 15 ans | 42% | 25% | 33% | Baisse |
| Plus de 15 ans | 0% | 42% | 58% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Perspectives d'évolution – OBLIGATIONS (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|----------|
| Investment Grade | 17% | 49% | 33% | Stable |
| Non Investment Grade / High Yield | 16% | 54% | 30% | Stable |
| Non noté | 18% | 60% | 23% | Stable |
| Taux fixes | 33% | 35% | 31% | Stable |
| Taux variables | 65% | 29% | 6% | Baisse |
| Indexées inflation | 35% | 30% | 35% | Hausse |
| Produits structurés | 35% | 20% | 45% | Hausse |
| Souverain et assimilés | 32% | 39% | 29% | Stable |
| Obligations sécurisées | 15% | 77% | 8% | Stable |
| Corporate financières | 29% | 33% | 37% | Hausse |
| Corporate non financières | 38% | 35% | 27% | Baisse |
| Émergent | 0% | 56% | 44% | Stable |
| Produits structurés | 22% | 24% | 54% | Hausse |
| Moins de 1 an | 29% | 23% | 48% | Hausse |
| De 1 à 3 ans | 0% | 50% | 50% | Hausse |
| 3 à 5 ans | 24% | 35% | 42% | Hausse |
| 5 à 7 ans | 34% | 37% | 28% | Stable |
| 7 à 10 ans | 42% | 29% | 29% | Baisse |
| 10 à 15 ans | 39% | 33% | 29% | Baisse |
| Plus de 15 ans | 0% | 59% | 41% | Stable |

Source : Enquête Af2i 2020

La tendance est à la stabilité. Plusieurs dynamiques se superposent ou se contredisent.

Le positionnement sur des obligations courtes est anticipé en arbitrage de la poche de liquidités.

La volonté de conserver, voire de renforcer les obligations à plus de 15 ans, vient d'une recherche de durée additionnelle, et peut se croiser avec les intentions sur les titres indexés sur l'inflation.

L'engouement pressenti sur les corporate financières tient d'une part aux attentes d'émissions de titres subordonnés sur le marché primaire, d'autre part au soutien apporté par la politique de la BCE à la solvabilité des signatures bancaires.

LIQUIDITÉS

Perspectives d'évolution – MONÉTAIRE
 (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|-----------------------------|--------|--------|--------|----------|
| OPCVM Monétaire court terme | 0% | 0% | 0% | Baisse |
| OPCVM Trésorerie longue | 34% | 49% | 17% | Stable |
| Obligataire court terme | 9% | 88% | 3% | Stable |
| Dépôts et comptes à terme | 25% | 61% | 14% | Stable |
| Comptes sur livret | 38% | 55% | 7% | Stable |
| TCN, Bons du Trésor | 72% | 21% | 7% | Baisse |
| Dépôts à vue | 0% | 33% | 67% | Hausse |
| Parts de TCN puttables | 49% | 47% | 5% | Baisse |

Source : Enquête Af2i 2020

Les préférences vont aux « TCN, bons du Trésor » et « Dépôts à vue » offrant une meilleure rémunération de court terme que les « OPC monétaires / court terme ».

Perspectives d'évolution – MONÉTAIRE
 (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|-----------------------------|--------|--------|--------|----------|
| OPCVM Monétaire court terme | 46% | 45% | 9% | Baisse |
| OPCVM Trésorerie longue | 11% | 84% | 5% | Stable |
| Obligataire court terme | 36% | 35% | 29% | Baisse |
| Dépôts et comptes à terme | 22% | 73% | 5% | Stable |
| Comptes sur livret | 52% | 39% | 9% | Baisse |
| TCN, Bons du Trésor | 0% | 8% | 92% | Hausse |
| Dépôts à vue | 13% | 85% | 1% | Stable |
| Parts de TCN puttables | - | - | - | - |

Source : Enquête Af2i 2020

Les investissements en « Dépôts à vue », « OPC Trésorerie longue » et « Dépôts et comptes à terme » seront vraisemblablement au rendez-vous compte tenu des intentions d'investissement des investisseurs institutionnels pour les prochains mois.

IMMOBILIER

Perspectives d'évolution – IMMOBILIER (en moyenne des répondants)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|---|--------|--------|--------|----------|
| Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées | 0% | 61% | 39% | Stable |
| SCI, SCPI | 0% | 75% | 25% | Stable |
| OPCI | 0% | 66% | 34% | Stable |
| Foncières cotées SIIC | 0% | 97% | 3% | Stable |
| Fonds FR non cotés | 0% | 56% | 44% | Stable |
| Fonds étrangers non cotés | 0% | 15% | 85% | Hausse |
| Habitation | 0% | 64% | 36% | Stable |
| Bureaux | 0% | 61% | 39% | Stable |
| Commerces | 0% | 53% | 47% | Stable |
| Entrepôts, plateformes logistiques | 0% | 44% | 56% | Hausse |
| Multisectoriel | 0% | 74% | 26% | Stable |
| Autres | 0% | 75% | 25% | Stable |
| Île-de-France | 0% | 63% | 37% | Stable |
| Province | 0% | 78% | 22% | Stable |
| Zone euro (ex France) | 0% | 38% | 62% | Hausse |
| Reste du monde | 0% | 50% | 50% | Stable |

Source : Enquête Af2i 2020

La tendance est au statu quo et personne n'envisage le moindre désinvestissement de son portefeuille immobilier. On note une volonté de renforcer les plateformes logistiques.

Perspectives d'évolution – IMMOBILIER (en proportion des actifs)

| | Baisse | Stable | Hausse | Tendance |
|---|--------|--------|--------|----------|
| Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées | 0% | 41% | 59% | Hausse |
| SCI, SCPI | 0% | 89% | 11% | Stable |
| OPCI | 0% | 90% | 10% | Stable |
| Foncières cotées SIIC | 0% | 89% | 11% | Stable |
| Fonds FR non cotés | 0% | 39% | 61% | Hausse |
| Fonds étrangers non cotés | 0% | 14% | 86% | Hausse |
| Habitation | 0% | 59% | 41% | Stable |
| Bureaux | 0% | 50% | 50% | Hausse |
| Commerces | 0% | 35% | 65% | Hausse |
| Entrepôts, plateformes logistiques | 0% | 34% | 66% | Hausse |
| Multisectoriel | 0% | 86% | 14% | Stable |
| Autres | 0% | 70% | 30% | Stable |
| Île-de-France | 0% | 54% | 46% | Stable |
| Province | 0% | 63% | 37% | Stable |
| Zone euro (ex France) | 0% | 36% | 64% | Hausse |
| Reste du monde | 0% | 22% | 78% | Hausse |

Source : Enquête Af2i 2020

Et surtout d'opérer une diversification hors de France, et plus spécifiquement en zone euro.

05. Organisation et critères de gestion

DÉMARCHE DE GESTION ACTIF-PASSIF ET D'ALLOCATION STRATÉGIQUE

1. Fréquence de révision de l'allocation stratégique

✓ À quelle fréquence révisiez-vous vos allocations stratégiques ?

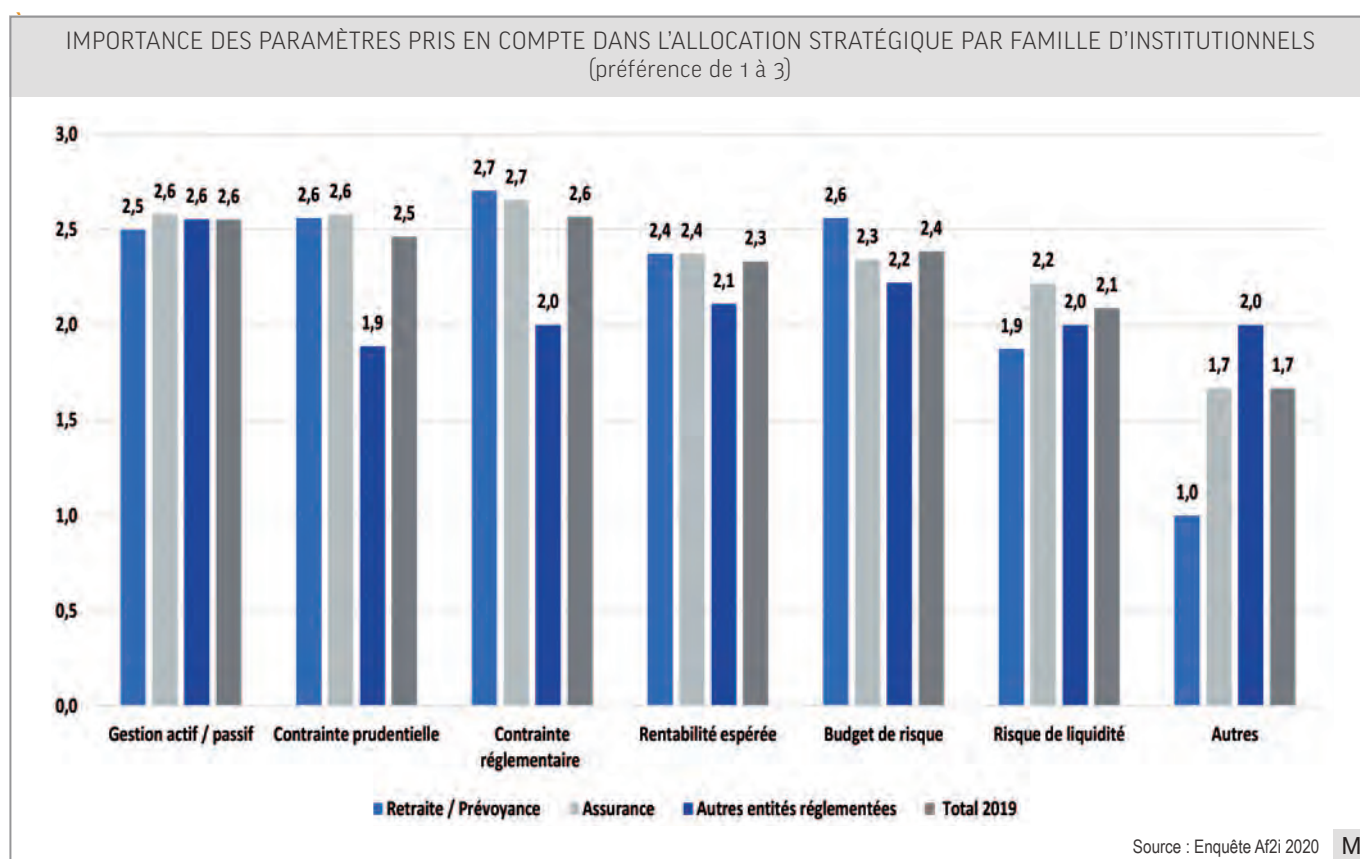
| Fréquence de révision de l'allocation stratégique (en moyenne des répondants) | | | | |
|---|------------------|--------------|-------------------|--------|
| | Semestriellement | Annuellement | Tous les deux ans | Autres |
| Ensemble des répondants | 7% | 67% | 11% | 15% |
| Investisseurs < 2 Md€ | 22% | 33% | 11% | 33% |
| Investisseurs de 2 à 20 Md€ | 5% | 71% | 19% | 5% |
| Investisseurs > 20 Md€ | 4% | 75% | 4% | 17% |

Source : Enquête Af2i 2020

Pour les deux-tiers des répondants, l'allocation stratégique est un exercice annuel... sans doute complété par des allocations tactiques dans l'intervalle.

2. Paramètres pris en compte dans l'allocation stratégique

- ✓ Degré d'importance des paramètres suivants pris en compte pour la réalisation de l'allocation stratégique



Contraintes réglementaire et prudentielle sont déterminantes dans la construction de l'allocation stratégique, principalement pour les assureurs et les institutions de retraites.

Budget de risque et rentabilité espérée sont au même niveau.

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 | 15% | 60% | 25% |
| Investisseurs < 2 Md€ | 29% | 43% | 29% |
| Investisseurs de 2 à 20 Md€ | 14% | 68% | 18% |
| Investisseurs > 20 Md€ | 14% | 52% | 33% |

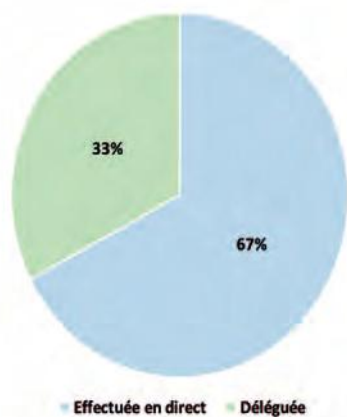
Source : Enquête Af2i 2020

Cette année, les investisseurs déclarent pratiquer une allocation tactique. C'est moins qu'il y a deux ans, où ils étaient plus de 90%. Il peut s'agir d'une différence d'échantillon entre les répondants des deux années de 20 Md€.

Il y a deux ans, la fréquence de révision des allocations tactiques avait augmenté, en liaison fort probable avec les turbulences financières et réglementaires.

Cette année, 21% de l'ensemble des répondants déclarent réviser leur allocation tactique chaque trimestre et la grande majorité le faisant chaque mois, parmi lesquels on retrouve une prépondérance des portefeuilles de moins de 20 Md€. 13% déclarent la revoir chaque semaine.

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

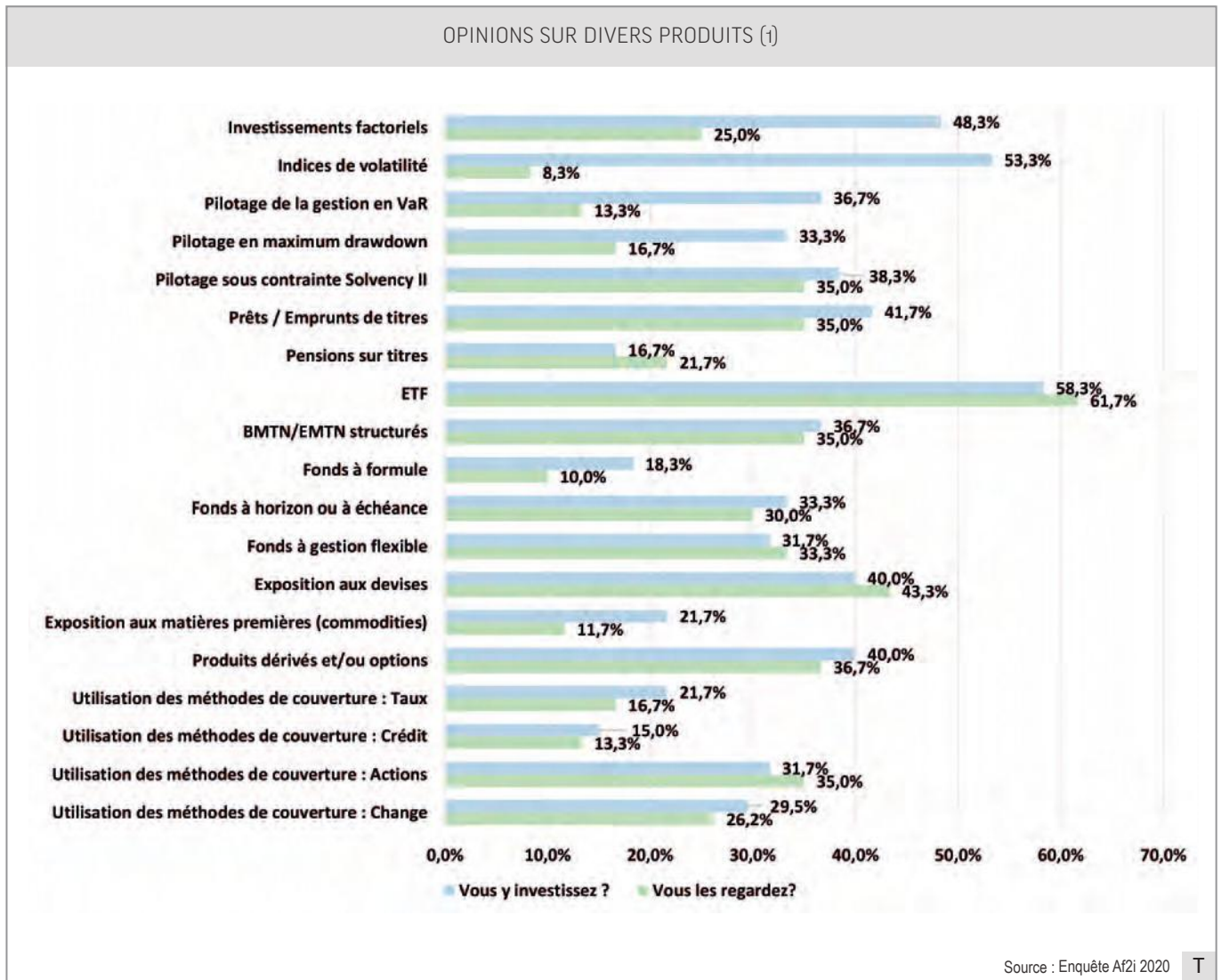


Source : Enquête Af2i 2020 M

Aux deux tiers, les répondants déclarent effectuer leur allocation tactique de manière directe. Cela devient un outil de pilotage technique des portefeuilles.

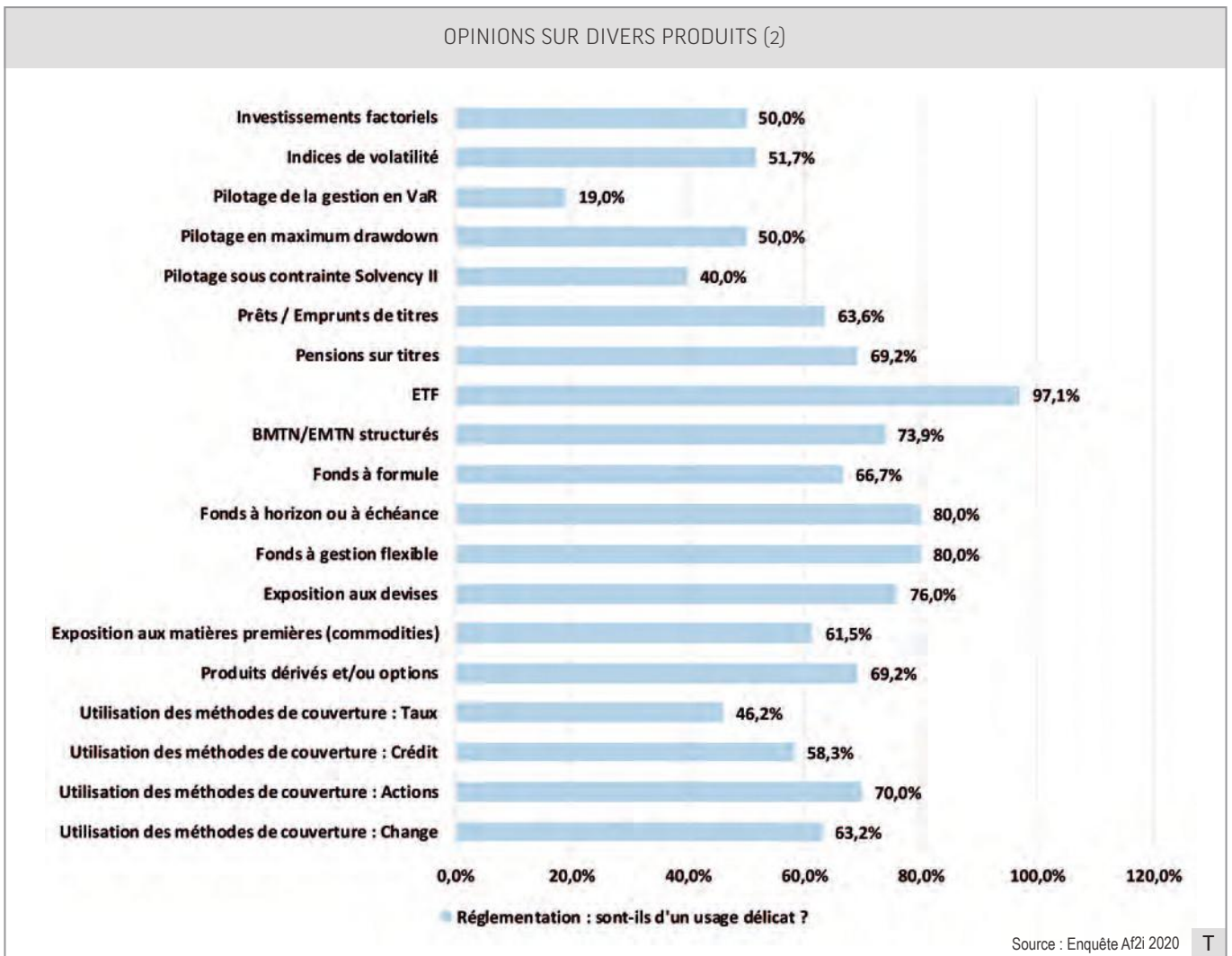
OPINION SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES

✓ Vous y investissez ? Vous les regardez ?



Les investisseurs institutionnels s'intéressent aux produits de type « Investissements factoriels », « Indice de volatilité », « ETF » puisqu'ils y investissent.

En revanche, les produits de type « Couverture crédit », « Pensions sur titres » et « Fonds à formule » sont peu plébiscités par ces derniers.

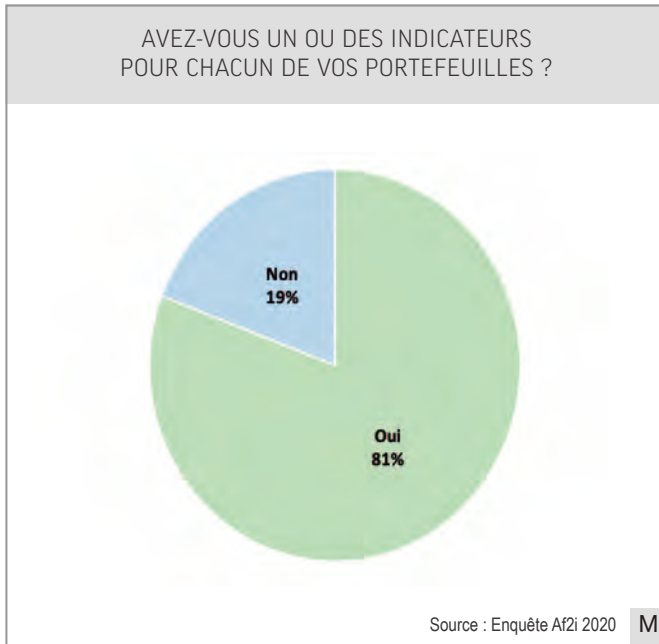


Les produits tels que les ETF, les fonds à horizon ou à échéance, les fonds à gestion flexible, l'exposition aux devises ou encore les BMTN / EMTN structurés sont consi-

dérés par les répondants à l'Enquête comme étant de produits à usage délicat au regard de la réglementation en vigueur.

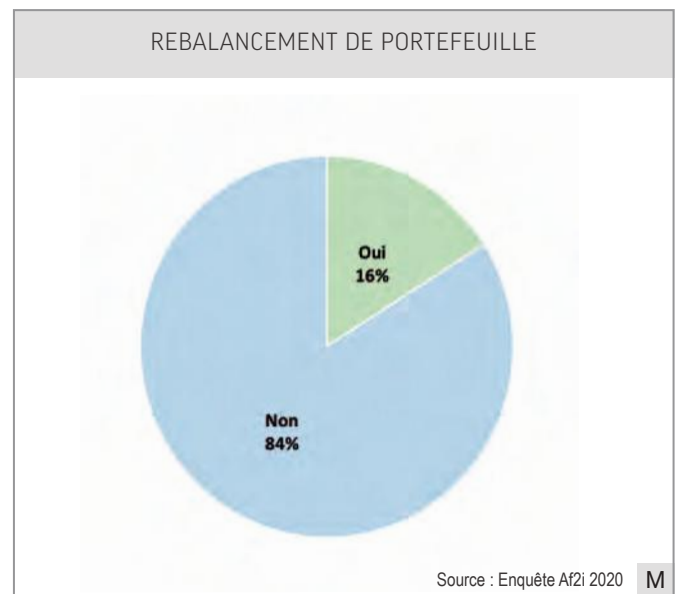
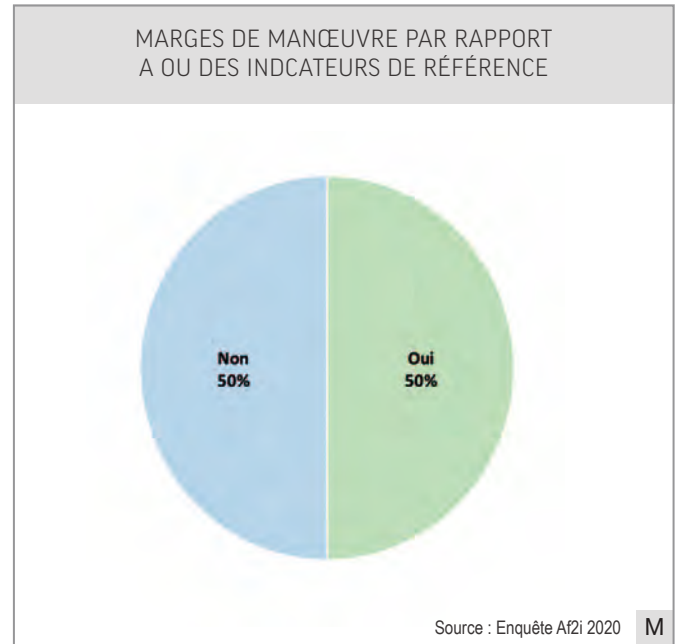
INDICATEURS ET RÈGLES DE GESTION

Avez-vous un ou des indicateurs pour chacun de vos portefeuilles ?



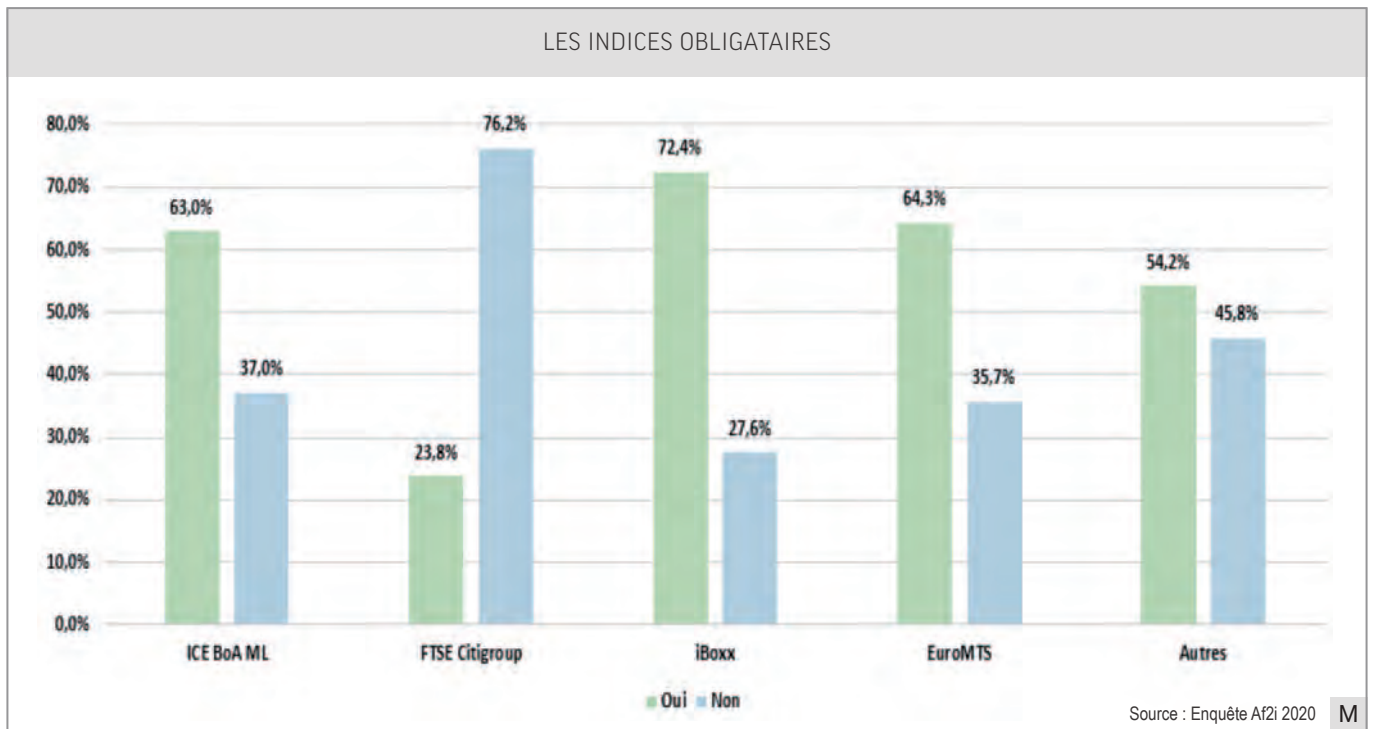
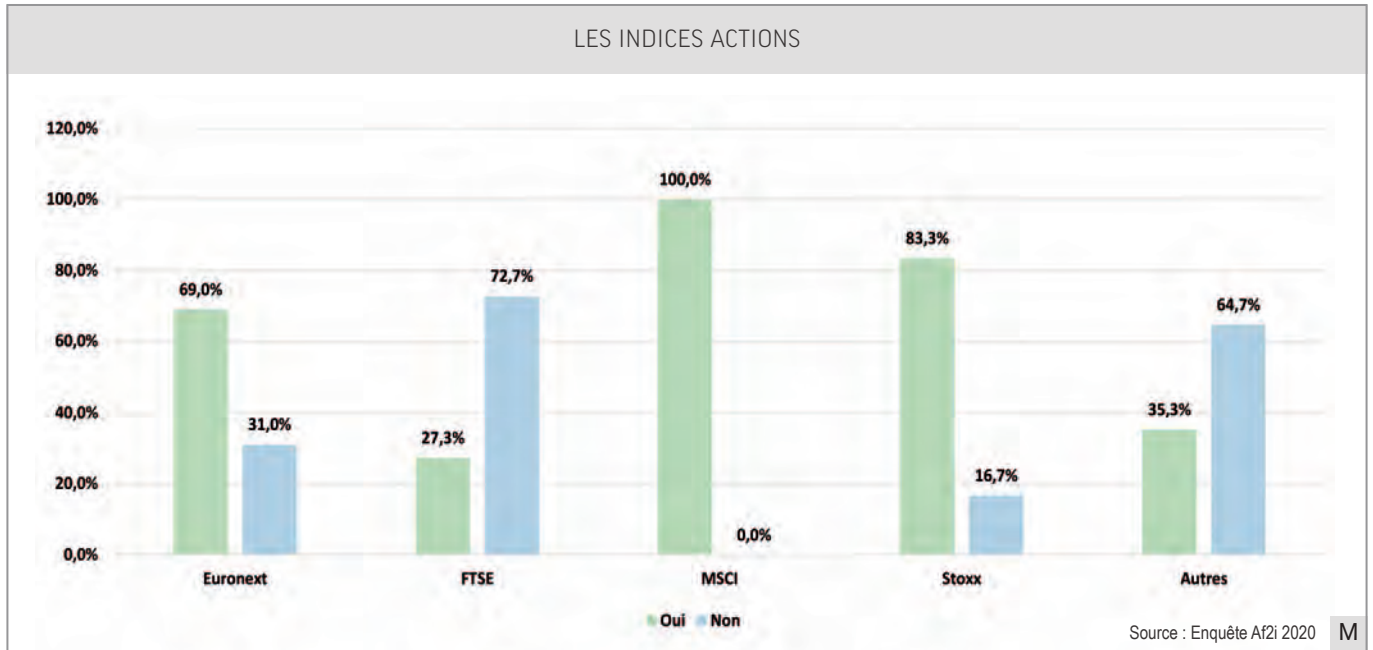
Les investisseurs institutionnels ont répondu à plus de 80 % qu'ils disposaient pour leur gestion un ou des indicateurs. Ces indicateurs leur servent comme « outil de pilotage » de leurs portefeuilles.

Avez-vous des règles écrites en matière de :



La moitié des répondants déclarent disposer des marges de manœuvre par rapport à un ou des indicateurs de référence. En ce qui concerne le rebalancement de portefeuille, seuls 16 % des répondants à l'Enquête affirment le faire.

✓ Quels sont vos fournisseurs d'indices privilégiés pour :



Les indices actions les plus communément utilisés sont les suivants : MSCI, Stoxx et Euronext.

En ce qui concerne les indices obligataires, les indices fréquemment utilisés sont : ICE BoA Merrill Lynch, iBoxx ou encore EuroMTS. Les autres indices obligataires sont Barclays, Bloomberg ou encore Exane.

06. ISR / ESG

De manière générale, on assiste à un mouvement d'intégration des critères ISR / ESG dans les portefeuilles institutionnels depuis quelques années et l'année 2019 le confirme.

D'après l'Enquête Af2i 2020, les institutions gérant plus de 20 Md€ d'actifs intègrent à plus de 90 % des critères ISR / ESG dans leur sélection d'actifs. Ils sont 75 % chez les organismes gérant entre 2 et 20 Md€ d'encours sous gestion.

En revanche, le taux tombe à 22 % chez les institutions gérant moins de 2 Md€.

Les questions et les thèmes de l'Enquête de l'an dernier ont été reconduits cette année :

- les choix selon les familles institutionnelles et la taille des portefeuilles ;
- les raisons qui président aux allocations en ISR / ESG ;
- les méthodes mises en œuvre ;
- les moyens utilisés ;
- les thématiques privilégiées ;
- des focus particuliers sur les objectifs environnementaux, sociaux, de développement.

Il est clair que, pour toutes classes d'actifs confondues, l'ISR/ESG devient de plus en plus une norme de gestion. D'autant plus que la réglementation devient de plus en plus contraignante en la matière.

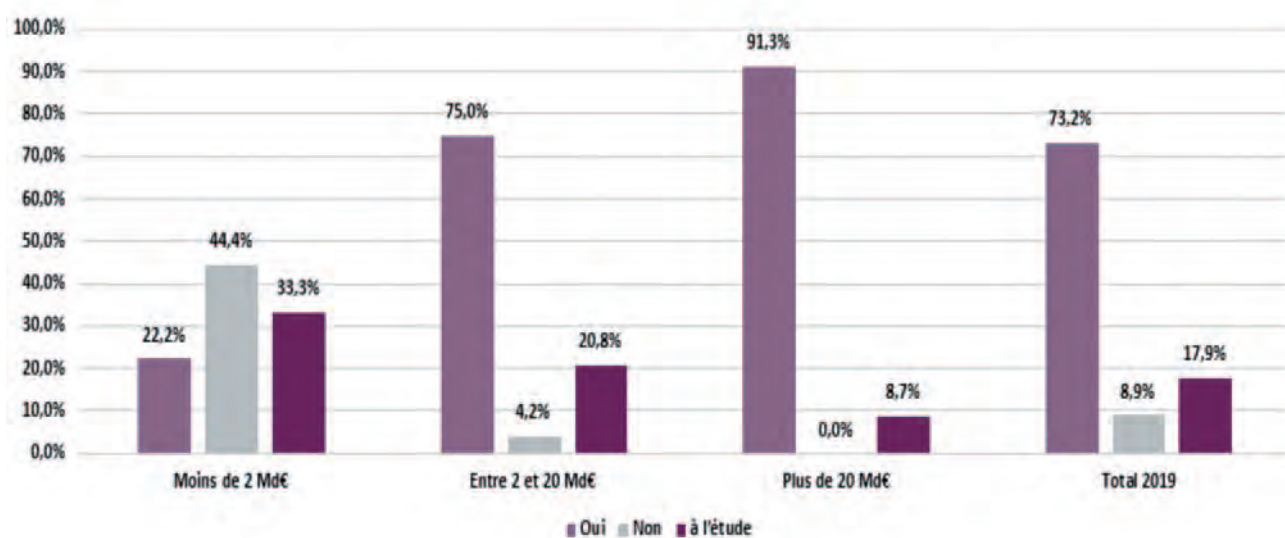
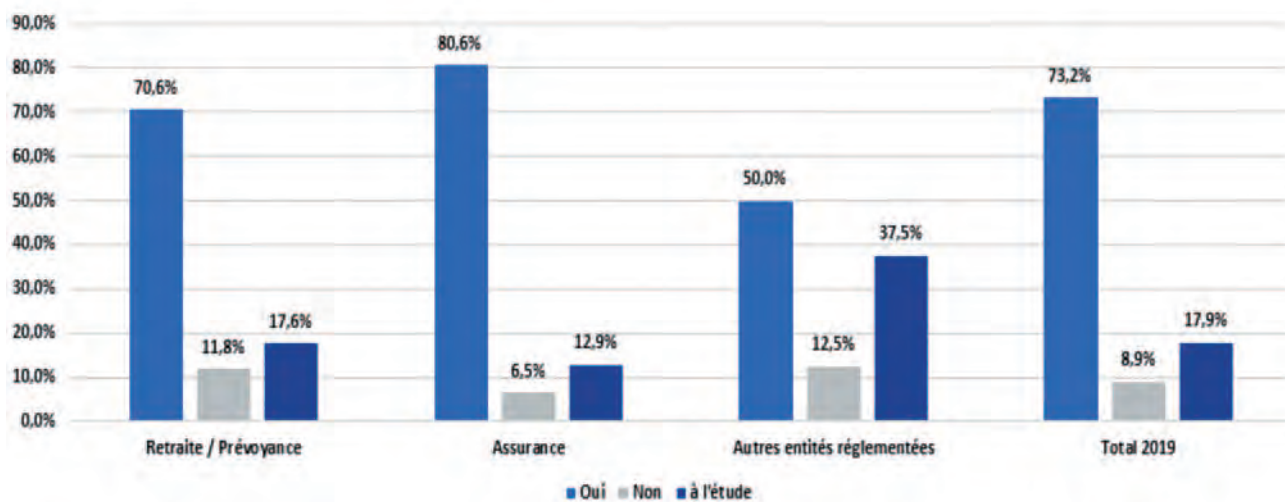
GÉNÉRALITÉS SUR L'ISR / ESG

Intégrez-vous des critères ISR / ESG dans votre gestion ?

L'intégration des critères ISR / ESG, que ce soit par famille d'institutionnels ou par taille, est bien pris en compte par les investisseurs institutionnels avec plus de 73 % des répondants à fin 2019.

Le taux d'intégration des critères ISR / ESG est d'autant plus important pour les portefeuilles de grande taille, c'est-à-dire ceux à plus de 20 Md€.

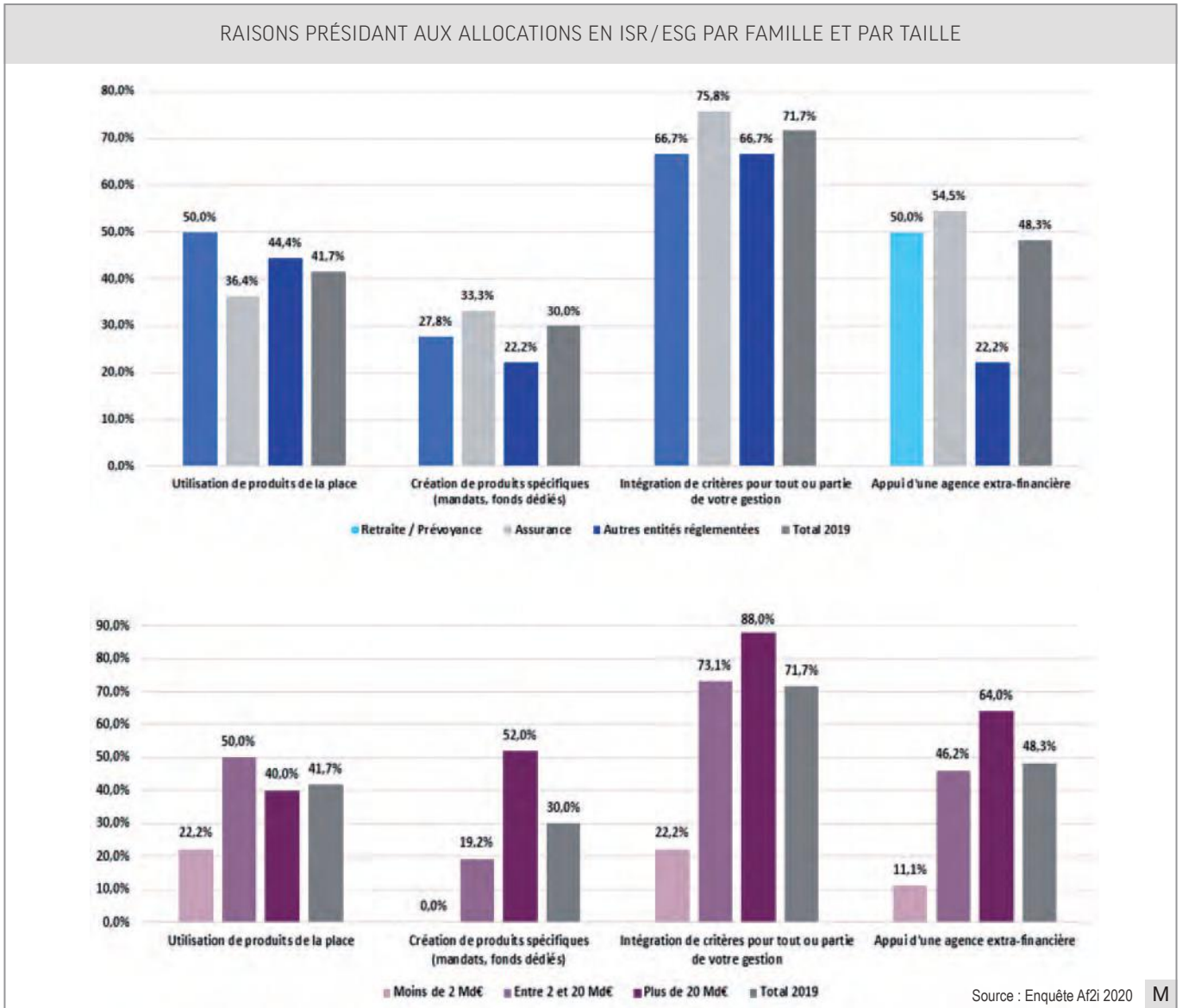
INTÉGRATION DES CRITÈRES ISR/ESG PAR FAMILLE ET PAR TAILLE



Source : Enquête Af2i 2020

M

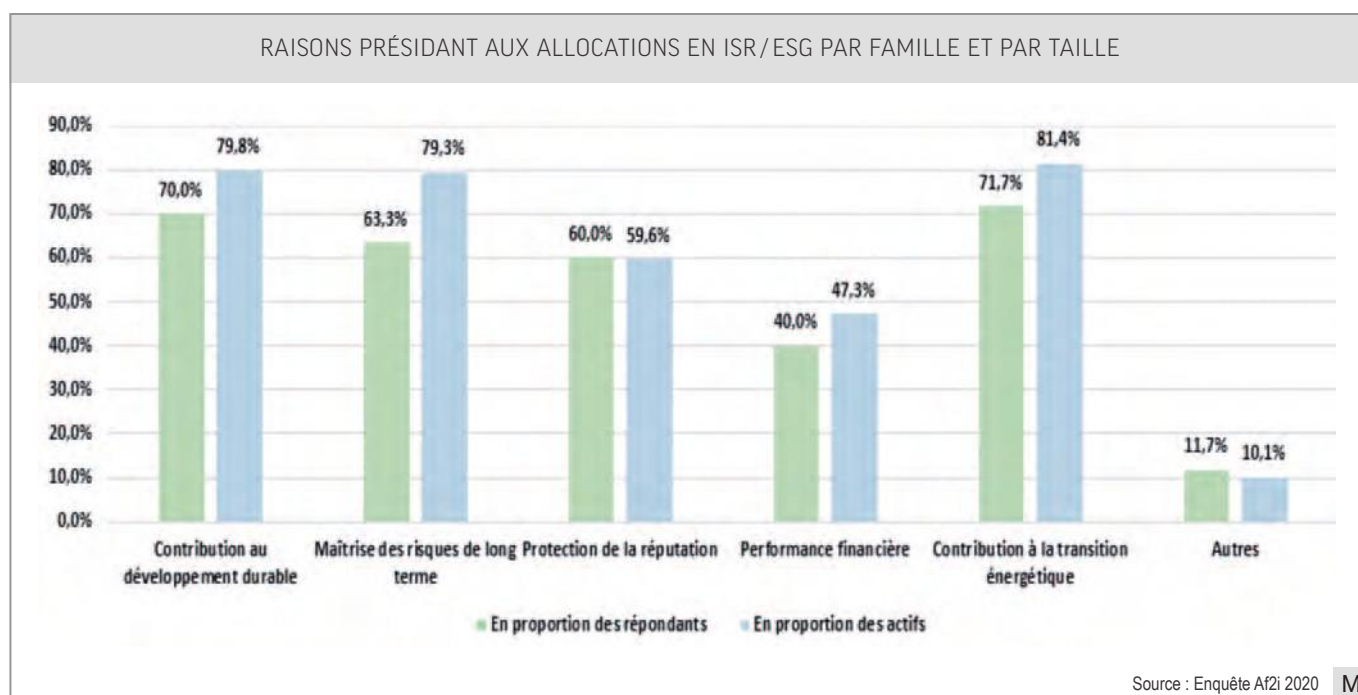
✓ Quelles sont les raisons qui président aux allocations en ISR / ESG ?



De manière globale, les investisseurs institutionnels issus des familles « Retraite / Prévoyance » et « Assurance » sont ceux qui ont le mieux intégré les critères ISR / ESG à leur gestion financière avec une certaine sensibilité aux thématiques de la « Contribution au développement durable » et à la « Contribution à la transition énergétique » en sachant que les assureurs sont plus sensibles à la « Protection de la réputation » que leurs confrères.

En ce qui concerne les investisseurs institutionnels issus de la famille « Autres entités réglementées » restent nettement en retrait par rapport aux deux premières familles mentionnées ci-dessus sauf pour la thématique « Contribution à la transition énergétique ».

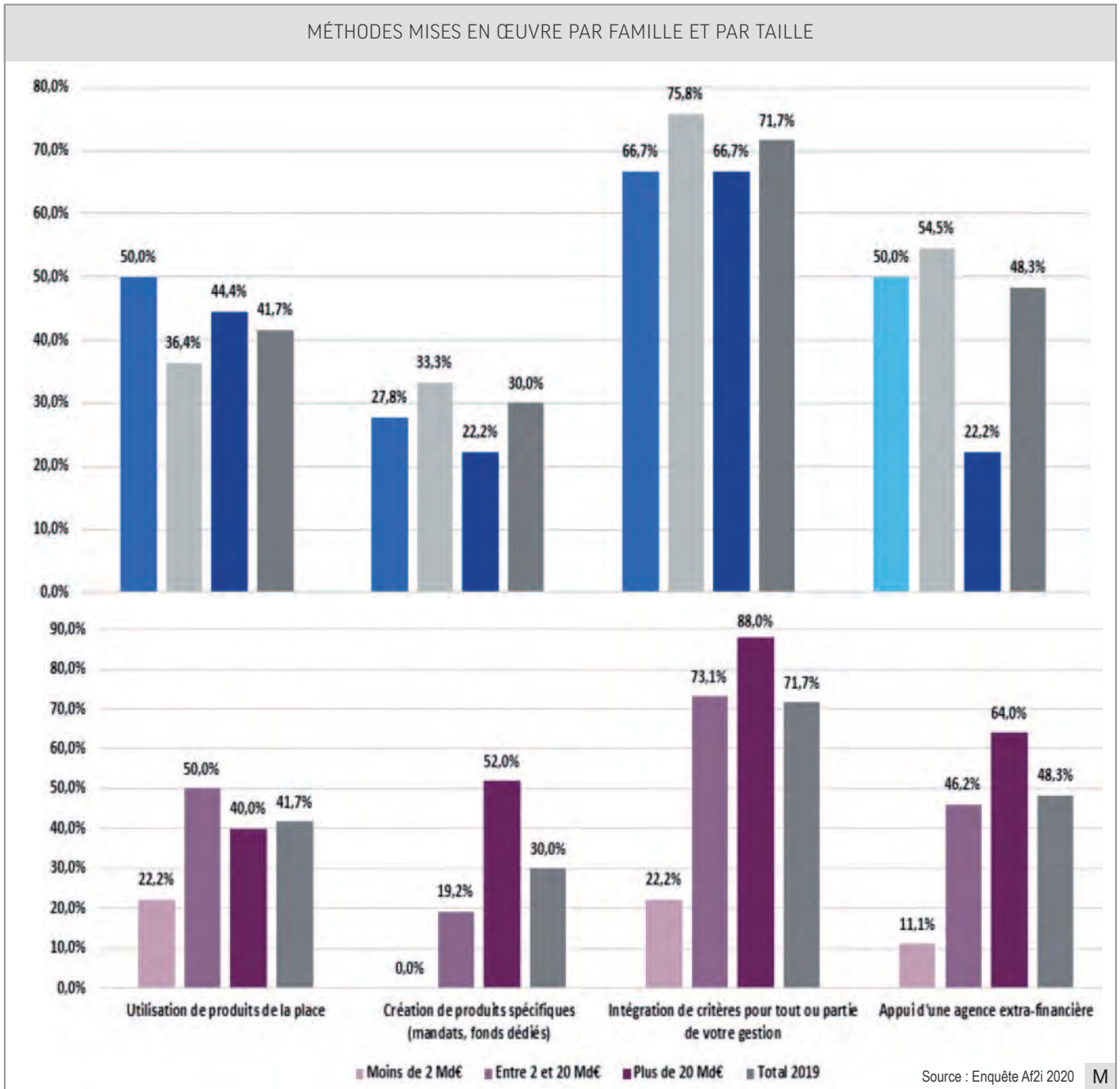
En termes de taille de portefeuilles, le constat est le même que pour la question précédente : plus la taille de l'institution est élevée, plus les raisons qui président aux allocations en ISR/ESG sont importantes.



Comme l'an dernier, les trois critères prédominants sont la contribution au développement durable, la contribution à la transition énergétique et la maîtrise des risques de long terme et ce, que ce soit en proportion des répondants ou en proportion des actifs.

Ces trois critères correspondent aux enjeux cruciaux qui font l'objet de sujets d'actualités. Le critère relatif à la « Performance financière » est relayé en quasi-dernière position.

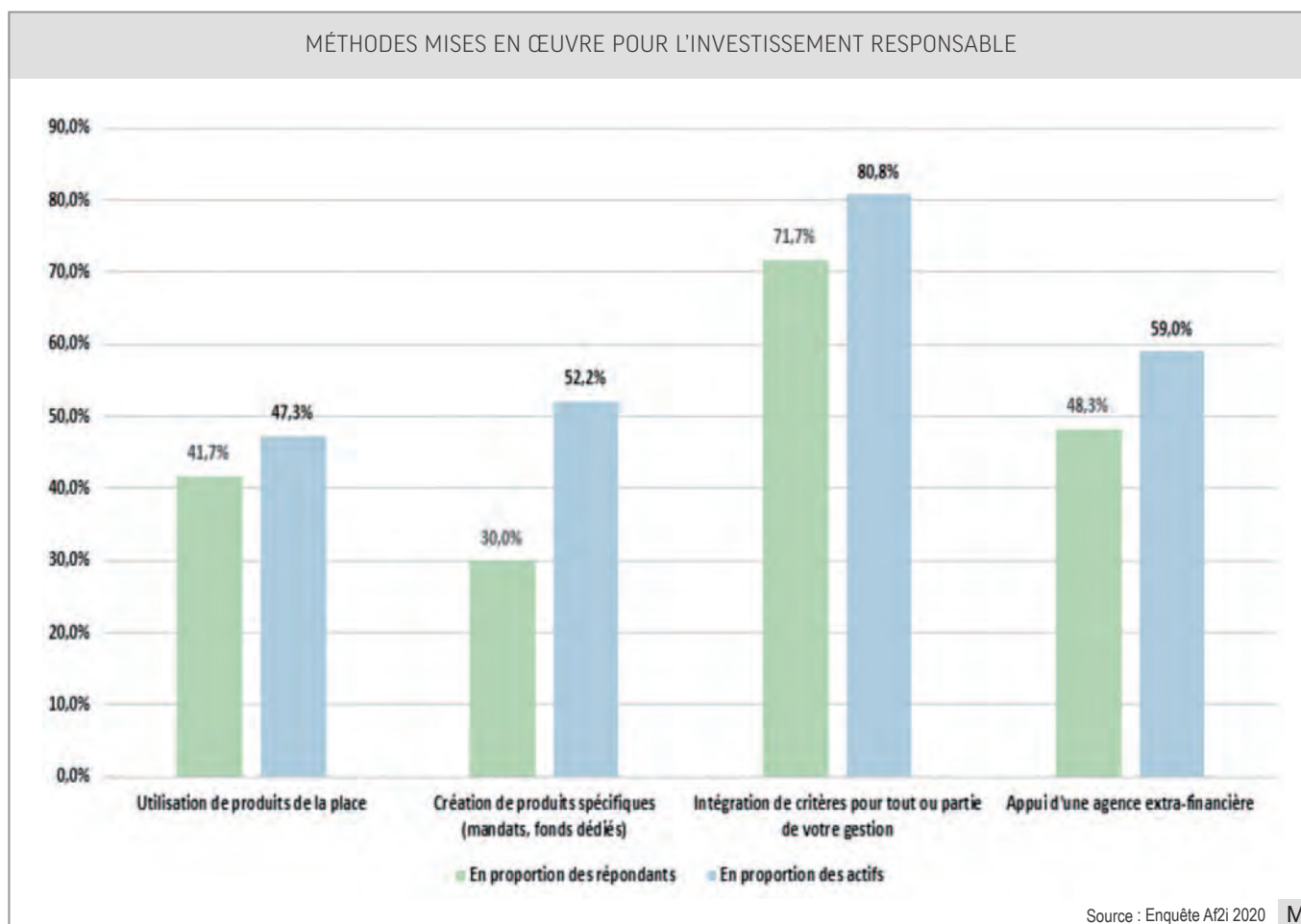
✓ Méthodes mises en œuvre pour l'investissement responsable



De toute évidence, l'intégration pour tout ou en partie de la gestion est bien usitée par l'ensemble des familles d'investisseurs institutionnels et ce, quel que ce soit la taille des portefeuilles.

Plus la taille des portefeuilles est grande, plus le recours à une agence extra-financière est important.

MÉTHODES MISES EN ŒUVRE POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE



L'intégration de critères pour tout ou partie de la gestion concerne la quasi-totalité des actifs reste de loin la méthode la plus usitée que ce soit en proportion des répondants ou en proportion des actifs.

D'après le billet n°152 de la Banque de France, les fonds labellisés représentent à fin 2019 seulement 7% du marché de la gestion collective française en 2019, soit 148 Md€ alors que le montant des fonds non ISR/ESG s'élève à 1 629 Md€ ; celui des fonds autodéclarés responsables non labellisés à 368 Md€.

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 |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Climat "Objectif 2 degrés" | 15,00% | 3,57% | 2,86% |
| Actifs bas carbone | 4,29% | 12,14% | 2,86% |
| Eau et biodiversité | 0,00% | 2,86% | 1,43% |
| Autres objectifs environnementaux | 0,00% | 2,14% | 3,57% |
| Impact social | 4,29% | 3,57% | 12,86% |
| Développement local et régional | 2,14% | 3,57% | 5,00% |
| Santé | 4,29% | 1,43% | 0,00% |
| Logement social et intermédiaire | 0,71% | 2,14% | 0,71% |
| Aide au développement | 0,71% | 0,71% | 0,71% |
| Autres | 2,14% | 1,43% | 2,86% |
| Total (Moyenne des répondants) | 33,57% | 33,57% | 32,86% |

Source : Enquête Af2i 2020

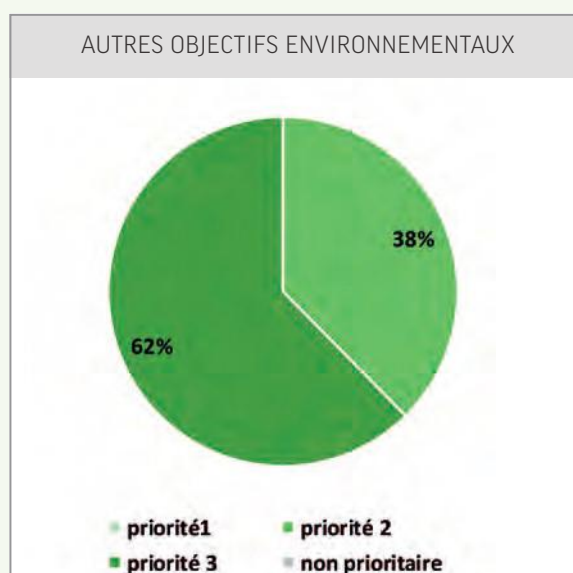
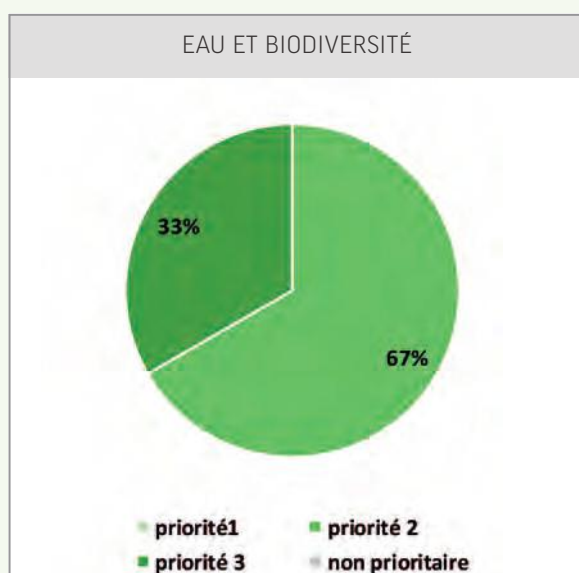
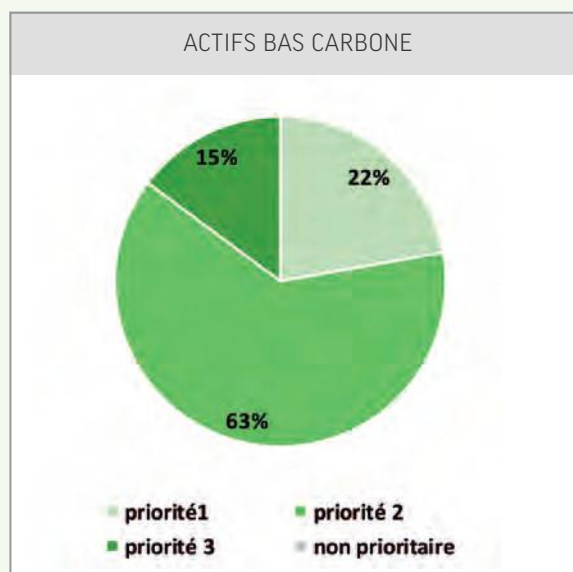
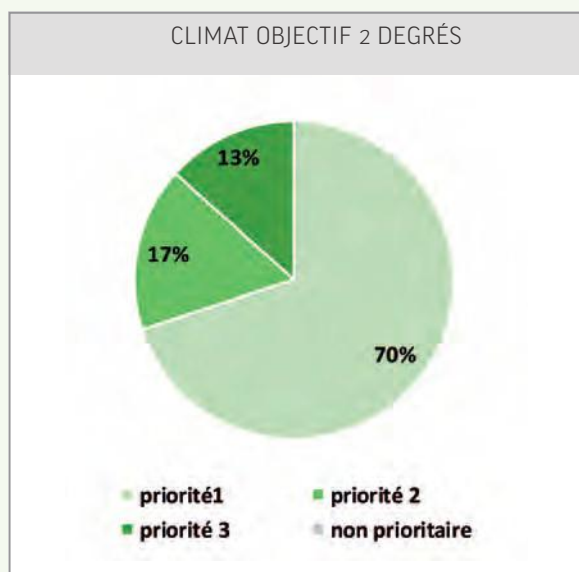
La protection de l'environnement reste la principale priorité des investisseurs institutionnels à fin 2019.

Ainsi, les thématiques telles que « Climat objectif 2 degrés » et « Actifs bas carbone » sont respectivement les priorités n°1 et n°2 des répondants.

La thématique « Impact social » est la priorité n° 3 des investisseurs institutionnels d'après l'Enquête.

FOCUS OBJECTIFS ENVIRONNEMENTAUX

✓ Vos priorités en matière d'objectifs environnementaux



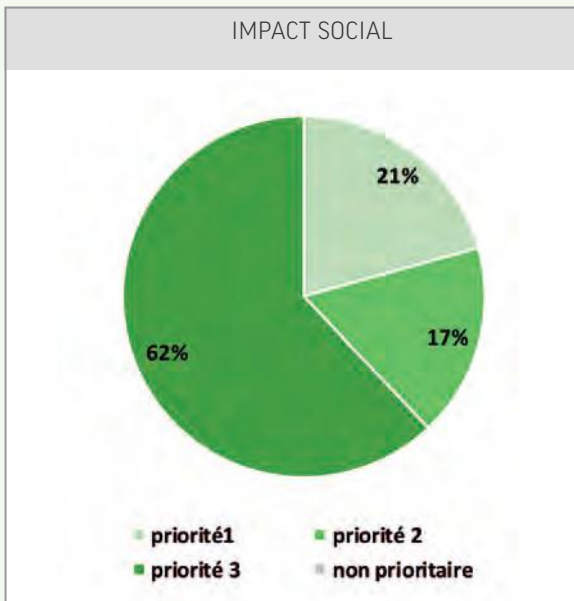
Source : Enquête Af2i 2020

Les graphiques ci-dessus démontrent clairement que la priorité des investisseurs est portée sur les deux principales thématiques « Climat objectif 2 degrés » et « Actifs bas carbone ».

Les répondants prennent également en considération les thématiques « Eau et biodiversité » et « Autres objectifs environnementaux » mais ces dernières restent secondaires à leurs yeux.

FOCUS OBJECTIFS SOCIAUX

Vos priorités en matière d'objectifs sociaux

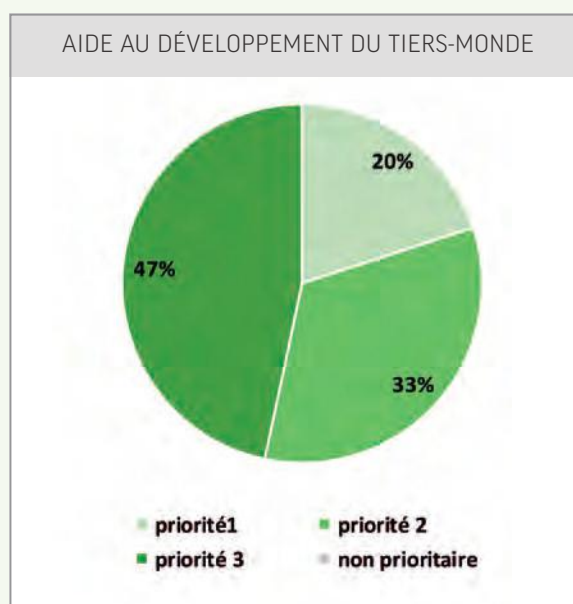
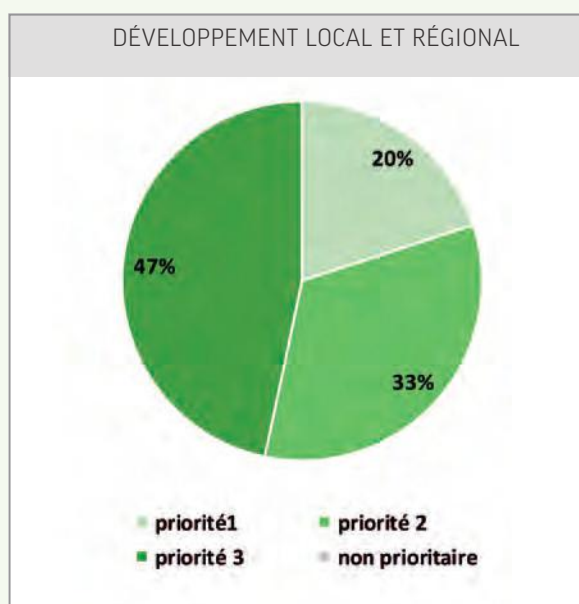


Source : Enquête Af2i 2020

Les thématiques « Impact social » et « Santé » sont bien prises en compte par les investisseurs institutionnels à fin 2019 alors que ces dernières ne faisaient pas l'objet d'une forte priorité à fin 2018.

FOCUS OBJECTIFS DÉVELOPPEMENT

✓ Vos priorités en matière d'objectifs sociaux



Source : Enquête Af2i 2020

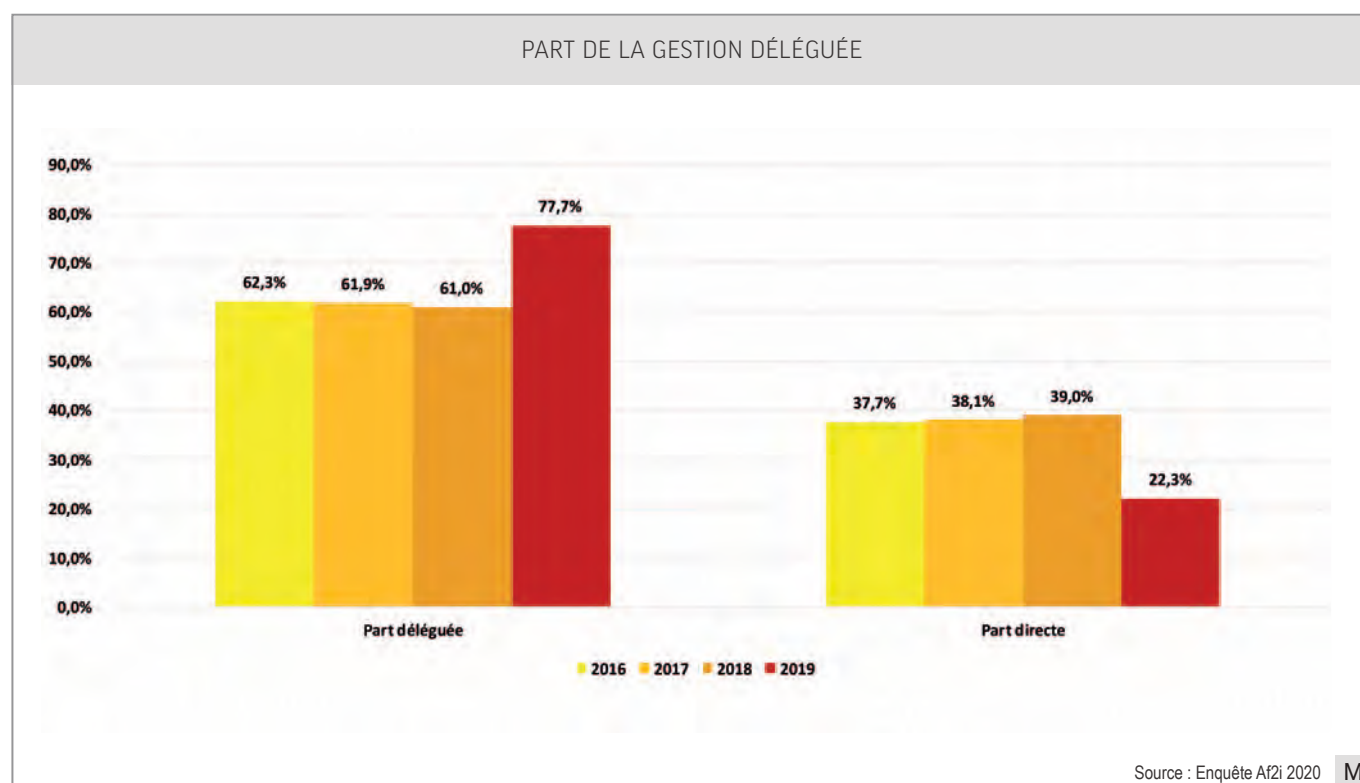
En ce qui concerne les objectifs liés au développement local/régional ou aide au développement du tiers-monde, les répondants accordent de plus en plus d'importance par rapport à l'an dernier :

- développement local et régional : 20% en priorité n°1 contre 8% en priorité 1 à fin 2018 ;
- aide au développement du tiers-monde : 33% en priorité n° 1 contre 0% à fin 2018.

07. Relations avec les sociétés de gestion

PART DIRECTE ET PART DÉLÉGUÉE

✓ Dans votre gestion : quelle est la part directe, quelle est la part déléguée ?

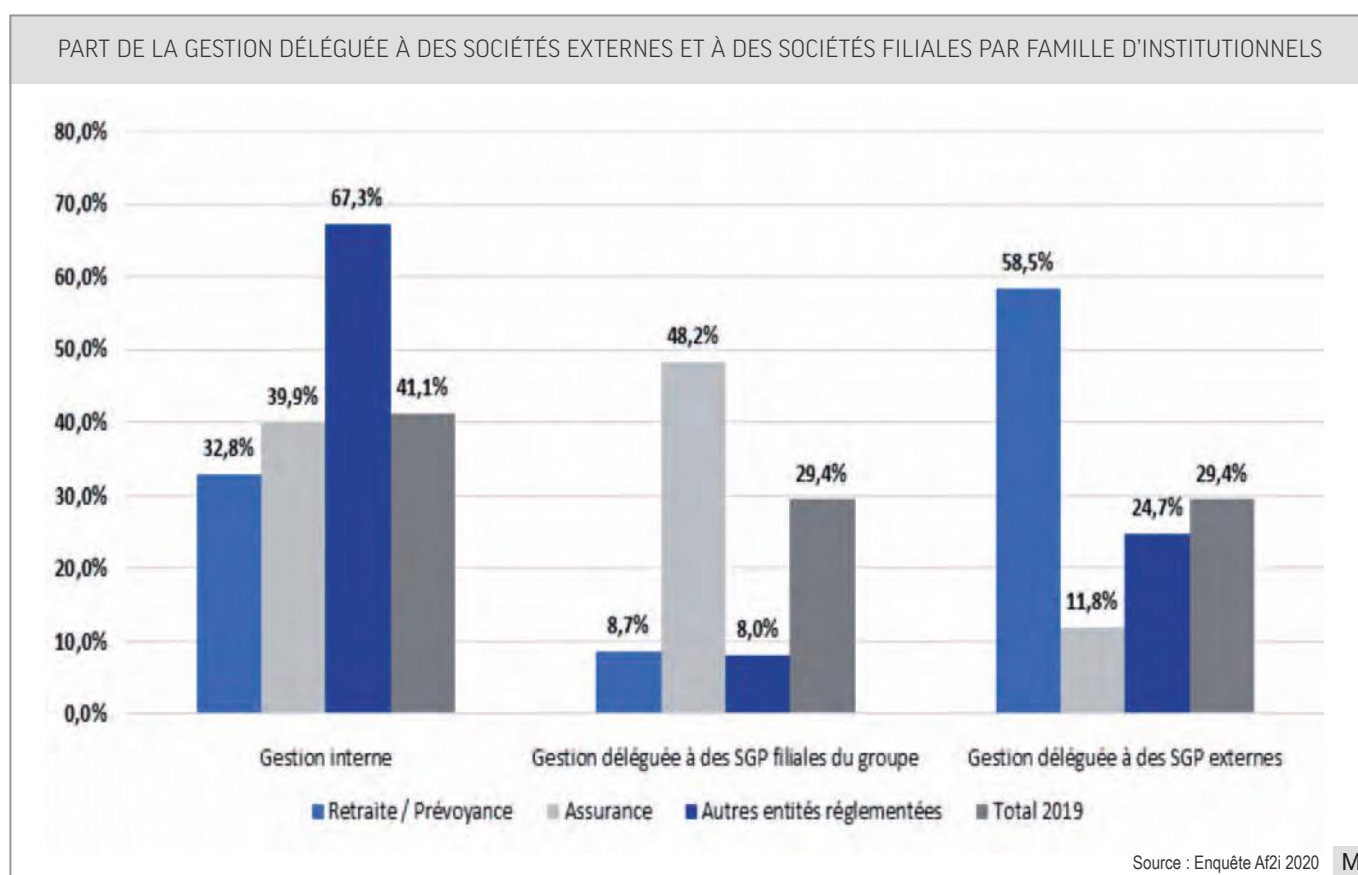


L'année 2019 a été marquée par une forte présence de la gestion déléguée chez les investisseurs institutionnels avec près de 78%.

Cela pourrait s'expliquer par la hausse des souscriptions en UC dans les contrats d'assurance-vie sur le 4^e trimestre de l'an dernier conjugué avec la hausse des marchés actions.

SOCIÉTÉ DE GESTION FILIALE OU EXTERNE

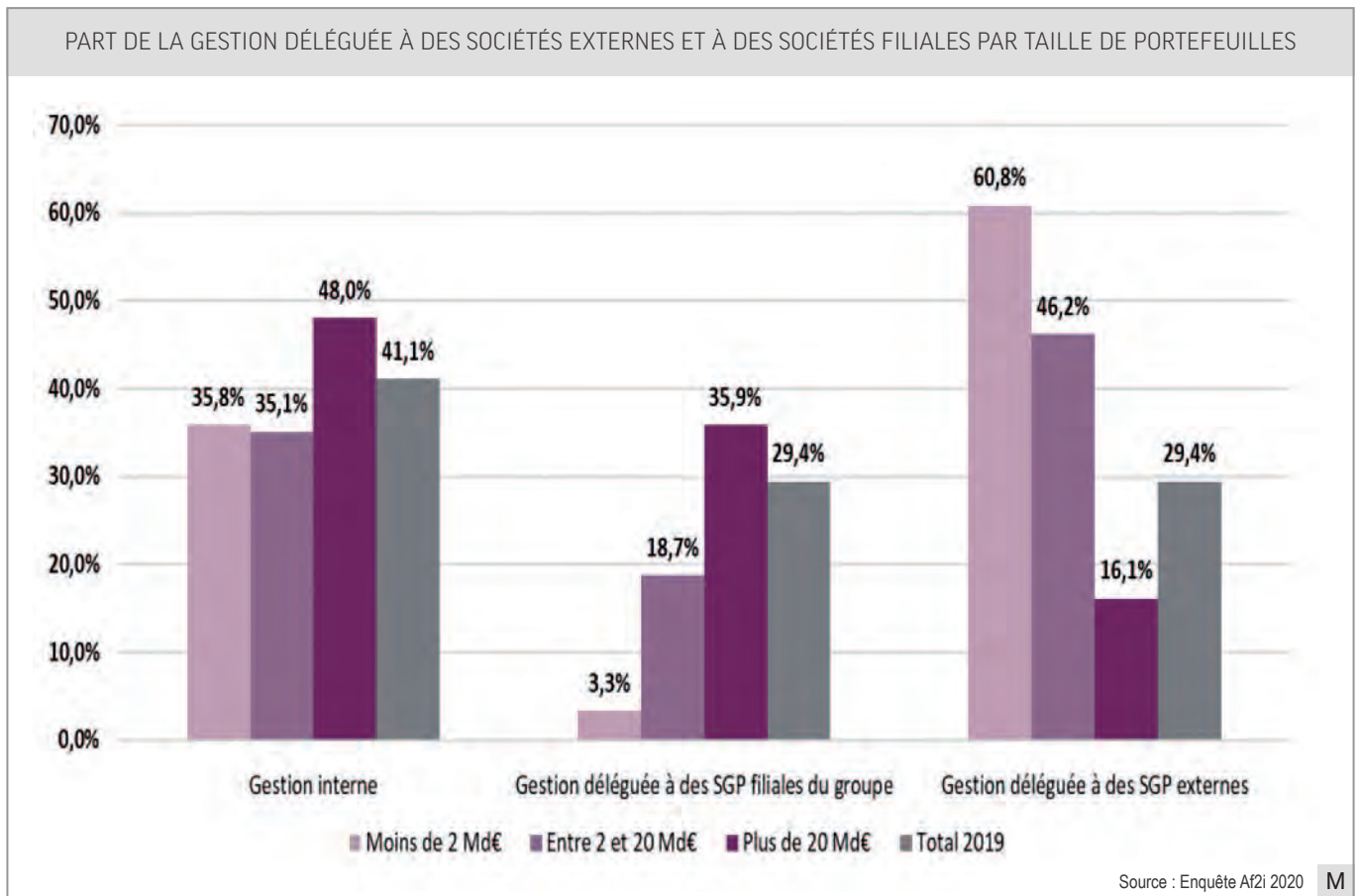
- ✓ Dans votre gestion déléguée : quelle part attribuez-vous à une société filiale du groupe ?
 À une société externe au groupe ?



De manière traditionnelle, les assureurs délèguent davantage à leurs filiales de sociétés de gestion alors que les autres familles institutionnelles délèguent surtout à des sociétés

externes : ce constat s'est confirmé à fin 2019 comme le montrent les pourcentages du graphique ci-dessus.

07. Relations avec les sociétés de gestion



Comme pour l'an dernier, plus la taille de l'investisseur institutionnel est importante, plus les délégations de gestion sont réalisées au profit de sa filiale.

RÉPARTITION DES DÉLÉGATIONS DE GESTION

✓ Quand vous déléguez, à combien de sociétés de gestion en moyenne confiez-vous vos encours sous gestion ?

| Taille | < 2 Md€ | 2 - 20 Md€ | > 20 Md€ | Moyenne |
|------------------------|---------|------------|----------|---------|
| Mandats / Fonds dédiés | 30 | 14 | 20 | 19 |
| OPC ou FIA ouverts | 29 | 15 | 23 | 20 |

Source : Enquête Af2i 2020

Que ce soit sous forme de « Mandats / Fonds dédiés » ou sous d'« OPC / FIA ouverts », les investisseurs institutionnels font appel à environ une vingtaine de sociétés de gestion.

À noter que les investisseurs institutionnels de petite taille (< 2 Md€) font appel à un plus grand nombre de sociétés de gestion.

| Famille | Retraite / Prévoyance | Assurances | Autres entités réglementées | Moyenne |
|------------------------|-----------------------|------------|-----------------------------|---------|
| Mandats / Fonds dédiés | 22 | 15 | 25 | 19 |
| OPC ou FIA ouverts | 14 | 18 | 42 | 20 |

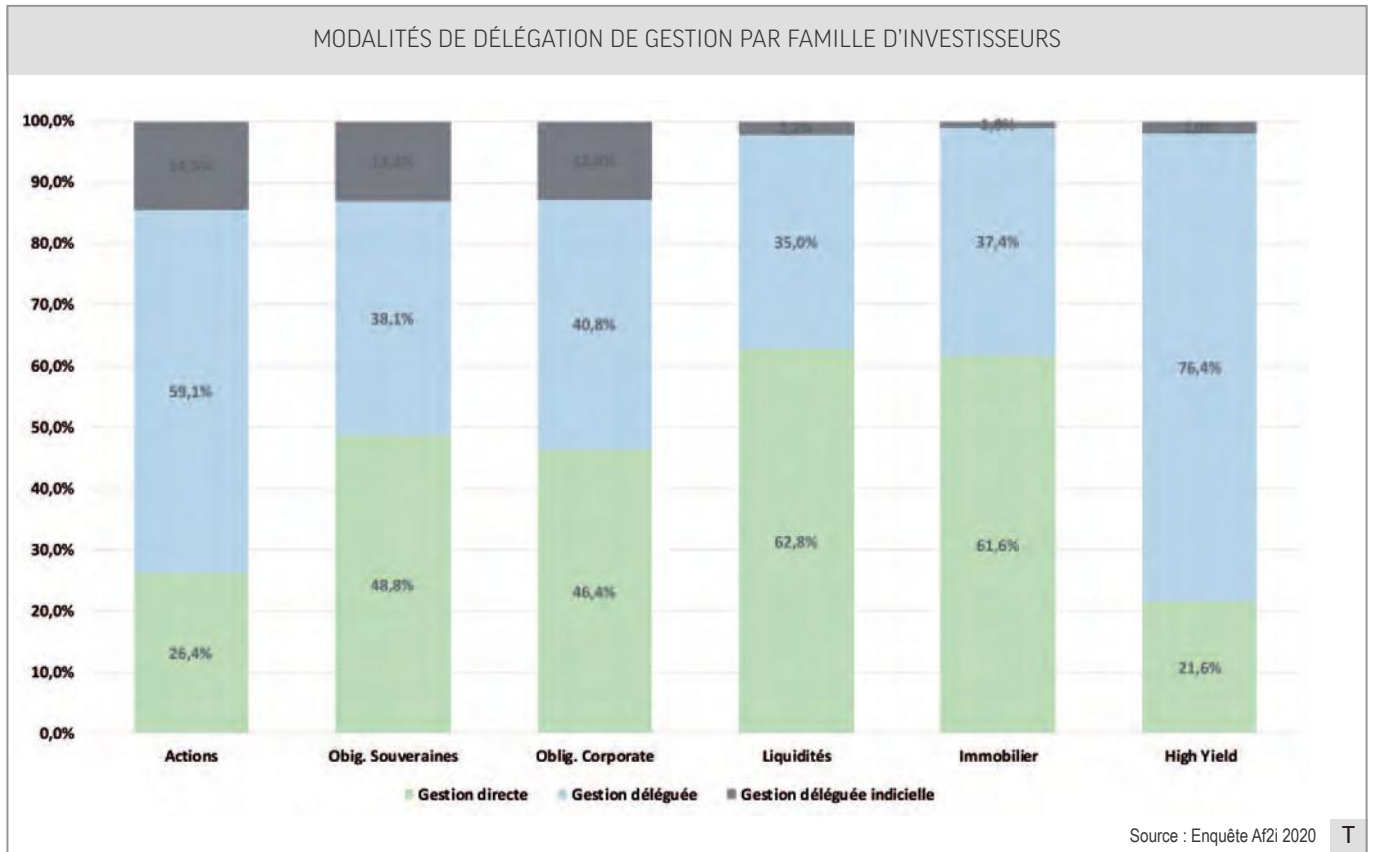
Source : Enquête Af2i 2020

Les investisseurs institutionnels issus de la famille « Autres entités réglementées » font appl à un plus grand nombre de

sociétés de gestion que les autres autres familles que sont « Retraite / Prévoyance » et « Assurance ».

TYPE DE GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

✓ Dans votre gestion : quelle est la part directe, quelle est la part déléguée ?



En ce qui concerne la gestion actions, la part en gestion directe est moins importante que celle de la gestion déléguée (OPC ouverts ou dédiés).

Quant à la gestion déléguée indicielle, celle-ci est relativement importante : 14,5% à fin 2019.

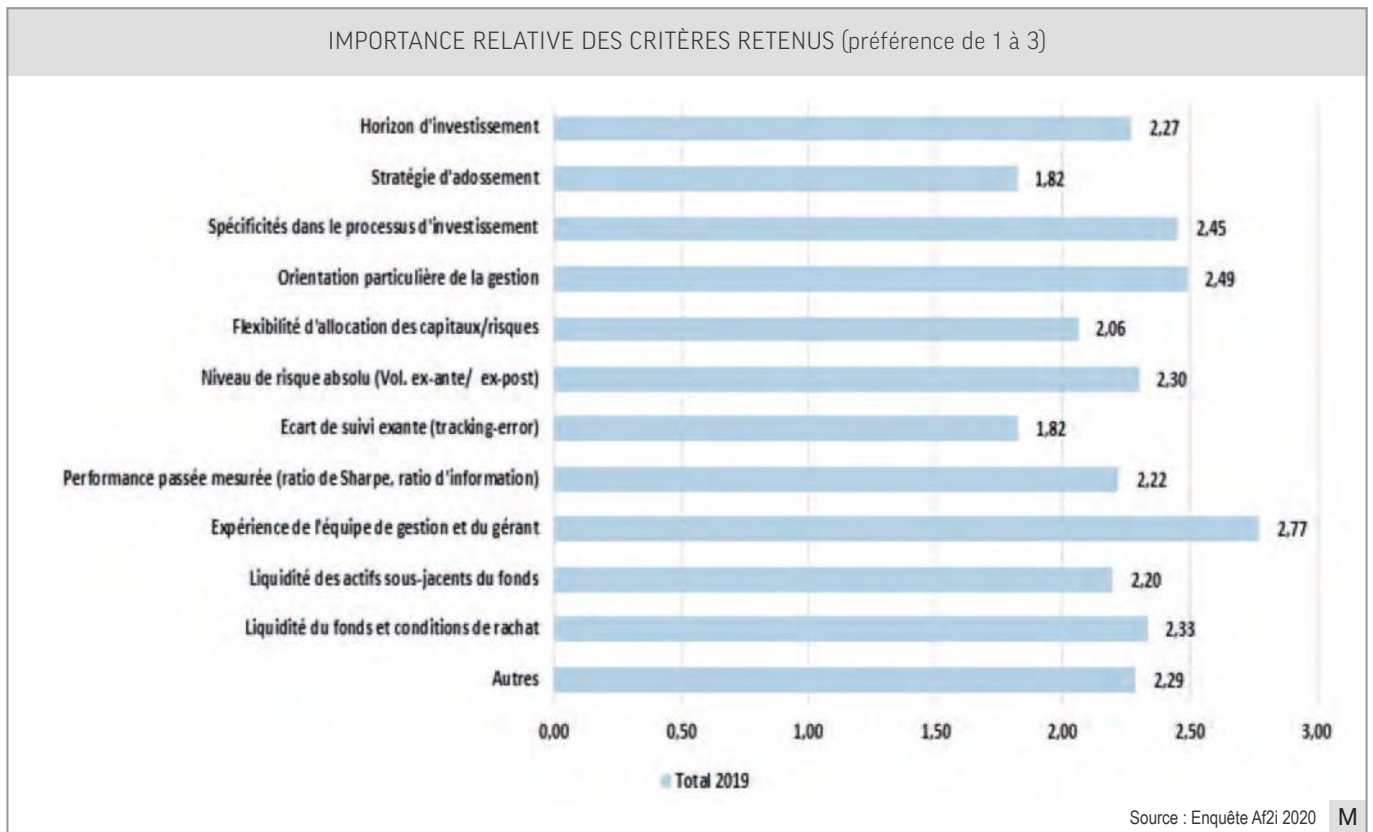
En revanche, concernant les autres classes d'actifs, la gestion déléguée indicielle reste marginale, notamment pour les « Liquidités », l'« Immobilier » et le « High Yield ».

La justification de la part élevée en gestion directe des obligations souveraines et corporate tient au traitement comptable et aux stratégies « buy and hold » ou « buy and maintain » de la part des assureurs.

Avec des taux d'intérêt très bas des obligations nouvellement émises, cela n'incite pas à des arbitrages des portefeuilles anciens.

CRITÈRES DE SÉLECTION POUR UN MANDAT

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

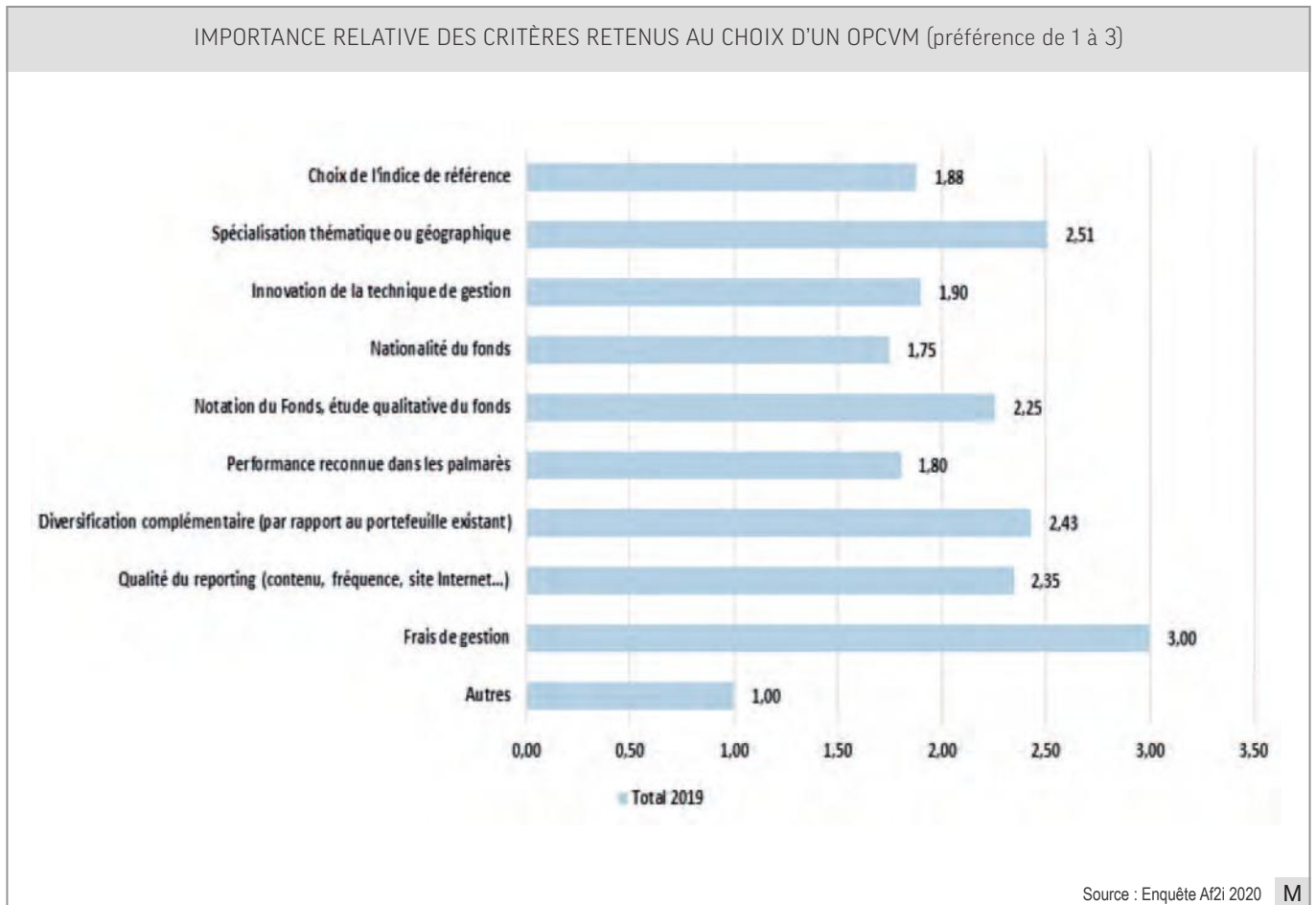


Comme l'an dernier, les critères « Expérience des gérants », « Spécificités dans le processus d'investissement » et « Orientation particulière de la gestion » sont considérés comme prioritaires des investisseurs institutionnels.

En revanche, les critères tels que la stratégie d'adossment et la tracking-error sont peu importants aux yeux des investisseurs institutionnels.

CRITÈRES DE SÉLECTION DES OPC

✓ Quelle est l'importance de chacun des critères suivants dans la sélection des OPC ?

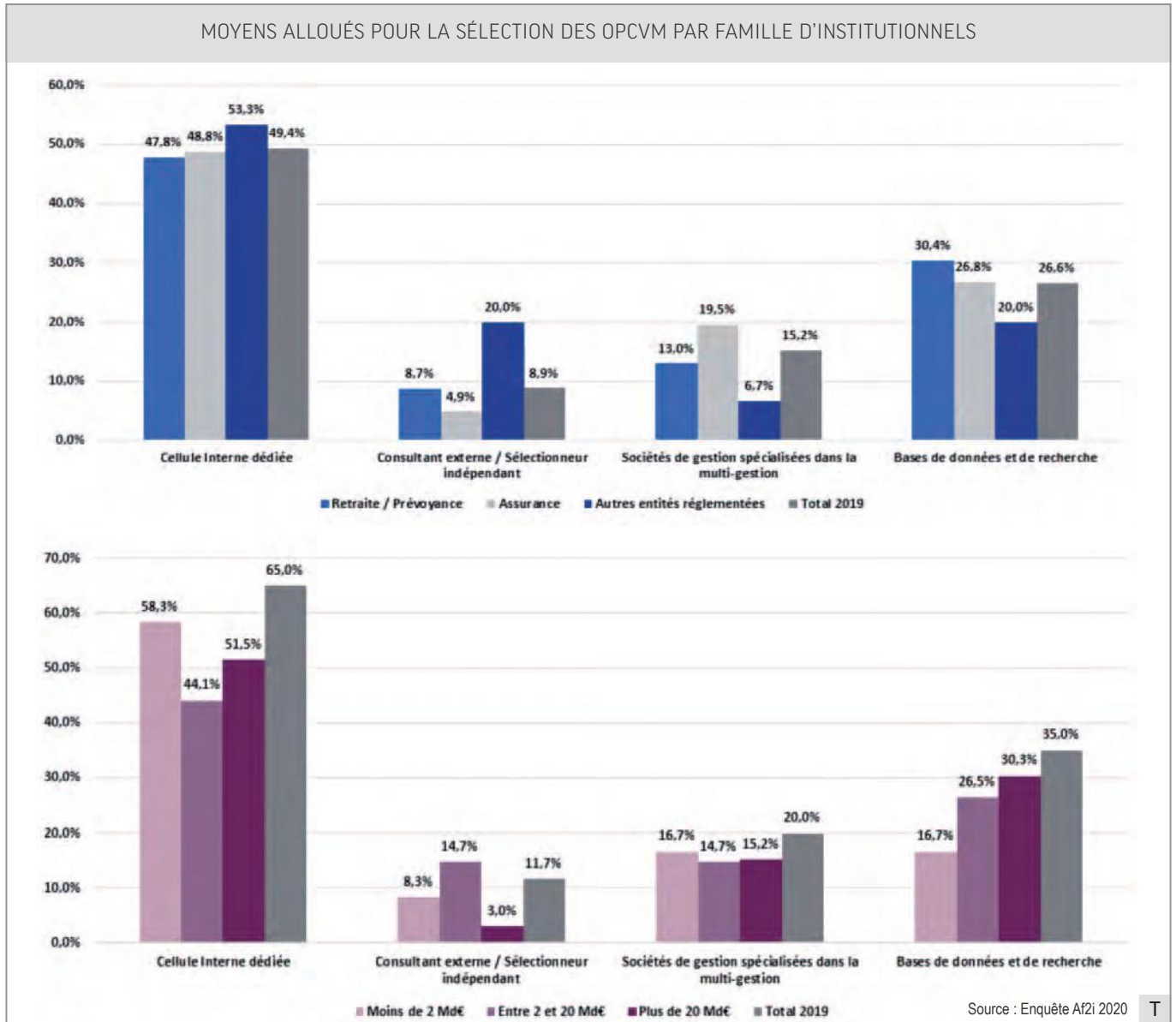


Il n'y a pas de changement significatif dans la hiérarchie des critères par rapport aux Enquêtes précédentes. Les investisseurs institutionnels restent constants dans leurs exigences en matière de sélection des OPC. Le critère «Frais de gestion» est le critère qui a retenu toute l'attention des investisseurs institutionnels.

Viennent ensuite les critères «Spécialisation thématique ou géographique» à 2,51, «Diversification complémentaire» (par rapport à un portefeuille existant) à 2,43 et «Qualité du reporting» à 2,35.

MOYENS ALLOUÉS POUR LA SÉLECTION DES OPC

✓ Quels sont les moyens alloués pour la sélection des OPC ?



Tout comme pour l'an dernier, l'existence d'une cellule interne dédiée reste la première solution privilégiée pour sélectionner et suivre des OPC (OPCVM ou FIA).

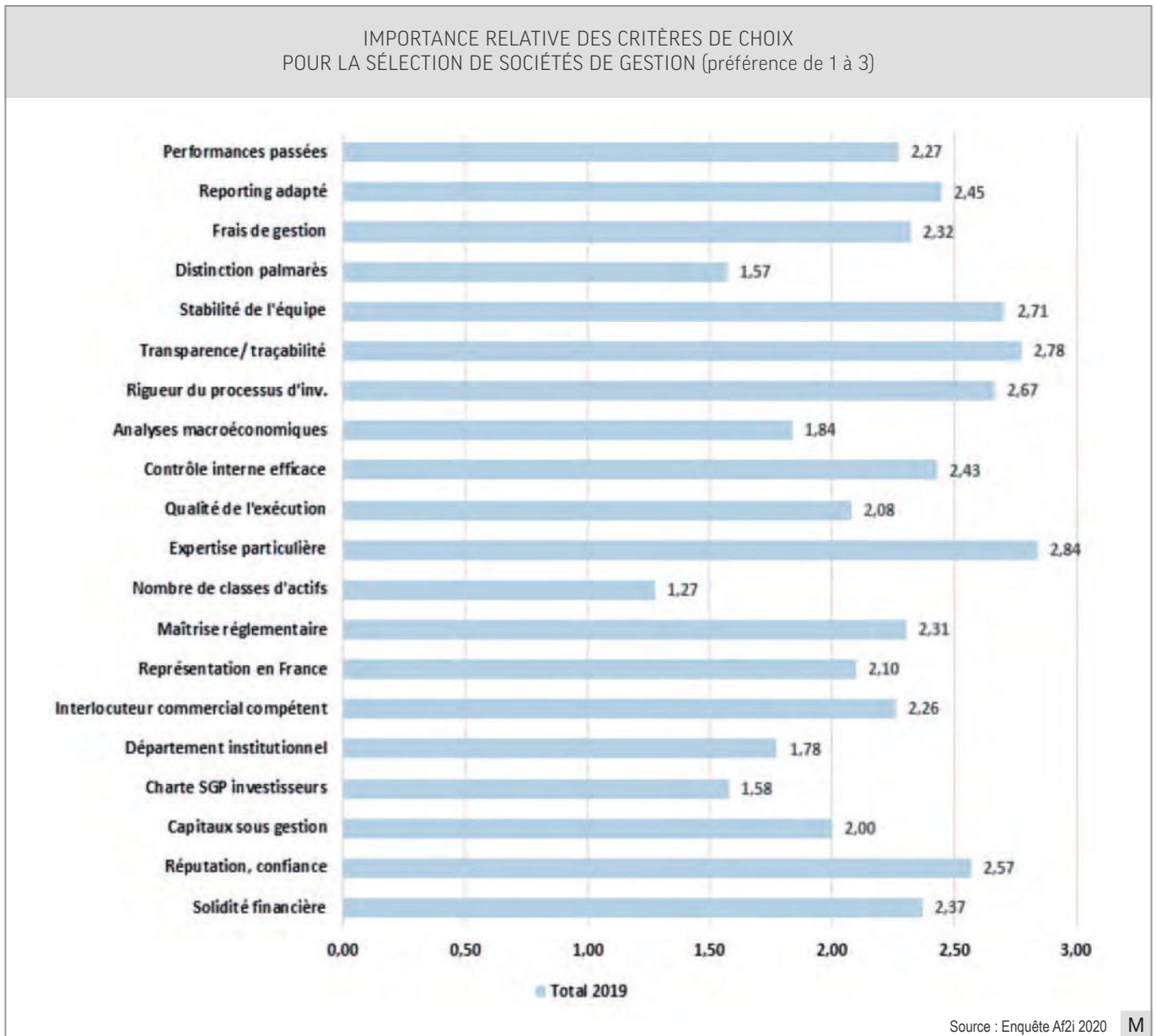
Quelques différences sont à signaler par rapport à l'Enquête précédente : les investisseurs institutionnels issus de la famille «Retraite / Prévoyance» ont moins recours à une

cellule interne dédiée pour la sélection des OPC. Il en va de même pour les investisseurs institutionnels issus de la famille «Autres entités réglementées».

Pour l'année 2019, les investisseurs institutionnels ont eu davantage recours aux consultants spécialisés et sélectionneurs indépendants contrairement à l'année précédente.

CRITÈRES DE SÉLECTION DES SOCIÉTÉS DE GESTION

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

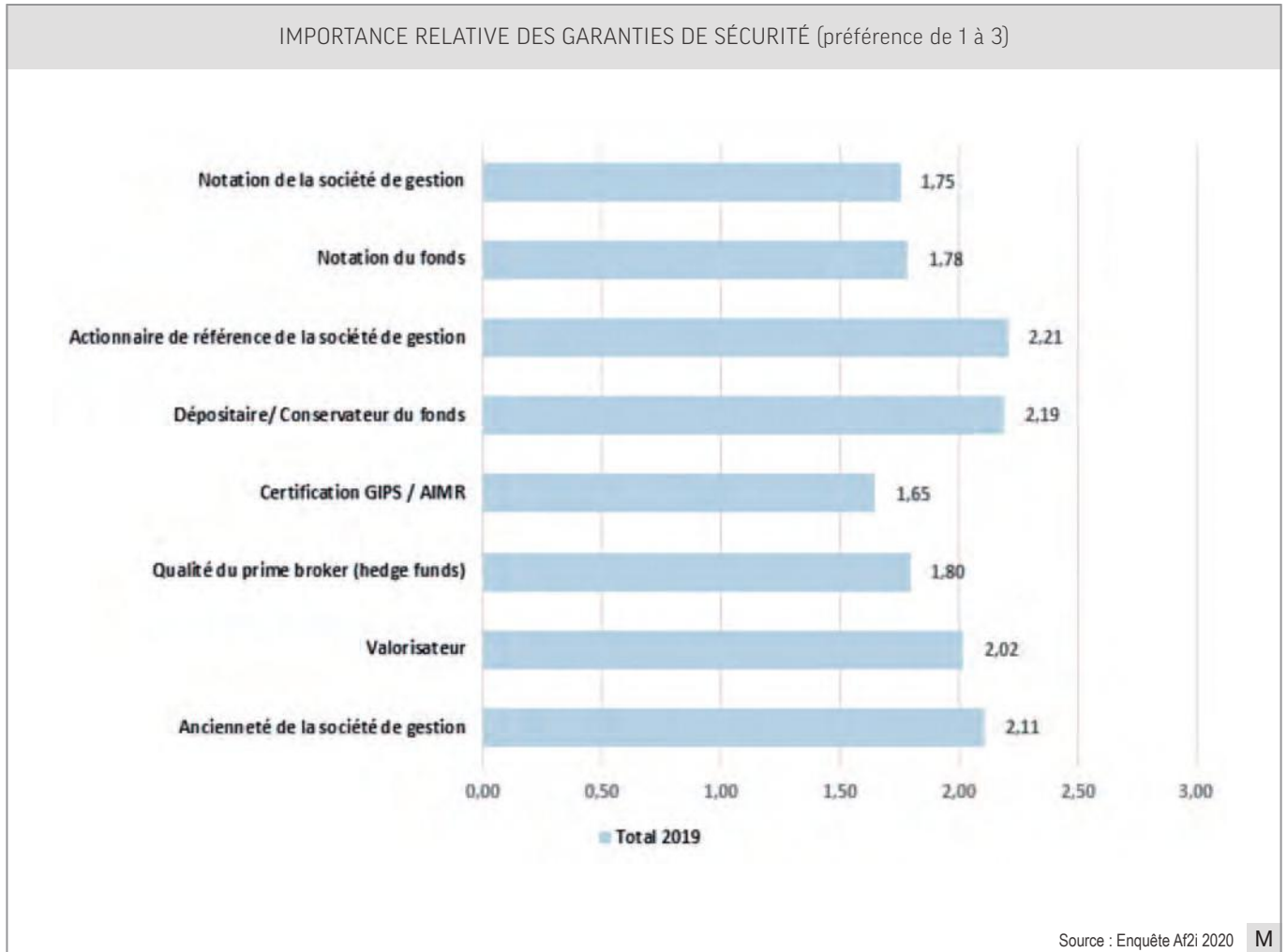


Une fois de plus, l'Enquête Af2i 2020 confirme les choix antérieurs et la constance des investisseurs institutionnels : « Expertise particulière », « Transparence / Traçabilité » et

« stabilité de l'équipe » sont les critères primordiaux pour ces derniers.

GARANTIES DE SÉCURITÉ

☑ Quels éléments constituent des garanties de sécurité importantes à vos yeux ?

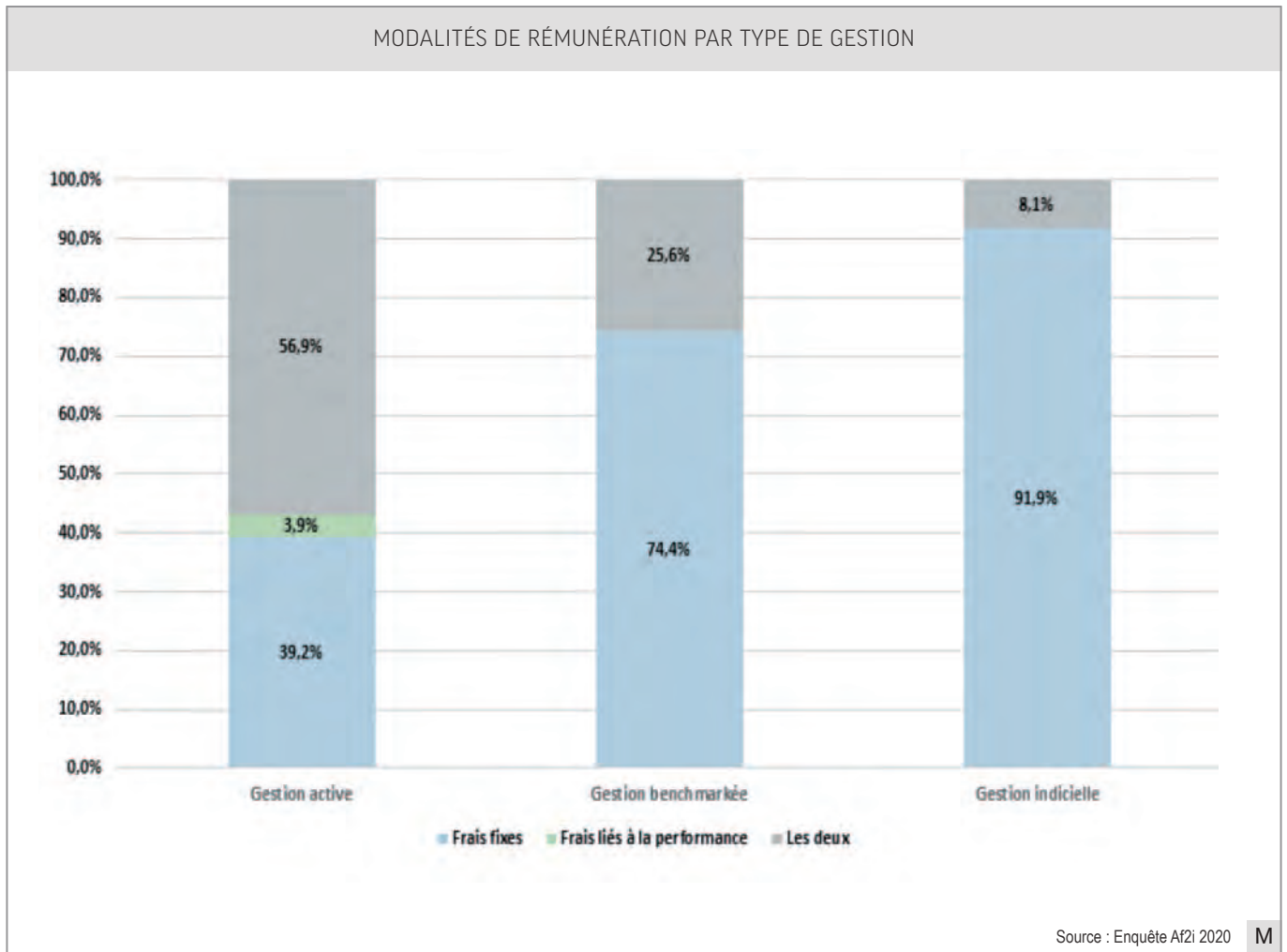


Pour les investisseurs institutionnels, les principaux critères de sélection d'un OPC sont les suivants : « Actionnaire de référence de la société de gestion », « Dépositaire / Conservateur du fonds », « Ancienneté de la société de gestion », actionnaire principal, qualité du dépositaire et du conservateur.

La notation de la société de gestion et celle du Fonds apparaissent moins prédominantes.

RÉMUNÉRATION PAR TYPE DE GESTION

✓ Quelle rémunération pour quelle gestion ?



En ce qui concerne la gestion active, la préférence des investisseurs institutionnels va pour les deux « frais fixes » et « Frais liés à la performance ».

Pour la gestion benchmarkée et la gestion indicielle, les investisseurs préfèrent très largement les frais fixes, respectivement à 74,4 % et à 91,9 %.

RAISONS POUR QUITTER DES PARTENAIRES FINANCIERS

☑ Quelles sont les raisons qui vous poussent à quitter parfois vos partenaires financiers ?

RAISONS QUI POUSSENT LES INVESTISSEURS À QUITTER LEURS PARTENAIRES FINANCIERS (préférence de 1 à 3)



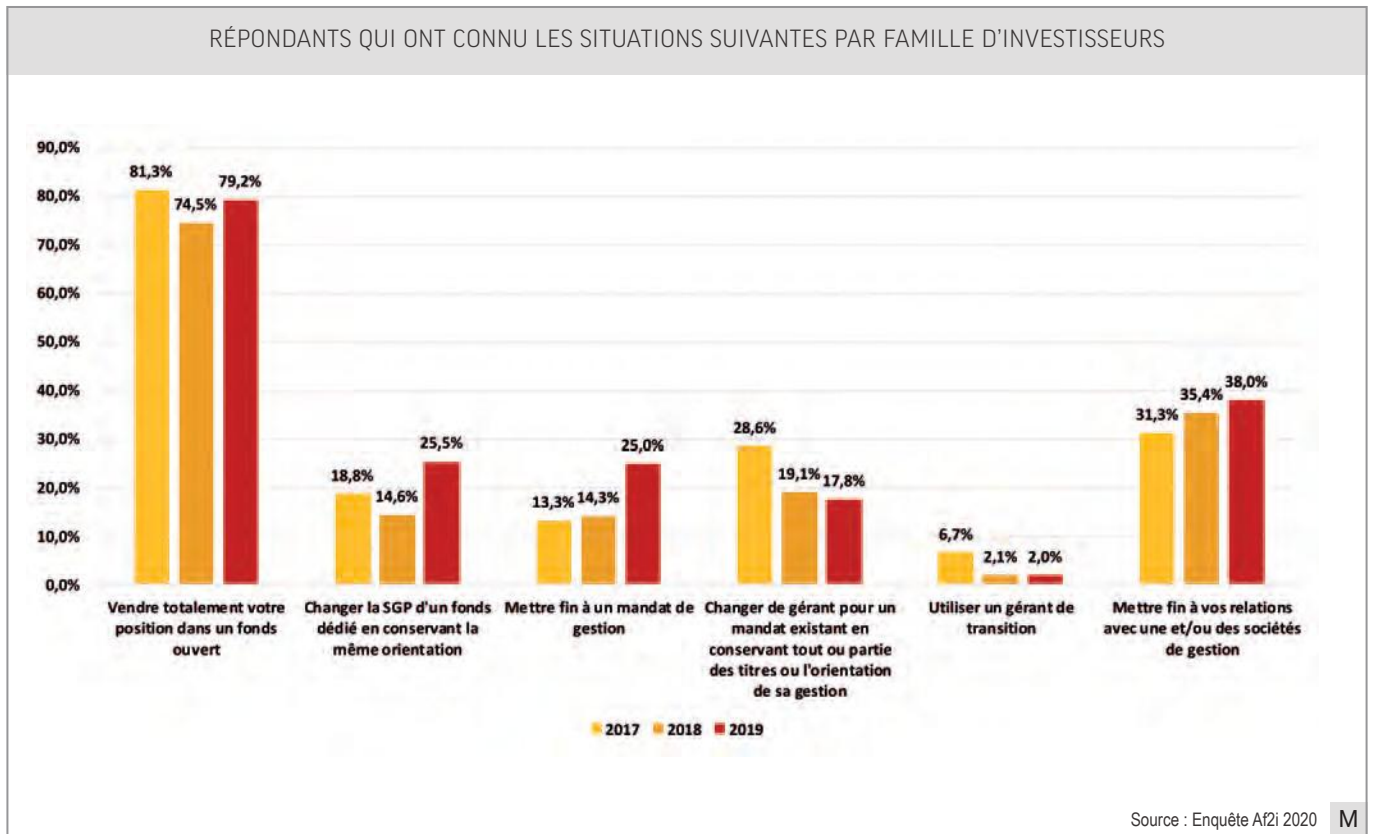
Source : Enquête Af2i 2020 M

Les raisons qui poussent les investisseurs institutionnels à quitter leurs partenaires restent d'actualité : « Mauvaise maîtrise

des risques », « Manque de performance » et « Manque de transparence ».

CESSATION DES RELATIONS AVEC DES SOCIÉTÉS DE GESTION

✓ Vous est-il déjà arrivé de mettre fin à vos relations avec des sociétés de gestion ?



Pour l'Enquête Af2i 2020, plusieurs choix étaient possibles.

Les situations pour lesquelles les répondants ont rompu leurs relations avec les sociétés de gestion sont multiples.

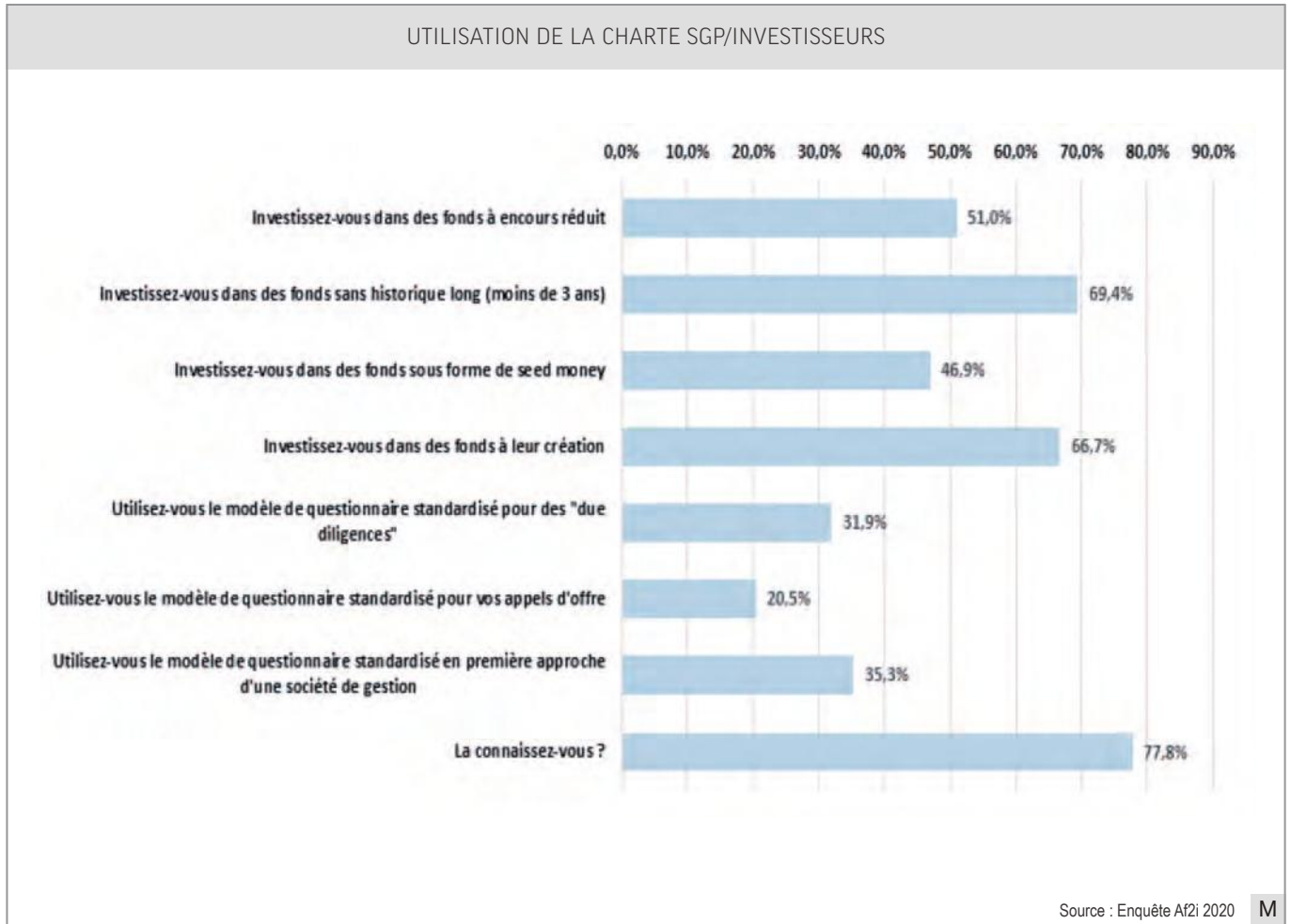
L'Enquête Af2i 2020 révèle que les répondants ont encore été plus nombreux cette année à mettre fin aux relations avec des sociétés de gestion par rapport l'année dernière : 38 % contre 35,4 % à fin 2019.

Sur les trois dernières années, la situation la plus fréquente qu'ont connue les répondants est celle de « Vendre totalement une position dans un fonds ouvert ».

Le choix d'utiliser un gérant de transition reste une solution très marginale au regard des autres choix sélectionnés par les répondants.

CHARTE SGP / INVESTISSEURS

✓ L'Af2i est signataire de la Charte SGP/Investisseurs, l'utilisez-vous ?

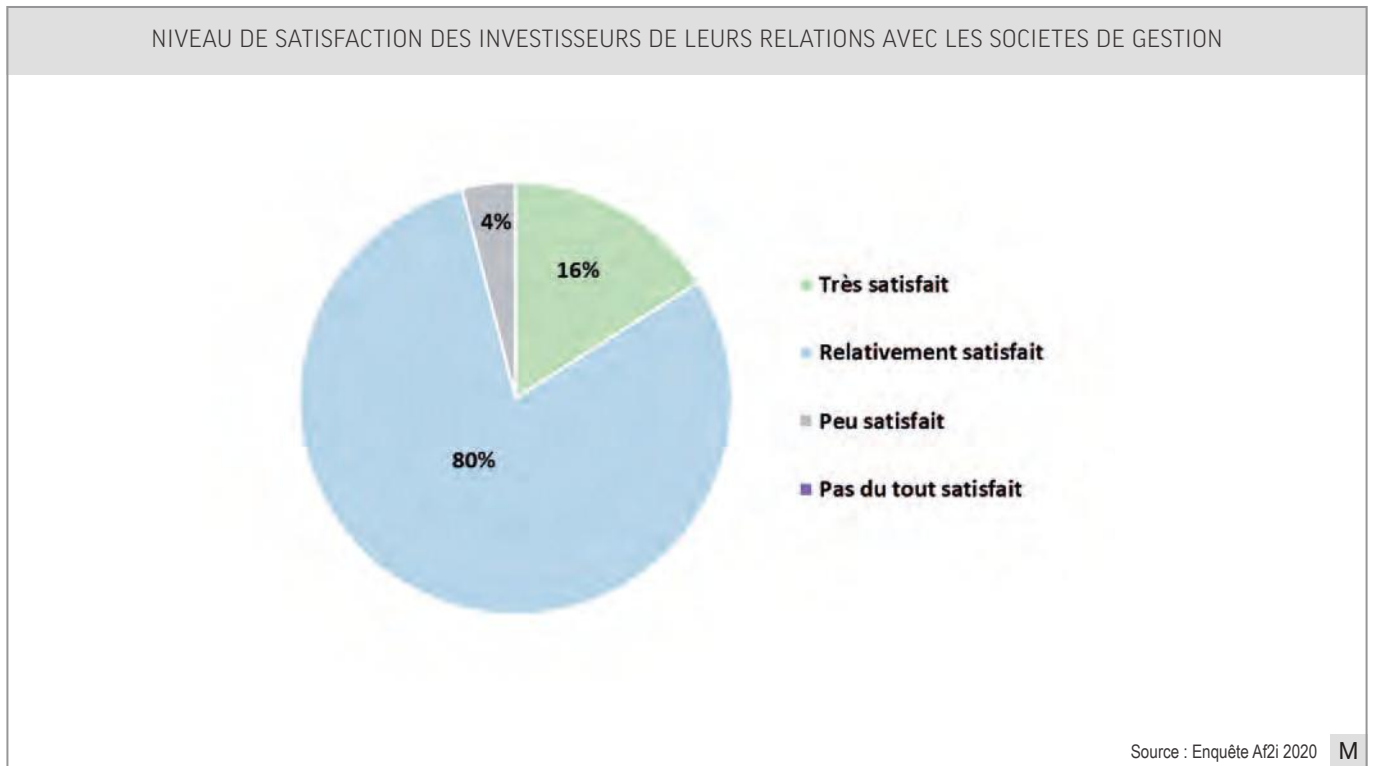


Dans la très grande majorité, les investisseurs institutionnels connaissent la charte « SGP » de l'Af2i / AFG (77,8 %).

À noter que 67% des répondants affirment investir dans des fonds à leur création alors qu'ils n'étaient que 59% à fin 2018.

QUALITÉ DES RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION

☑ Globalement, diriez-vous que de votre relation avec les sociétés de gestion, vous êtes ... ?



On constate une amélioration du niveau de satisfaction des investisseurs institutionnels. En effet, 16% des investisseurs institutionnels sont « Très satisfaits » contre 13% l'an dernier.

Globalement, le poids des investisseurs institutionnels « Très satisfaits » et « Satisfaits » reste le même d'une Enquête à l'autre, soit 96%.

Pour la première année, ont été réunis en un seul dossier l'Enquête Af2i et ce qu'il était coutume de publier sous le libellé « Panorama ».

Cette dernière partie est réalisée par l'OEE – Observatoire de l'Épargne Européenne –, entre mai et juillet 2020, en collaboration avec l'Af2i, sur la base des données disponibles à cette période. Les sources sont multiples : Eurostat, OCDE, EIOPA, Système européen des comptes, comptabilités nationales de différents pays européens, ...

L'Af2i tient à remercier Jacques DE LAROSIÈRE, président de l'OEE, pour la collaboration pérenne qu'il a su instaurer avec Jean EYRAUD, entre OEE et AF2I. L'étude présentée ci-après a été réalisée en majeure partie par Grégoire NAACKÉ, avec l'assistance de Laëtitia GABAUT, dans le cadre d'échanges suivis avec Richard REYNOLD et Sylvie MALÉCOT, pour l'Af2i.

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 sécurités 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 a été 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 piliers 2 et 3.

Dans les conclusions de l'OEE, on retiendra, en cette période où le soutien à l'économie est plus que jamais d'actualité, qu'il existe une forte corrélation entre présence significative de fonds de pension et forte culture de l'investissement en actions, dans des pays comme les Pays-Bas et la Suède. C'est moins probant dans les pays où l'épargne de long terme complémentaire est moins développée, en raison notamment de la présence d'un système public généreux de retraite par répartition.

Cela se traduit par une différence marquée dans le mode de financement des entreprises, et par le poids du financement en fonds propres dans le bilan des sociétés financières.

Cela doit conduire à réfléchir aux modèles les plus pertinents et les plus pérennes pour les axes de développement de l'épargne, et à redonner aux institutionnels les libertés réglementaires d'une gestion d'actifs avec un horizon d'investissement de long terme.

08. Épargne de long terme des ménages et placements des investisseurs institutionnels dans les autres pays d'Europe

PRÉAMBULE MÉTHODOLOGIQUE RETENUE PAR L'OEE

Nous allons, dans cette section, comparer les placements des investisseurs institutionnels français avec ceux des investisseurs institutionnels des autres pays d'Europe notamment l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suède.

Les placements pris en compte sont les placements :

- 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, les fonds de pension, et les fonds de sécurité sociale nous utilisons en premier lieu les données de comptabilité nationale qui ne prennent en compte que les placements financiers.

Dans le Système Européen des comptes SEC 201011, le secteur des compagnies d'assurance (S128), regroupe « toutes les sociétés et quasi-sociétés financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation de risques, principalement sous la forme d'activités d'assurance directe ou de réassurance ». Les statistiques de l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) permettent en outre d'obtenir une granularité plus fine des placements des compagnies d'assurance – avec par exemple une distinction entre les obligations d'État et les obligations d'Entreprise – et d'obtenir des statistiques sur les placements non 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 par ailleurs d'obtenir une granularité plus fine des placements des fonds de pension professionnels et d'obtenir des statistiques sur les placements non financiers.

En moyenne les placements des compagnies d'assurance et des fonds de pension représentent 89% 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 participer au régime ou de verser des cotisations en vertu des dispositions légales ou réglementaires ;
- a) 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 ainsi 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 comparatif 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, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) en Allemagne et 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 indirecte, en collectant l'épargne de long terme des ménages. C'est pourquoi, nous proposons également d'analyser dans

cette section de manière plus fine les systèmes de retraite complémentaires et le rôle joué par les investisseurs institutionnels dans les différents pays d'Europe.

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

Nous allons concentrer 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.

Tableau récapitulatif des produits d'épargne retraite complémentaires volontaires

| PAYS | PRODUIT | DATE DE CRÉATION | SOUSCRIPTION (% population) | ENCOURS (Md€) |
|------|---|------------------|---|----------------------|
| DE | Contrats « Riester » | 2002 | 16.6 millions de contrats à fin 2018 | NA |
| | Contrats « Rürup » | 2005 | NA | NA |
| | Fonds de pension et contrats d'assurance-vie privés | NA | 71 millions de contrats à fin 2018 | 1 887 Md€ |
| BE | Fonds de pension - Assurance Groupe (Pilier 2) | 1985 | 3,8 millions d'individus couverts à fin 2018 | 107,7 Md€ à fin 2018 |
| | Épargne pension et Plans d'épargne de long terme | 1987 | 2 actifs sur 3 couverts par au moins un produit à fin 2018 | NA |
| ES | Fonds de pension individuels | NA | 7,6 millions de contrats appartenant à 6,5 millions d'individus | 73 Md€ |
| | PPA (Planes de Previsión Asegurados) | NA | 959 900 personnes assurées | 12,5 Md€ |
| IT | 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€ |
| | Fonds de pension ouverts et contractuels (Pilier 2) | 1993 | | 78,9 Md€ |
| NL | 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. | |
| | Assurance retraite | NA | | |
| SE | Fonds de pension individuels (IPS) | NA | 34,5% | NA |
| | Contrats d'assurance retraite individuels | NA | | NA |

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

1. Avec la France, ils représentent 89 % du produit intérieur brut (PIB) de l'ensemble des pays de la zone euro. L'encours total des placements des sociétés d'assurance et fonds de pension dans la zone euro s'élevait en 2019 à 11 090 Md€. Les 6 pays sélectionnés comptent avec la France pour 96 % de ces placements.

2. Ils présentent des modèles de financement des retraites différentes avec d'une part des pays comme l'Italie et l'Espagne où le financement des retraites repose principalement sur le système public par répartition et où la culture de l'investissement en actions est moins importante et d'autre part des pays comme la Pays-Bas et la Suède où le poids des fonds de pension est important et où les ménages sont plus exposés au marché des actions.

PANORAMA DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN EUROPE

La France est le premier 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, les encours d'actifs pris en compte dans la présente Enquête Af2i s'élevaient à 2 305 Md€ (hors UC) à fin 2019. Ce chiffre est à rapprocher des 3 528 Md€ reportés dans le graphique suivant (*graphique 1*) qui constituent l'en-

semble 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.

GRAPHIQUE 1 - PLACEMENTS FINANCIERS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN EUROPE (MD€)



Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, investisseurs de long terme publics ou parapublics. Compilation et calculs IEM Finance. Données relatives à l'année 2018 pour les fonds de sécurité sociale sauf pour la Belgique, l'Espagne et la Suède.

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. Au final, 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 et fait de la France le premier pays d'Europe en termes d'encours de placements des investisseurs institutionnels.

GRAPHIQUE 2 - ENCOURS DES AVOIRS DES MÉNAGES PAR HABITANT SOUS FORME DE CONTRATS D'ASSURANCE-VIE ET FONDS DE PENSION (milliers d'euros par habitant)

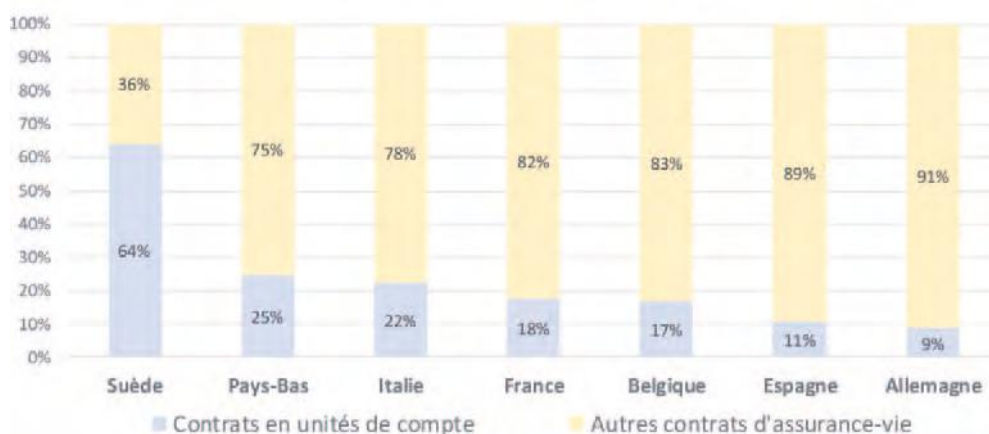


Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance – Données relatives à l'année 2019

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 accompagné

d'une assurance décès, être des simples produits d'épargne ou une combinaison des deux. Ils peuvent être liés au support d'investissement (contrats en unités de compte) ou non.

GRAPHIQUE 3 – RÉPARTITION DES PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE-VIE EN FONCTION DU TYPE DE CONTRATS (% du total à fin 2019)



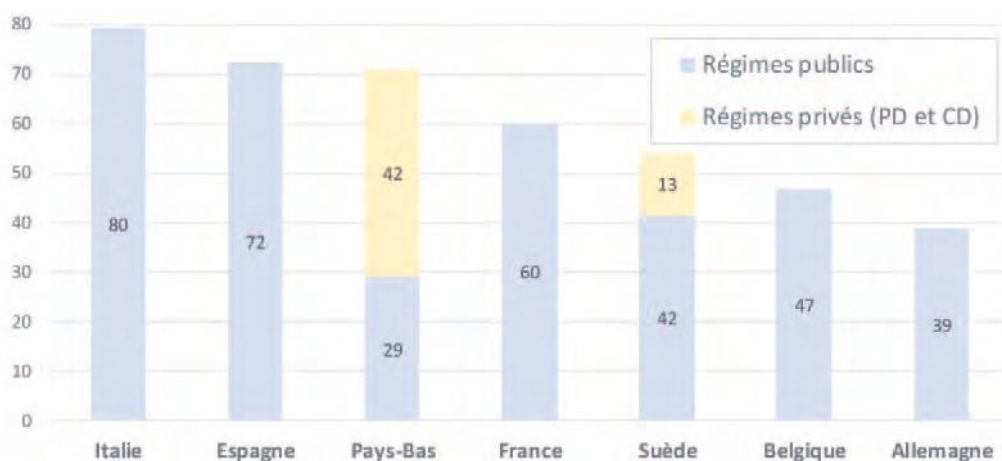
Source : EIOPA, Insurance statistics, compilation et calculs IEM Finance

Dans les pays où la culture de l'investissement en actions est plus forte, comme la Suède et les Pays-Bas, 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 (64 %) est 3,5 fois supérieur à ce qui est observé en France (18 %).

Enfin, en ce qui concerne l'encours des avoirs des ménages détenus sous forme de fonds de pension, il est nettement plus

important dans les pays où le système de retraite public est moins généreux et où les fonds de pension collectent la plus grande partie de l'épargne des ménages. Aux Pays-Bas, pour les ménages ayant un revenu moyen, le taux de remplacement brut du régime de retraite public obligatoire est égal à seulement 28,7 % contre 39,6 % en moyenne dans les pays de l'OCDE. En Italie, en Espagne et en France, il est supérieur à 60 %, soit plus du double de ce qui est observé aux Pays-Bas.

GRAPHIQUE 4 – TAUX DE REMPLACEMENT BRUTS DES RÉGIMES DE RETRAITE PUBLICS OBLIGATOIRES ET PRIVÉS OBLIGATOIRES (pourcentage du salaire individuel pour un salaire moyen)

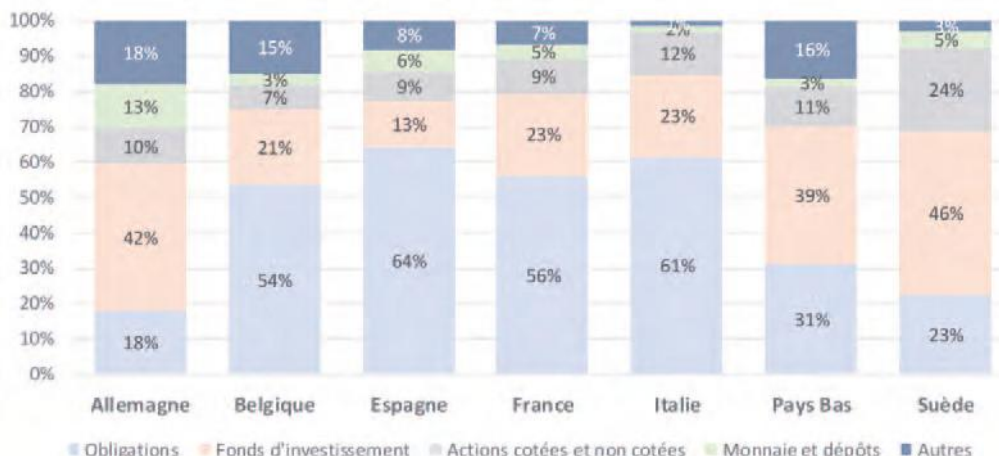


Source : OCDE (2020), « Taux de remplacement bruts : régimes de retraite publics et privés, obligatoires et facultatifs », dans Pensions at a Glance 2019 : OECD and G20 Indicators, Éditions OCDE, Paris.

Si nous regardons maintenant la composition des placements financiers des investisseurs institutionnels, ce sont les obligations et les fonds d'investissements qui représentent la part la plus importante en Europe. En moyenne les obligations représentent 39 % du total de leurs actifs financiers et les fonds d'investissements non monétaires 33 %. Les actions (cotées et non cotées) détenues en direct ne représentent que 11 % de leur patrimoine financier, se répartissant à parts quasi égales entre

le coté et le non coté, tandis que les liquidités (monnaie, dépôts et parts de fonds d'investissements monétaires) comptent pour 6 % des actifs financiers. La part des actions détenues en direct est nettement plus importante en Suède que dans les autres pays. C'est en France et en Belgique qu'elle est la plus faible.

GRAPHIQUE 5 - COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES COMPAGNIES D'ASSURANCE ET FONDS DE PENSION (en pourcentage du total des actifs financiers)



Source : EIOPA, Insurance statistics, compilation et calculs IEM Finance

Comme nous l'avons rappelé dans le préambule méthodologique, la comptabilité nationale ne fournit que des données sur les placements financiers des différents agents économiques. À titre indicatif, selon l'estimation faite par PensionsEurope, les actifs immobiliers représentent en moyenne 10 % de l'allocation d'actifs des fonds de pension en

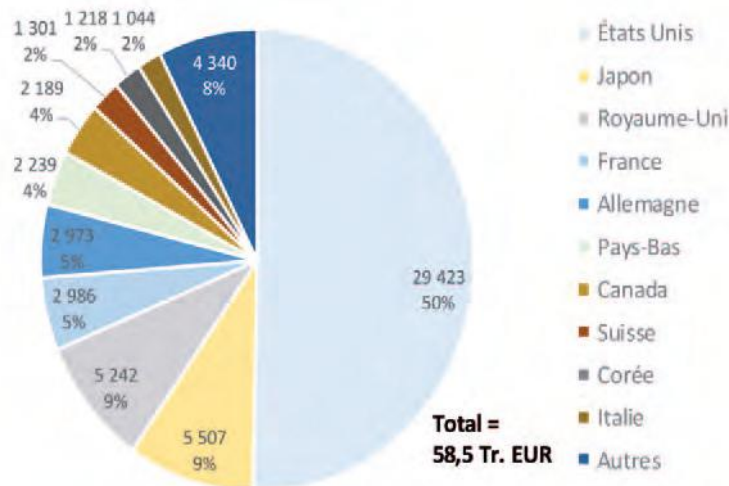
Europe. En France, d'après les résultats de l'enquête Af2i sur l'allocation d'actif des investisseurs institutionnels, l'immobilier représente 6 % du portefeuille total de placements.

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 administrations de sécurité sociale, pour lesquelles on ne dispose pas de données spécifiques pour les États-Unis, ni les investisseurs de long terme publics ou parapublics. Les don-

nées de l'OCDE sont fournies en dollars. La différence de source et de définition ainsi que la conversion en euro expliquent l'écart, notamment pour la France (2 986 Md€), par rapport aux chiffres reportés dans le graphique 1 (3 528 Md€ pour la France dont 2 893 Md€ pour les compagnies d'assurance).

GRAPHIQUE 6 - ENCOURS DE PLACEMENTS
DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE MONDE (2019 - Md€)



Source : Données à fin juin 2018 pour les États-Unis

La France se situe en quatrième position avec un poids relatif des placements des investisseurs institutionnels égal à 5% du total mondial.

LES SPÉCIFICITÉS NATIONALES

L'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 du régime de retraite public obligatoire, égal à

38,7 % pour un salaire moyen, est proche de la moyenne des pays de l'OCDE (39,6 %) bien que significativement inférieur à ce qui est observé en Italie (79,5 %), en Espagne (72,3 %) ou en France (60,1 %).

Tableau DE1 – Composition du patrimoine financier des ménages allemands en 2019

| | En Md€ | En € par habitant | En % du total | Moy. zone euro en % du total |
|--|--------------|-------------------|---------------|------------------------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 2 665 | 32 101 | 40,0% | 33,4% |
| Obligations | 153 | 1 846 | 2,3% | 2,1% |
| Actions cotées | 374 | 4 510 | 5,6% | 4,3% |
| Actions non cotées | 106 | 1 279 | 1,6% | 7,2% |
| Autres participations | 238 | 2 861 | 3,6% | 7,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 763 | 9 190 | 11,5% | 9,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 389 | 4 691 | 5,8% | 2,2% |
| Assurance-vie | 1 037 | 12 488 | 15,6% | 18,6% |
| Fonds de pension | 905 | 10 904 | 13,6% | 13,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 32 | 386 | 0,5% | 2,2% |
| Patrimoine financier total | 6 663 | 80 257 | 100,0% | 100,0% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3 % en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les contrats d'assurance-vie et fonds de pension représentent 29,1 % du patrimoine financier des ménages allemands. La part de ces produits de long terme dans le patrimoine financier des ménages reste très stable dans le temps. Elle est toujours restée aux alentours de 30 % depuis 10 ans. Elle est par ailleurs relativement proche de la moyenne de la zone euro (32 %).

Dans les contrats d'assurance-vie, les contrats en unités de compte ne représentent que 9 % des provisions mathématiques. C'est deux fois moins qu'en France et c'est le pourcentage le moins élevé parmi les 6 pays sous revue dans cette section.

Afin de faire face au vieillissement de la population et au ralentissement de la croissance, 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. 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 ».

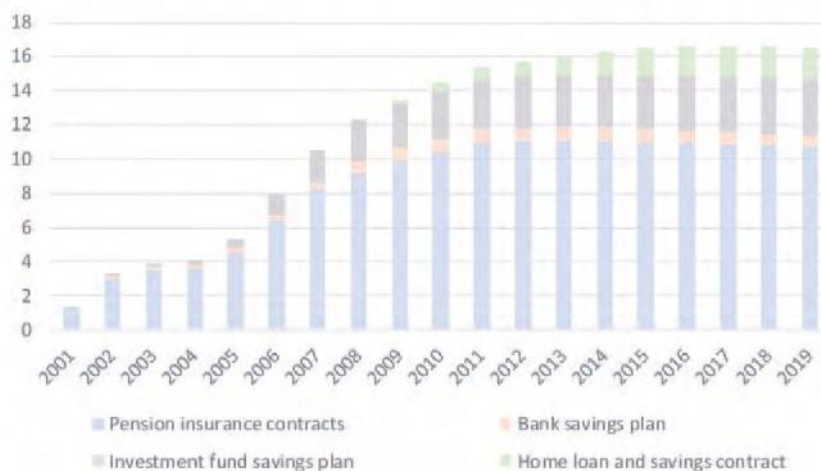
Les contrats «Riester» concernent tous types d'individus et peuvent être commercialisés par toutes les types d'intermédiaires.

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

Il existe quatre catégories⁽²⁾ de plans « Riester » :

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

GRAPHIQUE DE1 - EVOLUTION DU NOMBRE DE CONTRATS RIESTER EN ALLEMAGNE DEPUIS LEUR CRÉATION (millions de contrats)



Source : Bundesministerium für Arbeit und Soziales

Souvent attaqués à cause des frais trop élevés et donc d'un rendement réel trop faible la croissance des contrats «Reister» s'est essouffée sur les dix dernières années. Nous

avons même pu observer pour la première fois en 2019 une légère baisse du nombre de contrats ouverts.

(2) OEE Septembre 2019 : « German Pension System – the state of public, private and company pension schemes, and the need for reform »

Tableau DE2 – Composition de l'actif financier des compagnies d'assurance en Allemagne

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|----------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 281,5 | 12,6% | -6,9% |
| Obligations | 476,1 | 21,4% | 13,6% |
| Crédits | 322,8 | 14,5% | 1,8% |
| Actions cotées | 25,7 | 1,2% | 122,7% |
| Actions non cotées | 243,1 | 10,9% | 9,6% |
| Autres participations | 2,3 | 0,1% | 143,8% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 727,5 | 32,7% | 15,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 82,7 | 3,7% | 7,9% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 3,2 | 0,1% | 8,5% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 62,4 | 2,8% | 15,7% |
| Total des actifs financiers | 2 227,4 | 100,0% | 9,4% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les compagnies d'assurance allemandes ne détiennent quasiment pas d'actions cotées en direct. Toutefois, les fonds d'investissements non monétaires représentent une part importante de leur portefeuille d'actifs financiers (32,7 %), soit plus de 9 points de pourcentage de plus qu'en France (23,4 %). Depuis 10 ans la part des liquidités (monnaie, dépôts

et parts de fonds d'investissement monétaires) dans le portefeuille des assureurs a baissé de manière significative, passant de 28,9 % en 2010 à 12,6 % en 2019 au profit des fonds d'investissement non monétaires (passés de 22 % à 32,7 %) et des obligations (passées de 11,7 % à 21,4 %). Le ratio obligations versus fonds d'investissements est en revanche relativement stable.

Il convient de noter que, contrairement à ce qui est observé dans la plupart des autres pays d'Europe, les obligations détenues par les compagnies d'assurance en Allemagne sont majoritairement (56,3 %) des obligations d'entreprise.

Tableau DE3 – Composition de l'actif financier des fonds de pension en Allemagne

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 90,2 | 12,2% | -5,9% |
| Obligations | 54,7 | 7,4% | 12,3% |
| Crédits | 32,7 | 4,4% | 3,2% |
| Actions cotées | 2,4 | 0,3% | 14,1% |
| Actions non cotées | 4,8 | 0,6% | 21,3% |
| Autres participations | 21,3 | 2,9% | 34,2% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 506,1 | 68,4% | 21,3% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 8,5 | 1,2% | 5,0% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 0,0 | 0,0% | -100,0% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 19,0 | 2,6% | 4,5% |
| Total des actifs financiers | 739,7 | 100,0% | 15,3% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1 % en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Le portefeuille financier des fonds de pension allemands est très largement constitué de fonds d'investissement non monétaires. En effet, ces dernières représentent 68,4 % du portefeuille total en 2019 (contre 51,1 % en moyenne dans la zone euro). C'est avec la Belgique, le pays de notre échantillon où ce pourcentage est le plus élevé. Ce phénomène s'est par ailleurs accentué au cours des 10 dernières années. En 2010, les fonds d'investissement non monétaires représentaient 38,9 % du total des placements financiers alors que les obli-

gations représentaient 8,3 % du total (contre 7,4 % en 2019) et les liquidités 39,3 % (contre 12,2 % en 2019).

L'actif total des fonds de pension professionnels s'élevait à fin 2018 à 243,5 Md€ en Allemagne (source EIOPA). Ainsi, les fonds de pension professionnels représentent environ 38 % de l'encours total des placements totaux des fonds de pension (professionnels et non professionnels). Comme pour l'ensemble des fonds de pension, les placements des fonds de pension professionnels sont majoritairement investis sur des OPC (49,1 %), mais les obligations détenues en direct représentent aussi une part significative du portefeuille (28,8 %).

La 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 du système de retraite public obligatoire (premier pilier) à 47 % si situe entre l'Allemagne (39 %) et la France (60 %).

Le nombre d'individus couverts par les véhicules de placements de type piliers 2 et 3 continue de croître rapidement. Respectivement 75 % et 66 % de la population active est couverte par ces deux piliers. Les produits d'épargne retraite de type pilier 2 et pilier 3 peuvent prendre la forme de fonds de pension (gérés par une IORP pour le pilier 2 ou une banque

pour le pilier 3) ou de contrats d'assurance (contrats d'assurance groupe pour le pilier 2 ou contrats d'assurance-vie individuelle pour le pilier 3).

Au total le poids de l'assurance-vie et des fonds de pension dans le patrimoine financier des ménages belges (22,4 %) reste plus faible que dans les autres pays sauf l'Espagne et 10 points de pourcentage en dessous de la moyenne la zone euro (32 %). Ceci est en partie expliqué par le fait que les plans d'épargne retraite du pilier 3 peuvent être gérés par des sociétés de gestion et apparaissent ainsi dans la catégorie fonds d'investissement.

08. Épargne de long terme des ménages et placements des investisseurs institutionnels dans les autres pays d'Europe

Tableau BE1 – Composition du patrimoine financier des ménages belges en 2019

| | En Md€ | En € par habitant | En % du total | Moy. zone euro en % du total |
|--|--------------|-------------------|---------------|------------------------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 448 | 39 065 | 31,8% | 33,4% |
| Obligations | 39 | 3 387 | 2,8% | 2,1% |
| Actions cotées | 70 | 6 091 | 5,0% | 4,3% |
| Actions non cotées | 160 | 13 941 | 11,3% | 7,2% |
| Autres participations | 130 | 11 344 | 9,2% | 7,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 219 | 19 098 | 15,5% | 9,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 13 | 1 103 | 0,9% | 2,2% |
| Assurance-vie | 213 | 18 605 | 15,1% | 18,6% |
| Fonds de pension | 102 | 8 917 | 7,2% | 13,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 17 | 1 471 | 1,2% | 2,2% |
| Patrimoine financier total | 1 409 | 123 023 | 100,0% | 100,0% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3 % en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Tableau BE2 – Composition de l'actif financier des compagnies d'assurance en Belgique

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 11,3 | 3,2% | -4,8% |
| Obligations | 205,9 | 58,3% | 6,2% |
| Crédits | 37,1 | 10,5% | 20,3% |
| Actions cotées | 9,4 | 2,7% | 16,9% |
| Actions non cotées | 10,8 | 3,1% | -32,5% |
| Autres participations | 3,8 | 1,1% | 224,8% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 53,8 | 15,2% | 52,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 7,9 | 2,2% | 43,6% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 1,1 | 0,3% | -23,1% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 12,1 | 3,4% | 46,5% |
| Total des actifs financiers | 353,2 | 100,0% | 13,1% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

concentrée sur les obligations (58,3 % contre 56,1 % en France), peu d'actions cotées détenues en direct (2,7 % contre 3,2 % en France) et 15,2 % du portefeuille détenu sous forme de parts de fonds d'investissement non monétaires (contre 23,4 % en France).

La composition des placements financiers des compagnies d'assurance en Belgique est relativement proche de ce qui est observé en France, avec une large majorité des placements

En Belgique les fonds d'investissement détenus par l'ensemble des agents économiques sont majoritairement des fonds multi-

actifs (48%) et des fonds actions (30%). Les fonds obligataires ne représentent que 7% de l'actif net total de l'ensemble des fonds d'investissement nationaux contre 18% en moyenne dans les six pays sous revue. C'est ce qui explique, que, malgré la forte concentration de leur portefeuille en obligations, les compagnies d'assurance belges ont tout de même profité des effets de valorisation positifs sur les marchés actions en 2019

via les fonds actions et multi-actifs. Ainsi l'encours total des placements financiers a progressé de manière significative (13,1%).

Enfin, comme en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas, les obligations détenues par les compagnies d'assurance sont majoritairement des obligations d'Etat (69,2%).

Tableau BE3 – Composition de l'actif financier des fonds de pension en Belgique

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|-------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 1,4 | 3,4% | -21,4% |
| Obligations | 4,4 | 11,1% | 12,4% |
| Crédits | 0,2 | 0,6% | -62,3% |
| Actions cotées | 2,5 | 6,3% | 9,0% |
| Actions non cotées | 0,5 | 1,1% | 22,0% |
| Autres participations | 0,0 | 0,0% | -59,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 29,8 | 75,4% | 23,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 0,5 | 1,4% | 2,9% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 0,3 | 0,6% | -7,6% |
| Total des actifs financiers | 39,6 | 100,0% | 16,9% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les fonds de pension belges sont essentiellement des fonds de pension professionnels. Comme nous l'avons vu précédemment, les produits d'épargne retraite individuels sont gérés soit par des sociétés de gestion, soit par des compagnies d'assurance.

Les 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 revus.

L'Espagne

Comme nous l'avons montré dans le graphique 2, 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. Pour leur retraite, les ménages comptent principalement sur le système public de retraite qui offre après l'Italie, le meilleur taux de remplacement.

Par ailleurs, historiquement et culturellement, c'est un pays où les ménages épargnent peu pour leur retraite (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.

Tableau ES1 – Composition du patrimoine financier des ménages espagnols en 2019

| | En Md€ | En € par habitant | En % du total | Moy. zone euro en % du total |
|--|--------------|-------------------|---------------|------------------------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 921 | 19 631 | 38,5% | 33,4% |
| Obligations | 21 | 449 | 0,9% | 2,1% |
| Actions cotées | 129 | 2 738 | 5,4% | 4,3% |
| Actions non cotées | 218 | 4 654 | 9,1% | 7,2% |
| Autres participations | 322 | 6 860 | 13,4% | 7,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 335 | 7 148 | 14,0% | 9,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 18 | 375 | 0,7% | 2,2% |
| Assurance-vie | 194 | 4 141 | 8,1% | 18,6% |
| Fonds de pension | 176 | 3 757 | 7,4% | 13,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 61 | 1 300 | 2,5% | 2,2% |
| Patrimoine financier total | 2 396 | 51 053 | 100,0% | 100,0% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les portefeuilles financiers des compagnies d'assurance espagnoles ont progressé de manière nettement moins forte que dans les autres pays en 2019 (+3,4%). Ceci s'explique par la

forte concentration de ces portefeuilles sur les obligations (73,7% contre 42,6% en moyenne dans la zone euro). C'est le pourcentage le plus élevé parmi les pays sous revue. En outre, comme en Belgique, en Italie et aux Pays-Bas, la grande majorité des obligations détenues par les compagnies d'assurance (72,5%) sont des obligations d'État.

Tableau ES2 – Composition de l'actif financier des compagnies d'assurance en Espagne

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 18,6 | 5,8% | -18,0% |
| Obligations | 236,8 | 73,7% | 4,1% |
| Crédits | 3,4 | 1,1% | -16,7% |
| Actions cotées | 7,8 | 2,4% | 22,2% |
| Actions non cotées | 10,3 | 3,2% | 8,3% |
| Autres participations | 2,4 | 0,7% | 0,0% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 22,3 | 7,0% | 20,0% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 6,9 | 2,2% | 12,2% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 6,4 | 2,0% | 4,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 6,1 | 1,9% | -11,4% |
| Total des actifs financiers | 321,1 | 100,0% | 3,4% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3% en moyenne dans la zone euro et

maximum 3,4% à Malte et 3% en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Tableau ES3 – Composition de l'actif financier des fonds de pension en Belgique

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 11,4 | 7,6% | -4,7% |
| Obligations | 65,9 | 44,4% | -1,4% |
| Actions cotées | 19,4 | 13,1% | 17,1% |
| Actions non cotées | 0,1 | 0,1% | -15,4% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 37,2 | 25,1% | 22,5% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 14,2 | 9,6% | 7,1% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 0,1 | 0,1% | -17,0% |
| Total des actifs financiers | 148,5 | 100,0% | 6,5% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme pour les compagnies d'assurance, les actifs des fonds de pension espagnols sont majoritairement investis sous forme d'obligations détenues en direct (44,4%). Toutefois, ces derniers détiennent également une part non négligeable (13,1%) de leur portefeuille sous forme d'actions cotées, ce qui leur a permis de mieux profiter de la bonne performance des marchés d'actions en 2019 et de voir l'encours de leurs placements

financiers progresser presque deux fois plus (6,5%) que celui des compagnies d'assurance (3,4%).

L'actif total des fonds de pension professionnels s'élevait à fin 2018 à 34,6 Md€ en Espagne (source EIOPA). Ainsi, les fonds de pension professionnels représentent environ 25% de l'encours total des placements totaux des fonds de pension (professionnels et non professionnels). Comme pour l'ensemble des fonds de pension, les placements des fonds de pension professionnels sont majoritairement investis sur des obligations (34,4%).

L'Italie

Comme en Espagne, les ménages italiens comptent principalement sur le système public par répartition pour leur retraite. C'est le pays d'Europe dans lequel le taux de remplacement est le plus élevé. Une réforme a été menée en 2011 afin de garantir l'équilibre du régime par répartition. Le départ en retraite n'est plus conditionné par l'âge, mais par le nombre d'années travaillées. Les départs anticipés sont toujours possibles mais avec des pénalités. Malgré les réformes successives, l'Italie reste le pays d'Europe où les dépenses pour le paiement des retraites sont les plus élevées en pourcentage du PIB (16,2% en 2018).

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 est très présent. S'il reste moins important qu'en France (35,3%) le poids des contrats d'assurance-vie dans le portefeuille des ménages reste significatif (18,2%).

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. A fin 2019, le nombre total d'actifs souscrivant à un fonds de pension indivi-

duel ou collectif s'élevait 8,264 millions. Les encours sous gestion des produits des piliers 2 et 3 s'élevaient à 114,46 Md€ à fin 2019.

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 demander un déblocage anticipé, à hauteur de 70% des capitaux accumulés au maximum, à titre exceptionnel en cas de problèmes de santé, de premier achat immobilier ou de congé parental. 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 des obligations en direct de manière significative (6,1% du patrimoine financier total).

Tableau IT1 – Composition du patrimoine financier des ménages italiens en 2019

| | En Md€ | En € par habitant | En % du total | Moy. zone euro en % du total |
|--|--------------|-------------------|---------------|------------------------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 1 465 | 24 270 | 33,0% | 33,4% |
| Obligations | 271 | 4 492 | 6,1% | 2,1% |
| Actions cotées | 75 | 1 245 | 1,7% | 4,3% |
| Actions non cotées | 410 | 6 801 | 9,2% | 7,2% |
| Autres participations | 481 | 7 975 | 10,8% | 7,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 476 | 7 890 | 10,7% | 9,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 38 | 632 | 0,9% | 2,2% |
| Assurance-vie | 808 | 13 391 | 18,2% | 18,6% |
| Fonds de pension | 277 | 4 582 | 6,2% | 13,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 143 | 2 373 | 3,2% | 2,2% |
| Patrimoine financier total | 4 445 | 73 650 | 100,0% | 100,0% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3%

en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Tableau IT2 – Composition de l'actif financier des compagnies d'assurance italiennes

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 11,9 | 1,3% | -20,5% |
| Obligations | 580,0 | 62,2% | 10,0% |
| Crédits | 3,8 | 0,4% | 11,7% |
| Actions cotées | 39,2 | 4,2% | 29,8% |
| Actions non cotées | 35,7 | 3,8% | -2,9% |
| Autres participations | 27,0 | 2,9% | 0,4% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 224,2 | 24,0% | 20,9% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 4,7 | 0,5% | 7,7% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 0,4 | 0,0% | -9,0% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 5,5 | 0,6% | 12,8% |
| Total des actifs financiers | 932,2 | 100,0% | 11,7% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme en Espagne, le portefeuille financier des compagnies d'assurance italiennes est largement investi en obligations (62,2 %) et notamment en obligations d'État qui représentent 71,1 % des obligations détenues. L'encours des placements totaux a tout de même progressé de manière significative en 2019 (+11,7 %).

L'encours total des placements des fonds de pension, présentés comme tels dans la comptabilité nationale, ne représente que 8 % 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. D'après les statistiques de l'EIOPA, l'actif total des fonds de pension professionnels s'élevait à fin 2018 à 134 Md€.

Tableau IT3 – Composition de l'actif financier des fonds de pension italiens

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 7,1 | 6,5% | 10,2% |
| Obligations | 60,4 | 55,2% | 11,3% |
| Actions non cotées | 24,7 | 22,5% | 28,2% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 17,3 | 15,8% | 15,7% |
| Total des actifs financiers | 109,5 | 100,0% | 15,3% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en

Europe (1 % en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les Pays-Bas

Le poids des fonds de pension est particulièrement important au Pays-Bas, aussi bien dans le portefeuille financier des ménages (61,2%) que dans le total des placements des investisseurs institutionnels (76%). En effet les Pays-Bas se distinguent des autres pays d'Europe par le faible poids du régime public par répartition. Avec une forte culture de l'investissement de long terme, les ménages hollandais sont, comme les ménages suédois, plus exposés aux marchés actions et ont ainsi mieux profité de la bonne performance de ces derniers en 2019. L'encours total des placements financiers des ménages a progressé de 11,9% contre 7,6% en moyenne dans la zone euro.

Étant donné la place importante occupée par les fonds de pension, les contrats d'assurance-vie représentent en revanche une proportion plus faible de patrimoine financier des ménages au Pays-Bas et en Suède (respectivement 6% et 7% contre 18,6% en moyenne dans la zone euro). Il est également intéressant de noter qu'au total les avoirs liquides (monnaie et dépôts) représentent dans ces deux pays une partie moins importante du patrimoine financier total (respectivement 15,9% et 13,1% contre 33,4% en moyenne dans la zone euro).

Tableau NL1 – Composition du patrimoine financier des ménages néerlandais en 2019

| | En Md€ | En € par habitant | En % du total | Moy. zone euro en % du total |
|--|--------------|-------------------|---------------|------------------------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 443 | 25 623 | 15,7% | 33,4% |
| Obligations | 7 | 420 | 0,3% | 2,1% |
| Actions cotées | 39 | 2 262 | 1,4% | 4,3% |
| Actions non cotées | 244 | 14 115 | 8,7% | 7,2% |
| Autres participations | 16 | 947 | 0,6% | 7,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 100 | 5 759 | 3,5% | 9,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 9 | 522 | 0,3% | 2,2% |
| Assurance-vie | 170 | 9 856 | 6,0% | 18,6% |
| Fonds de pension | 1 725 | 99 819 | 61,2% | 13,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 66 | 3 807 | 2,3% | 2,2% |
| Patrimoine financier total | 2 819 | 163 130 | 100,0% | 100,0% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Les compagnies d'assurance néerlandaises détiennent la majeure partie de leurs avoirs sous forme d'obligations dans des proportions équivalentes à la moyenne européenne (39,3% contre 42,6% pour la moyenne de la zone euro). Ces obligations sont majoritairement des obligations d'État (66,9%).

Tableau NL2 – Composition de l'actif financier des compagnies d'assurance aux Pays-Bas

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 15,6 | 3,1% | -7,2% |
| Obligations | 199,2 | 39,3% | 8,4% |
| Crédits | 102,2 | 20,2% | 5,4% |
| Actions cotées | 12,3 | 2,4% | 21,2% |
| Actions non cotées | 14,1 | 2,8% | 17,2% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 98,4 | 19,4% | 15,3% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 2,6 | 0,5% | 0,3% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 33,5 | 6,6% | 96,8% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 29,4 | 5,8% | 10,0% |
| Total des actifs financiers | 507,3 | 100,0% | 12,4% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maximum 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Avec un encours total de placements financiers des fonds de pension égal à 1 729 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 61 % 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 (2 893 Md€) et en Allemagne (2 227 Md€) en valeur absolue, mais rapporté au nombre d'habitants il est plus de deux fois supérieur. En 10 ans cet encours a plus que doublé, passant de 798 Md€ en 2010 à 1 729 Md€ en 2019. Il s'agit majoritairement de fonds de pension professionnels.

Tableau NL3 – Composition de l'actif financier des fonds de pension aux Pays-Bas

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|----------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 42,4 | 2,5% | 24,6% |
| Obligations | 498,2 | 28,8% | 21,2% |
| Crédits | 32,6 | 1,9% | 12,2% |
| Actions cotées | 194,4 | 11,2% | 29,5% |
| Actions non cotées | 22,3 | 1,3% | 5,9% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 775,9 | 44,9% | 11,9% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 6,5 | 0,4% | -1,7% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 145,4 | 8,4% | 59,6% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 11,1 | 0,6% | 14,0% |
| Total des actifs financiers | 1 728,8 | 100,0% | 19,6% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en

Europe (1 % en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Comme en Suède, les fonds de pension aux Pays-Bas détiennent une part significative de leur patrimoine financier sous forme d'actions cotées détenues en direct (11,2%). Ils ont

ainsi pu profiter en 2019 de la bonne performance des marchés et la valeur de leur portefeuille financier a augmenté de près de 20%.

La Suède

La Suède a un régime en capitalisation public 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 82%. Cette évolution fait notamment suite à une réforme importante des retraites dans le pays mise en place depuis 2001.

Au final c'est le pays d'Europe dans lequel les ménages détiennent le plus d'actions cotées de manière directe (7,5% de leur patrimoine financier contre 4,3% en moyenne dans la zone euro) et de manière indirecte à travers les contrats d'assu-

rance-vie (64% des provisions techniques concernent des supports en unités de compte), les fonds de pension et les parts de fonds d'investissement. La part des fonds actions dans le total de l'actif net des fonds d'investissements suédois (64% source EFAMA) est bien supérieure à ce qui peut être observé dans les autres pays d'Europe.

Ainsi c'est le pays dans lequel les ménages ont le plus profité de la bonne performance des marchés actions en 2019 et où l'encours total de leurs placements financiers a le plus progressé (+12,6%).

Tableau SE1 – Composition du patrimoine financier des ménages suédois en 2019

| | En Md€ | En € par habitant | En % du total | Moy. zone euro en % du total |
|--|--------------|-------------------|---------------|------------------------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 207 | 20 273 | 13,3% | 33,4% |
| Obligations | 16 | 1 557 | 1,0% | 2,1% |
| Actions cotées | 116 | 11 360 | 7,5% | 4,3% |
| Actions non cotées | 169 | 16 529 | 10,9% | 7,2% |
| Autres participations | 295 | 28 860 | 19,0% | 7,3% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 145 | 14 139 | 9,3% | 9,4% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 11 | 1 108 | 0,7% | 2,2% |
| Assurance-vie | 109 | 10 653 | 7,0% | 18,6% |
| Fonds de pension | 462 | 45 168 | 29,7% | 13,4% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 26 | 2 589 | 1,7% | 2,2% |
| Patrimoine financier total | 1 557 | 152 237 | 100,0% | 100,0% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans le patrimoine des ménages est marginale en Europe (maximum 0,3% en Grèce). 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 cotées détenues en direct. Les actions cotées détenues en direct repré-

sentent 13,3% du portefeuille financier des compagnies d'assurance et 17,8% du portefeuille des fonds de pension.

Le poids des obligations est ainsi moins élevé que dans les autres pays. En outre, contrairement à ce qui est observé dans les autres pays, les obligations détenues par les compagnies d'assurance suédoises et les fonds de pension professionnels

sont majoritairement des obligations d'entreprises (67,4 % pour les compagnies d'assurance et 77 % pour les fonds de pension professionnels).

Au final, les compagnies d'assurance et les fonds de pension ont une composition de portefeuille financier qui est relativement proche avec plus d'actions cotées détenues de manière directe et indirecte.

Tableau SE2 – Composition de l'actif financier des compagnies d'assurance en Suède

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 10,3 | 6,1% | 21,2% |
| Obligations | 38,6 | 22,8% | -2,9% |
| Crédits | 3,3 | 1,9% | 8,4% |
| Actions cotées | 22,6 | 13,3% | 17,0% |
| Actions non cotées | 10,8 | 6,4% | 14,0% |
| Autres participations | 2,9 | 1,7% | 14,1% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 77,0 | 45,4% | 24,9% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 2,6 | 1,6% | 0,6% |
| Dérivés et options sur titres des salariés | 0,4 | 0,2% | 49,5% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 1,0 | 0,6% | -9,6% |
| Total des actifs financiers | 169,6 | 100,0% | 14,4% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des compagnies d'assurance est relativement faible en Europe (1,3 % en moyenne dans la zone euro et maxi-

mun 3,4 % à Malte et 3 % en France). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Tableau SE3 – Composition de l'actif financier des fonds de pension en Suède

| | 2019 (Md€) | 2019 (%) | 2019 vs 2018 |
|--|--------------|---------------|--------------|
| Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires) | 20,9 | 4,0% | 8,6% |
| Obligations | 116,2 | 22,4% | 1,8% |
| Crédits | 6,5 | 1,3% | 3,0% |
| Actions cotées | 92,2 | 17,8% | 24,8% |
| Actions non cotées | 26,3 | 5,1% | 28,2% |
| Autres participations | 7,7 | 1,5% | 8,6% |
| Parts de fonds d'investissement non monétaires | 241,3 | 46,6% | 27,1% |
| Provisions techniques d'assurance non-vie | 3,5 | 0,7% | 56,5% |
| Autres comptes à recevoir/à payer | 3,6 | 0,7% | 30,9% |
| Total des actifs financiers | 518,1 | 100,0% | 18,9% |

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance
Données extraites le 16/07/2020

La part des fonds d'investissements monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en

Europe (1 % en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

CONCLUSION DE L'OEE

L'écart est relativement important en Europe entre les pays à forte culture de l'investissement en actions et une présence significative des fonds de pension comme les Pays-Bas et la Suède et les pays où l'épargne de long terme complémentaire est moins développée en raison notamment de la présence d'un système généreux de retraite public par répartition.

Il en résulte une différence dans le mode de financement des entreprises. En effet, la part du financement en fonds propres dans le bilan des sociétés financières est plus élevée en Suède et aux Pays-Bas que dans les autres pays.

À travers leur épargne, ce sont les ménages qui de manière directe ou indirecte financent les entreprises et l'économie en général. C'est pourquoi il est important, dans un contexte de vieillissement de la population et de nécessité croissante de constituer de l'épargne retraite complémentaire, d'inciter les ménages à orienter leur épargne vers l'investissement productif. C'est notamment l'ambition de la loi PACTE en France et du PEPP au niveau européen.

Plus globalement, les pays de la zone euro, dont la France, sont en retard par rapport aux pays anglo-saxons en ce qui concerne le financement par le marché des entreprises. En effet, dans la zone euro les entreprises se financent principalement par l'intermédiaire des banques, contrairement à ce qu'on peut observer aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

En France, les crédits bancaires représentaient à fin mai 2020, 62,7% de l'encours du financement des sociétés non financières et 47,8% du PIB. Cette situation a été favorisée par la persistance des taux historiquement bas. Toutefois, en faisant abstraction de la situation particulière actuelle liée à la crise de la Covid-19, les conditions d'octroi de crédits sont amenées à se durcir sur le long terme et les taux à remonter. Aussi, il est important que les entreprises de la zone euro puissent se financer autrement que par des crédits bancaires et que les investisseurs particuliers et institutionnels orientent leurs placements financiers vers des actions et/ou obligations d'entreprises. Cela fait partie du Plan d'Action de l'Union des Marchés de Capitaux en facilitant notamment l'accès aux marchés de capitaux pour les entreprises et les épargnants.

ANNEXES

Présentation de l'Af2i

Qui sommes-nous ?

L'association la plus représentative du monde institutionnel européen du fait de la diversité de ses membres :

- 79 membres, entreprises et institutions, représentant plus de 2 500 Md€ d'actifs gérés, quelle que soit leur famille d'appartenance (assurance, retraite, prévoyance, mutuelle de santé, fonds de dotation, fondation, association, entité publique ou institution spéciale, entreprise à statut spécifique...);
- 100 membres partenaires représentatifs des différents métiers des prestataires de gestion et du titre (sociétés de gestion de portefeuille, banques, courtiers, consultants, fournisseurs d'indices,...).

Notre ambition

- Fédérer tous les acteurs économiques concernés par les procédures et techniques de gestion institutionnelle.
- Forte de cette position fédératrice, être un centre de propositions et de réflexion, d'information et d'assistance.
- Représenter ses membres auprès des diverses autorités financières de régulation, de tutelle et de contrôle nationales ainsi que de leurs homologues européens.
- Définir et faire connaître les expériences et expertises institutionnelles sur les marchés, les classes d'actifs, l'ESG, ...

Notre action

- Une veille réglementaire stratégique.
- Une cartographie annuelle précise de nos membres et du monde institutionnel.
- Des travaux de recherche.
- Des guides et dossiers pratiques.
- Notre contribution active dans les groupes de travail de Place.
- Des propositions constructives auprès des autorités et des associations professionnelles françaises et européennes.
- Nos réponses aux consultations des autorités européennes ou internationales.

Association française
des investisseurs institutionnels
36 rue de l'Arcade - 75008 Paris
www.af2i.org



Tél. 01 42 96 25 36
Fax. 01 73 76 63 95
af2i@af2i.org

Liste des membres de l'Af2i

- AG2R LA MONDIALE
- AGEAS FRANCE
- AGRICA
- ALLIANZ FRANCE
- ASSOCIATION FRANCE HORIZON
- AVIVA FRANCE
- AXA FRANCE
- BANQUE DE FRANCE
- BNP PARIBAS CARDIF
- CAISSE CENTRALE DE RÉASSURANCE
- CAISSE DE PRÉVOYANCE ET DE RETRAITE DES NOTAIRES
- CAISSE DES RETRAITES DU SÉNAT
- CAMACTE
- CARAC
- CARMF
- CAVAMAC
- CAVP
- CCI DE PARIS
- CDC - DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS
- CDC - DIRECTION DES RETRAITES ET SOLIDARITÉ
- CERN PENSION FUND
- CNAVPL
- CNETP
- CNP ASSURANCES
- COFACE
- COVÉA
- CRÉDIT AGRICOLE ASSURANCES
- CROIX-ROUGE FRANÇAISE
- CRPNPAC
- EDF
- ERAFP
- EULER HERMES FRANCE
- FÉDÉRATION HABITAT ET HUMANISME
- FONDATION MEDERIC ALZHEIMER
- FONDS DE DOTATION DU LOUVRE
- FONDS DE GARANTIE DES DÉPÔTS
- FONDS DE GARANTIE (FGAO)
- FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES
- FONS DE RESERVA DE JUBILACIÓ
- GENERALI FRANCE
- GROUPAMA ASSURANCES MUTUELLE
- GROUPE APICIL
- GROUPE AUDIENS
- GROUPE B2V
- GROUPE IRCÉM
- GROUPE MACSF
- GROUPE PASTEUR MUTUALITÉ
- GROUPE VYV
- HSBC FRANCE
- LA BANQUE POSTALE
- LA CIPAV
- LA MUTUELLE GÉNÉRALE
- L'AUXILIAIRE
- MACIF MUTAVIE FINANCE
- MAIF
- MALAKOFF HUMANIS
- MATMUT
- MÉDICIS
- MGEN
- MIF
- MUTUELLE DES ARCHITECTES FRANÇAIS (MAF)
- NATIXIS ASSURANCES
- NEUFLIZE VIE
- OCIRP
- OPTIMUM VIE
- ORANO
- PREFON
- PREPAR
- PRO BTP
- SACRA
- SCOR
- SHAM
- SMABTP
- SMACL
- SOFIPROTÉOL
- SURAVENIR
- SWISS LIFE FRANCE
- THÉLEM ASSURANCES
- UMR

Notes

Notes

Notes



association française
des investisseurs
institutionnels

Cette enquête est une publication de l'Association française des investisseurs institutionnels

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

36, rue de l'Arcade • 75008 Paris
Tél. : 01 42 96 25 36 • Fax : 01 73 76 63 95
www.af2i.org

Président : Hubert Rodarie
Président d'honneur : Jean-François Boulter
Directeur : Sylvie Malécot
Délégué général : Richard Reynold
Directrice de la communication : Émilie Balard
af2i@af2i.org