

SOMMAIRE

- 1 Édito
- 2 Brèves
- 4-5 L'Af2i écrit à la Commission européenne
- 6-19 **Dossier Immobilier**
 - Investissement résidentiel : premiers aperçus du monde d'après
 - L'immobilier de bureaux, An I de l'après-pandémie
 - Le logement, enjeu majeur de notre société. Dépasser le paradigme propriétaire - locataire
- 20-21 La très active gestion entrepreneuriale
- 22-26 Études et recherche académique
- 27-29 Bonnes feuilles
- 30-31 Vie de l'association "C'est dit, c'est écrit"
- 32 Membres actifs

L'Af2i

Association française des investisseurs institutionnels
36, rue de l'Arcade - 75008 PARIS
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

CONTACTS

Hubert Rodarie, Président
Christophe Nijdam, Délégué général
Sylvie Malécot, Directeur
Éric Pagniez, Consultant
Émilie Balard, Directrice de la communication
Sophie Besnard, Office Manager

af2i@af2i.org

www.af2i.org

Tél. +33 (0)1 42 96 25 36

Fax +33 (0)1 73 76 63 95

 Suivez-nous sur LinkedIn :

[af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels](https://www.linkedin.com/company/af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels)

L'Après-Covid, entre expérience et transformations

Hubert Rodarie, Président de l'Af2i



©Nathalie Oundjian

Nos contemporains apprécient, dit-on, les expériences de toutes sortes. Bien évidemment, elles sont souhaitées innovantes et enrichissantes. Certes, personne ne contestera ces préférences, mais est-ce que ce sont vraiment des expériences ?

En effet, ce mot « expérience » a son pesant d'ambiguïté. En effet, l'expérience évoque la science qui ne peut progresser sans expérimentation des théories construites. Mais l'expérience évoque aussi l'apprentissage que la vie vécue apporte à tous. Cette expérience-là est parfois célébrée, mais elle est souvent objet de railleries que l'on rapporte sous forme de citations : lanterne accrochée dans le dos (Confucius), somme de ses erreurs (Wilde) ou cure-dents dont plus personne ne veut se servir après vous (Dorgelès)...

Évoquer les expériences à la façon des scientifiques est apprécié, car celui qui expérimente pense dominer la situation et se savoir en capacité de revenir en arrière et de se remettre à jouer ce qui devient une scène et non plus un vécu, comme dans le très joli film de Richard Curtis *Il était temp* (2013) où le personnage principal rejoue régulièrement ses « expériences ».

Mais l'expérience comme apprentissage a une dimension essentielle, celle du passage du temps qui rend irréversible l'expérience. Car ce qui a été vécu ne s'efface pas, le contexte, les personnes, les lieux restent marqués à jamais par ce qui a été vécu. Et cette expérience entre dans les processus d'évolution et de transformation individuels et collectifs.

Peut-on dire que l'Après-COVID (qui débute malgré la pandémie persistante) entre dans le champ de l'expérience ou des expériences ?

Incontestablement, ce fut une grande première : presque tous les pays du monde ont « expérimenté » en même temps un même évènement et ses conséquences avec les mêmes outils intellectuels et de gestion. Par ailleurs, cet évènement planétaire a été vécu en profondeur dans toutes les couches de toutes les sociétés.

Il y aura, de ce fait, deux dimensions dans l'Après-COVID, une expérience en grandeur nature des outils (modèles de projections de la maladie, dispositions communes de lutte préétablies, coordinations internationales...) et des expériences multiples vécues non seulement

dans les organisations sanitaires, mais aussi plus généralement dans le fonctionnement des sociétés, principalement occidentales, heurtées par ce choc exogène.

Les deux questions qui s'imposent alors aujourd'hui sont d'une part : est-on en train de progresser « scientifiquement » à la suite de ces événements ? Et d'autre part, a-t-on pris la mesure des dysfonctionnements expérimentés et proposé des transformations en conséquence ?

Dans ce numéro nous avons demandé à trois professionnels de traiter de l'immobilier et de ses besoins, et ce dans ses trois composantes, résidentiel, bureaux et hôtelier. Ils vous livrent leurs analyses

sur les évolutions de ces marchés, bien sûr à évolution très lente compte tenu des enjeux et, je dirai, de la pesanteur qui caractérise ces secteurs d'investissements des professionnels.

Ce qui apparaît assez clairement dans ces domaines c'est que, certes le COVID et le vécu des périodes de confinement, les dispositions de distanciation sociale, ont apporté des nouveautés dans l'usage des locaux, mais surtout que ce choc a fait faire un pas supplémentaire dans des évolutions déjà engagées.

On a le sentiment à ce stade que, dans ces domaines, le COVID serait davantage perçu comme un accélérateur de tendances que comme un renouvelle-

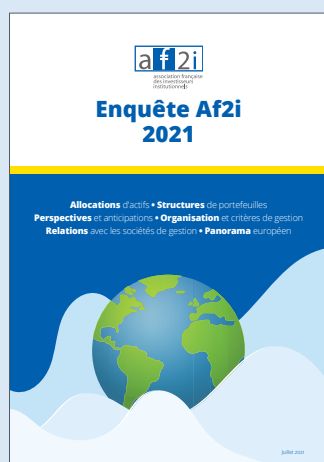
ment qui permettrait des innovations fondées sur cette expérience particulièrement forte.

Qu'en est-il du fonctionnement économique global ou à l'échelle des pays ?

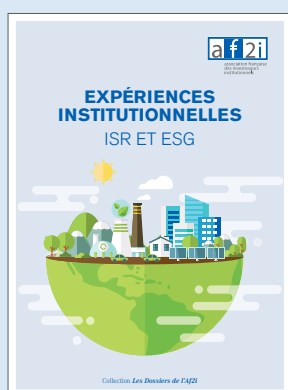
La question reste ouverte. Comme toujours après les crises, des changements peuvent intervenir incluant une véritable prise en compte de ce qui aura été vécu collectivement ou alors, comme après la crise financière de 2008, la logique des organisations, un temps déstabilisée par la crise, peut s'imposer de nouveau apportant ce que le commun des mortels appelle le retour à la case départ ou le *business as usual*.

Réponse dans quelques années... ●

NOS PUBLICATIONS VOUS INTÉRESSENT ?



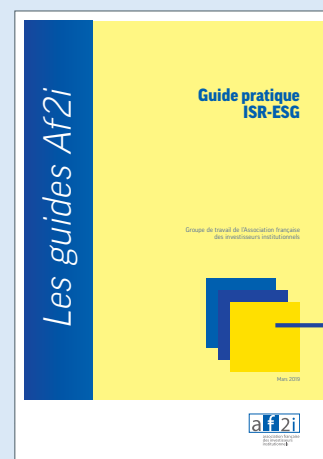
Enquête Af2i 2021
(juillet 2021)



Expériences institutionnelles ISR et ESG
(Dossier, juin 2019)



Réalités et enjeux des systèmes de retraite
(Dossier, avril 2019)



Guide pratique ISR-ESG
(mars 2019)

Pour commander ces publications, rendez-vous sur le site Internet de l'Af2i : www.af2i.org rubrique "Publications"

BRÈVES

Mouvement à la Fédération Française de l'Assurance (FFA) : Philippe Taffin prend la tête de la direction finance et investissement

Philippe Taffin a quitté ses fonctions de Directeur des investissements et ALM chez Aviva France, compagnie intégrée à Aéma Groupe depuis le 30 septembre 2021. À la tête de la direction finance et investissement de la FFA, « practice métier » nouvellement créée, il sera en charge des sujets ayant trait aux investissements des assureurs dans l'économie.

Macif change de taille

Aéma Groupe est né en janvier 2021 de l'ambition partagée entre la Macif et Aésio Mutuelle de créer le premier Groupe mutualiste de protection français⁽¹⁾. Le 30 septembre 2021, Aéma Groupe a réalisé l'acquisition d'Aviva France, lui permettant ainsi de se placer au 5^e rang des acteurs de l'assurance en France et de protéger plus de 11 millions de Français⁽²⁾.

(1) <https://aemagroupe.fr/>

(2) <https://presse.macif.fr/actualites/aema-groupe-realise-lacquisition-daviva-france-et-se-place-au-5eme-rang-des-assureurs-francais-b474-821df.html>

Nominations

Présidence de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIPOA)

Depuis le 1^{er} septembre 2021, **Petra Hielkema** préside l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIPOA). Elle succède à Gabriel Bernardino dont le mandat arrivait à échéance. De nationalité néerlandaise, Petra Hielkema est diplômée de l'Université Erasmus (Rotterdam) et de l'INSEAD. Elle a notamment occupé plusieurs postes de direction à la Banque centrale des Pays-Bas dont récemment celui de directrice de la supervision assurance. Elle présidait également, depuis mars 2020, le comité de pilotage de l'EIOPA.

Présidence de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)

Les représentants des États membres de l'Union européenne (Coreper) ont approuvé, mercredi 22 septembre 2021, la candidature de **Verena Ross** à la présidence de l'ESMA. De nationalité allemande, elle était directrice exécutive de l'Autorité européenne des marchés financiers (remplacée par la française Natacha Cazenave), après avoir travaillé à la *Financial Conduct Authority* du Royaume-Uni. Verena Ross remplace le Néerlandais Steven Maijor et a pris ses fonctions le 1^{er} novembre 2021.

Prix Impact

La Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens (CAVP) et **Jean-Bernard Ott**, responsable allocation et politique ESG à la CAVP, ont remporté le **Prix Impact catégorie investisseur institutionnel récompensant l'engagement à faire émerger une finance responsable et solidaire**. Nous leur adressons nos sincères félicitations.

Les Prix Impact, catégories « investisseur institutionnel » et « émetteur », sont décernés chaque année par l'Af2i et Option Finance. Cette année, la cérémonie de remise des prix a eu lieu le 16 septembre.



CONSULTATION

L'Af2i ÉCRIT À LA COMMISSION EUROPÉENNE

À la mi-mai 2021, l'Af2i a écrit à la commissaire Mairead McGuinness. Cette commissaire a un large portefeuille de responsabilités à la Commission européenne qui couvre le secteur financier, la stabilité financière et l'union des marchés de capitaux. À ce titre, c'est sous son autorité que la révision de la directive Solvabilité 2 (S2), prévue dans le texte initial, est conduite. Cette révision a été engagée par Olivier Guersent, DG de la FISMA, et poursuivi par son successeur John Berrigan (qui a introduit en mai 2021 la conférence Responsible Investment Live organisée par l'Af2i, cf. *Institutionnels n°62*).



Cette lettre a été préparée à la suite d'une proposition faite au Conseil d'administration de l'Af2i, en avril 2021. Elle a été approuvée par le Bureau début mai. Cette proposition visait à s'exprimer avant la sortie des propositions de la Commission prévue alors en juillet 2021, et finalement communiquées le 22 septembre 2021.

Le propos de la lettre était de présenter un diagnostic technique sur le sujet spécifique du traitement des investissements, et plus spécifiquement des investissements dits de long terme. En effet, ce sujet est stratégique pour l'Europe qui, selon la Commission, doit se

fixer et atteindre des objectifs de développement durable (cf. communication au Parlement de 2018) et prendre en compte des objectifs de sécurité mis en évidence par la crise COVID. L'atteinte de ces objectifs ne pourra se faire sans investissements massifs, financés, certes, par les plans de relance nationaux et européens, mais auxquels se doivent de participer les Investisseurs Institutionnels, et au premier rang desquels, en France, se trouvent les assureurs.

La démarche proposée a été de se placer sur un plan méthodologique. Car les investissements de long terme se caractérisent par une incertitude sur leur valorisation, et donc sur la détermination du risque qu'ils apportent. Aussi, la lettre était accompagnée d'une note technique écrite par Christian Walter, actuaire agrégé et docteur en sciences économiques habilité à diriger des recherches (HDR) en gestion, cotitulaire de la chaire Ethique et finance de la Fondation Maison des sciences de l'homme (FMSH).

Cette note propose l'idée que le cadre conceptuel de la mesure de risque utilisé par la directive produit un court-termisme bien repéré par les profes-

sionnels et objet de questions posées par la Commission elle-même. En effet, les modélisations du risque font l'hypothèse de la continuité des processus aléatoires qui représentent l'évolution des cours ou des rendements. Cette conception s'avère être un handicap pour des raisons techniques que la note développe.

L'Af2i estime donc que ce handicap peut contrarier les objectifs de durabilité des investissements de long terme. Il affaiblit la capacité des assureurs à assumer leur rôle traditionnel d'être des amortisseurs et des modérateurs en période de crise.

L'Af2i propose de revenir au principe de la « personne prudente » mentionné dans la directive.

La Commission a répondu fin mai sur plusieurs points sur lesquels les échanges seront intéressants à poursuivre. De plus, elle a indiqué pour la rédaction de ses futures décisions qu'elle se proposait de suivre des pistes d'évolution plus que de révolution.

Depuis cet échange, la note technique intitulée : « *Solvency II facing the short-termism barrier: a cognitive view* », a été et sera présentée dans plusieurs conférences internationales pour être confrontée aux avis de la communauté scientifique :

- 3 juillet 2021 : 33^e congrès annuel de la Société pour l'avancement de la socio-économie (SASE meeting, Amsterdam, visioconférence).
- 14 septembre 2021 : 9^e Forum mondial sur la durabilité (WSF forum, Bâle, visioconférence).
- 23 septembre 2021 : 3^e conférence annuelle de SDSN France (visioconférence).
- 7 octobre 2021 : université Laval à Québec, faculté de philosophie et école d'actuariat.

Pour les présentations, le titre en français de la note est : La réglementation est-elle écologique ? L'exemple de la directive Solvabilité II. Vous en trouverez ci-joint un résumé synthétique. ●

Résumé synthétique de la note technique « *Solvency II facing the short-termism barrier: a cognitive view*⁽¹⁾ »

Il a semblé intéressant d'attirer l'attention de la Commission et des lecteurs de la note sur un point du mouvement vers le vert et le durable, non abordé dans les réflexions normatives destinées à façonner une nouvelle finance qui soit écologique. Ce point concerne la réglementation. On peut le formuler de la manière suivante. La réglementation est-elle écologique ? Ou encore, pour le dire différemment, à l'heure où tout doit être « socialement responsable » (ISR, RSE, etc.), la réglementation elle-même est-elle socialement responsable ? Pour le dire encore autrement, serait-il possible que la réglementation devienne la cause d'accidents écologiques, en raison d'une mauvaise conception des normes et d'une mauvaise représentation des incertitudes environnementales et climatiques ?

Dans la note technique, nous suggérons que la réponse est positive et qu'il peut exister ce qui a été qualifié de « risque de réglementation⁽²⁾ », un risque créé par la réglementation elle-même. Cette analyse montre que l'apparition d'un court-termisme peut être créée par des règles mal conçues, qui prennent à rebours l'objectif de durabilité. Dans le cas de la directive Solvabilité II, le principe de l'évaluation au prix de marché des actifs et des passifs, qui représente le fondement conceptuel de cette directive, peut produire du court-termisme.

Pourquoi ? À cause du « principe de continuité », dont l'économiste Alfred Marshall avait dit en 1890 et prédit qu'il serait la pierre d'angle de l'économie du vingtième siècle dont la finance dite « moderne » est issue. Ce principe se résume par la célèbre phrase du mathématicien et philosophe Leibniz, « *Natura non facit saltus* » qui signifie « *la nature ne fait pas de sauts* » : le changement est continu. Le modèle de Black, Scholes et Merton (1973) ne peut exister sans ce principe de continuité. Toute idée de couverture parfaite obtenue avec un portefeuille ajusté par des titres qui produiront les mêmes flux financiers que l'instrument dérivé, ceci quoi qu'il arrive au prix de l'actif sous-jacent (l'évaluation par arbitrage) n'est envisageable qu'avec la validation du principe de continuité. La continuité des variations boursières assure l'existence d'une valeur, et fonde l'évaluation au prix de marché. Ainsi la directive Solvabilité II s'appuie sur le principe de continuité et valide la prédiction de Marshall.

Le problème avec le principe de continuité est que cette représentation transporte une compréhension des risques qui empêche de penser la surprise.

Or, les risques environnementaux ou climatiques nécessitent des modélisations ou des perspectives qui fassent droit à ce qui fondamentalement échappe à la continuité.

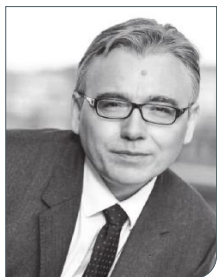
Des tempêtes surgissent, des inondations, mais aussi des flux migratoires produits par le changement climatique, une modification de l'exposition aux maladies, des effets imprévus comme les zoonoses dus au changement des écosystèmes, etc. Quand ce n'est pas la fragilisation des institutions financières elles-mêmes qui, de ce fait, deviennent non durables. Ce que l'on voit apparaître partout, dans la géographie physique comme dans la géographie humaine, c'est une forme de risques radicalement différente de la forme des risques imaginée par la théorie financière néoclassique. S'il est nécessaire d'intégrer des discontinuités dans les modèles de risque pour prendre en compte l'écologie du monde, alors, réciproquement, l'absence de discontinuités détache la modélisation de l'écologie. Ce détachement peut expliquer l'impression de décollement de la sphère financière par rapport au « vrai » monde, et être une des causes des crises à répétition que connaît le secteur financier depuis le krach de 1987 jusqu'à la crise de 2008. Ainsi, on saisit l'importance de la modélisation mathématique des risques dans les préoccupations écologiques et environnementales. Si la finance veut être « verte » ou « durable », alors il faut que les modélisations des risques soient « vertes » ou « durables ». Si les modélisations des risques ne sont pas « durables » car reposant sur le principe de continuité, alors le choix de réglementations mettant en œuvre ces approches devient un choix anti-écologique.

Dans la mesure où la directive Solvabilité II repose sur le principe de continuité, on doit donc poser la question de la compatibilité de l'état actuel de cette directive avec les objectifs de durabilité du plan européen 2030. Dans son rapport de 2018, le HLEG avait demandé que l'on réfléchisse à « *la manière dont Solvabilité II pourrait être adaptée pour faciliter davantage les investissements à long terme tout en maintenant une forte nature basée sur le risque* ». Nous répondons ici : en mettant en œuvre une modélisation des risques qui supprime le principe de continuité partout où il se trouve dans les contenus techniques de Solvabilité II.

(1) Disponible à Af2i / (2) Olivier Le Courtois, Jacques Lévy-Véhel, Christian Walter, « *Regulation risk* », *North American Actuarial Journal*, vol. 24 (3), 2020, en ligne <https://doi.org/10.1080/10920277.2019.1679189>

DOSSIER IMMOBILIER

INVESTISSEMENT RÉSIDENTIEL : PREMIERS APERÇUS DU MONDE D'APRÈS



VINCENT MAHÉ
DIRECTEUR GÉNÉRAL,
CDC HABITAT

À quoi ressemblera le « continent résidentiel » après le Covid ? Il est sans doute trop tôt pour apporter une réponse définitive à cette question. Plus encore que les autres actifs immobiliers, le logement s'inscrit dans un temps long, celui de la démographie et des pratiques sociales : les déplacements de ces plaques tectoniques, à la fois lents et relativement prévisibles, échappent aux soubresauts médiatiques et lissent considérablement les variations du cycle économique. C'est du reste précisément pour cette visibilité de long terme que les investisseurs plébiscitent aujourd'hui le logement dans un monde à la recherche d'ancrage et de références stables. Il n'en reste pas moins que l'onde de choc du Covid continue à transformer la vie quotidienne et les représentations collectives, agissant en profondeur sur les libertés publiques, l'organisation du travail ou l'équilibre des finances publiques. Quels en sont les effets sur l'investissement résidentiel en France ? Ici comme ailleurs, l'on pourrait dire que la crise sanitaire n'a pas nécessairement fait émerger un nouveau paradigme. Elle a plutôt accéléré des tendances existantes et révélé des mutations déjà en cours : le retour du résidentiel, les freins à la construction de logement et à la constitution de portefeuilles institutionnels, l'émergence à confirmer de nouvelles géographies et de nouveaux modèles d'exploitation.

Disons-le sans ambages : le principal effet de la crise sanitaire est d'avoir rappelé le caractère défensif de l'investissement résidentiel, « actif refuge » par excellence.

Le logement figure à nouveau dans les priorités d'allocation ou de réallocation d'investisseurs à la recherche de flux sécurisés et de diversification des risques locatifs. Au cours de l'année 2020, plus de 5,5 milliards d'euros ont été investis en immobilier résidentiel en France, un chiffre en hausse de 41% comparé à 2019. La tendance se prolonge au premier semestre 2021 avec une augmentation des volumes d'investissement de 33% (à 4,2 milliards d'euros). La place du résidentiel dans le portefeuille immobilier des institutionnels français reste autour de 10%. Mais à écouter les intentions qu'ils affichent, elle pourrait graduellement se rapprocher des standards européens (20% en moyenne) si toutefois l'offre est au rendez-vous.

Il faut dire que, tout au long de la crise sanitaire, la demande locative n'a pas faibli, la vacance n'a guère varié et les grands bailleurs n'ont pas observé de modification substantielle dans le taux d'impayé.

Dans ce contexte, le résidentiel a affiché en 2020 la plus forte progression de valeur par rapport aux autres segments immobiliers (+4,2% de croissance en capital d'après MSCI contre -0,6% pour le bureau ou -7,3% pour les commerces...). Face aux interrogations que le télétravail et le télécommerce font peser sur un modèle tertiaire en train de se réinventer, le logement fait plus que jamais office de « havre de paix » et d'amortisseur de long terme.

Les intentions d'investissement avaient commencé à se rediriger vers le résidentiel avant la crise sanitaire, notamment du fait du contexte général de compression des rendements. Le Covid n'a donc pas créé ces évolutions, mais il les a brutalement révélées, les circonstances exceptionnelles du confinement agissant comme une expérience de



©freepik.com

« passage à la limite » des tendances à l'œuvre dans l'utilisation de bureaux et de surfaces commerciales.

Cette résilience du logement est désormais bien ancrée. Les incertitudes présentes pourraient contribuer à renforcer ce sentiment. Le logement offre en effet une bonne protection contre les risques d'inflation à travers l'indexation des baux. Face aux interrogations sur l'évolution des dettes publiques, il reste par ailleurs le substitut le plus proche de l'obligataire, avec l'avantage d'une grande dispersion du risque de crédit.

Le logement « actif rare »

Ce regain d'intérêt du côté des investisseurs et la croissance d'une demande locative abordable se heurtent toutefois à une pénurie d'offre de logement dans les zones tendues. Le déséquilibre qui subsiste entre l'offre et la demande de logement est le résultat à la fois (1) de tendances sociétales de long terme et (2) de certains biais des politiques publiques :

1. La demande de logement croît à un rythme plus soutenue que la population, la hausse du nombre de ménages s'accroissant avec les tendances socio-démographiques (« desserrement » des ménages provenant des divorces,

décohabitation, vieillissement de la population..) entraînant mécaniquement une progression du nombre de m² de logement par habitant (à l'inverse des tendances observées sur les surfaces de bureaux). **Aussi, la crise sanitaire semble être à l'origine d'un nouveau besoin de « bi-localisation » (petite surface à proximité des centres d'emplois — résidence avec davantage de m² et d'ouverture dans des environnements moins denses) qui pourrait être une nouvelle lame de fonds supportant la demande de logement.**

2. Historiquement, les politiques publiques ont concentré les efforts de construction vers le logement social, au détriment du logement des classes moyennes non éligibles au logement social mais n'ayant pas les moyens de se loger dans les zones tendues (logement intermédiaire). **S'ajoute à cela l'attitude récente de certaines collectivités s'opposant à toutes nouvelles constructions se parant des beaux atours de l'écologie.**

Dans ce contexte français, la production de logement est insuffisante pour répondre à la demande dans les zones où les besoins sont avérés. L'offre locative est principalement le fait de particuliers investissant dans le locatif

sur incitation fiscale (et ne ciblant pas toujours les zones les plus en demande) et de bailleurs sociaux : la part du parc locatif privé détenu par les investisseurs institutionnels n'est que de 2,8%.

Vers une nouvelle géographie du logement ?

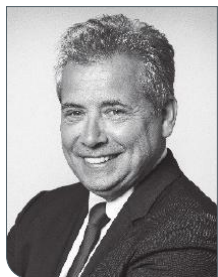
À l'intérieur de ces tendances de fonds, on perçoit quelques signaux d'une nouvelle classification au sein des marchés résidentiels français, dont l'origine est sans doute antérieure à la crise sanitaire mais que la recherche d'environnement moins dense et plus vert ainsi que la généralisation du télétravail ont accentué :

- Depuis le début de cette année, les prix des logements en région (+7% au T2 2021 — indice INSEE - Notaires) progressent plus vite que l'Île-de-France et au sein de l'Île-de-France, Paris progresse moins vite que les autres marchés. On observe également que le prix des maisons augmente plus vite que celui des appartements.
- L'attrait des villes situées à moins de 1h30 de TGV de Paris (Rennes, Lille, Tours, Reims, Angers) sort renforcé de la crise (forte progression des prix), traduisant la moindre dépendance vis-à-vis des temps de transport maison-travail.
- Essor de nouvelles formes d'habitat (co-living) adaptées aux structures familiales évolutives ainsi qu'à l'essor du télétravail (habitat meublé pour une occupation temporaire à proximité du lieu de travail).

La crise sanitaire a mis en exergue la nécessité de développer une offre locative adaptée aux besoins (en termes de niveau de loyer, de localisation et de fonctionnalité des logements). Le rôle que pourrait jouer les investisseurs institutionnels de long terme pour renouveler cette offre de logement paraît, dans ce contexte, primordial. ●

DOSSIER IMMOBILIER

L'IMMOBILIER DE BUREAUX, AN I DE L'APRÈS-PANDÉMIE



FRÉDÉRIC BØL,
PRÉSIDENT DU
DIRECTOIRE SWISS LIFE
AM FRANCE



BÉATRICE GUEDJ,
DIRECTEUR RECHERCHE
ET INNOVATION FRANCE,
SWISS LIFE AM FRANCE

Ces réflexions sont articulées autour de quatre thèmes structurants et liés : le Covid-19 comme révélateur, le télétravail, la digitalisation et la transition climatique⁽¹⁾.

L'année 2020 a été une année de rupture sur le plan sanitaire, économique, social et aussi pour l'immobilier. L'immobilier⁽²⁾ a réagi de manière synchrone avec les autres classes d'actifs⁽³⁾, confinement volontaire oblige ! Même si les dopages monétaire et fiscal ont assuré une reprise rapide de l'économie mondiale en 2021, la pandémie a accéléré des mutations structurelles et irréversibles en immobilier : digitalisation et transition climatique sont à l'œuvre.

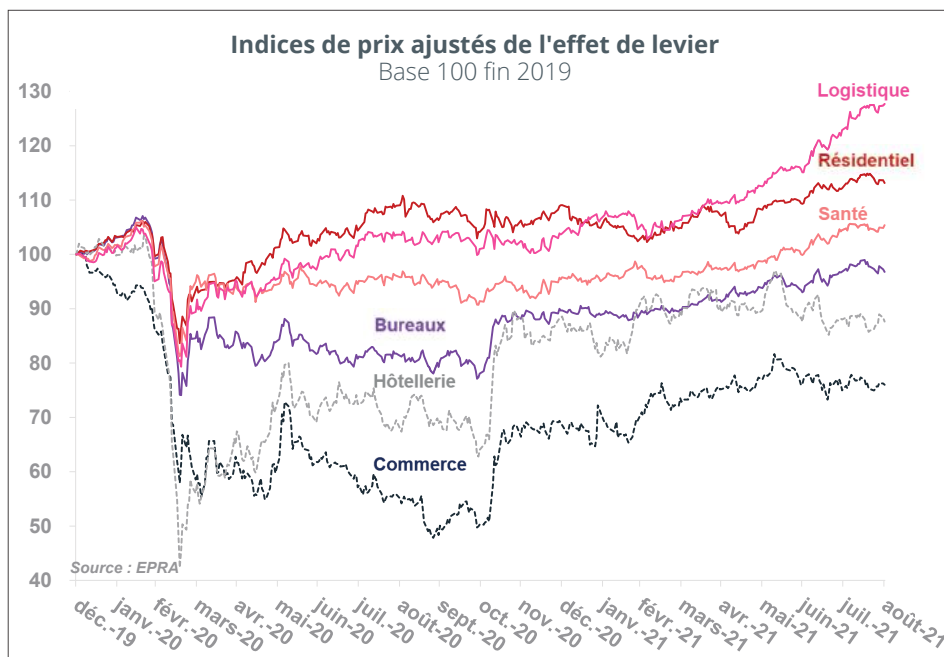
Le prisme des marchés cotés

Les marchés immobiliers cotés, toutes géographiques confondues, témoignent des ruptures de tendances telles qu'elles ont été observées depuis la crise sanitaire. Selon les indices de prix paneuropéens de l'EPRA, les secteurs de la logistique, santé et du résidentiel sont

les plus performants en regard des bouleversements des chaînes d'approvisionnement, de l'accélération du e-commerce, et des fondamentaux a-cycliques liés au vieillissement démographique et à la demande de logement. Les indices de prix de l'hôtellerie et des centres commerciaux restent en deçà de leur niveau d'avant-crise, malgré le rebond

observé depuis l'annonce du vaccin⁽⁴⁾. Le bureau, est finalement à mi-chemin, entre le haut de la hiérarchie et son bas, suggérant de grands différentiels de prix associés au patrimoine des foncières spécialistes de bureaux.

Côté valorisation, même si la hiérarchie est la même entre secteurs gagnants et perdants, de grandes hétérogénéités locales sont à noter, et plus particulièrement pour le bureau. Sans surprise, les valorisations de bureaux aux États-Unis et au Royaume-Uni sont les plus pénalisées en regard de marchés plus volatils.



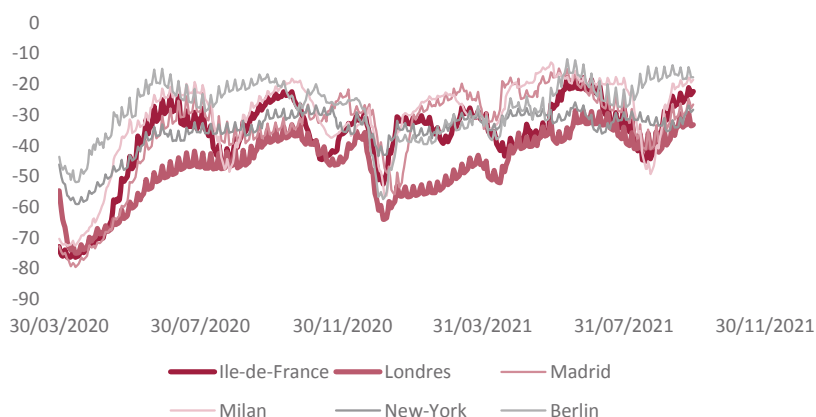
(1) La crise du Covid-19 a rendu la crise climatique beaucoup plus tangible, « Green Swan » pour les banques centrales ou « Climate Minsky moment ». Le facteur climat est désormais jugé comme risque systémique pour le système financier par le NGFS (Network for Greening the Financial System, coalition des principales banques centrales dans le monde).

(2) En France, les investisseurs institutionnels ont moins de 7% d'immobilier. En Europe et aux États-Unis l'immobilier représente entre 15% et 20% des portefeuilles des grands investisseurs institutionnels.

(3) En termes de flux d'investissement mais pas de valorisation.

(4) Voir encadré spécial sur l'hôtellerie.

Indices de Mobilité Google (moyenne mobile)



La France a été préservée, l'immobilier de bureau parisien « prime » faisant office de « *flight to quality*⁽⁵⁾ ».

Disruption du télétravail

L'immobilier de bureau a été mis en cause par l'efficacité du télétravail⁽⁶⁾ alors qu'il constitue l'essentiel du portefeuille immobilier des institutionnels, et ce, malgré une diversification observée depuis ces 5 dernières années⁽⁷⁾. À ce jour, les indicateurs de mobilité Google associés au déplacement du domicile au lieu de travail suggèrent que la tendance est de -10 à -40% par rapport au niveau pré-pandémie. De grandes disparités existent localement. Les zones de bureaux dits verticaux, caractérisés par des

grandes tours dans des « *no man's land* » resteraient le plus pénalisés en termes de demande placée future du fait d'hypothèses de télétravail persistant de 1 à 2 jours par semaine.

La France, et plus particulièrement l'Île-de-France, est dans les mieux lotis, comparativement à Londres par exemple, puisque la tendance par rapport au niveau pré-pandémie n'est que de -20% contre -40% pour Londres.

Toutefois, en Île-de-France, les études montreraient que selon les hypothèses associées aux nombres de journées en télétravail, la demande placée future en Île-de-France dans les 5 prochaines années serait de 10 à 20% inférieure à sa moyenne historique des dix dernières

années : en termes de revenus l'impact serait de -5% en moyenne et de -10% en moyenne sur les prix. De tels éléments expliqueraient une certaine aversion ou sélectivité pour le bureau. Toutefois, il faut prendre en compte la diversité des sous-marchés et leurs dynamiques propres, structurellement déjà très différentes avant la crise sanitaire, notamment avec les implications de la digitalisation.

Digitalisation et localisation d'excellence

La digitalisation, associant innovation et technologie, explique les différences de performances sur les sous-marchés de bureaux depuis une dizaine d'années⁽⁸⁾. En effet, les analyses empiriques sur des données MSCI dans le monde montrent que la croissance des valeurs locatives de marchés a été bien supérieure dans les centres-villes et quartier central des affaires qu'en périphérie. Nos analyses démontrent que le facteur micro-économique explicatif de ces surperformances réside dans la qualité des bassins d'emplois et plus particulièrement dans la forte densité en capital humain « technologique ». Ainsi le loyer de marché est d'autant plus élevé que les « cols blancs » et « techies » ont une très forte productivité par tête⁽⁹⁾.

Les secteurs d'activité innovants tendent à favoriser la fertilisation croisée et l'interaction entre pairs et non pairs, ce que permet un marché comme Paris intra-muros, comparativement à d'autres sous-marchés. Le télétravail est certes disruptif pour tous avec une règle d'arbitrage clé pour les utilisateurs : moins d'espace traditionnel mais plus « *d'hospitality in or out* », pour favoriser les interactions et la sérendipité et donc l'innovation⁽¹⁰⁾. À la notion d'« *hospitality-in* » associée à l'actif, celle de l'« *hospitality-out* » fait référence à l'urbanisme rénové, à la ville du quart d'heure, aux nouvelles mobilités. En ce sens, le télétravail serait moins disruptif à Paris à cause des infrastructures, de la mixité des services offerts sur l'ensemble du tissu parisien et

(5) Selon une étude de Real Capital Analytics sur les volumes d'investissement immobilier, le marché parisien est resté le plus liquide au monde.

(6) De nombreuses études empiriques témoignent d'un maintien de la productivité pour la majorité des secteurs tertiaires associés à de l'emploi de bureau. Dans certains cas et pour certaines catégories socioprofessionnelles, le télétravail aurait permis une hausse de la productivité, pendant la période de confinement. Les études de l'OCDE sur le sujet montrent que la productivité par le télétravail serait en forme de cloche, soit croissante tant que le télétravail est raisonnable et elle deviendrait décroissante ensuite, quand le télétravail nuit à la créativité.

(7) En France, le bureau constitue entre 50 et 60% du compartiment immobilier des investisseurs institutionnels, assureurs et autres, selon l'*Enquête Af2i 2021*.

(8) Au-delà de l'effet de la baisse des taux de capitalisation dans le sillage de l'assouplissement monétaire observé depuis 2015.

(9) Dit autrement, il existe une élasticité positive entre croissance locative de marché et croissance de la productivité. Cette dynamique de long terme, telle que nous l'avons identifiée, explique le renforcement de notre exposition stratégique sur le marché de bureau parisien en 2018, par l'acquisition de 26 immeubles parisiens à la foncière Terreis.

(10) L'immobilier adoptera une gamme d'offre servicielle déjà proposée par l'hôtellerie (salles de conférences en option, casques en réalité augmentées, salle de sports et autres...).



©freepik.com

des externalités positives bien supérieures aux autres sous-marchés de bureaux⁽¹¹⁾. Lorsque le télétravail est intégré dans les business plans, le patrimoine parisien, étalé horizontalement, s'adapte facilement à la flexibilité des usages de bureau, à « l'hospitality-in⁽¹²⁾ », au changement d'usage sur long terme tout en favorisant le scope 3 de la transition climatique.

En Île-de-France, ce type de situation se retrouve avec des actifs localisés sur des « hub technologiques » ou des pôles d'excellence. De fait, le regroupement dans certains sous-marchés, de grands acteurs nationaux et internationaux dans les domaines de la « tech », des énergies propres et autres secteurs d'innovation s'est renforcé depuis ces quelques dernières années. Ce regroupement gage de pôles tertiaires à haute valeur ajoutée, pour l'économie mais aussi pour les investisseurs en immeuble de bureaux.

Transition climatique et dynamique de long terme

Selon les estimations de la Banque mondiale, le secteur immobilier dans son ensemble, parc existant et neuf, devra réduire, les émissions totales de CO₂ de 36% d'ici 2030 pour respecter les Accords de Paris⁽¹³⁾. Si les références selon lesquelles un immeuble de bureaux certifié associe une diminution de 13% en moyenne de l'intensité énergé-

tique, une baisse de 11% de la consommation d'électricité ainsi qu'une baisse de 16% de la consommation d'eau par rapport à un immeuble de bureaux sans certification LEED, sont nécessaires, elles ne sont plus suffisantes. Aujourd'hui dans le cadre de l'investissement socialement responsable et plus spécifiquement sur le critère Environnement, les gérants d'actifs s'engagent sur une trajectoire de degrés avec un horizon prédéfini. L'objectif est donc de mettre en cohérence les portefeuilles immobiliers par rapport à leur trajectoire via les leviers associés aux scopes 1, 2 et 3. La rénovation du patrimoine de bureaux dans des localisations stratégiquement identifiées, par des technologies innovantes (Proptech, Cleantech, Green-Tech...) s'accélère et ouvre la voie pour repositionner des actifs voire les arbitrer⁽¹⁴⁾. Les investissements sur des bâtiments zéro carbone ne sont pas encore légion : le premier projet d'éco-campus zéro carbone est celui d'Engie, à Ville-neuve-La-Garenne⁽¹⁵⁾. Cet éco-campus fait office de « Game Changer » sur le marché de bureaux en France, mais aussi en Europe. Ce type d'investissement associant innovation et transition énergétique, à taille critique, permet une allocation stratégique vertueuse associant stabilité des revenus et valorisation sur le long terme.

Ces éléments de réflexion ne doivent pas occulter que l'impact du télétravail et le passage à la transition énergétique ouvriront la voie à un arbitrage de certains portefeuilles. ●

(11) À l'heure de la Data Analytics et de l'IA, il est possible d'identifier des patterns et des clusters de productivité comme facteurs explicatifs de l'innovation. Les géants de la Tech à New-York ne s'y sont pas trompés : Microsoft, Amazon, Facebook, Roku ou Stripe chercheraient de nouvelles surfaces en centre-ville à mesure que les secteurs plus traditionnels libèrent des espaces. De manière plus emblématique, Google vient de racheter un actif en redéveloppement à Manhattan pour 2,1 milliards de dollars – Google était déjà installée dans le Midtown.

(12) L'offre de services « in » aux locataires par le propriétaire. Cette offre de services, dit immobilier géré, peut être sources de revenus non négligeables pour le propriétaire : elle permet de diversifier les revenus en sus de doper la performance globale. L'hospitality « out » est l'environnement extérieur favorable à un choix de localisation.

(13) Le mouvement est à l'intensification avec la coalition du Net Zero Asset Managers Initiatives, dont l'objectif des émissions nettes de CO₂ doit être nulle à horizon 2050.

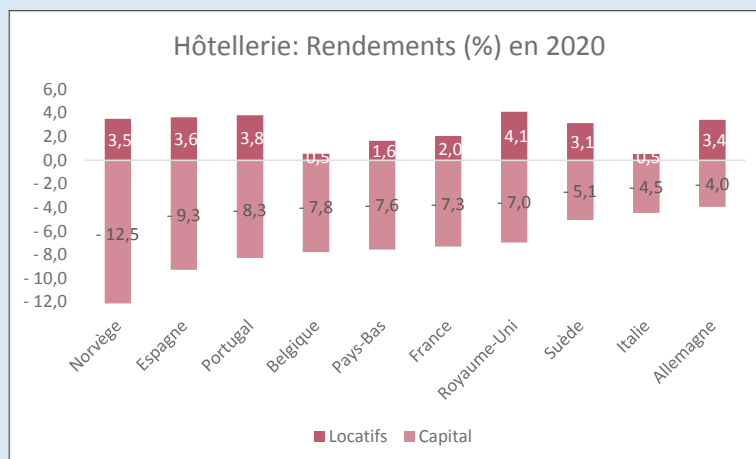
(14) Les dépenses de restructuration, rénovation seront dans certains cas extrêmement élevées.

(15) Dont Swiss Life a fait l'acquisition du projet en VEFA en 2019.

Diagnostic et convictions sur l'hôtellerie

Sur le marché européen de l'immobilier hôtelier, l'impact de la pandémie en 2020 a été marqué : d'après MSCI, qui couvre près de 24 milliards d'euros d'actifs dans le secteur hôtelier, les rendements totaux pour l'ensemble des géographies ont été très négatifs. Sans surprise, les pays fortement dépendants du tourisme étranger, tels que l'Espagne, le Portugal, la Belgique, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la France, ont observé la plus importante baisse de rendements en capital. En revanche, en Allemagne ou en Suède, où le tourisme étranger représente une part inférieure à 25% du tourisme total, la baisse des rendements en capital est restée plus modérée. En revanche, et point notable, les rendements locatifs sont restés positifs sur tous les marchés, même s'ils sont inférieurs aux tendances passées. Sur les marchés côtés, un bon proxy pour évaluer les changements sur l'investissement en direct, un tournant a été observé depuis l'annonce du vaccin en octobre 2020 : l'indice du secteur hôtelier européen a rebondi. Ce nouveau sentiment d'optimisme associé à la reprise fait écho à l'accélération des campagnes de vaccination. Les rendements en capital devraient rebondir, même si l'ensemble du secteur ne retrouvait pas son niveau d'avant crise avant 2023.

De grandes différences entre rendements locatifs demeurent entre pays et catégories d'hôtels : en 2020, la catégorie luxe a été pénalisée par le manque de la clientèle internationale tandis que les catégories économique et moyenne gamme ont démontré beaucoup plus de résilience. Cette tendance devrait perdurer jusqu'à ce que l'ensemble du secteur retrouve le chemin de la reprise. La digitalisation sur l'ensemble de la chaîne de valeurs hôtelière et l'analyse des données permettent désormais d'améliorer la gestion du risque et optimiser les revenus potentiels : l'ère de la data analytics permet aussi de calculer le « fair » rate par chambre et d'optimiser l'offre servicielle selon le type de séjour, la saison, la durée via tout un écosystème de la gestion des données.



Allocations d'actifs en hôtellerie

Une analyse par des techniques modernes de gestions d'actifs de type Smart Bêta démontre qu'une allocation de portefeuilles constituée des quatre grands pays européens Allemagne, France, Espagne, Italie permet une bonne diversification du risque compte tenue de la nature différenciée des moteurs de demande. Le même travail d'allocation stratégique démontre que l'intégration de pays satellites comme le Portugal, les Pays-Bas, l'Autriche ou la Belgique permet de doper la performance. Compte tenu des changements structurels du secteur hôtelier, c'est une association des facteurs clés comme le bon « timing » de marché, la sélection d'actifs, de localisation et de gamme par géographie qui permettront d'assurer une rentabilité ajustée du risque attractive pour les investisseurs de long terme.



DOSSIER IMMOBILIER

LE LOGEMENT, ENJEU MAJEUR DE NOTRE SOCIÉTÉ. DÉPASSER LE PARADIGME PROPRIÉTAIRE - LOCATAIRE



XAVIER LÉPINE
PRÉSIDENT DE
L'INSTITUT D'ÉPARGNE
IMMOBILIÈRE
ET FONCIÈRE (IEIF)

L'explosion des prix du logement dans les zones tendues, l'insuffisance chronique de constructions neuves, la croissance des inégalités, la nécessité impérieuse de répondre aux défis environnementaux (l'immobilier est un des principaux facteurs d'émission de CO₂), la dégradation des parcs locatifs et plus généralement de la qualité des logements produits (cf rapport de l'IDHEAL)... au total ces constats des résultats de politiques menées depuis des décennies justifient de repenser en profondeur notre rapport au logement alors que nous sommes confrontés à des évolutions démographiques et sociologiques majeures aux conséquences macro-économiques de la mondialisation, et à celles plus récemment de la crise sanitaire mondiale.

Le logement est un bien devenu rare, et donc déjà beaucoup trop cher, alors qu'il est en même temps indispensable. La réponse ne peut pas être uniquement abordée sous l'angle de produire plus pour satisfaire la demande, mais d'associer, outre les collectivités locales, en même temps les banques et les investisseurs institutionnels en repensant en profondeur leur mode d'intervention et les relations qui unissent les particuliers et les « institutionnels ».

Des solutions existent, spécialement dans cet environnement où le coût de l'argent à long terme est très bas et est donc à même de financer les biens dont l'intensité capitalistique est très élevée et dont la durée de vie est très longue, bien au-delà de celle des particuliers qui les occupent.

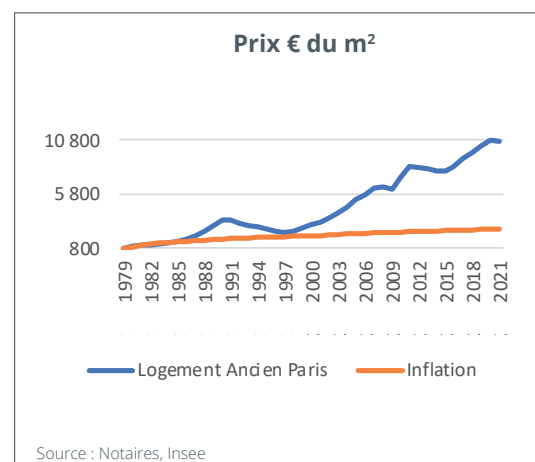
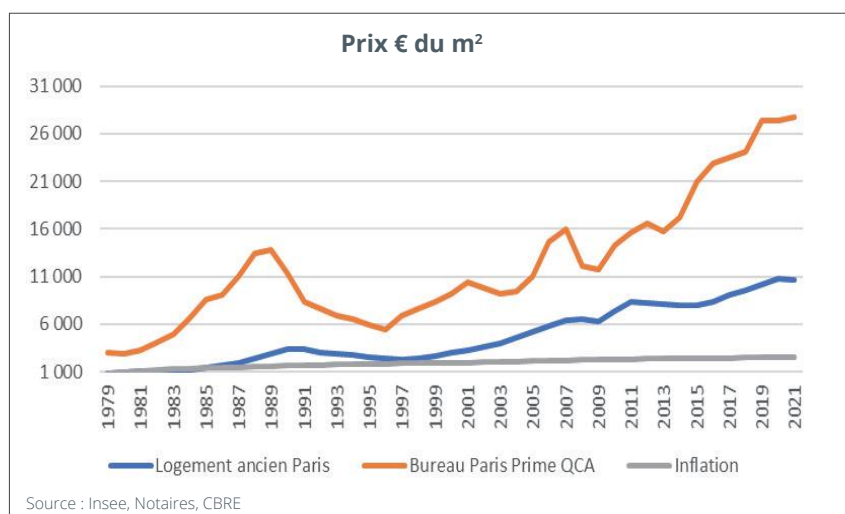
Ces solutions, qui ont la particularité d'être rentables pour toutes les parties prenantes, sont possibles et doivent être développées à l'échelle industrielle ; elles requièrent de la part des parties prenantes une véritable volonté d'innover dans le monde de l'immobilier et de son financement où les innovations financières sont largement absentes en dehors de la sphère du logement social riche en innovations ... et subventions.

Il est temps de remettre le logement dans la catégorie des actifs d'efficacité économique et non plus de rareté afin qu'il soit accessible durablement et pour tous ! Faute de quoi la prochaine crise frumentaire pourrait bien être celle du logement.

Aujourd'hui nul ne doute que la hausse du prix du logement dans les zones tendues accroît en profondeur les inégalités, qu'elles soient territoriales, sociales ou générationnelles. Force également est de constater que les politiques du logement menées depuis des décennies n'ont pas réussi à contrecarrer cette tendance qui s'est encore maintenue la dernière décennie.

	Inflation	Résidentiel Paris	Bureau Paris
1980 - 1990	72 %	201 %	374 %
1990 - 2000	20 %	-8 %	-39 %
2000 - 2010	18 %	135 %	40 %
2010 - juin 2021	13 %	71 %	135 %
Janv. 1980 à juin 2021	176 %	1020 %	851 %

Source : Insee/Notaire/CBRE



Mandature	Inflation	Résidentiel Paris	Bureau Paris Prime QCA	Moyenne annuelle		
				Inflation	Résidentiel Paris	Bureau Paris Prime QCA
Mitterrand - 14 ans Mai 1981 à mai 1995	85%	169%	106%	6,1%	12,1%	7,6%
Chirac - 14 ans Mai 1995 à mai 2007	21%	122%	170%	1,5%	8,7%	12,1%
Sarkozy - 5 ans Mai 2007 à mai 2012	9%	40%	-13%	1,8%	8,0%	-2,7%
Hollande - 5 ans Mai 2012 à mai 2017	3%	4%	59%	0,5%	0,7%	11,8%
Macron - 4 ans Mai 2017 à juin 2021	5%	24%	18%	1,2%	6,0%	4,6%
	100%	972%	808%			

Cette réalité partagée par la grande majorité des pays occidentaux est fondamentalement liée à des facteurs économiques et sociétaux in fine largement indépendants des politiques gouvernementales : croissance démographique, métropolisation, rareté du foncier, allongement de la durée de la vie, évolution de la composition familiale, baisse des taux d'intérêts, allongement de la durée des crédits, sans oublier l'impact puissant de la mondialisation.

Cette dernière, la mondialisation, a provoqué deux facteurs de hausse de prix puissants et très largement en dehors du pouvoir des gouvernements :

- ▶ tout d'abord, une création monétaire dans les pays occidentaux largement supérieure à la croissance du PIB, l'excès de création monétaire étant utilisée pour acquérir des actifs (financiers et immobiliers) ;
- ▶ et, également, l'impact des « ultra riches » acquérant dans les villes attractives des résidences multiples avec un effet inflationniste viral sur l'ensemble du marché.

Paris intra-muros, qui est parmi les 10 villes les plus denses au monde, n'est pas la France, mais elle synchrétise toutes ces problématiques, perd chaque année

des habitants (donc théoriquement moins de demande) par effet d'éviction des classes moyennes alors que les prix continuent d'augmenter.

Au total, un prix des logements parisiens multiplié par 10 en 40 ans alors que l'inflation générale des prix (et donc partiellement des salaires) n'a été multipliée que par 2... avec les conséquences sur la croissance des inégalités de toutes natures qui en résultent, et cela alors même que cet effet richesse est en partie subjectif (la personne qui a acheté 100 m² en 1980 pour 100 000 € qui vaut aujourd'hui 1 M€ n'a toujours que 100 m² ; aucun capital tangible n'a été créée et sauf à partir ailleurs pour plus petit cette richesse ne lui procure aucun rendement tout en augmentant les inégalités de patrimoine).

Prix du m² résidentiel

	1980	2018	X
Paris	950	9 580	10,1
New-York	3 300	14 600	4,4
Londres	1 160	13 020	11,2

Les conséquences négatives de cette situation sont multiples et notamment un cercle vicieux sur la production même de logements et cela au-delà de l'analyse souvent décriée de la mauvaise volonté de certaines municipalités à octroyer des permis de construire.

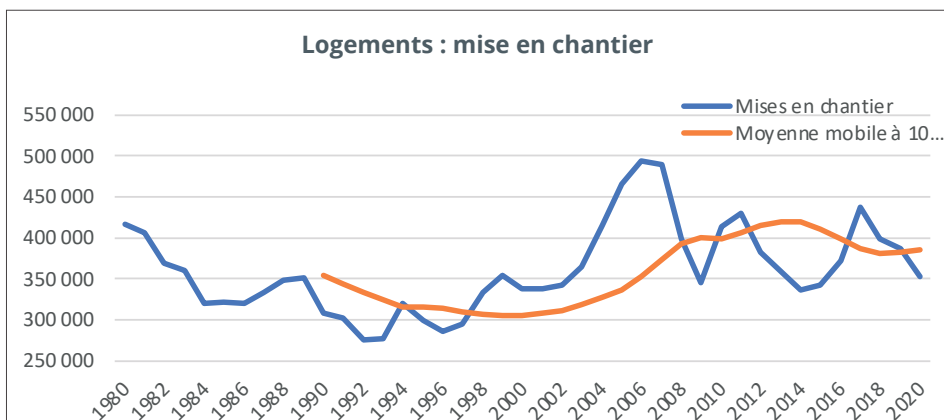
La résultante est connue : la France comprend 30 millions de résidences principales. Il est souvent estimé qu'il faudrait construire, chaque année, 500 000 logements, soit 1,67% du stock existant ; nombre qui correspondrait à 1% pour faire face à l'obsolescence du parc actuel, et le solde à l'accroissement de la population (naissance, allongement de la durée de la vie, immigration) et du mode de vie (divorces...).

Dans les faits sur les 20 dernières années, la moyenne annuelle des mises en chantier est de 390 000 logements et la tendance long terme ne s'est pas améliorée depuis la crise de 2008, augmentant ainsi la pénurie de logements avec le cercle vicieux sur l'augmentation des prix et le vieillissement et l'inadéquation des qualités du parc (y compris environnementale) qui en résulte.

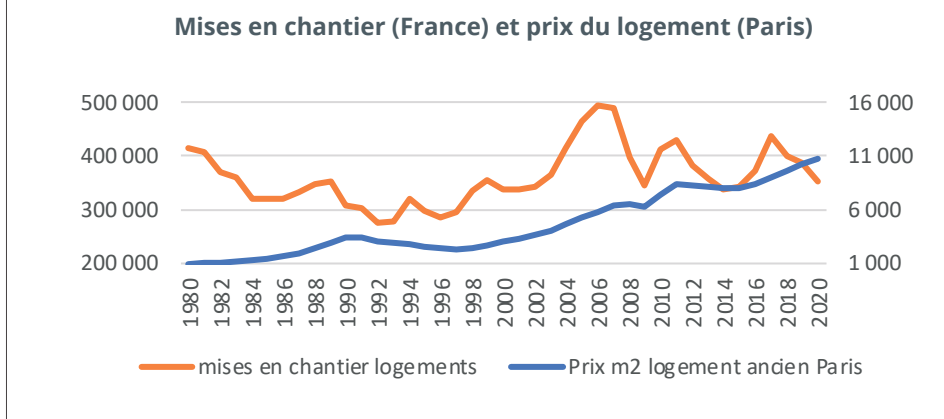
Concrètement, sur les 35 dernières années, la population française est passée de 54 à 67 millions, soit une croissance annuelle de 0,65%. Bien que le nombre de résidences principales soit passé de 20 à 30 millions, soit un rythme de croissance annuelle de 1,1% (net de ceux détruits), on estime généralement le déficit de stock de logements autour de 1,5 millions.

On peut donc estimer qu'il aurait fallu une hausse annuelle moyenne de 1,35% (net des démolitions/reconstructions).

La hausse des prix, très largement supérieure à la hausse des revenus et donc des loyers, a entraîné une forte baisse de la rentabilité du logement qui en l'espace de 40 ans est passé d'un actif d'efficacité économique comme le sont l'immobilier tertiaire, les actions ou les obligations vers un actif de rareté, alors même qu'il est indispensable... cette



La relation entre la hausse des prix (si l'on prend les prix du m² parisien comme indicateur de la tendance du marché) et les mises en chantiers est a priori faible et pourrait même être interprétée comme un élément favorisant la construction⁽¹⁾.



situation a conduit massivement les institutionnels à céder leurs actifs résidentiels⁽²⁾... et à ne plus investir dans la production de logements et parallèlement l'État a augmenté ses subventions.

La France est ainsi l'un des très rares pays occidentaux à ne pas avoir de foncière (significative) dédiée au logement « privé »⁽³⁾.

Rendement net	Résidentiel Paris	Bureau Paris Prime QCA
1980	5,5%	5,5%
1990	2,8%	5,0%
2000	4,2%	6,3%
2010	2,7%	5,2%
2020	2,0%	2,8%
Juin 2021	2,0%	2,7%

(1) En effet dans le modèle à quatre quadrants de DiPasquale-Wheaton, une hausse du prix des logements incite les promoteurs à développer la construction neuve, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, doit avoir un effet stabilisateur. Le problème est que l'un des quadrants qui concerne le rapport loyer sur prix, subit la baisse tendancielle des taux d'intérêt, ce qui inhibe l'effet de stabilisation.

(2) Et ce d'autant plus que les tensions sur les loyers ont conduit les pouvoirs publics à intervenir en limitant la capacité de cession, et en limitant les capacités pour les institutionnels d'ajuster les loyers.

(3) Cet argument devrait être pondéré par l'existence du secteur social (avec des gouvernances paritaires ou proches du secteur public étatique ou des collectivités locales) qui est très important en France et qui reste principalement en dehors du privé. Ce secteur réduit un rôle potentiel d'institutionnels. On remarque qu'en Allemagne les grandes foncières sont souvent issues du secteur social.

Le nombre de logements construit a ainsi augmenté de 45% depuis 1984, alors qu'il aurait fallu l'augmenter de 57%, dont une augmentation de 62% du nombre de propriétaires alors que le nombre de logements loués n'a augmenté que de 30%.

La croissance moyenne annuelle de logements achetés a ainsi augmenté de 1,40% alors que celle des logements loués n'a été que de 0,35% avec, rappelons-le, un besoin de l'ordre de 1,35% pour l'ensemble des logements.

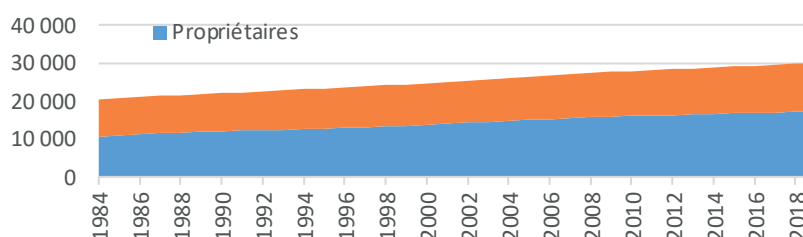
Au-delà de l'engouement pour la pierre des Français, il est clair que c'est l'insuffisance de logements locatifs qui pose aujourd'hui problème.

Concrètement, pour pallier la sortie des institutionnels et favoriser le logement locatif, les gouvernements successifs ont favorisé d'une part le développement de logements sociaux et d'autre part ont subventionné fiscalement des particuliers pour les inciter à investir dans un actif qui n'était plus intrinsèquement rentable (par le loyer) : de la loi Périssol à la loi Pinel⁽⁴⁾.

On observe une hausse de 62% des logements sociaux en 35 ans (soit une hausse annuelle de 1,43%), nombre tout à fait comparable à celui de l'augmentation du nombre de propriétaires, une croissance beaucoup plus faible des logements locatifs détenus par des personnes physiques (+35%, soit 0,85%) et une baisse de 83% des logements « privés » (soit 1 million de logements), détenus par des personnes morales (cf infra).

(4) Au-delà de cette interprétation on peut également considérer que le secteur social a eu sa logique propre qui est entrée en concurrence avec celle du logement libre et ce d'autant plus que la loi SRU en imposant des minimum de logement sociaux a contraint les collectivités à réduire encore le foncier disponible pour la construction de logement libre.

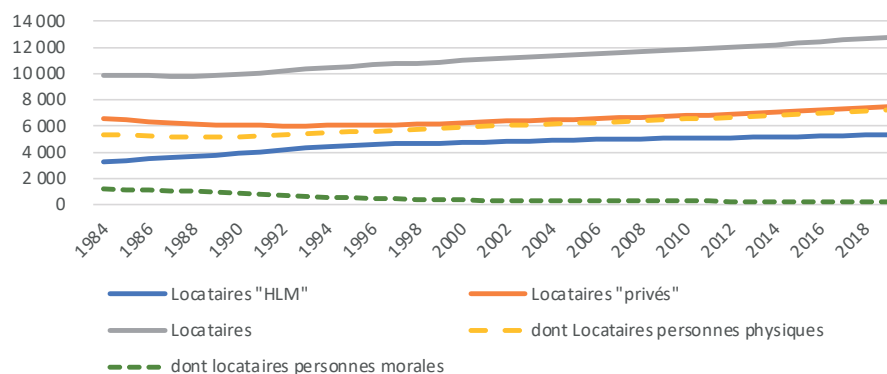
Répartition propriétaires / locataires



Source : Comptes du logement

Nombre logements (000)	Propriétaires	Locataires	Total	Propriétaires	Locataires	Nbre hab/log
1984	10 725	9 840	20 565	52,2%	47,8%	2,63
2019	17 321	12 781	30 103	57,5%	42,5%	2,23
Augmentation	62%	30%	46%			

Parcs locatifs (000 logements)



Source : Comptes du logement

Nombre de logements (000)	1984	2019	Augmentation
Locataires "HLM"	3 285	5 330	62%
Locataires "Privés"	6 555	7 452	14%
<i>dont locataires personnes physiques</i>	<i>5 361</i>	<i>7 253</i>	<i>35%</i>
<i>dont locataire personnes morales</i>	<i>1 194</i>	<i>199</i>	<i>-83%</i>
Total	9 840	12 781	30%

La résultante de ces politiques se traduit par des déséquilibres sur tous les tableaux :

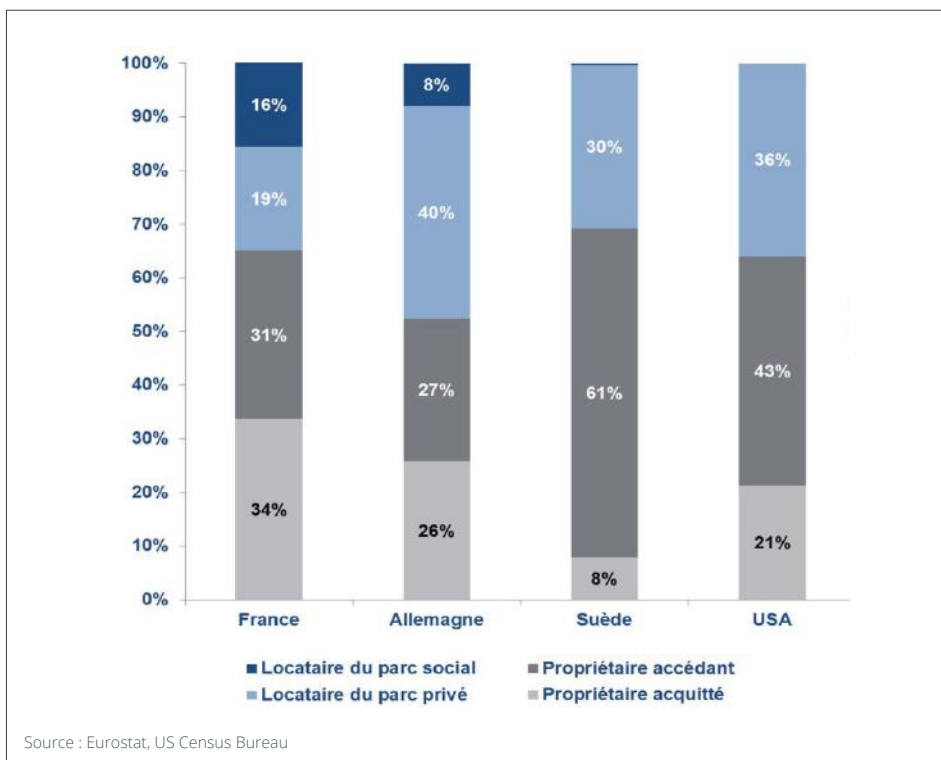
1. des logements devenus inabordable à l'acquisition pour les classes moyennes dans les zones tendues,
2. des rendements locatifs peu attractifs qui n'incitent pas spontanément les investisseurs à s'investir dans cette classe d'actif,
3. un taux de propriétaire élevé,
4. un pourcentage de logements sociaux élevé.

Et pour autant une insuffisance chronique de logements accompagnée d'une dégradation des conditions de logement pour une partie croissante de la population (cf. étude août 2021 réalisée par IDHEAL).

Si à l'évidence, il faut créer un véritable choc de l'offre pour faire repartir une croissance durable de la construction de logements, sujet sur lequel travaille la Commission Rebsamen afin de lever les nombreux blocages actuels concernant notamment la délivrance des permis de construire, il est tout aussi nécessaire d'améliorer le fonctionnement du marché de logement.

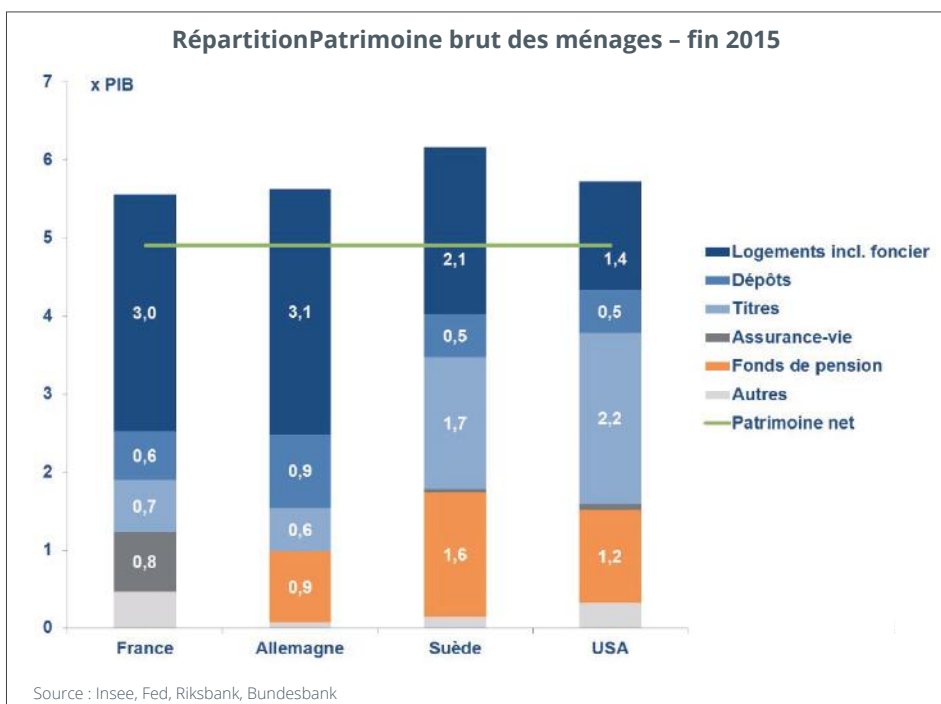
La majorité des mesures qui ont été prises depuis plusieurs décennies ont manifestement échouées à construire un marché résidentiel efficient et imaginer qu'il suffirait d'augmenter la production de logements pour résoudre cette problématique me semble illusoire.

Avant d'aborder des pistes pour sortir de cette impasse, rappelons également que cette situation a également des répercussions très négatives sur l'ensemble de l'économie française. L'OCDE l'a rappelé dans de nombreuses études, $I = S$ (l'investissement, ex-post, est égal à $S - Savings$ l'épargne), et de fait une surallocation de l'épargne dans l'immobilier pénalise la compétitivité des entreprises. Cette situation est encore plus préoccupante quand cette épargne immobilière ne va pas dans la production de logements mais sur des logements existants.



Patrimoine des Français	Début 2018
Contrat Euro, livrets A et assimilés	14%
Epargne financière	6%
Immobilier	60%
Patrimoine professionnel	10%
Résiduel	10%

(Source Insee)



Concrètement, avec une épargne des ménages égale à 5,5 fois le PIB (en 2015), la France est dans le peloton de tête des pays les plus riches... sauf que 60% de cette épargne est consacrée à l'acquisition de son logement et comme le prix de ce dernier ne cesse d'augmenter, l'épargne non immobilière est le plus souvent de moins en moins risquée car réalisée en anticipation d'une acquisition immobilière future. La hausse des prix de l'immobilier crée un sentiment de richesse supplémentaire alors qu'en fait aucune richesse n'a été produite, si ce n'est une croissance des inégalités entre ceux qui en possède et ceux qui n'en possède pas. L'épargne financière, déjà faible du fait de la cherté de l'immobilier, est donc investie avec très peu de risques et qui ne crée donc pas l'effet multiplicateur sur la croissance qui est réalisée lorsque l'épargne est investie dans l'investissement productif.

Pistes de réflexions

À mon sens, en parallèle des mesures prises pour la relance durable de la construction de logements, deux pistes d'ingénierie financières doivent être étudiées :

1. Dans le logement privé, une voie alternative entre la location et la pleine propriété

Une forte baisse des prix permettrait bien évidemment de solvabiliser beaucoup de ménages mais quel serait l'investisseur ou le promoteur qui aurait envie de produire des logements pour les vendre à perte ? Quel serait l'impact macro-économique sur la consommation des ménages s'ils voient leur patrimoine perdre 20 ou 30% de sa valeur ?

Le plus important pour une relance durable de la construction est d'améliorer le fonctionnement du marché en faisant revenir le logement dans la catégorie actif réel d'efficacité économique. Compte tenu des niveaux actuels des prix et des loyers qui excluent toute hausse significative pour répondre à une situa-

tion déjà inacceptable pour la majorité des classes moyennes (et spécialement pour les familles avec enfants), deux approches peuvent se développer :

► **sans avoir recours à des subventions publiques : des systèmes hybrides de propriétés** — co-investissement variable dans le temps (modèle développé par Acqer) ou emphytéose à 50 ans sur le modèle de la flexi-propriété — qui permettent de rendre solvable la demande en permettant l'acquisition temporaire ou partielle de son logement pour un coût comparable à un loyer et avec un rendement attractif, de type actif d'efficacité, pour des co-investisseurs institutionnels. Des véhicules (foncières ou fonds) dédiés de promotion et de détention seraient développés par des investisseurs institutionnels voire ultérieurement pour le grand public au même

titre que les fonds de transformation de bureaux en logements qui commencent à être détenus en support d'Unité de compte par les particuliers. L'acheteur particulier évidemment ne bénéficie pas, mais ne prend pas non plus le risque, de la totalité du rendement de l'immobilier mais il peut se loger et se constituer une épargne sur une fraction de son logement et l'institutionnel a un rendement « normal » d'actif d'efficacité économique et cela sans avoir à spéculer sur la hausse des prix.

► **une approche par le financement bancaire** : inspirons-nous du système bancaire suédois, suisse ou hollandais, des prêts partiellement perpétuels (ou partiellement *in fine*) afin de rendre supportable la charge de remboursement du crédit par les ménages. L'emprunteur rembourse la moitié du

1 Prix d'un logement	250 000	
Loyer mensuel payé par le locataire	625	3%
Revenu du locataire	2 200	
Charge mensuelle	28% de son revenu	
2 Emprunt	225 000	90%
Taux assurance incluse	1,50%	
Durée	25 ans	
Remboursement mensuel	900	
Charge mensuelle	41% de son revenu	
3 Emphytéose à 50 ans		
Prix du même logement	175 000	
Emprunt	157 500	
Taux assurance incluse	1,50%	
Durée	25 ans	
Remboursement mensuel	630	
Charge mensuelle	29% de son revenu	
Epargne si cession 10 ans plus tard soit	26 456	35% des remboursements mensuels
4 Prêt partiellement perpétuel	225 000	
<u>Emprunt n° 1 remboursé sur 20 ans</u>	112 500	50%
Taux assurance incluse	1,50%	
Durée	25 ans	
Remboursement mensuel	450	
<u>Emprunt n° 2 perpétuel</u>	112 500	
Taux assurance incluse	2,50%	
Intérêts mensuels	234	
Total cout mensuel	684	pendant 25 ans
Total coût mensuel	234	au-delà des 25 ans
Charge mensuelle pendant 25 ans	31% de son revenu	

crédit sur 25 ans (en principal et intérêts) et l'autre moitié lorsque le bien est vendu (voire lors du décès), la charge supportée par l'emprunteur étant réduite aux seuls intérêts pendant la deuxième période, ce qui correspond souvent à la retraite de l'emprunteur. Au terme de 25 ans, la banque est largement couverte par la valeur de l'hypothèque qui ne porte que sur la moitié du bien. La quotité remboursée sur 25 ans, dans l'exemple en page précédente, de 50%, est fixée lors de la mise en place du prêt par les autorités de contrôle bancaires afin de limiter le risque inflationniste du dispositif.

2. Un refinancement partiel du stock actuel détenu par les seniors via le prêt viager hypothécaire

On l'a vu, le patrimoine immobilier des Français est essentiellement investi et donc stérilisé dans l'immobilier résidentiel (3 fois le PIB). Le rendre partiellement liquide aurait un double impact bénéfique : macro-économiquement les liquidités ainsi libérées seraient réintégrées dans le système économique (consommation et/ou transmission anticipée aux

héritiers) et, au niveau du senior, des disponibilités lui permettraient d'améliorer considérablement sa vieillesse sans pour autant léser ses héritiers au-delà de ce qu'il dépenserait lui-même.

Les seniors sont de très loin les plus gros détenteurs d'actifs immobiliers et cela d'autant plus qu'ils ont pu constituer leur patrimoine à des périodes où il était financièrement accessible pour un grand nombre de ménages. Riche d'un patrimoine qui s'est valorisé dans le temps (cf supra), ce patrimoine est stérilisé et n'est générateur d'aucune richesse commune ni même de revenu pour son propriétaire qui l'occupe. Le prêt viager hypothécaire instauré par la loi en 2006 autorise l'emprunt sur une fraction de la valeur de ce patrimoine avec son remboursement lors du décès de l'emprunteur, le prêteur étant garanti par l'hypothèque sur ce bien et les intérêts étant généralement payés par l'emprunteur pendant la durée du prêt. Nombre de seniors, notamment les veuves, ont un revenu modeste alors même qu'elles ont un patrimoine immobilier (sur les 9% de parisiens qui vivent en dessous du seuil de pauvreté la moitié d'entre eux sont propriétaires). Moins traumatisant qu'un viager qui prive les héritiers de la succession, le prêt viager hypothécaire est donc une véritable réponse d'impact social et économique.

Autorisé en 2006, c'est-à-dire deux ans avant la crise des Subprime, et en l'absence d'un marché hypothécaire actif, le prêt viager hypothécaire n'a été mis en place que par le Crédit Foncier, de façon très modeste (800 M€ d'encours), n'a pas été réellement commercialisé, et à des conditions de taux d'intérêt très élevées qui sont quasi-dissuasives du montage.

En conclusion

Pour ces montages il est donc impératif d'associer les établissements financiers, les assets managers et les institutionnels à la réflexion, sachant que les premiers

sont, à la différence des anglo-saxons, généralement réfractaires à l'idée de prêter sur la valeur des biens (prêt partiellement perpétuel et prêt viager hypothécaire) et que le marché hypothécaire est de fait atone en France et nécessiterait donc d'être revitalisé.

Sans avoir aucune prétention sur le caractère exhaustif de ces solutions qui ont notamment comme mérite de ne pas nécessiter de modifications législatives, ni de subventions publiques, il est cependant clair que l'objectif recherché, qui consiste à améliorer le fonctionnement du marché du logement qui est aujourd'hui caramélisé par le niveau record des prix de vente et l'insuffisance de la délivrance des Permis de Construire, nécessite forcément une réflexion sur l'ingénierie financière, ce qui est facilitée par l'existence actuelle de taux d'intérêt longs proches de 1%.

C'est le moment ou jamais de financer ou de refinancer des actifs qui ont une intensité capitalistique très élevée, une durée de vie très longue et donc dont la principale limite est de rembourser le capital emprunté. L'intermédiation et l'ingénierie financière entre des agents économiques qui ont une durée de vie limitée et des revenus en forte baisse à partir de la retraite peuvent rencontrer les besoins des institutionnels qui ont un horizon de temps indéfini et sont principalement intéressés par le rendement des actifs et non pas à retrouver des capitaux qu'ils doivent de toute façon ensuite reprêter ou réinvestir.

Les approches proposées, purement financières, ont toutes un fort impact social positif tout en étant consubstantiellement rentables pour toutes les parties. C'est la magie des taux d'intérêt très bas, le coût du capital étant quasi-nul.

Nous serions collectivement coupables de ne pas y réfléchir, faute de quoi la prochaine grande crise sociale pourrait bien venir du logement ! ●

Achévé de rédiger le 6 septembre 2021

	Inflation <i>Source Insee</i>	Prix m² logement ancien Paris <i>Source Notaire</i>	Variation annuelle	Prix m² bureau Prime QCA <i>Source CBRE</i>	Variation annuelle
1979		815		3 064	
1980	13,7%	953	17%	2 912	-5%
1981	14,0%	1 054	11%	3 247	12%
1982	9,6%	1 070	2%	4 116	27%
1983	9,3%	1 159	8%	4 924	20%
1984	6,7%	1 258	9%	6 632	35%
1985	4,7%	1 425	13%	8 537	29%
1986	2,1%	1 626	14%	9 086	6%
1987	3,1%	1 892	16%	10 976	21%
1988	3,1%	2 375	26%	13 416	22%
1989	3,6%	2 873	21%	13 797	3%
1990	3,3%	3 423	19%	11 434	-17%
1991	3,0%	3 415	0%	8 385	-27%
1992	2,0%	3 052	-11%	7 622	-9%
1993	2,1%	2 863	-6%	6 860	-10%
1994	1,6%	2 778	-3%	6 555	-4%
1995	2,0%	2 561	-8%	5 946	-9%
1996	1,8%	2 399	-6%	5 488	-8%
1997	1,1%	2 273	-5%	6 860	25%
1998	0,2%	2 358	4%	7 622	11%
1999	1,3%	2 656	13%	8 385	10%
2000	1,6%	2 977	12%	9 147	9%
2001	1,4%	3 235	9%	10 365	13%
2002	2,3%	3 590	11%	9 755	-6%
2003	2,2%	4 016	12%	9 170	-6%
2004	2,1%	4 606	15%	9 440	3%
2005	1,5%	5 250	14%	11 000	17%
2006	1,5%	5 759	10%	14 682	33%
2007	2,6%	6 360	10%	16 034	9%
2008	1,0%	6 500	2%	12 143	-24%
2009	0,9%	6 250	-4%	11 769	-3%
2010	1,8%	7 330	17%	14 316	22%
2011	2,5%	8 390	14%	15 678	10%
2012	1,3%	8 260	-2%	16 600	6%
2013	0,7%	8 140	-1%	15 800	-5%
2014	0,1%	7 960	-2%	17 227	9%
2015	0,2%	7 980	0%	20 923	21%
2016	0,6%	8 360	5%	22 950	10%
2017	1,2%	9 060	8%	23 517	2%
2018	1,6%	9 570	6%	24 083	2%
2019	1,5%	10 210	7%	27 355	14%
2020	0,0%	10 770	5%	27 321	0%
juin-2021	1,3%	10 670	-1%	27 704	1%

LIBRE OPINION

LA TRÈS ACTIVE GESTION ENTREPRENEURIALE



PAR **FRANCK MISSERA** ET **JEAN-CLAUDE GUIMIOT**,
CO-GÉRANTS DE 2I SÉLECTION, MEESCHAERT
AMILTON AM

Si l'on écoutait les propos tenus par de nombreux intervenants, la gestion active devrait disparaître devant la concurrence de la gestion passive et des gestions indicielles. Il en est de même pour les petites sociétés de gestion entrepreneuriales, asphyxiées par la hausse des coûts liés à la multiplication des réglementations et à la généralisation de la gestion ISR ou ESG.

Et pourtant, chaque année, de nouvelles SGP arrivent sur le marché, les petites sociétés existantes dégagent fréquemment des marges confortables et les gestions actives réalisent depuis plusieurs semestres des performances de très bonnes qualités. Le fonds 2i Sélection peut être considéré comme un observatoire crédible de la gestion entrepreneuriale française, grâce à ses investissements dans 28 fonds et 26 Sociétés de gestion et à ses nombreuses investigations qui ne peuvent que confirmer l'écart entre la réalité et les doutes émis par ces commentaires.

Le premier constat concerne l'état de santé du secteur entrepreneurial de la gestion en France

Les créations de sociétés sont toujours nombreuses (une bonne dizaine chaque année) et les opérations autour des sociétés existantes se multiplient. Les prix de transaction se situent à un niveau élevé. Les intérêts sont nombreux, en provenance des SGP elles-mêmes, mais aussi de sociétés d'investissement ou

de réseaux de distribution. Les objectifs sont variés. La recherche de compétences complémentaires, de clientèles différentes, mais aussi la volonté d'acquiescer une taille plus importante sont les principales motivations des intervenants.

Si l'AFG annonce que plus d'une centaine de sociétés perdent de l'argent, nombre d'entre elles affichent des résultats significatifs. Malgré la concurrence des gestions indicielles à bas coûts,

malgré la baisse des frais de gestion orchestrée par certaines maisons, malgré des charges d'exploitation en hausse afin de faire face à la multiplication des règlements, des procédures et des contraintes de tous ordres, la croissance des encours et les nouvelles clientèles (CGP, Family Office, gestion privée) ont permis de dégager les ressources nécessaires. Les SGP ont su s'organiser et proposer un fonctionnement efficient, afin de faire face à l'accroissement de toutes ces contraintes de fonctionnement. Plusieurs méthodes sont mises en œuvre par les uns et les autres, mais la délégation reste la solution la plus fréquemment utilisée. L'élargissement des tâches accomplies par les dépositaires conservateurs, mais aussi par de nombreuses sociétés de conseil et de contrôle, fait que les sociétés de gestion sont maintenant entourées par de multiples intervenants, leur permettant de rester concentrées sur leur mission première, la gestion financière.

Nous avons également remarqué que ces organisations ont fait la preuve de leur efficacité face à la crise sanitaire et à la nécessaire mise en place de fonctionnement d'un nouveau type. Non seulement la crise sanitaire n'a pas eu d'impact négatif sur le secteur de la gestion d'actifs, mais en plus elle a permis de tester en grandeur nature une situation

de crise. La technologie numérique a pu démontrer sa pertinence et la qualité de son fonctionnement.

Notre deuxième constat concerne la pertinence des gestions actives dans la période récente

Après une période qui avait été favorable aux gestions indicielles, le choix des valeurs et des secteurs prend de nouveau toute sa valeur. Les comportements des individus, qui étaient déjà amorcés, ont été accélérés et amplifiés par la pandémie et ses conséquences sur la marche des affaires. Les gérants ont su s'adapter à cet environnement particulier et nouveau, quitte à remettre en cause pour certains d'entre eux leur comportement habituel. Les résultats obtenus par le fonds 2i Sélection montrent qu'une majorité d'entre eux surperforment un indice MSCI EMU NR, matérialisant l'intérêt de leur gestion active. La souplesse, l'agilité et la capacité à adapter rapidement un portefeuille deviennent des atouts indispensables. Cette période au cours de laquelle les changements ont été imposés par la crise n'est pas terminée et la véritable gestion active va conserver pendant encore une belle période tout son attrait.

Le dernier constat concerne l'arrivée de la gestion responsable

Après avoir été longtemps un champ de réflexion, mais rarement un des éléments fondamentaux des choix de gestion, la gestion responsable a pris en quelques années une position incontournable dans le paysage de la gestion financière. Les idées sont nombreuses, complexes et multiples et les préoccupations des uns ne sont pas celles des autres. Devant des annonces « marketing » parfois trompeuses, les Autorités se sont saisies de la question et ont commencé à créer des labels, à écrire des règlements ou à demander des rapports.

Les éléments extra-financiers font l'objet de toute leur attention, mais aussi de celle de groupes de pression divers. Ils reflètent des problématiques très diverses : humaines, sociales, environnementales ou climatiques.

Ce volet nouveau de l'activité financière devient une véritable question à laquelle les sociétés doivent répondre. Mais elles se trouvent face à un véritable maquis dans lequel il est compliqué de se positionner. Rien ne semble stabilisé, les règlements se succèdent, se complexifient, les labels se multiplient, chacun cherchant à prendre l'ascendant. Tout ce que l'on peut constater est que cette évolution est coûteuse. Elle est coûteuse en homme car des équipes spécialisées sont mises en place afin d'effectuer ces tâches supplémentaires. Elle nécessite des investissements. Il devient indispensable d'acheter de l'information et des analyses afin de décider et de mesurer les impacts des décisions prises.

Ce dernier constat n'aurait pas lieu d'être, en dehors de la problématique climat qui est une préoccupation récente et partagée avec de nombreux Institutionnels, car il fut un temps pas si éloigné, où l'analyse d'une société incluait de manière systématique à côté des données financières, les informations que l'on appelle de nos jours extra-financières. Retour vers le futur ! ●





L'INVESTISSEMENT OBLIGATAIRE CRÉDIT AVEC DES MÉTHODES FACTORIELLES



PAR **JEAN-FRANÇOIS BOULIER**,
PRÉSIDENT DE LA COMMISSION RECHERCHE,
PRÉSIDENT D'HONNEUR DE L'Af2i

Plus de mille milliard d'euros sont actuellement investis par les investisseurs institutionnels français en obligations émises par les entreprises d'après L'Enquête Af2i. Cette importante allocation, environ un tiers des encours, s'est accrue au fil des années et rend donc particulièrement utile toute démarche d'analyse des facteurs contribuant à la performance de ces portefeuilles, à leurs rendements et à leurs risques. Les travaux académiques en matière d'analyse des investissements en obligations crédit ont connu un récent développement, notamment avec l'utilisation de facteurs, à l'instar de méthodes utilisées depuis plus d'une vingtaine d'années par certains gérants de portefeuilles d'actions. Il est donc particulièrement opportun de faire le point sur la nature de cette approche et sur ces résultats.

La commission Recherche de l'Af2i a été saisie d'une proposition de manifestation en la matière il y a plus de deux ans, mais les conditions sanitaires ont retardé la tenue de celle-ci, qui s'est finalement déroulée en format mixte visioconférence et réunion physique le 14 septembre dernier au Pavillon Élysée. Quatre-vingts personnes ont pris part à cet événement organisé conjointement par l'Af2i et quatre de ses Membres Partenaires qui ont pu présenter certains des résultats de travaux de recherche scientifique que leurs équipes avaient récemment conduits sur le sujet de

l'investissement factoriel obligataire. Chacune des présentations a fait l'objet d'une publication dans le numéro spécial d'un journal scientifique "Bankers Markets and Investors" (BM&I) consacré à ce sujet, numéro introduit par Hubert Rodarie et moi-même.

L'approche factorielle aujourd'hui très développée en matière d'investissement en actions est désormais opérationnelle en matière d'obligations émises par les entreprises ; l'approche obligataire emprunte naturellement la plupart des méthodes, voire même des facteurs eux-mêmes, qui ont fait le succès de la méthode pour les actions. Le point de départ de la méthode est l'identification de facteurs résumant certaines caractéristiques communes des émetteurs des titres dont l'influence est notable sur la performance ex-post de ces titres. Par exemple, un facteur qualité, ou de faible risque, paraît émerger à la fois pour les actions et pour les obligations émises par les entreprises, et ce, sur la plupart des marchés développés ou émergents. Une fois un facteur identifié sur le passé, il s'agira de s'interroger sur sa pertinence, son fondement économique, sa stabilité au cours du cycle et toutes autres considérations nécessaires pour établir un processus de gestion. Enfin, la construction de portefeuille en gérant les autres expositions, en duration, qualité de crédit et secteurs notamment, et en prenant en compte les risques et coûts de liquidité assurera une mise en œuvre efficace de cette approche.

Les quatre exposés ont abordé l'investissement factoriel avec des méthodes comparables, mais non identiques, sur différents marchés et avec différents angles d'analyse ou d'application. Le premier exposé portait sur les concepts de base et leurs mises en œuvre sur les marchés *Investment Grade* (IG) en euros et dollars et en haut rendement (*High Yield*, HY) en dollars ; le deuxième s'intéressait aux considérations ESG et leur poids relatif par rapport aux autres facteurs ainsi que l'évolution de ce poids relatif pendant la crise du Covid ; le

troisième évoquait d'autres innovations en matière d'investissement factoriel en détaillant plus particulièrement l'application aux marchés émergents et l'utilisation de l'analyse textuelle des rapports financiers ; enfin le dernier s'intéressait à la mise en œuvre en prenant l'exemple du fonds souverain norvégien et de portefeuilles de titres détenus jusqu'à maturité. Il serait présomptueux de vouloir rendre compte de cet ensemble conséquent d'informations mais j'ai retenu, pour ma part, quelques éléments ou conclusions qui m'ont paru particulièrement utiles et saillants.

Dans **"Sustainable Multi Factor Credit"**, Olivier Laplenie de BNP Paribas AM s'est attaché à présenter, de manière pédagogique et sans formules, les concepts, leur utilité et leur mise en œuvre dans le cadre d'une gestion benchmarkée. L'efficacité de l'approche est illustrée par des back tests sur longue période qui montrent d'une part que la valeur ajoutée mesurée par le ratio d'information (écart de rentabilité divisé par le risque relatif) est substantielle, de l'ordre de 0,63, 0,54 et 0,35 respectivement pour des portefeuilles IG US, IG euro et HY US ; mais d'autre part que ces ratios sont pratiquement doublés lorsque les expositions aux risques de taux, de crédit et sectoriels sont alignés sur ceux du benchmark. À la question qui lui avait été posée sur les influences du cycle économique sur l'efficacité des facteurs, Olivier a répondu qu'il s'efforçait de construire des facteurs aussi indépendants du cycle que possible, ce qui rend la méthode complémentaire de la gestion obligataire traditionnelle.

Ensuite, Takaya Sekine d'Amundi a présenté son article **"Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and After the COVID Crisis"** qui analyse l'importance relative des facteurs et des critères ESG ces dernières années, particulièrement en Europe. Il a montré en particulier que les facteurs liés à l'ESG deviennent importants à partir de 2014, qu'ils ont fourni une forme de couverture contre le risque de baisse pendant la crise du COVID, particulièrement aiguë

sur les marchés du crédit, et que parmi les facteurs contribuant à la performance, les facteurs ESG sont devenus depuis les seconds en importance relative. À la question de savoir si ces facteurs étaient pérennes ou simplement transitoires, Takaya a rappelé le très grand développement de réglementations en matière ESG en Europe et a illustré l'impact de cette différence notable avec les États-Unis par des coûts du capital (spread de crédit notamment) de l'ordre de deux fois plus faibles relativement à ces facteurs outre Atlantique.

Dans **"Innovations in Credit Factor Investing"**, Patrick Houweling de Robeco a rappelé les travaux de recherche que son entreprise a menés depuis plus de 20 ans sur ces sujets et leurs développements dans de très nombreuses directions, preuve de la fécondité de l'approche factorielle et également de leur constante évolution. Il a notamment illustré son efficacité sur les émissions des entreprises privées des pays émergents en devises fortes. Par exemple, les ratios de Sharpe (performance divisée par le risque) des facteurs "taille" et "faible risque" sont respectivement de 0,77 et 0,85 et ne sont pratiquement pas réduits (0,73 et 0,81) lorsque le risque pays de l'émetteur est neutralisé. Il a ensuite montré comment prendre en compte des facteurs liés à l'analyse textuelle des rapports financiers rédigés par les émetteurs. En particulier, comme pour les actions, l'impact des changements repérés dans ces rapports s'avère particulièrement négatif, puisque le ratio de Sharpe est deux fois supérieur pour celles des entreprises qui ne connaissent pas ou peu de changements, en comparaison de celles dont les rapports indiquent des changements.

Enfin, dans **"Fixed Income Factor Portfolios : Institutional Case Study"**, Jay Raol d'Invesco a illustré plusieurs mises en œuvre opérationnelles possibles des approches factorielles. Il a rappelé comment le fonds souverain norvégien réalisait une surperformance qui pouvait

s'analyser par une exposition factorielle. Puis il a montré comment celle-ci aurait pu être accrue de l'ordre de 1% pour des portefeuilles concentrés ou de 0,30% pour des portefeuilles diversifiés. Enfin, il a expliqué comment cette méthode pouvait également être exploitée dans le cadre de portefeuilles détenus jusqu'à la maturité (*Buy and Maintain*) avec une valeur ajoutée substantielle, de l'ordre de 0,33% par an sur une trentaine d'années. À la question de savoir si l'efficacité dépendait du type de passif de l'institution et de sa devise, Ray a répondu que les résultats étaient similaires pour les différents marchés développés et que des études avaient été notamment menées sur la prise en compte de la réglementation Solvency 2.

Que retenir de cette matinée ?

D'abord la mobilisation des ressources de Membres Partenaires, qu'il faut ici chaleureusement remercier, ce d'autant que la crise sanitaire nous a amenés à reporter plusieurs fois l'événement. Un coup de chapeau tout particulièrement aux intervenants qui ont présenté avec beaucoup de pédagogie et de simplicité une matière qui aurait pu paraître absconse à beaucoup, mais qu'ils ont rendu aussi limpide que possible. D'ailleurs leurs interventions, qui ont été filmées, sont disponibles sur le site internet de l'Af2i.

Ensuite la production scientifique, qui a fait l'objet du numéro spécial de BM&I, peut être conduite par des professionnels et celle-ci, quand elle est diffusée dans des réunions telles que cette Matinée de la Recherche, permet une transmission et une utilisation potentielle auprès d'un public d'investisseurs large.

Enfin, les exposés ont montré que les méthodes de traitement de l'information, quantitative et textuelle, sont en constante évolution, et qu'il y a une prime aux premiers utilisateurs.

À bon entendeur, mes plus sincères salutations ! ●

PRIX ACADÉMIQUE AF2I 2021



Pour la troisième année consécutive, l'Af2i décernera en 2021 le prix Académique qui récompense l'excellence de la recherche appliquée à l'investissement. Les articles susceptibles d'être primés ont été publiés en 2021 dans les revues scientifiques suivantes : *Finance*, *Bankers Markets and Investors*, *Journal of Portfolio Management*, *Journal of Fixed Income* et *Financial Analyst Journal*. Les vingt articles publiés l'année dernière et portant sur des thèmes d'investissement ont été analysés par la Commission Recherche de l'Af2i qui en a retenu 4 :

Article A

"Seventy Years of Investing for Future Generations", David Chambers, Elroy Dimson & Charikleia Kaffe, *Financial Analyst Journal*

Article B

"Fact and Fiction about Low-Risk Investing", Ron Alquist, Andrea Frazzini, Antti Ilmanen and Lasse Heje Pedersen, *Journal of Portfolio Management*

Article C

"Strategic Rebalancing", Sandy Rattray, Nick Granger, Campbell R. Harvey and Otto Van Hemert, *Journal of Portfolio Management*

Article D

"Time Horizon, Risk, and Implications for Equity Selection", Sunder R. Ramkumar, *Journal of Portfolio Management*

De courtes synthèses décrivant l'intérêt scientifique et pratique de ces quatre articles peuvent être trouvées ci-après. Nous avons proposé de voter pour celui qui vous paraît apporter le plus d'intérêt pour les investisseurs institutionnels. Chaque personne appartenant à une institution Membre Actif de l'Af2i a pu prendre part au vote. Une personne par entreprise Membre Partenaire de l'Af2i a pu aussi prendre part au vote.

Synthèses Prix Académique 2021

Article A

Seventy Years of Investing for Future Generations

(Fonds de dotations d'universités US)
David Chambers, Elroy Dimson & Charikleia Kaffe, Financial Analyst Journal

Les rédacteurs de ce mémoire — David Chambers, Elroy Dimson et Charikleia Kaffe — sont respectivement directeur, président et chercheur du centre de gestion de fonds de dotations (*Center for Endowment Asset Management at Cambridge Judge Business School*) de l'Université de Cambridge.

L'étude porte sur l'analyse de la performance et sur le caractère anti-ou procyclique des investissements des fonds de dotations de 12 grandes universités américaines, soit les 8 de l'*Ivy league* (Brown, Columbia, Cornell, Dartmouth, Harvard, Princeton, Pennsylvania et Yale) et 4 *non Ivy* (Johns Hopkins, MIT, Stanford et Chicago). En valeur d'actifs, les fonds de 7 de ces 12 universités sont parmi les 10 premiers et les 5 autres parmi les 25 premiers.

La 1^{re} partie de l'étude rapporte l'histoire de ces fonds de dotation, les grands traits des évolutions de leur

allocation moyenne d'actifs et les avancées conceptuelles de la gestion d'actifs qu'elles ont accompagné ou dont leurs professeurs ont été à l'origine au long du 20^e siècle.

Fondée sur différentes bases de données depuis l'origine de ces fonds, constitués pour la plupart au tout début du 20^e siècle, l'étude porte sur la période 1900-2017. Les données postérieures à 1977 proviennent principalement des compilations de données par NABUCO (*National Association of College and University Business Officers*) et *Commonfund* (association sans but lucratif gérant des fonds de dotations).

En moyenne, ces fonds ont donné lieu à des charges annuelles (bourses et autres soutiens de programmes universitaires) en moyenne de 5% l'an entre 1962 et 2019, ce taux ayant diminué ces dernières années à 4,5%. Entre 1957 et 2017, les dons reçus ont représenté 35% des ressources nouvelles, la performance financière le reste.

Les données recueillies permettent de suivre, année après année, les performances, le rapport rendement-risque (ratio de Sharpe) et l'évolution des portefeuilles par classe d'actifs.

Sur la période 1950-2017, les performances de Princeton et Yale sont les plus impressionnantes avec des taux annuels de 7,9 et 7,8% et un ratio de Sharpe de 0,64 et 0,62 respectivement (ratio de Sharpe d'un portefeuille à 100% d'actions cotées de 0,48).

Jusqu'au début des années 30, l'allocation moyenne d'actifs faisait la part belle aux obligations (incluant les *preferred shares*) autour de 70%, les actions ne représentant que 20%, le reste en immobilier. La part des obligations a ensuite décru jusqu'au début des années 50, au bénéfice des actions (56-60%), avant de décroître à nouveau fortement dans les années 1990 et 2000 pour ne plus représenter que 8 à 12% ces dernières années, au bénéfice des actifs alternatifs (principalement *private equity* et secondairement *hedge funds*). En moyenne sur la décennie passée, les actifs alternatifs ont représenté 55-60% et les actions cotées 25-27%.

Cette priorité donnée aux actifs alternatifs est le fondement de l'« *Endowment model* » mis en œuvre sous l'impulsion de David Swensen — CIO de Yale, gérant en chef du *Yale fund* de 1985 à son décès début mai 2021 —, suivi assez rapidement par ses pairs.

La 2^e partie de l'étude porte sur l'évolution de la répartition par classe d'actifs les années avant et les années après les grandes crises répertoriées sur la période 1950-2017.

Des études ont par ailleurs montré que les autres investisseurs (institutionnels ou particuliers) ont eu un comportement plutôt moutonnier, allégeant leurs positions risquées pendant les crises et tardant à réinvestir ensuite.

Cette étude montre au contraire que les fonds de dotation étudiés ont en moyenne allégé progressivement leur portefeuille d'actions les 3 années précédant les grandes crises et réinvesti rapidement après la crise. Ceci a été sensible avant et après les grandes crises de 2001 et 2008, mais également dans une moindre mesure lors des crises de 1907, 1930, 1937 et 1973.

Outre le grand professionnalisme des gérants de ces *endowments*, précurseurs dans les évolutions majeures de leurs allocations, la principale raison mentionnée est l'horizon extrêmement long de leur gestion par rapport à l'ensemble des autres investisseurs.

Article B

Facts and Fictions about Low-risk investing

Ron Alquist, Andrea Frazzini, Antti Ilmanen, Lasse Heje Pedersen, *Journal of Portfolio Management*

Étude empirique de l'investissement en actions à faible risque, basée sur des portefeuilles d'actions américaines, essentiellement en format *Long/Short (L/S)*, pour des stratégies fondées sur six mesures statistiques du risque sur la période 1931-2019 et sur quatre mesures fondamentales du risque sur la période 1957-2019. L'étude est accompagnée

de régressions de ces dix stratégies sur le modèle CAPM et sur le modèle à 5 facteurs de Fama French (les six facteurs FF moins le facteur marché) complété du facteur momentum (1952-2019).

L'analyse empirique confirme cinq croyances (facts) et en infirme cinq (fictions).

Les cinq confirmations sont :

1. Les actions à faible risque surperforment les actions à haut risque, toujours en termes de performance absolue pour les portefeuilles L/S et parfois aussi en version *long only* et pour toutes les mesures de risque ajustées du risque.
2. La prime de faible risque s'est confirmée et même renforcée en dehors des échantillons depuis les principaux articles fondateurs sur l'anomalie de faible volatilité.
3. Les stratégies de faible risque sont robustes, elles surperforment en termes ajustés du risque sur pratiquement toutes les géographies et à l'intérieur de toutes les classes d'actifs, y compris les emprunts souverains en format L/S.
4. La théorie économique explique la prime de faible risque (explication comportementale avec la recherche de loteries et institutionnelle avec les contraintes de levier).
5. Les stratégies de faible risque en format L/S peuvent tout à fait sous-performer dans les marchés baissiers, mais très rarement en format *long only*.

Les cinq réfutations sont :

1. La prime de faible risque n'est pas inférieure aux autres primes factorielles (seul le facteur momentum fait mieux en L/S).
2. La prime de l'investissement à faible risque ne tient pas principalement à des biais sectoriels traditionnels (services aux collectivités et bien de consommation courante), elle se manifeste aussi à l'intérieur d'un secteur donné, mais elle comporte effectivement une certaine sensibilité aux taux obligataires.
3. On ne peut pas à la fois réfuter le modèle CAPM et l'existence d'une anomalie de faible bêta : il faut choisir

entre deux thèses opposées, et les auteurs rejettent le modèle CAPM.

4. L'investissement à faible risque n'est pas invalidé par les coûts de transaction en format L/S et ne fonctionne pas seulement avec les petites capitalisations même s'il s'y exprime encore mieux en format L/S bêta neutre.
5. Les stratégies à faible risque sont relativement chères par rapport à leur valorisation moyenne depuis 1970, ce qui ne signifie pas qu'elles sont en risque de correction imminente (la société de gestion AQR à laquelle appartient le co-auteur Antti Ilmanen déconseille d'ailleurs fortement le facteur timing). On doit cependant noter que, depuis l'éclatement de la bulle TMT en 2001-2002, les actions à faible bêta se situent sur un plateau de valorisation beaucoup plus élevé.

Les annexes de l'étude apportent d'autres enseignements très importants :

1. L'étude porte sur les stratégies à faible risque mais, sans y faire référence, elle fait plus encore ressortir que l'anomalie de faible volatilité (ou plus exactement de faible bêta puisque d'autres études, dont Raul Carvallo, montrent bien que la volatilité résiduelle d'une action n'a qu'un pouvoir explicatif très faible dans l'anomalie de faible volatilité) est en fait bien plus une anomalie de forte volatilité. Ainsi les rendements arithmétiques sur la période 1931-2019 ne sont pas une fonction croissante des bêtas rangés par quintiles, ce qui a de fortes conséquences quand on passe aux rendements géométriques, qui sont fortement décroissants pour les deux quintiles à plus fort bêta. Cette inversion semble s'être renforcée depuis 1966 et plus encore depuis 2010.
2. Depuis les premières publications de Fama French, l'alpha du facteur *value* s'affaiblit beaucoup (impact de la période depuis 2008) tandis que l'alpha du facteur faible investissement qu'ils ont très récemment ajouté est déjà devenu négatif en dehors de l'échantillon !

Article C

Strategic Rebalancing

Sandy Rattray, Nick Granger, Campbell R. Harvey and Otto Van Hemert, *Journal of Portfolio Management*

Il est bien connu que les poids des actifs composant un portefeuille évoluent avec les rendements. Les poids des actifs qui enregistrent une performance positive augmentent alors que les poids des actifs qui enregistrent des rendements négatifs diminuent. Le gérant de portefeuille doit donc régulièrement rééquilibrer (rebalancer) ses paris, pour conserver une allocation en ligne avec l'allocation stratégique. Cet article montre l'impact du rebalancement systématique des portefeuilles sur les performances.

En particulier, les auteurs montrent qu'un portefeuille rebalancé mécaniquement tend à enregistrer des performances inférieures à celle d'un portefeuille non rebalancé lorsque l'un des actifs sous-performe durablement. Ce portefeuille rebalancé enregistre notamment des pertes cumulées supérieures (*draw-downs* en anglais) lorsque les rendements des actifs divergent fortement. L'analyse empirique montre que c'est le cas lorsque le marché action chute sur une longue période alors que le marché obligataire offre une protection. Le rebalancement mécanique introduit de la "convexité négative" au portefeuille comme lorsque le gérant se porte vendeur de straddle (vente conjointe de *put* et de *call*).

L'article montre qu'il est préférable de ne pas rebalancer les portefeuilles de manière mécanique mais plutôt d'adopter une stratégie de rebalancement sélective qui s'appuie sur des signaux de tendance. Les résultats montrent qu'un portefeuille rebalancé mécaniquement sous-performe le même portefeuille combiné à hauteur de 10% avec une stratégie de tendance (*trend following* en anglais). En particulier les pertes cumulées par ce dernier portefeuille sont minorées. De même, les résultats montrent qu'en choisissant une stra-

tégie de rebalancement partielle qui ne corrige qu'une partie des déséquilibres observés, le gérant profite conjointement d'un effet suivi de tendance et d'une économie en termes de coût de transaction.

Nul doute que cet article intéressera les nombreux gérants confrontés régulièrement à la question du rebalancement des portefeuilles !

Article D

Time Horizon, Risk, and Implications for Equity Selection

Sunder R. Ramkumar, *Journal of Portfolio Management*

Dans son article intitulé "*Time Horizon, Risk, and Implications for Security Selection*", Sunder R. Ramkumar, analyse les performances de plus de trois mille actions américaines pendant la période de 1963 à 2017 en considérant leurs comportements boursiers selon les périodes et les durées de détention. Il regroupe les actions selon cinq groupes en fonction de leur bêta (sensibilité au marché). Le premier groupe d'un bêta moyen de 0,7 sur cette période a eu une performance de 10,9% par an avec une volatilité de 12% alors que de cinquième groupe de bêta moyen de 1,5 a eu une performance de 12,5% avec une volatilité de 25%. À titre de comparaison, les obligations d'État américaines à 5 ans ont rapporté en moyenne 6,2% (pour une volatilité de 5%) et les liquidités 4,6% sur la période.

En ce qui concerne spécifiquement le risque de court terme des actions, sur un horizon de un mois, le premier groupe (de faible bêta) n'a perdu que 57% de la perte du marché (et non 70% comme son bêta l'aurait laissé supposer) quand le cinquième perdait lui 167% de celle-ci (donc plus que les 150%); quand le marché est à la hausse le premier groupe participe à 75% de cette hausse quand la participation du cinquième groupe est, elle, de 144%. Le risque de baisse à court terme est donc plus limité avec des

actions de faible bêta, pour un potentiel de hausse qui reste substantiel. Ce point est également confirmé par l'analyse des valeurs de *Value at Risk* conditionnelle. L'auteur conclut qu'il peut donc être judicieux en situation de turbulences boursières potentielles de sélectionner des actions de faible bêta tout en gardant une plus grande allocation en actions, qui peut s'avérer plus rentable qu'un accroissement de l'allocation en obligations.

En ce qui concerne le risque de long terme, en revanche, le groupe de fort bêta montre une certaine supériorité. Il est courant de comparer la variance des placements avec l'horizon car, dans le modèle de référence du mouvement Brownien, la variance devrait être proportionnelle à l'horizon. Sur cette période de plus de cinquante ans le rapport de variance et de l'horizon est nettement plus favorable (57%) pour les actions du groupe de fort bêta, que celle du groupe de faible bêta (110%). Ceci se traduit par des ratios de Sharpe sur longue période 10 ou 20 ans favorables aux actions de fort bêta, pratiquement de l'ordre de 1 alors qu'il est à peine de 0,3 pour un horizon d'un mois pour ce groupe. Si l'investisseur n'a pas de besoin de liquidités le groupe d'actions de fort bêta a donc plus de potentiel d'appréciation à long terme.

L'auteur compare ces performances et risques à ceux des autres facteurs identifiés par les études académiques depuis une vingtaine d'années. Si les bêtas de certains varient très peu (comme le facteur taille par exemple) il semble que le taux de dividende soit un bon indicateur du bêta, ce dernier tendant à augmenter quand les titres versent moins de dividendes. Ces caractéristiques étaient autrefois repérées et ont été quelque peu oubliées. Il paraît donc utile, en matière d'allocation en actions, d'être plus précis notamment sur les caractéristiques de risques des actions selon les horizons et budgets de risque de l'investisseur. ●

Bonnes feuilles

Atlas de l'Anthropocène (Deuxième édition actualisée et augmentée)

FRANÇOIS GEMENNE - ALEKSANDAR RANKOVIC

LES PRESSES DE SCIENCE-PO • SEPTEMBRE 2021

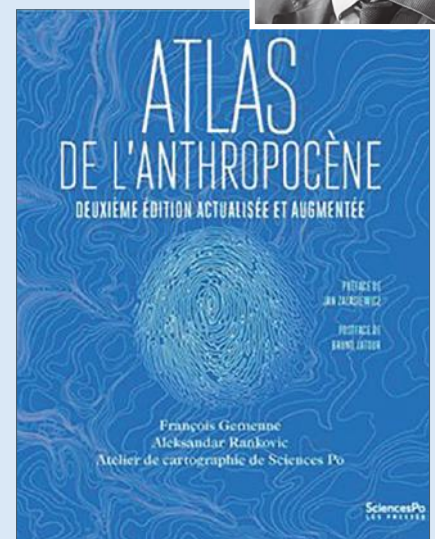
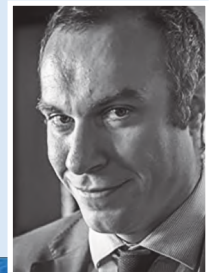
L'Anthropocène est une époque de l'histoire de la Terre qui a été proposée pour caractériser l'ensemble des événements géologiques qui se sont produits depuis que les activités humaines ont une incidence globale significative sur l'écosystème terrestre. Anthropocène désigne donc l'ère géologique actuelle qui se caractérise par des signes visibles de l'influence de l'être humain sur son environnement, notamment sur le climat et la biosphère.

À l'heure où le développement durable devient partie prenante des processus d'investissement, et où la transition énergétique devient déterminante dans les valorisations futures des actifs, l'ouvrage cartographié de **François Gemenne** et **Aleksandar Rankovic** dresse un tableau analytique assez précis de l'état de la Terre. Certains trouveront l'ouvrage quelque peu alarmiste, au-delà parfois des scénarios noirs du GIEC. *L'Atlas de l'Anthropocène* n'en reste pas moins un ouvrage incontournable qui propose des pistes précises et documentées.

Changement climatique, érosion de la biodiversité, évolution démographique, urbanisation, pollution atmosphérique, détérioration des sols, catastrophes naturelles, accidents industriels, crises sanitaires, mobilisations sociales, sommets internationaux : l'Atlas réunit l'essentiel des données sur la crise écologique de notre temps. La richesse des informations fournies en fait un ouvrage de référence pour faire le point sur l'état de notre planète, de son épuisement face à la consommation de ses ressources naturelles, à l'extinction du vivant, à l'apparition des dangers qui nous guettent dans un horizon proche.

Le rédacteur de la postface, **Bruno Latour**, sociologue, philosophe des sciences, prix Holberg 2013 pour l'ensemble de son œuvre, résume ainsi l'attrait de l'Atlas de l'Anthropocène : « *Paraît un Atlas qui permet de comprendre pourquoi il est tout à fait vain de prétendre posséder, dominer la Terre, que le résultat de cette idée folle, c'est risquer de se trouver écrasé.* »

François Gemenne est un chercheur belge, enseignant en sciences politiques à l'Université de Versailles et à l'Université de Liège, expert associé au CERI — Sciences Po, et spécialiste des migrations liées à l'environnement, et de géopolitique de l'environnement, ex-directeur exécutif du programme de recherches politiques de la terre. Il a signé plusieurs essais, dont : *Controverses climatiques, sciences et politique*, avec Edwin Zaccai et Jean-Michel Decroly (Presses de Sciences Po, 2012), et *Géopolitique du changement climatique* (Armand Colin, 2009).



L'argent, maître ou serviteur ?

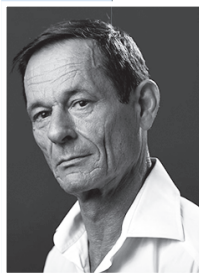
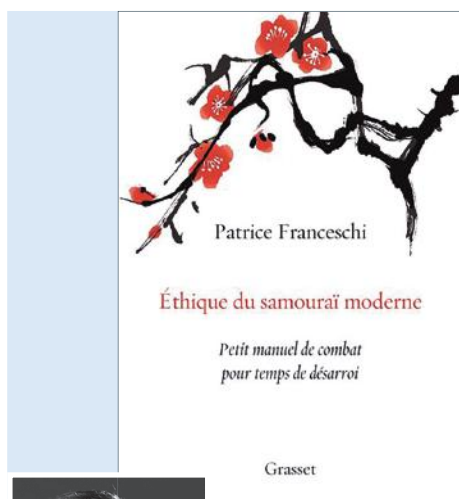
PIERRE DE LAUZUN

ÉDITIONS MAME • SEPTEMBRE 2019

L'emprise de l'économie dans notre société est forte. Le développement durable, l'impact des actes du quotidien et de l'épargne prennent une place croissante, et deviennent clef dans les processus d'investissements institutionnels, sous les aspects climat et environnement, mais aussi dans les dimensions d'enjeux sociétaux et de gouvernance. **Pierre de Lauzun** s'interroge sur la place que l'argent tient dans nos vies, avec le regard d'un chrétien convaincu. Par une analyse claire et subtile s'appuyant sur l'Évangile et le magistère de l'Église, très éloignée des manichéismes faciles, **Pierre de Lauzun** aide à comprendre la nature paradoxale de l'argent et les raisons de l'attrait qu'il peut exercer sur tout citoyen. Certains trouveront une manière évangélique de gérer les biens matériels. Quelles que soient les croyances du lecteur, le livre conduit à réfléchir sur les implications nécessaires de chacun dans la gestion et la sauvegarde du Bien commun, et en premier lieu de notre planète Terre.

Pierre de Lauzun est engagé dans plusieurs associations d'inspiration chrétienne : il est notamment Président de l'Association des économistes catholiques et membre de l'Académie d'éducation et d'études sociales, également d'inspiration catholique.

Ses recherches et publications sont une synthèse entre sa foi, sa formation scientifique — Polytechnique 1969 — et son passé de haut fonctionnaire — ENA Promotion Léon Blum 1975 —, principalement dans les relations extérieures et la finance. Sa fin de carrière est marquée par des fonctions au sein d'associations professionnelles : la Fédération Bancaire Française comme Directeur général délégué de 2001 à 2014, et l'Association Française des Marchés Financiers, l'AMAFI, regroupant les professionnels de la Bourse et de la Finance, comme Délégué général de 2002 à 2018. De 2017 à 2019, il a été *Chairman* de l'*International Council of Securities Associations*, l'association internationale des associations de professionnels de marché.



Éthique du samouraï moderne *Petit manuel de combat par temps de désarroi*

PATRICE FRANCESCHI

ÉDITIONS GRASSET • -- MAI 2020

En 327 courts chapitres, mélodieux, universels, éclairant le sens et la valeur de la vie, **Patrice Franceschi** a composé un système éthique original dans le prolongement de la pensée stoïcienne grecque, couplée à l'esprit samouraï japonais. L'auteur nous livre une « éthique » personnelle, qui s'est forgée au fil des ans, entre ses études approfondies de philosophie à la Sorbonne, sa connaissance des maîtres à penser grecs, et sa pratique des arts martiaux, son goût de la culture séculaire japonaise, sans oublier son engagement politique, au cours de ses voyages, de l'Afghanistan au Kurdistan syrien. L'ouvrage se déguste, se sirote presque, entre brèves paraboles, paradoxes ou aphorismes surprenants. Chaque ligne étonne, secoue, oblige. L'auteur intègre combien nous vivons un monde et une époque où rien ne semble tenir, quand la réflexion est fugace et qu'une idée chasse la précédente de manière immédiate. Mais le livre est aussi la recherche d'une voie vers la sérénité, humaniste, poétique... qui n'est pas sans rappeler le style de Rudyard Kipling écrivant à son fils. Au final, **Patrice Franceschi** offre un ouvrage de philosophie pratique qui appelle l'homme moderne à une nouvelle forme d'accord intérieur avec lui-même, pour s'opposer à la guerre de tous contre tous et à la fin des libertés.

Écrivain, romancier, aviateur et marin, philosophe politique, **Patrice Franceschi** partage sa vie entre écriture, aventures et engagements humanitaires. Il a reçu le prix Goncourt de la nouvelle en 2015 pour *Première personne du singulier*. Il est finaliste du Prix du roman Fnac 2021 pour *S'il n'en reste qu'une*.

L'illusion de la finance verte

ALAIN GRANDJEAN ET JULIEN LEFOURNIER

ÉDITIONS DE L'ATELIER • MAI 2021

La seule volonté des financiers peut-elle contraindre les entreprises à opérer d'une manière plus « verte » ? C'est à cette question que tentent de répondre Julien Lefournier et Alain Grandjean, en écho aux affirmations fréquemment faites par les financiers eux-mêmes.

La finance a un rôle essentiel à jouer dans la lutte contre le réchauffement climatique : ce postulat est désormais acquis. Mais, pour les auteurs, elle ne fera pas naturellement ce choix : dans sa course historique à la maximisation des rendements, elle a longtemps négligé les dommages causés à la planète. Plus grave, le monde de la finance a de lui-même aboli le temps long. Inverser le mouvement de fond n'est pas simple. D'autant qu'une grande variété d'acteurs et d'observateurs ont l'intuition que le récit proposé par la finance verte ne colle pas à la réalité, mais qu'ils n'arrivent pas à voir exactement où le bât blesse. Les régulateurs financiers sont sensibles au sujet : leur réponse ne s'appuie pourtant que sur un instrument, les stress tests climatiques, qui cherchent à mesurer la résistance des banquiers et des assureurs à la dégradation du climat, pas à l'empêcher.

Certes, une partie de la finance devient « verte », de nouveaux instruments financiers apparaissent, pour favoriser la transition écologique et énergétique, voire sauver le monde pour les plus audacieux de ses défenseurs. Le livre affirme pourtant que les obligations vertes et la « soupe d'alphabet des bonnes intentions de la finance (RSE, ISR, ESG) » restent à côté de la plaque, et sont trop souvent superficiels, car simples objets de communication et de greenwashing. La finance n'a finalement pas encore proposé de modèle explicatif de la finance verte, qui verrait en entrée l'investissement dans des produits dits « verts » et en sortie une baisse des émissions de CO₂. Ils constatent bien des investissements verts en entrée, mais rien en sortie.

Les auteurs sont sans indulgence avec le monde des investisseurs, *asset managers* surtout, mais aussi *asset owners*. En substance, la finance ne fait ni mieux ni pire que les entreprises qui se sont mises au « vert », au « durable » ou à « l'éco-responsable », exploitant simplement une nouvelle forme de suggestion commerciale. La finance ne peut rien faire d'autre que d'investir dans l'économie telle qu'elle se présente. Il n'est pas du pouvoir des financiers de changer les systèmes productifs de façon à les mettre en conformité avec le climat.

La conclusion du livre se doit d'être démentie : « *Malgré les belles promesses, la solution au financement de la transition ne viendra pas du marché lui-même, car la transition implique un changement de modèle économique.* » En synthèse, la finance ne deviendra verte que si l'économie elle-même se pense en vert.

Cet ouvrage fera grincer quelques dents dans le monde financier. Il conduira aussi nombre d'investisseurs à accélérer un peu plus leurs engagements dans la lutte contre le dérèglement climatique. Les prises de position sans concession d'**Alain Grandjean** sont connues. Polytechnicien, économiste, **Alain Grandjean** est associé-fondateur de Carbone 4, cabinet de conseil et d'études spécialisé dans la transition énergétique et l'adaptation au changement climatique. Depuis janvier 2019, il est également président de la Fondation Nicolas-Hulot. **Julien Lefournier** est consultant indépendant, après avoir travaillé pendant 20 ans dans la finance de marché.



Alain
Grandjean

Julien
Lefournier



Vie de l'association

Événements à venir

🕒 14 décembre 2021

Afterwork "Vernissage, Vin & Fromage »
pour l'exposition des œuvres d'Albane de Labarthe
avec dégustation et présentation du Château
Sigalas-Rabaud, premier cru classé 1855
à Sauternes : 3 expressions du Sémillon
(réservé aux Membres Actifs de l'Af2i)

🕒 19 janvier 2022

Les Vœux de l'Af2i

🕒 10 et 11 février 2022

**Time to Change - Le forum Climat, énergies
et finance durable**
(accès à titre gracieux aux Membres Actifs de l'Af2i)

Ateliers du 4^e trimestre 2021

réservés aux Membres Actifs de l'Af2i

**Politiques des banques centrales
et bilans des entreprises**

Seven Capital – 21 octobre 2021
(Cercle de l'Union Interalliée)

**Dettes privées : caractéristiques, opportunités
et enjeux**

Blue Lakes Advisors – 16 novembre 2021 (Hôtel
Park Hyatt Vendôme, 5 rue de la Paix, Paris 2)

Prêt/emprunt de titres

Morgan Stanley – 23 novembre 2021

Titrisation

Amundi – 30 novembre 2021

Small & Mid Caps

Financière Arbevel – 7 décembre 2021

Plus d'informations et inscriptions :
etudes-recherche@af2i.org

Avec le soutien et/ou la participation de l'Af2i

OCTOBRE 2021

5/10 : AM Tech Day de L'AGEFI dans le cadre de
l'Invest Week Paris

6/10 : Global Invest Forum de L'AGEFI avec
la GIF ACADEMY en partenariat avec l'Af2i, dans
le cadre de l'Invest Week Paris

**7/10 : European ETF & Indexing Forum de
L'AGEFI** dans le cadre de l'Invest Week Paris

**14/10 : Rencontres de la chaire Éthique et
Finance autour de l'investissement à impact
« Les certificats d'impact donnés par les banques
centrales »** organisées par Christian Walter,
Emmanuel Picavet et Sandra Bernard Colinet

**19/10 : Nouveaux défis des assureurs entre
crises et opportunités de L'AGEFI**

20/10 : Les Cercles de L'AGEFI Hauts-de-France

**21/10 : Conférence « (Ré)inventer la croissance
de demain ! »** organisée par France Invest

NOVEMBRE 2021

**10/11 : Les Cercles de L'AGEFI Auvergne-
Rhône-Alpes**

**18/11 : Les Trophées Option Finance de l'Asset
Management**

**23/11 : Les Défis de l'Assurance d'Option
Finance**

25/11 : Forum Private Assets de L'AGEFI

**30/11 : Morningstar Investment Conference
France 2021**

DÉCEMBRE 2021

02/12 : Journée Nationale des Investisseurs

**07/12 : Les Rencontres de l'ISR et du Capital
humain d'Option Finance**

09/12 : Les Cercles de L'AGEFI Grand Est

15/12 : Quantalys Inside 2022

⚠ Cet agenda est donné à titre indicatif. En raison de la crise sanitaire, les dates des événements sont susceptibles d'être modifiées.

Nouveaux représentants au Conseil d'administration de l'Af2i



Léoivic Lecluze a rejoint le groupe Matmut en 2021. Agé de 48 ans, diplômé d'un Master d'Analyse financière-marchés financiers de l'Université Paris-Dauphine et d'un Master de macroéconomie & mathématiques financières de l'Université Panthéon-Sorbonne, Léoivic Lecluze cumule plus de vingt années d'expertise sur les marchés financiers et l'allocation d'actifs. En poste à Tokyo, Londres et Paris en tant qu'analyste-gérant sur fonds actions internationales et fonds diversifiés au sein du groupe HSBC Asset Management, responsable des marchés émergents et asiatiques chez Citigroup Global Markets, responsable de la gestion actions et de la gestion diversifiée au sein du groupe Crédit Mutuel Arkéa, Léoivic Lecluze intègre le Département Direction générale Pilotage Economique et Financier du groupe Matmut, en tant que Responsable des Investissements.



Carole Zacchéo est la nouvelle Directrice des Investissements et Placements du Groupe MAIF, après avoir été responsable de la gestion des actifs de rendement. Rattachée à Éric Berthou, Directeur général adjoint, elle a pris ses fonctions le 9 avril dernier. Titulaire d'un Master 2 Banque et Finance de l'université de Paris 1 Panthéon Sorbonne, Carole est forte d'une expérience de plus de 25 ans au sein du Groupe MAIF. Elle rejoint MAIF en 1995 en qualité de chargée d'études financières, au sein de la Direction des Investissements et des Placements. De 1997 à 2012, elle exerce les fonctions de gérante obligataire dans cette même direction. En 2013, Carole est nommée responsable de la gestion des portefeuilles taux et crédit du Groupe MAIF. Elle occupe cette fonction jusqu'en 2017, puis devient responsable de la gestion des actifs de rendement, intégrant ainsi dans son périmètre les investissements immobiliers et d'infrastructures. Depuis 2019, elle pilote également le fonds MAIF Transition, qui accompagne la transition énergétique tout en développant une agriculture respectueuse de l'environnement. Au travers de ses expériences, Carole a développé des compétences dans toutes les activités stratégiques de la Direction des Investissements et des Placements. Elle a ainsi pu mettre en œuvre, depuis de nombreuses années, la stratégie d'investissement responsable de MAIF.

« C'est dit, c'est écrit »

EXTRAITS DE NOS PARUTIONS PRESSE
La totalité des articles est disponible
sur le site de l'Af2i :
www.af2i.org



Finance durable
« Option Finance décerne
quatre Prix Impact »

Option Finance n° 1622 - Lundi 20 septembre 2021



« ...au cœur de la transition
énergétique... »
Bernard Descreux,
Directeur des financements
et de la trésorerie, EDF

La Lettre du trésorier n°390 - Septembre 2021

En Bref
« Stabilité de l'allocation
des institutionnels »

La Lettre du trésorier n°389 - Juillet 2021



Thierry Giami (Sfaf) :
« La place doit considérer
l'analyse financière comme un atout
essentiel de son attractivité »

Vendredi 22 octobre 2021

Les Echos

« Une charte de bonnes pratiques va
encadrer la recherche sponsorisée »

21 octobre 2021

Membres Actifs

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