

## SOMMAIRE

- 1 Édito
- 3-14 **Dossier :**  
**Club de Prospective de l'Af2i**
- 15 Point technique - Le contentieux  
des investissements
- 16-19 Focus - Risque de change :  
à la recherche du ratio  
de couverture optimal
- 20-22 Focus - Risque de crédit :  
sommés-nous à la veille  
d'une « zombie apocalypse » ?
- 23-24 Focus - La gestion à impact  
et l'effet papillon
- 25-26 Rencontre avec Anton Brender  
27 "C'est dit, c'est écrit"
- 28-30 Prix Turgot
- 31-32 Bonnes feuilles
- 33-34 Vie de l'association
- 36 Membres actifs

### Af2i

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

### CONTACTS


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

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

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

## Patience, long terme et plan de relance

Hubert Rodarie, Président de l'Af2i



©Nathalie Oundjian

**P**atience et longueur de temps font plus que force ni que rage ». Qui ne connaît pas cette maxime extraite de la fable, le Lion et le Rat, de Jean de La Fontaine ?

Et pourtant, nous avons l'impression que le monde a oublié les vertus de patience et de continuité. Tout est poussé par l'urgence, l'impératif du changement, de l'adaptation et l'objectif de la transformation. Les personnes, les entreprises et les sociétés semblent ne plus avoir le temps et veulent sans cesse accélérer. Ces mots paraissent être repris de slogans, de phrases de communicants, mais ils expriment une emprise de plus en plus forte des environnements sur notre agir et celui de nos contemporains qui, sans cesse, poussent au mouvement et à l'action.

Cette observation n'est pas nouvelle. À la fin de la deuxième guerre mondiale, un philosophe français, Daniel Halévy, avait parlé de l'accélération de l'histoire<sup>(1)</sup>. Ce thème a été repris plus récemment en 2010 par Harmut Rosa.

D'où vient cette urgence à agir et ce mouvement permanent qui semble balayer tout sur son passage ? Daniel Halévy observe avec pertinence que ce sentiment

s'accroît lorsque l'individu, quelle que soit sa situation, perd sa capacité de prévision. Il note ainsi avec justesse que « peur et espérance s'éteignent ensemble, parce que l'avenir, parce que l'univers sont devenus impensables ». Dans cette sensation il y a donc fondamentalement une perte de confiance dans ce qui permet d'envisager l'avenir, à savoir d'une part des croyances partagées et d'autre part des outils de prévision dont la validité est largement acceptée.

Tous ces phénomènes sont aujourd'hui présents au cœur des sujets que posent l'Après-Covid et la nécessaire transformation des activités économiques pour l'atteinte d'objectifs, environnementaux et climatiques, sociaux ainsi que de meilleure gouvernance.

Il est clair que les ruptures technologiques, le développement de l'intelligence artificielle (IA), mais aussi la prise en compte des conséquences dommageables des activités humaines ont réduit la confiance, pourtant très forte à la fin du XX<sup>e</sup> siècle, dans des schémas associant bonheur et progrès économique. Par exemple, peut-on encore adhérer spontanément à cette vision d'une humanité où le développement économique apportera joie et bonheur

aux populations en les débarrassant de contraintes matérielles et sociales, et en leur ouvrant l'usage de biens et de services sans cesse améliorés ? De la même façon, les espoirs d'une conduite des activités humaines de façon scientifique et rationnelle pour la débarrasser des interventions discrétionnaires de tous ordres<sup>(2)</sup>, ont été régulièrement déçus, que ce soit en matière financière (crise 2008) ou en construction d'un monde solide apte à résister aux chocs externes (crise COVID).

Quoiqu'il en soit, c'est la caractéristique des investisseurs institutionnels de pratiquer le long terme, peut-être quelquefois sans le savoir, comme monsieur Jourdain, le Bourgeois Gentilhomme de Molière. La patience est pour eux naturelle, ils pratiquent souvent ce que l'on appelle le *buy-and-hold*, où ce qui est acquis reste en portefeuille, année après année ; ou encore, partenaires de longue durée des entreprises, ils les

suivent patiemment, année après année, quel que soit le degré de certitude dans les prévisions ou la stabilité des environnements.

Cette patience et cette nécessité de se projeter dans le futur ont justifié le choix du thème du Club de Prospective Af2i 2021, « Plans de relance de l'après-COVID : assurer l'avenir et/ou garantir le présent ? ».

Ce fut un moment très passionnant. Afin de mieux comprendre les enjeux des plans de relance actuellement mis en œuvre, nos intervenants ont débattu, au cours de trois tables rondes, pour essayer de répondre à des questions telles que : ces plans répondent-ils aux faiblesses stratégiques mises en évidence par la crise ? Quelle place donnent-ils à l'industrie et à la création d'emplois ? Comment maîtriser les impacts de toutes natures des investissements prévus dans ces plans et, en

même temps, chercher à pérenniser une croissance durable, réduisant les inégalités et permettant un soutien à ceux qui avaient été le plus atteints par les crises ?

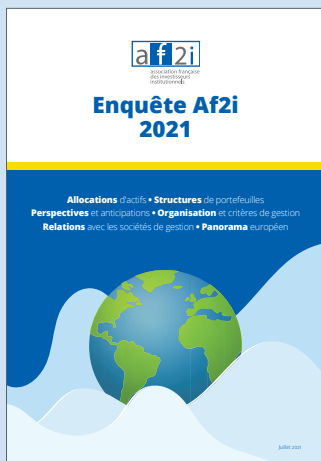
Un grand merci à tous nos intervenants et un autre merci bien chaleureux à ceux qui nous ont envoyé leurs interventions par écrit. Cela nous permet de les publier dans le dossier principal de ce nouveau numéro d'*Institutionnels*.

Et en ce mois de décembre, il ne me reste plus qu'à souhaiter à tous de joyeuses fêtes et une excellente année 2022. ●

(1) Daniel Halévy, Essai sur l'accélération de l'histoire, 1948

(2) C'était le projet des économistes dans l'après-guerre, tels que Hayek, von Mises et Friedman, pour refonder le modèle économique libéral occidental discrédité après la crise de 1929.

## NOS PUBLICATIONS VOUS INTÉRESSENT ?



**Enquête Af2i 2021**  
(juillet 2021)



**Institutionnels n°62**  
(juillet 2021)

- Dossier Monnaie Numérique Banque centrale



**Institutionnels n°63**  
(Octobre 2021)

- Dossier sur l'immobilier post COVID



**Bankers, Markets & Investors n°165**  
(juin 2021)

- Numéro spécial "Bond Factors Investing"
- Articles présentés lors de la Matinée Af2i de la Recherche Académique du 14 septembre 2021

Pour commander ces publications, rendez-vous sur le site Internet de l'Af2i : [www.af2i.org](http://www.af2i.org) rubrique "Publications" ou sur le site de Bankers, Markets & Investors : [www.journaleska.com/index.php/bmi](http://www.journaleska.com/index.php/bmi)

## DOSSIER

# Club de Prospective de l'Af2i

Le Club de Prospective du 5 octobre 2021 a été consacré aux plans de relance de l'après-COVID : assurer l'avenir et/ou garantir le présent ? Cet évènement a pris la forme de trois tables rondes. Nous présentons ci-dessous des articles d'orateurs qui sont intervenus lors de cet évènement.

## Table ronde n°1 Enjeux économiques et stratégies des plans de relance



**BENJAMIN LOUVET**  
GÉRANT SPÉCIALISTE  
MATIÈRES PREMIÈRES,  
OFI AM

### ► Métaux : l'angle mort de la transition énergétique ?

**La pandémie, dont le monde se relève à peine, a donné une occasion historique aux dirigeants politiques de réorienter, par leurs plans de relance, l'économie mondiale vers un futur plus soutenable. Mais a-t-on vraiment saisi cette opportunité, et les conditions nécessaires à une telle transformation sont-elles réunies ?**

Pour sa part, la France a annoncé son plan de relance le 3 septembre 2020. S'il est bien en partie consacré à une économie plus durable, l'analyse réalisée par le Haut Conseil pour le Climat révèle néanmoins que seul 28 % des sommes annoncées est en ligne avec la transition.

Ce constat est assez alarmant à l'heure où nous devons prendre conscience que la transition ne fait que commencer et que le « *business as usual* » n'est plus possible. Nos investissements dans notre transformation ne sont pas à l'échelle, ni sur le plan national, ni à l'international. Ainsi, au premier semestre 2021, la croissance de la consommation électrique a été telle qu'elle a largement dépassé celle des renouvelables. De ce fait, la moitié de la croissance de la demande a été adressée grâce... au charbon !

Et ce n'est là qu'une partie du problème. L'autre sujet, c'est que nous avons engagé cette transformation « à l'envers ». En effet, après avoir acté le fait que

la transition énergétique était indispensable, les efforts se sont essentiellement concentrés sur la contrainte de l'offre. En fléchissant à juste titre les investissements grâce à la taxonomie vers les activités bas carbone, on a convaincu le secteur pétrolier que son avenir était derrière lui. De ce fait, le but recherché a été atteint, et les producteurs d'énergies fossiles ont réduit leurs investissements. La baisse tendancielle des cours du brut de 2014 à 2019 a enfoncé le clou. Aussi, dans un secteur où l'investissement doit être permanent pour lutter contre la baisse naturelle de production, l'offre de pétrole plafonne.

Mais dans le même temps, aucun effort n'a été entrepris pour réduire la demande. Ainsi, alors que la baisse historique de consommation des énergies fossiles engendrée par la crise sanitaire de 2020 aurait pu être l'occasion d'amorcer une vraie réduction de notre dépendance pétrolière, il n'en a rien été. En conséquence, malgré une reprise partielle du trafic aérien, nous sommes déjà de retour quasiment au niveau de consommation observé en 2019 pour la même période de l'année, et les prévisions font état d'un nouveau pic de consommation d'or noir en 2022. Moins d'offre et plus de demande : nous avons semé les graines d'une hausse des prix de l'énergie que nous voyons aujourd'hui germer et qui menace la relance elle-même !

L'autre point qui n'est pas ou mal traité par la stratégie de relance est celui des moyens nécessaires à sa réussite. Le premier élément indispensable à la prise de décision est la bonne compréhension du problème et, pour ce faire, la bonne connaissance scientifique des sujets à traiter. En ce sens, la formation académique de nos élites politiques pourrait constituer une faiblesse. En effet, si l'on compare l'éducation reçue par les dirigeants européens et asiatiques par exemple, on constate une différence majeure : la quasi-totalité du gouvernement chinois a une formation d'ingénieur. Ainsi, Xi Jinping est-il titulaire d'un diplôme de géologue. En France, le dernier président de la République ayant eu une formation d'ingénieur était Valéry Giscard d'Estaing, élu en 1974. Plus encore, si jusqu'à Nicolas Sarkozy, il était de coutume d'avoir de nombreux ingénieurs dans les cabinets ministériels,

cette tendance s'est depuis affaiblie pour faire de plus en plus de place à des technocrates. Or, un ingénieur et un technocrate n'ont pas la même façon d'aborder les problèmes.

C'est sans doute ce qui explique, par exemple, que le gouvernement chinois se soit préoccupé depuis près de deux décennies de sécuriser son approvisionnement en ressources naturelles, là où le vieux continent ne s'est quasiment pas occupé de ce sujet jusqu'à très récemment.

Pourtant, ce problème de l'approvisionnement en matières premières est probablement l'un des angles morts de la transition énergétique qui nous occupe. N'en déplaise à certains candidats à la présidentielle, l'abandon des énergies fossiles ne règle en rien notre problème de dépendance énergétique. Il pourrait même possiblement l'aggraver ! Car si l'énergie du vent ou du soleil est bien gratuite et locale, la production électrique des énergies renouvelables ne vient pas du vent ou du soleil, mais d'un transformateur qui convertit leurs énergies en électricité. Et ces transformateurs sont faits de matières premières : cuivre, argent, zinc, nickel...

Ceci doit nous amener à repenser notre géopolitique et notre diplomatie. Car les producteurs de métaux ne sont pas les producteurs de pétrole ! Et pour l'heure, notre diplomatie s'est essentiellement bâtie autour des énergies fossiles. La Chine, par exemple, qui est un importateur de ressources pétrolières, est en revanche le premier producteur des terres rares indispensables à nombre de technologies. Mais c'est aussi le premier raffineur, et de loin (environ 70 % du marché) du cobalt ou du lithium, deux métaux indispensables à la mobilité électrique.

Nous devons ensuite nous doter d'objectifs communs donnant une visibilité à long terme, et nous affranchissant de la vision court terme liée aux calendriers politiques. Comme le disait Carlos Tavares, directeur général du groupe

Stellantis, dans une interview récente, nous disposons d'ingénieurs parmi les meilleurs au monde, capables de relever les défis les plus difficiles. Mais pour cela, ils ont besoin d'un objectif et d'un cadre stable.

Ceci nous gardera de positions dogmatiques et de la défense d'intérêts particuliers. On peut par exemple s'interroger sur le débat en cours sur l'inclusion ou non du nucléaire dans la taxonomie. Si ce texte a pour vocation de flécher les investissements vers les activités bas carbone et que la baisse des émissions de CO<sub>2</sub> jusqu'à zéro net en 2050 est érigée en principe fondamental, il est un fait que le nucléaire répond à l'ensemble de ces objectifs. Le groupe d'experts l'a d'ailleurs confirmé à deux reprises, ajoutant que les externalités négatives de cette énergie n'étaient pas plus importantes que celles des autres sources de production déjà incluses dans la taxonomie.

Enfin, et c'est sans doute le point sur lequel nous devrions peut-être nous focaliser en premier lieu si nous voulons que l'Europe ait sa place dans la transformation majeure qui s'amorce : nous devons définir un vocabulaire commun et des normes capables d'homogénéiser ce marché pour faciliter la mise en œuvre de la transformation. L'Europe est encore aujourd'hui le leader de l'investissement socialement responsable, mais les autres continents ont compris qu'il s'agissait du sens de l'histoire et nous rattrapent à grands pas. Aussi, si nous ne nous mettons pas d'accord rapidement sur un corpus de règles claires, celles-ci risquent, comme ce fut le cas pour la comptabilité par exemple avec les normes IFRS, de nous être imposées par d'autres, qui sauront en profiter pour se donner un avantage concurrentiel certain.

L'ensemble de ces éléments constitue un prérequis indispensable au cadre de réflexion, sans lequel la possibilité même d'une relance pourrait être hypothéquée avant même d'avoir dépensé le moindre sou ! ●



**NICOLAS MARQUES**  
DIRECTEUR GÉNÉRAL  
DE L'INSTITUT  
ÉCONOMIQUE  
MOLINARI

## ► La capitalisation collective, enjeu micro et macro

En matière de retraites, certains pensent que la priorité sera de réformer la répartition en 2022, tandis que les enjeux liés à l'épargne auraient été traités avec la loi PACTE. Le débat porte le plus souvent sur la nature et l'ampleur des modifications à faire pour gommer les déficits liés à la répartition. Certains considèrent que la priorité va au recul de l'âge de la retraite, qu'il s'agisse de s'appuyer sur la trajectoire de la loi Touraine ou de l'accélérer. D'autres insistent sur l'importance d'une réforme systémique gommant les différences entre les régimes par répartition ou proposent de mixer ces démarches, même si l'expérience récente a montré que ce chemin était semé d'embûches.

Dans un rapport récent cosigné avec CroissancePlus, nous nous inscrivons en faux par rapport à ces visions déconnectées des enjeux, tant d'un point des individus que du collectif.

Au niveau des individus, l'enjeu est de contrer l'érosion des retraites par répartition. Avec la baisse de la natalité, le rendement des régimes de retraite par répartition décline. Le taux de rendement interne était de 3,7 % pour les générations de 1940, à une époque où la démographie était dynamique et les pensions faibles. Ce taux de rendement sera

d'à peine 2,1 % pour les générations 1990 selon le Conseil d'orientation des retraites, en raison de la dégradation des ratios démographiques et de la croissance. Bilan : le niveau de vie relatif des retraités par rapport à l'ensemble de la population devrait chuter de 103 % à 85 % en 2070, soit une baisse de 17 %.

Aussi, l'écart entre le rendement de la capitalisation et de la répartition est devenu très significatif, ce qui constitue un handicap en France. L'époque où Paul Samuelson envisageait un rendement de la répartition égal au rendement de la capitalisation est révolue<sup>(1)</sup>. Ces deux techniques de financement produisent des résultats divergents, avec un rendement implicite de la répartition inférieur au rendement explicite de la capitalisation. Dans son *Capital au 21<sup>e</sup> siècle*, Thomas Piketty prédit un taux de croissance autour de 1,5 % et un rendement du capital autour de 4 ou 4,5 %<sup>(2)</sup>. Si ces projections sont bonnes, la répartition, assise sur le taux de croissance de l'économie, serait trois fois moins intéressante que la capitalisation. Pour reprendre les termes d'Olivier Davanne et Thierry Pujol, les cotisations en répartition constitueraient une « taxe implicite » pouvant aller jusqu'à 70 %<sup>(3)</sup>.

Or, en matière de capitalisation, la France est très en retard. Certains pensent que ce retard pourrait être comblé par la loi PACTE. Ce texte garantirait une montée en puissance des capitalisations retraite, grâce aux Plans d'Épargne Retraite (PER). L'histoire nous montre que l'avenir est en réalité incertain. Les PER sont les héritiers des Préfon et PERP, articles 83 ou plans d'épargne salariale représentant à peine 4 % des cotisations et 2 % des prestations retraite. En dépit des efforts intenses déployés par les réseaux de distribution depuis la loi Fillon (2003), le poids de ces dispositifs est remarquablement stable sur les 15 dernières années. Si la loi PACTE améliore la fongibilité entre plans et gomme

(1) Samuelson, P. (1958). *An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money*. Journal of Political Economy, 66.

(2) Piketty, T. (2013). *Le capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Seuil.

(3) Davanne, O. et Pujol, T. (1997). *Analyse économique de la retraite par répartition*, Revue française d'économie, volume XII hiver.



les disparités, le plus souvent dans un sens favorable à l'épargnant, elle ne garantit pas une montée en puissance durable et générale de l'épargne retraite. Il est probable que les biais traditionnels subsisteront, avec des PER individuels drainant une clientèle relativement aisée, attirée par la déductibilité des versements de l'assiette imposable, et des formes collectives mises en œuvre dans les entreprises ayant compris les enjeux et les moyens de les adresser.

En 2019, l'épargne retraite représentait 10 % du PIB en France, contre 77 % du PIB en moyenne dans les pays de l'OCDE. Si nous avions été aussi prévoyants que nos homologues, nous aurions 67 % du PIB de plus en épargne retraite. Ces capitaux généreraient des rendements annuels équivalents à 2,6 % du PIB, sous la forme de dividendes ou de plus-values. Notons que ce chiffre correspond peu ou prou au déficit public structurel et au vrai déficit des retraites.

Depuis 1960, le déficit public est en moyenne de 2,5 % du PIB. Les approches traditionnelles n'aident pas à comprendre l'importance des retraites dans cette dérive voire la masquent. Le Conseil d'orientation des retraites (COR) considère que les retraites étaient déficitaires de 0,6 % du PIB en 2020, avec une démarche lacunaire se focalisant sur les déséquilibres du secteur privé. Le COR

fait ses estimations en considérant que les retraites de l'État et des collectivités locales sont à l'équilibre puisque les pensions sont financées par le budget. Si l'argument est correct d'un point de vue juridique, les caisses de retraite des ministères ayant été démantelées dès 1853, il n'a aucun sens du point de vue économique. Dans un rapport réalisé avec CroissancePlus<sup>(4)</sup>, nous montrons qu'en prenant en compte le taux de cotisation retraite des salariés (28 % du brut au lieu de 85 % pour les fonctionnaires civils), le déficit des retraites publiques ressort à 2,8 % en 2020, bien loin de l'image d'Épinal du COR. Les retraites, qui expliquent 60 % de la hausse des dépenses publiques depuis 1960, sont au cœur de la dérive de nos finances publiques, conséquence d'un vieillissement n'ayant pas été correctement anticipé.

Au-delà des finances publiques, le sous-développement de la capitalisation handicape toute notre économie à deux niveaux. D'une part, il faut prélever plus de cotisations sociales pour financer les retraites. Cela renchérit mécaniquement le coût du travail par rapport aux pays s'appuyant à la fois sur la répartition et la capitalisation. Pour limiter les effets délétères sur la compétitivité et l'emploi, les pouvoirs publics ont multiplié les mécanismes de baisses de charges, faute d'avoir su faire monter en puissance la capitalisation, comme le prévoyait la loi Thomas en 1997. Cela a généré une augmentation des déficits de l'État, masquant l'ampleur des dysfonctionnements générés par le sous-développement de la capitalisation.

D'autre part, l'atrophie de l'épargne longue pénalise la capacité de nos entreprises à financer leur croissance à partir de fonds propres. Depuis les deux premières révolutions industrielles, on sait que les capitaux longs – et au premier chef l'épargne retraite – sont déterminants pour financer l'innovation. C'est grâce à l'épargne longue, drainée par les notaires puis par les caisses de retraites, qu'ont été financés les chemins de fer et la montée en puissance des

industries françaises ou anglaises. C'est grâce au développement des marchés financiers américains, avec un Nasdaq accélérateur de succès, que les États-Unis dominent aujourd'hui le marché du numérique. À ce stade, la capitalisation d'Apple égale celle de tout le CAC 40 et nos licornes sont dépendantes du marché américain pour financer leur croissance.

Pour toutes ces raisons, il est clef de rééquilibrer les retraites françaises. Si l'on se base sur la typologie de l'OCDE ou de la Banque mondiale, la priorité est de faire monter en puissance le deuxième pilier qui nous manque, avec des capitalisations collectives obligatoires. Ce mode de financement économique des retraites a subsisté chez quelques employeurs publics pour des raisons historiques (Banque de France, Sénat) ou a été réintroduit dans certaines professions (pharmaciens). Plus récemment, il a été généralisé de façon consensuelle et probante à tout le secteur public. Depuis sa création en 2003, l'Établissement de Retraite additionnelle de la Fonction publique (ERAFP) dégage un rendement significatif (5,4 % en moyenne) et a accumulé 35 milliards d'euros. Avec Croissance-Plus, nous proposons que l'Agirc-Arrco soit chargée de la mise en place d'un équivalent offrant à tous les salariés du privé une prestation du même type.

En parallèle, il convient de renforcer la résilience du premier pilier en répartition. Il faut augmenter le montant de ses réserves, notoirement insuffisantes, et instaurer des mécanismes garantissant leur reconstitution lorsque des chocs surviennent, à l'instar de ce qui existe en Suède. Enfin, il serait bon de renforcer l'attractivité du 3<sup>e</sup> pilier, en supprimant le forfait social qui handicape depuis trop longtemps le développement des solutions type épargne salariale ou article 83. ●

(4) CroissancePlus et Institut économique Molinari (2021), *Pour une réforme des retraites qui réponde aux enjeux français : compétitivité, emploi, innovation avec la capitalisation pour tous*, septembre.



**CÉCILE PHILIPPE**  
PRÉSIDENTE  
DE L'INSTITUT  
ÉCONOMIQUE  
MOLINARI

## ► La baisse massive des impôts de production, un impératif pour la compétitivité et l'emploi.

**L'Institut économique Molinari vient de publier une étude inédite sur le caractère délétère des impôts de production français. Elle montre qu'une réduction de 35 milliards d'euros des impôts de production est nécessaire pour harmoniser la fiscalité française au niveau européen, en plus de la baisse décidée par le gouvernement dans le cadre du plan de relance. Contrairement aux idées reçues, cette baisse ne s'accompagnerait pas d'une dégradation des finances publiques à horizon deux ans, le manque-à-gagner généré par la réduction de cette fiscalité amont étant compensé par l'augmentation du rendement des fiscalités traditionnelles et la baisse des dépenses sociales.**

Le plan « France Relance », destiné à surmonter la crise économique consécutive à la Covid-19 et à réorienter l'activité vers les secteurs d'avenir, intègre une baisse de 10 milliards d'euros des impôts de production par an. Cette baisse représente 8 % des impôts de production bruts d'avant crise (120 milliards d'euros en 2019) et 12 % de ces impôts nets (68 milliards), une fois les subventions à la production déduites. Elle comble le quart du différentiel de fiscalité de production pénalisant l'économie française en 2019, une réduction supplémentaire de 35 milliards d'euros étant nécessaire pour revenir dans la moyenne européenne. Pire, l'écart s'est creusé en 2020. Avec la crise et l'augmentation des subventions à la production, les impôts de production nets sont devenus négatifs dans les 2/3 des pays européens. L'an passé, la France avait 58 milliards d'impôts de production nets de subventions, soit 3 fois plus que les 27 pays de l'Union européenne réunis (18 milliards nets).

D'un point de vue théorique, la baisse massive des impôts de production présente toutes les caractéristiques d'un investissement clef. La recommandation standard des économistes est de privilégier les fiscalités liées aux résultats (impôts sur les bénéfices ou revenus) ou sur la valeur ajoutée comme la TVA. Cette dernière a été précisément pen-

sée par Maurice Lauré dans les années 1950 pour remplacer les impôts de production, délétères pour l'économie. La littérature économique est unanime pour condamner le recours à ces impôts arbitraires. Portant principalement sur l'outil productif (foncier, bâti, masse salariale...), les impôts de production sont déconnectés des résultats des entreprises. Ils pénalisent particulièrement les activités à marges faibles ou les acteurs fragiles et expliquent nombre de fermetures de sites industriels (Bridgestone...). Cette fiscalité s'assimile à une subvention aux délocalisations et aux importations. Elle joue « contre la production », comme l'expose une note récente du Conseil d'analyse économique<sup>(1)</sup>. En juillet 2020, Philippe Martin, son Président délégué, considérait que c'est le moment de supprimer des taxes contre la production. Selon lui, « on parle de relocalisation, mais il n'y a pas mille instruments pour relocaliser. La baisse des impôts de production en est un »<sup>(2)</sup>.

Pour autant, à ce stade, le gouvernement n'a pas mis en place une trajectoire permettant de ramener les impôts de production au niveau européen. Au-delà des arbitrages entre les nombreuses priorités, une objection fréquemment avancée serait l'absence de marges de manœuvres budgétaires. En cette période d'incertitude sanitaire et économique, il serait difficile, voire im-

possible, d'organiser une démarche plus significative.

Il est peu probable que cet argument soit fondé d'un point de vue économique et financier. D'une part, les finances publiques sont dégradées depuis des décennies, en dépit de l'importance des prélèvements obligatoires. Cela laisse penser que des hauts niveaux de fiscalité, loin d'être la solution, posent problème.

Surtout, nous ne sommes pas dans le cadre classique d'une réduction d'une fiscalité « aval », pour laquelle la contrepartie à espérer réside dans une augmentation de l'assiette imposable avec un « effet Laffer », compensant tout ou partie du manque-à-gagner pour les finances publiques. La fiscalité de production française est positionnée en « amont » d'autres fiscalités. Elle entre en concurrence avec ces fiscalités traditionnelles, en diminuant les bénéfices et la production. Réduire la fiscalité de production augmente mécaniquement le rendement des fiscalités en « aval ». Dans les documents budgétaires, le gouvernement s'est contenté de chiffrer la hausse du rendement de l'impôt sur les sociétés consécutif à l'amélioration des résultats des entreprises. Or, la réduction des impôts de production suscite des effets positifs allant bien au-delà. Aussi, nous nous sommes attelés à simuler l'impact global d'un alignement des impôts de production sur la moyenne européenne<sup>(3)</sup>.

(1) Martin P. et Trannoy A. (2019), *Les impôts sur (ou contre) la production*, Les notes du Conseil d'analyse économique, n° 53 juin.

(2) Heidsieck L. (2020), *Baisse des impôts de production : pourquoi le projet de Bruno Le Maire effraie les régions*, Le Figaro, 10 juillet.

(3) Bentata P. et Marques N. (2021), *Les impôts de production contre les salaires, l'emploi et la croissance*, Institut économique Molinari, novembre.

Nos travaux montrent qu'une réduction de 35 milliards d'euros des impôts de production générerait des effets d'entraînement massifs, avec 156 milliards de chiffre d'affaires supplémentaires, 42 milliards de rémunérations et 12 milliards d'excédents nets. Les premiers gagnants seraient les actifs, salariés ou chômeurs, avec 25 milliards de salaires nets supplémentaires et 750 000 créations d'emplois. Cette mesure comblerait une part significative du surchômage français, avec 1,3 million de chômeurs en trop par rapport à l'Allemagne à fin septembre. S'agissant des finances publiques, la baisse des impôts de production serait rapidement compensée par les gains de cotisations sociales

(+17 milliards), d'impôts sur les sociétés (+7 milliards) et sur le revenu (+2 milliards), de TVA (+1 milliard) et la baisse des dépenses liées au chômage (-11 milliards).

Réduire massivement les impôts de production est avant tout un défi politique. Les collectivités locales françaises perçoivent l'essentiel de la fiscalité de production (66 %). Peu associées au partage des fiscalités traditionnelles, elles ne sont pas, en l'état, en position de récupérer les gains découlant de la réduction des impôts de production. Aussi, l'enjeu est d'organiser une vraie décentralisation financière, avec un partage des fiscalités traditionnelles, à

l'image de ce qui se fait chez nombre de nos voisins. Nous proposons d'allouer une partie de l'impôt sur les sociétés aux collectivités, ainsi qu'une fraction de la TVA, pour compenser la réduction massive des impôts de production.

Baisser drastiquement les impôts de production pour les ramener à la moyenne européenne est un enjeu national aux gains très prometteurs. Ce type de changement n'est pas aisé à organiser, en dépit des avantages qu'il procurera. Il est crucial pour réussir cette opération d'y associer au plus tôt les collectivités et éviter ainsi les écueils de la réforme sur la taxe d'habitation. ●

## Table ronde n°2 Redéploiement industriel, innovation, R&D : les clés d'une croissance pérenne et durable ?



**PASCAL LAGARDE**  
DIRECTEUR EXÉCUTIF,  
DIRECTION DE  
L'INTERNATIONAL,  
DE LA STRATÉGIE,  
DES ÉTUDES ET DU  
DÉVELOPPEMENT,  
BPIFRANCE

### ► Relance : les défis qui nous attendent

**Un an et demi après le début de la crise sanitaire, l'économie française a d'ores et déjà démontré une capacité de rebond que peu osaient espérer au sortir du premier confinement. Malgré l'ampleur inédite du choc d'activité du printemps 2020, le rebond qui s'est enclenché depuis est bien plus puissant et rapide que ce qu'on avait pu connaître lors des dernières crises économiques et en particulier la dernière crise financière il y a plus de 10 ans. Le PIB français a retrouvé dès cet automne son niveau d'avant crise.**

On peut y voir sans doute le succès des mesures de soutien qui ont considérablement préservé les capacités productives françaises et posé les bases de ce rebond puissant. La très large distribution du prêt garanti par l'état (PGE), le fonds de solidarité, les reports de cotisations de même que les moratoires accordés par les banques ont permis aux entreprises et notamment aux TPE/PME de très

largement faire face, sécuriser tout au long de l'épisode de crise sanitaire leur trésorerie, maintenir les relations de travail et les compétences internes, et être ainsi capable de répondre très rapidement au rebond de la demande. Avec les résultats que l'on connaît : des défaillances au plus bas, un investissement des entreprises qui a dépassé son niveau d'avant crise (il avait fallu 8 ans après le début de la dernière crise financière), des résultats d'exploitation très dynamiques depuis le premier semestre 2021. Une reprise qui est donc aujourd'hui bel et bien tout en haut du compte de résultat.

Si on peut se féliciter de ces résultats un an et demi après avoir connu la plus forte chute de l'activité depuis 70 ans, les défis restent nombreux pour l'économie française et son industrie.

D'abord car cette situation n'est pas encore totalement homogène. Il y a en effet de fortes disparités sectorielles qui perdurent. Ces disparités viennent



en premier lieu du fait que la situation sanitaire au niveau mondial est encore volatile et limite le retour à la normale de certaines activités. C'est le cas, par exemple, des activités touristiques liées au tourisme international et d'affaires, des activités de services de transport liées à cette même mobilité internationale et des activités de production liées (aéronautique). Tout ça pèse d'ailleurs sur des secteurs traditionnellement piliers des exportations françaises. Les disparités peuvent être en second lieu liées à des problématiques d'approvisionnement, elles aussi en partie conséquences indirectes d'une situation sanitaire mondiale non résolue, ce qui est le cas, aujourd'hui, surtout du secteur automobile.



©freepik.com

Ensuite, si le PIB français a retrouvé son niveau d'avant crise, ce n'est pas encore un rattrapage du sentier de croissance d'avant crise. En l'absence de crise sanitaire, on aurait pu en effet attendre un PIB supérieur d'environ 3 % aujourd'hui par rapport à fin 2019. Il y a donc encore une part substantielle de potentiel de production français à capturer.

Comment donc poursuivre ce rebond, rattraper le plus rapidement ce potentiel de l'économie française, voire le développer ?

Une première condition est d'avoir des entreprises qui ont les capacités financières en sortie de crise pour se développer, investir et se moderniser. C'est une crainte qui a émergé dès les premiers temps du rebond. Même si l'activité des entreprises s'est aujourd'hui normalisée, il n'en reste pas moins en effet qu'elles ont dû absorber sur leurs bilans un choc économique majeur en 2020, même si l'État en a assumé une grande partie. La forte souscription des PGE par les entreprises et en particulier les PME ont conduit à une hausse du taux d'endettement brut. Sur ce sujet, le constat factuel est relativement rassurant. Une bonne partie de cet endettement n'a, encore aujourd'hui, pas été « consommé ». On le vérifie chez Bpifrance dans nos plus récentes enquêtes de conjonc-

ture auprès des TPE, PME et ETI. Du côté du haut de bilan, là aussi, on peut lire certains messages rassurants dans les données récentes publiées. Dans nos enquêtes de conjoncture, par exemple, les contraintes ressenties par les TPE et PME sur les fonds propres sont restées en moyenne très modérées, d'autant que ces entreprises avaient très fortement renforcé leur bilan sur la dernière décennie. Il y a sans aucun doute des difficultés, en particulier dans les secteurs mentionnés plus haut, qu'il faudra accompagner mais cet accompagnement restera vraisemblablement ciblé.

Une deuxième condition est de continuer de soutenir et d'accélérer l'innovation, la modernisation de l'économie, sa digitalisation et son adaptation à des modes productifs décarbonés, processus indispensable pour maintenir la compétitivité de l'économie française dans les prochaines années. On est sans doute ici au cœur des problématiques de la relance.

Il y a d'ores et déjà des facteurs de réjouissance du côté de la dynamique d'innovation en France. La dynamique de l'écosystème des startups et de la tech française, déjà visible depuis plusieurs années, n'a par exemple pas vé-

ritablement été remise en cause par la crise sanitaire, bien au contraire. Non seulement les investissements dans les startups n'ont jamais fléchi pendant la crise, mais la French Tech a repris sa très rapide marche en avant en 2021. En témoignent les levées qui s'enchaînent et valorisent de plus en plus d'entreprises au-delà du milliard d'euro. 2021 est d'ores et déjà certaine d'être une année record en termes d'investissements dans la Tech française. Par ailleurs, la dynamique de création d'entreprises plus classiques ne s'est pas véritablement infléchie avec la crise. Nous publions chez Bpifrance tous les deux ans l'Indice Entrepreneurial Français, sur la base d'une enquête auprès de la population française de 18 ans et plus. L'indice de 2021 illustre bien la dynamique entrepreneuriale à l'œuvre : 30 % de la population interrogée déclare la participation à une dynamique entrepreneuriale présente, passée ou en devenir, avec une forte bascule par rapport aux autres années des intentionnistes vers les porteurs de projet déjà passés à l'acte.

Cette dynamique d'innovation et de création, essentielle à la compétitivité de l'économie française, doit être entretenue et développée, en continuant de soutenir le financement de ces étapes

cruciales. Chez Bpifrance, cela passe par un soutien très fort au financement et à l'accompagnement de la création, près de 30 000 nouvelles entreprises soutenues par année en garantie de crédit ou en fonds propres pour les startups innovantes, sans compter une activité intense d'accompagnement via le soutien aux réseaux d'aide aux créateurs.

Cette compétitivité passe également par les entreprises en place, dans tous les secteurs, dont l'adaptation à la transition digitale et à la transition écologique et énergétique sera la clé dans les dix prochaines années. Là aussi on commence depuis plusieurs trimestres à voir les choses bouger. Les investissements dans le digital pour les TPE et PME ont commencé à accélérer. De même on voit dans nos baromètres de conjoncture davantage de PME de tous secteurs s'engager dans des investissements visant à accroître l'efficacité énergétique et réduire l'empreinte environnementale. La tâche est encore grande tant la part des PME dans l'expectative est encore très importante. Sur les besoins de transition pour adapter son modèle économique, ses produits ou ses services à un monde où l'émission de carbone sera de plus en plus coûteuse, une bonne moitié de PME a encore du mal à se positionner sur le « comment faire ». Bien entendu, une part de ces actions dépend d'un contexte réglementaire qui devra continuer d'évoluer dans les prochaines années tout en évitant de pénaliser la production française et européenne vis-à-vis de ses concurrents. Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières est à ce titre un élément indispensable de la stratégie de transition pour les économies européennes, en particulier pour leurs industries. Mais les besoins de transition sont déjà là, dans un contexte où le système financier s'outille pour mieux sélectionner ses risques et où la taxonomie européenne va impacter les entreprises, d'abord les grandes, mais par ricochet sans doute rapidement leurs fournisseurs.

Cela va supposer un effort d'investissement considérable dans les prochaines

années. Le plan de relance déjà engagé en France répond à ces enjeux, mais l'effort devra être prolongé dans la durée. Pour les entreprises et les PME, l'effort doit s'engager dès maintenant, mais cela soulève plusieurs défis.

Le défi du financement en est un. Or, pour faire face à la transition digitale et à la transition écologique et énergétique, les entreprises ont à se transformer non seulement dans leur processus de production et les compétences nécessaires pour le mobiliser, mais également dans leur modèle d'affaire, leur relation aux clients, leur gamme de produits ou services... Tout ceci mobilise aux côtés du capital physique à renouveler un capital immatériel dont les besoins augmentent.

Cela pose la question de son financement, traditionnellement moins standard pour les banques. En déployant son Plan Climat, Bpifrance a pour ambition d'aider le tissu des entreprises françaises, de la TPE à l'ETI à répondre à ces défis à la fois via un soutien aux entreprises amenées à développer les outils et solutions de demain (financement massif des *greentechs*, amplification des actions en faveur des énergies renouvelables en France comme à l'export) mais également pour accompagner la mise en transition des entreprises elles-mêmes, afin de rendre compatible leur activité avec les objectifs de neutralité carbone de l'Accord de Paris.

Cela pose également le défi de l'accès au capital humain. Or, la tendance aujourd'hui, un an et demi après le départ de la crise sanitaire, est à un retour très fort des problématiques d'accès aux compétences pour les entreprises. Ce n'est pas un phénomène propre à la France mais avec le rattrapage du marché du travail à son niveau d'avant crise, les difficultés de recrutement qui prévalaient en 2019 sont revenues au premier plan. Aujourd'hui premier frein à la croissance cité par environ 6 TPE et PME sur 10 dans nos enquêtes, il reflète des problématiques à la fois d'inadéquation des compétences proposées à

celles attendues par les entreprises et à la fois des problématiques d'attractivité (du métier, de l'entreprise et sa géographie, des conditions monétaires et non monétaires des postes). Les années qui arrivent et l'accélération de la transition vers une économie digitalisée, sobre en émissions de GES devraient exacerber ces problématiques avec notamment des mouvements de réallocations sectorielles importants.

Tous ces enjeux se cristallisent en particulier dans l'industrie. Après deux décennies marquées par une érosion de la compétitivité vis-à-vis de notre principal partenaire et concurrent allemand, une forte internationalisation de nos groupes, la dynamique industrielle sur le territoire national a commencé à s'inverser depuis plusieurs années. Les effets d'un certain nombre de politiques publiques menées sur la dernière décennie ont permis de réduire les écarts de coût salariaux vis-à-vis des partenaires européens, et renforcer l'attractivité du site France. Tout ceci avec des premiers résultats encourageants, avec une industrie qui depuis 2018 avait recommencé à créer de l'emploi et revenait en Europe au premier plan en termes d'attractivité pour les investissements étrangers.

La crise sanitaire a mis un coup d'arrêt à cette dynamique qu'il est urgent de retrouver et d'amplifier pour développer dans les dix prochaines années une industrie résiliente, performante et compétitive, reposant sur des technologies compatibles avec les enjeux de transition écologique et environnementale. La politique de relance et les politiques industrielles post crise doivent réussir à adresser l'ensemble de ces enjeux.

Du côté de la compétitivité-coût, la baisse des impôts de production permettra de prolonger l'effort engagé ces dix dernières années de maîtrise de la dynamique des coûts. La fiscalité de la production reste en effet un facteur très différenciant dans la comparaison des structures de coûts de production entre la France et l'Allemagne, même s'il n'explique pas tout.

Les seuls efforts de compétitivité-coût ne seront toutefois pas suffisants et ne seront efficaces que s'ils permettent à l'industrie de produire de l'innovation, développer des nouvelles technologies, monter en gamme et gagner en productivité, tout cela dans le respect d'une indispensable trajectoire de décarbonation. Ce n'est que comme cela que les coûts de fabrication, la qualité et la diversification de produits des entreprises industrielles pourront rester concurrentiels. Dans le cas allemand de ces vingt dernières années, l'effort de coût salarial ne s'est en effet pas accompagné d'une baisse des prix mais a, au contraire, soutenu les marges, ce qui a pu conforter les capacités d'autofinancement des entreprises, notamment en R&D.

Dans ce contexte de sortie de crise sanitaire et en s'appuyant sur les ressources du Plan de Relance et du ré-

cent plan d'investissement France 2030, Bpifrance porte ces ambitions à travers une action massive de financement et d'accompagnement de la transformation et de la régénération de l'industrie française dans les prochaines années. Il s'agira d'une part de mobiliser la boîte à outils actuelle de Bpifrance, pour soutenir la reconquête des entreprises industrielles dans ce contexte de reprise économique et de poursuivre les transformations profondes auxquelles elles doivent faire face.

D'autre part, Bpifrance déploiera un plan dédié à l'accompagnement des étapes d'industrialisation des startups notamment « *deeptech* » (portant des projets de rupture technologique). Un certain nombre de startups à vocation industrielle peinent encore à trouver des capitaux patients pour financer des démonstrateurs ou des premières

usines, dont les demandes affluent aujourd'hui. C'est un enjeu de développement du pays, de création d'emploi, et de souveraineté que de permettre à ces projets de passer ces étapes cruciales pour devenir les champions industriels de demain. En faveur de cette « Nouvelle Industrie », le Plan France 2030 donne à Bpifrance les moyens de déployer des actions critiques pour permettre l'émergence de près de 100 sites industriels par an à horizon 2025.

Cette phase de relance est donc l'opportunité pour l'économie française et son industrie d'accélérer les transformations qui fonderont sa compétitivité pour ces dix prochaines années. Cela va requérir un effort substantiel d'investissement et d'innovation qui devra s'inscrire dans la durée. C'est un énorme challenge entrepreneurial pour lequel Bpifrance répondra présent. ●



**THIBAUT LANXADE**  
PDG DU GROUPE  
JOUVE ET NOMMÉ  
AMBASSEUR À  
L'INTÉRESSEMENT ET  
À LA PARTICIPATION  
PAR LE GOUVERNEMENT.

## ► Réconcilions les français avec le capital, et créons le dividende salarié

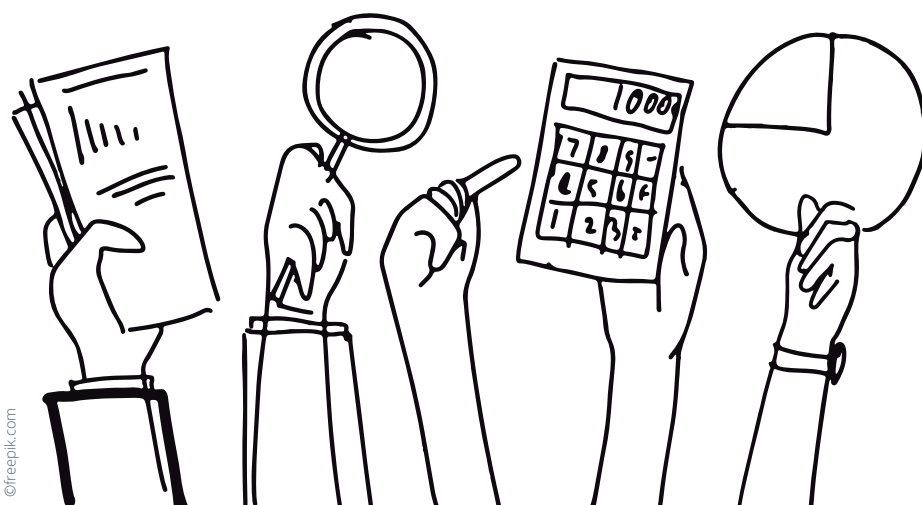
**Après deux années marquées par une crise sanitaire sans précédent, la question du pouvoir d'achat s'impose comme sujet central, et ce d'autant plus fortement dans le contexte de reprise économique que nous connaissons actuellement. Augmentation des salaires, accès facilité aux actions dans les entreprises, renforcement des dispositifs existants de participation et d'intéressement... se sont imposés dans le débat public. Chacune de ces options vise à mieux partager cette valeur retrouvée et créée et ainsi répondre à cette question centrale : comment construire une économie qui redonne aux salariés ce qui leur revient ?**

La crise a largement contribué à placer la question du revenu du travail sur le devant de la scène. Les salariés ont été touchés de plein fouet, adaptation à des conditions sanitaires drastiques, à des horaires variables et à un salaire parfois amputé. Cet

effort et cet investissement doivent être reconnus et récompensés. Une telle reconnaissance, serait aussi importante pour les dirigeants, pour l'attractivité et l'image de leur entreprise.

Le sujet de la participation apparaît comme une solution adaptée aux demandes actuelles de la société. Véritable serpent de mer du débat public, ce sujet est à la fois consensuel, investi de nombreuses vertus par les acteurs politiques, économiques et sociaux, mais se retrouve en réalité dans une sorte d'impasse. Peu connu, peu valorisé, peu compris... autant de raisons pour en limiter son usage. En réalité, la participation apparaît comme le dispositif le plus approprié pour un partage de la valeur créée en entreprise.

C'est sous l'impulsion du Général du Gaulle que la participation apparaît, avec pour objectif de redistribuer une partie des profits générés et de développer une démocratie sociale étroitement articulée à



l'économie de marché. En 1945, après six années d'une guerre destructrice humainement, socialement, économiquement, le Conseil national de la résistance et le Général de Gaulle ont établi un ensemble de principes pour accompagner la restructuration de la France. L'ordonnance de 1959 crée l'intéressement des salariés à la performance de l'entreprise, et c'est en 1967 que la participation et le plan d'épargne entreprise voient le jour. En 1990, la participation devient obligatoire pour les entreprises de plus de 50 salariés, au lieu de 100 auparavant, s'en suivent des réformes pour renforcer l'attractivité de ces dispositifs en les assouplissant, en les simplifiant, en travaillant leur fiscalité, la dernière en date portée par la loi PACTE. Ces dispositifs évolueront ensuite au fil du temps mais n'en demeurent pas moins trop souvent mécompris et pas nécessairement utilisés à bon escient.

Ces deux dispositifs, intéressement et participation, malgré une origine commune, sont dans leur construction très différents. L'intéressement est une redistribution, au même titre qu'une prime ou un salaire sur la base d'objectifs fixés et quantifiables : indicateurs financiers, de performance ou plus sociétaux. La participation constitue, quant à elle, un véritable partage de la valeur créée dans l'entreprise, et vise, sur les mêmes bases que l'actionariat, à redistribuer une partie des profits générés. Sa formule montre clairement qu'il ne s'agit

pas d'un salaire mais repose bien sur les mêmes fondements que le dividende.

Il est impératif de réconcilier les Français avec le capital, cesser de voir le dividende comme une spoliation. La création d'un véritable dividende salarié, en s'appuyant sur la formule de participation existante, serait un levier puissant. Il s'agirait de rendre le versement obligatoire en cas de libération d'un dividende actionnaire, d'amplifier la puissance de cette formule (avec la suppression du facteur limitant « du 1/2 »), de déployer ce dispositif dans toutes les entreprises de plus de onze salariés. Le dividende salarié représenterait alors, un treizième ou quatorzième mois pour les salariés. Pour les entreprises, il serait un vecteur de fidélisation et de motivation pour leurs collaborateurs.

Il répond ainsi à plusieurs exigences, la réduction des inégalités par une répartition plus juste de la valeur créée dans les entreprises pour les salariés, celle d'une attractivité et d'une fidélisation plus importante des entreprises et pour les pouvoirs publics la possibilité de renforcer le pouvoir d'achat et de se projeter dans une souveraineté économique.

Concernant les salariés, ils subissent depuis de nombreuses années une diminution importante de la redistribution de la valeur créée par les entreprises. Plusieurs freins empêchent les employés de profiter pleinement des

dispositifs existants. Ils apparaissent complexes, les méthodes de calcul des primes liées à l'intéressement et la fiscalité leur semblent peu intéressantes. Les mécanismes de versement d'épargne peuvent être perçus comme contraignant. Et tous les salariés ne peuvent pas en bénéficier, puisque la participation n'est obligatoire que pour les entreprises de plus de 50 salariés. Autant d'éléments qui peuvent contribuer à se tourner vers des primes. Pour les entreprises, malgré les nombreuses réformes pour simplifier ces dispositifs, alléger leur fiscalité, cela n'a pas permis de les amplifier et de lever des blocages persistants tels que la peur de l'instabilité fiscale, le caractère contraignant des obligations en vigueur, la lourdeur et l'insécurité du circuit administratif. Enfin, pour les pouvoirs publics, le dividende salarié peut être un moyen pour ériger un État moderne et compétitif, adapté aux enjeux contemporains comme le numérique. En intéressant tous les acteurs de l'entreprise à un projet de développement français et européen, il viendrait soutenir une souveraineté économique européenne. Pour la société, le dividende salarié possède aussi un volet patrimonial, encourager les salariés à investir leurs primes dans des dispositifs d'épargne constitue une dynamique particulièrement vertueuse.

Malgré ces freins et réticences, le dividende salarié démontre ses atouts, et se présente comme la juste réponse au partage de la valeur créée dans les entreprises. Il est un facteur de renouvellement du dialogue social, il est aussi en période de relance économique, un moyen d'impliquer plus fortement les salariés sur la valeur créée par leur entreprise et un vecteur d'engagement supplémentaire. Mais du fait de la portée d'un tel projet et de son impact sur toutes les composantes de la société, il relève d'une véritable prise de décision politique.

Bien qu'ambitieuse, son instauration pour tous est techniquement et amplement réalisable à court terme, en adaptant le dispositif actuel de la participation. ●

## Table ronde n°3

# Le rôle des investisseurs institutionnels : relance à impacts et impacts de la relance en matière ESG



**SYLVIE GOULARD**  
SOUS-GOUVERNEURE,  
BANQUE DE FRANCE

### ► La Banque de France, investisseur responsable<sup>(1)</sup>

Depuis 2018, la Banque de France a engagé une démarche d'investisseur responsable dans la gestion de ses portefeuilles d'actifs pour compte propre (encours de 23 milliards d'euros). Trois ans après, plusieurs leçons peuvent être tirées.

Sans attendre la revue stratégique de politique monétaire de l'Eurosystème, initiée en 2020 par Christine Lagarde<sup>(2)</sup>, la Banque de France a souhaité intégrer les enjeux climatiques, et plus largement ESG, dans la gestion de ses propres portefeuilles d'actifs : les portefeuilles adossés à ses fonds propres et à ses engagements de retraite. Dans ce cadre, elle aligne ses poches actions sur une trajectoire 2°C, contribue au financement de la transition énergétique et écologique, réduit son exposition aux énergies fossiles (y compris en sortant complètement du charbon d'ici fin 2024) et se prononce en tant qu'actionnaire sur la base d'une politique de vote intégrant des dispositions extra-financières. De plus, la Banque de France calcule un ensemble d'indicateurs de performance climatique et ESG de ses portefeuilles, et publie ses résultats et méthodologies dans un rapport annuel d'investissement responsable. Par ailleurs, elle est membre de groupes de travail sur l'investissement responsable, en particulier au sein de l'Eurosystème et du réseau des banques centrales pour le verdissement du système financier : le NGFS<sup>(3)</sup>, dont la Banque de France assure par ailleurs le secrétariat permanent à Paris.

### Une démarche progressive mais urgente

L'intégration des enjeux ESG dans la gestion de portefeuilles financiers est encore en chantier : qualité des données, robustesse des méthodologies, taxonomie des activités durables ou encore cadre réglementaire de transparence font l'objet de discussions approfondies. Dans le même temps, nous sommes face à une urgence climatique. Dès lors, il apparaît crucial que chaque investisseur engage une démarche ESG sans attendre, pour ensuite mieux renforcer celle-ci, l'affiner et l'élargir. Ainsi la Banque de France a-t-elle, en 2020, renforcé la politique d'exclusion des énergies fossiles qu'elle avait initialement définie en 2018, intégré de nou-

(1) Sylvie Goulard remercie Benjamin Bonnin pour son appui.

(2) La BCE a été la première banque centrale à inscrire la lutte contre le changement climatique dans sa revue stratégique. Parmi les conclusions publiées en juillet 2021, la BCE s'est engagée à mieux tenir compte des impacts des facteurs climatiques et à adapter son cadre opérationnel de politique monétaire en conséquence.

(3) *Network for greening the financial system.*

veaux indicateurs relatifs à la biodiversité dans l'analyse de ses portefeuilles, ou encore renforcé le volet social de sa stratégie (le « S » de ESG). De même, son rapport annuel d'investissement responsable a été enrichi, par exemple s'agissant de la gouvernance, comme le propose la démarche de transparence progressive décrite par la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD). En outre, la Banque de France élargira sa démarche à la gestion d'autres portefeuilles. Au-delà de l'investissement responsable, concernant les autres activités de la banque centrale, les risques climatiques seront progressivement mieux pris en compte par la politique monétaire de l'Euro-système : modélisation des effets du changement climatique sur les prix et la croissance, transparence climatique accrue des contreparties pour le collatéral et les programmes d'achats de titres, décarbonation du bilan de la BCE et des banques centrales nationales. De plus, les risques climatiques sont désormais partie intégrante de la supervision assurée par l'ACPR, comme en a témoigné l'exercice pilote de test de résistance climatique des institutions financières, conduit par l'ACPR en 2021.



## L'enjeu des données et donc de la transparence

La problématique est désormais bien connue : intégrer les enjeux climatiques aux différentes activités opérationnelles et à la gestion des risques implique de disposer de données et de méthodologies fiables. D'où l'importance du cadre réglementaire de transparence développé dans l'Union européenne et en France : la directive CSRD pour les entreprises ; les règlements européens relatifs à la taxonomie des activités durables, aux indices de référence durables et à la transparence des investisseurs ; ou encore, en France, l'article 29 de la loi Énergie et Climat de 2019, et son ambitieux décret d'application. À ce droit positif s'ajoutent de plus en plus de recommandations en matière de transparence, telles que celles de la future *taskforce on nature-related financial disclosures* (TNFD). Ces nouveaux cadres de transparence posent de multiples défis, mais il est nécessaire de les relever : pour compléter les données climatiques, utiliser des référentiels standardisés et donc comparables, et inciter les investisseurs à financer plus les activités durables et moins les activités les plus polluantes et carbo-intensives<sup>(4)</sup>. De plus, la Banque de France a recours à plusieurs prestataires de données pour mettre en œuvre sa stratégie d'investisseur responsable : pour l'alignement

2°C de ses poches actions, le calcul de ses indicateurs ESG, l'exclusion de certaines entreprises du secteur des énergies fossiles, ou encore la préparation des assemblées générales.

## Utiliser tous les leviers pour transformer l'économie

Nous avons aussi la conviction que, si les investisseurs doivent améliorer les performances ESG de leurs portefeuilles, notre objectif collectif doit être de transformer l'économie elle-même. Il faut donc utiliser tous les leviers et outils disponibles : il s'agit de combiner investissement thématique et à impact, exclusions, intégration de critères ESG en amont des décisions d'investissement, et dialogue actionnarial. Ajoutons que les échanges entre investisseurs sont précieux, afin de discuter des défis opérationnels de certaines stratégies, des limites de certaines méthodologies ou encore du risque d'écoblanchiment. Les erreurs sont possibles, le tâtonnement inévitable, mais l'engagement de chacun est nécessaire. ●

(4) Voir l'effet incitatif de la transparence prévue par l'article 173 de la loi de 2015 sur le désengagement par les investisseurs institutionnels du financement des énergies fossiles (Mésonnier et Nguyen, 2021).

## POINT TECHNIQUE

# Le contentieux des investissements, un outil pour la gestion responsable de l'investissement



**PHILIPPE  
HAUDEVILLE<sup>(1)</sup>**  
GRANT & EISENHOFER

## LE PRINCIPE

La base même de l'investissement et de la négociation en Bourse (marché réglementé) est l'égalité d'information. Ce principe est fermement ancré dans la réglementation des échanges et le droit de l'UE et donc si une société cotée dispose d'informations pertinentes susceptibles d'avoir un effet significatif sur le cours de son action, la société cotée doit divulguer ces informations au marché dans les plus brefs délais.

Malheureusement, toutes les sociétés cotées ne respectent pas cette règle fondamentale. Parfois, les entreprises essaient de retarder la publication le plus longtemps possible. Pires sont les situations dans lesquelles les entreprises cachent délibérément des informations aux investisseurs. Le fond est atteint si et quand survient une fraude qui n'est pas divulguée du tout, en tout cas pas volontairement.

## LE PROBLÈME

Dans toutes ces situations, la nouvelle finit par tomber et ses effets sur les portefeuilles peuvent alors être désastreux. Des milliards d'euros peuvent être perdus en un instant laissant des investisseurs gravement meurtris.

À l'origine, ces affaires portaient sur la publication déloyale ou biaisée d'informations financières. Depuis la dernière décennie cependant, l'opinion et la communauté financière se concentrent également sur les aspects ESG : normes de sécurité, problématique environnementale, conditions de travail et bien d'autres causes encore.

## LE REMÈDE

Les investisseurs ne sont pas seulement questionnés pour la perte de valeur, ils sont de plus en plus

tenus d'expliquer ce qu'ils entendent faire des faits sous-jacents, notamment lorsque l'ESG est en jeu.

Le Contentieux des Investissements (*Investment litigation*) offre aux investisseurs un recours. Non seulement le contentieux des valeurs mobilières offre un moyen de récupérer (au moins en partie) les pertes subies, mais il démontre également que l'investisseur prend effectivement l'ESG au sérieux en prenant des mesures exigeant le respect des normes ESG et en insistant sur la mise en œuvre de dispositions à cet effet. Pour illustrer ceci : dans les affaires récentes et pendantes en Europe telles que Volkswagen, BHP Billiton, Vale, Danske Bank, les aspects ESG et financiers sont ensemble très présents. Une autre tendance est que tous les cas sont scrutés par le public et publiquement évoqués : les clients des investisseurs exigent ainsi plus souvent des informations et des reportings sur les développements donnés.

## Comment ça marche ?

1. L'investisseur fait parvenir à un cabinet d'avocats ses données de trading pour la période concernée. Le cabinet d'avocats utilise ses systèmes optimisés pour calculer les pertes récupérables pour l'investisseur. Cela prend du temps et nécessite des connaissances approfondies car les « dommages-intérêts récupérables » sont un concept juridique qui change d'une juridiction à une autre.

2. Sur la base de ce calcul, le cabinet d'avocats indique à l'investisseur s'il est fondé et éligible à intenter une action en justice. Dans l'affirmative, le cabinet d'avocats conseille sur tous les détails du litige potentiel (risques, questions de réputation, publicité, etc.).

3. Le choix d'engager une action en justice appartient exclusivement à l'investisseur. Si l'investisseur décide de ne pas le faire, il n'y aura aucune condition (voir les coûts).

(1) Philippe Haudeville a été secrétaire général de l'Af2i de 2009 à 2017.

## Combien ça coûte ?

4. Quasiment rien. L'investisseur n'acquiesce aucun débours. Le cabinet d'avocats acquiesce tous les frais. Seulement s'il y a un résultat positif, le cabinet d'avocats sera rétribué en recevant une part de la compensation convenue dès l'origine. Le pourcentage varie de 15 % à 30 %, selon la juridiction et la complexité du dossier.

## Quels sont les risques ?

5. Tous les risques et les frais sont supportés par le cabinet d'avocats.

## Les investisseurs doivent-ils consacrer du temps et des ressources au dossier ?

6. Quasiment aucune : le cabinet agit en mode externalisation et se charge de la totalité des formalités et procédures.

Un élément à souligner dans cette approche est que les intérêts de l'investisseur et du cabinet d'avocats sont alignés. Régulièrement, le cabinet d'avocats tient les investisseurs pleinement informés à tout moment de l'avancement de la procédure et dispose de la possibilité d'intervenir. L'investisseur prend les décisions matérielles dans l'affaire, il reste en contrôle.

Depuis des décennies, ce type de procédure s'étend dans le Monde. Pratiquement tous les grands investisseurs, où qu'ils soient basés, sont actifs et leur nombre augmente. Les chiffres sont très significatifs. Un cabinet, à lui seul, a récupéré pour les investisseurs près de 30 milliards d'US\$ au cours des 15 dernières années. Être actif dans ce domaine améliore les résultats de plusieurs points de base et fortifie le profil ESG de l'investisseur, sans coût en argent, en ressources et sans risque.

Néanmoins, il est à noter que la France, et son secteur financier de premier plan, est sous-représentée, sans doute en raison de la méconnaissance du dispositif. ●

## FOCUS

# Risque de change : à la recherche du ratio de couverture optimal



**ALEXANDRE POTIN, CFA, DIRECTEUR GÉNÉRAL, MILLENNIUM GLOBAL (EUROPE) SAS ET**

**MARK ASTLEY, CO-CEO, MILLENNIUM GLOBAL INVESTMENTS LTD**

Les avantages d'une diversification géographique des investissements sont bien connus. La gestion du risque de change inhérent à ces investissements continue de faire l'objet de débats et, dans de nombreux cas, à être occultée dans la pratique.

Cependant, le risque de change inhérent à une allocation actions internationales est important et, depuis la création de l'euro il y a plus de 20 ans, le panier de devises de l'indice MSCI World ex-EMU a affiché un écart type de rendement de 9,5 %. En tant que proportion du risque total d'un investissement en actions internationales, l'exposition aux devises représente entre 24 % et 45 % de la variance totale sur une année donnée, l'exposition aux marchés actions locaux constituant le reste. Pour les porte-

feuilles internationaux de titres obligataires, la contribution des devises au risque prédomine et tourne autour de 80-90 % du risque total.

Il est important de noter que ce risque est "non compensé", car il n'y a pas de rendement attendu lié à ce risque. Contrairement aux marchés des actions ou des obligations, il n'y a pas de "prime de risque" inhérente à l'exposition aux devises et les rendements attendus ex ante sont donc nuls.

Exprimé en ces termes, il est tout à fait clair que le risque de change ne peut pas être ignoré. Aucun investisseur rationnel n'accepterait d'acheter un investissement présentant un certain risque, mais dont le rendement attendu est nul.

Lorsqu'un investisseur européen achète un portefeuille d'actions ou d'obligations internationales, il détient essentiellement deux portefeuilles : un portefeuille d'actions/d'obligations en monnaie locale et un portefeuille investi en devises présentant une volatilité d'environ 9,5 % et un rendement attendu nul.

En couvrant entièrement l'exposition aux devises, le risque de change peut être neutralisé, mais au prix a) d'importants flux de trésorerie négatifs, b) de l'élimination des avantages de la diversification découlant de l'exposition aux devises et c) du coût d'opportunité de ne pas être exposé aux devises étrangères lorsqu'elles s'apprécient par rapport à l'euro.

Par conséquent, l'absence de couverture ou l'adoption d'une politique de couverture totale présente des inconvénients considérables, ce qui soulève la question suivante : quelle est l'approche la plus efficace en matière de couverture des devises et existe-t-il un ratio de couverture optimal ?

Les faits révèlent que le "Saint Graal" d'un ratio de couverture optimal n'existe pas, car les conditions de marché changent constamment et la réponse est donc



différente en fonction de la période analysée. En un mot, la réponse dépend de la période.

La raison sous-jacente est que le marché des devises est cyclique par nature, de sorte qu'il faut adopter un ratio de couverture très élevé lorsque l'euro se renforce et, inversement, un ratio de couverture faible lorsque l'euro se déprécie. Par conséquent, une approche dynamique conduira à de meilleurs résultats si elle est mise en œuvre efficacement, car elle reconnaît cette caractéristique essentielle du marché des devises.

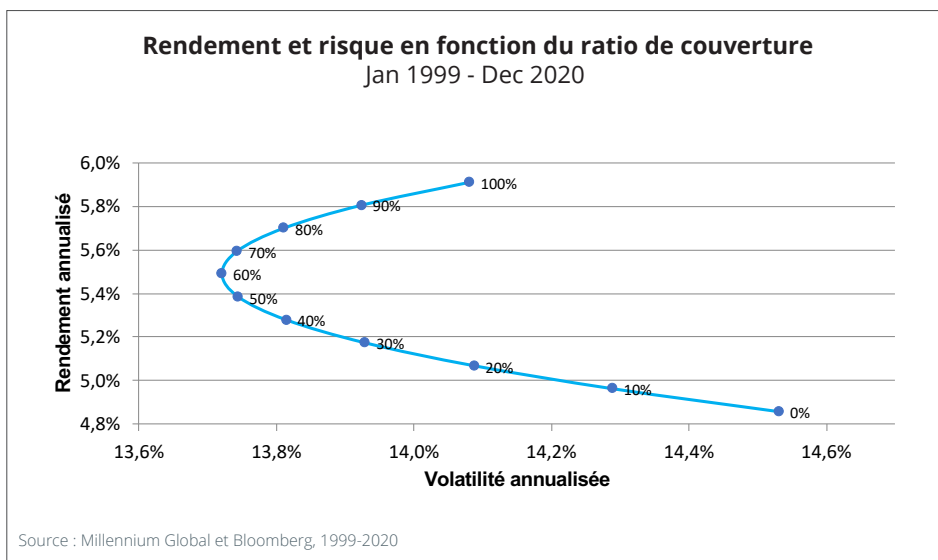
Une étude empirique du comportement de l'euro depuis sa création en 1999 montre bien l'importance de tourner le dos à une approche statique de la couverture du risque de change.

Supposons qu'un investisseur, dont la devise de base est l'euro, ait une allocation importante en actions internationales et qu'il souhaite savoir quel niveau de couverture aurait été optimal pour maximiser le rendement par unité de risque.

L'analyse suivante utilise l'indice MSCI World ex-EMU en EUR comme illustration de l'exposition aux actions internationales et mesure les résultats en termes de risque/rendement pour différents niveaux de couverture allant de 0 à 100 % par incréments de 10 %.

### L'impact du ratio de couverture sur le couple rendement / risque

Au fur et à mesure que la couverture augmente, le risque (volatilité des rendements de l'indice MSCI World ex-EMU en EUR) diminue, comme attendu, mais il atteint une limite pour le ratio de couverture de 60 %, après quoi la volatilité augmente à nouveau. Plus le ratio de couverture est élevé, plus le rendement augmente, car la période a été caractérisée par une légère hausse de l'euro par rapport à plusieurs devises du panier et,



par conséquent, le rendement couvert a été plus élevé.

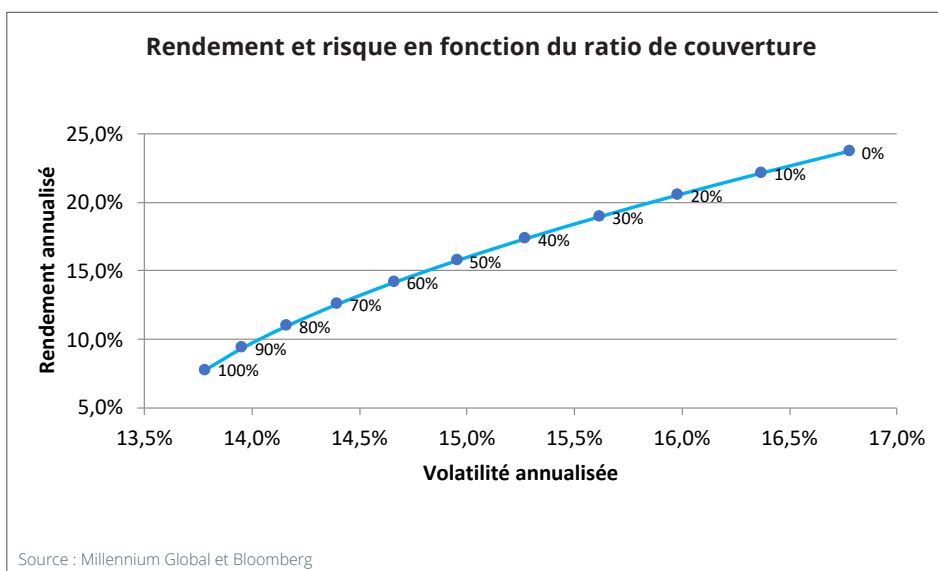
Toutefois, ce constat masque ce qui se passe réellement, car en adoptant une perspective sur 20 ans et en calculant une moyenne sur l'ensemble de la période, les différents régimes qu'elle contient sont ignorés.

Si on divise la chronologie en ses phases constitutives, une histoire très différente apparaît.

### Différents régimes offrent des résultats radicalement différents en matière de risque et de rendement

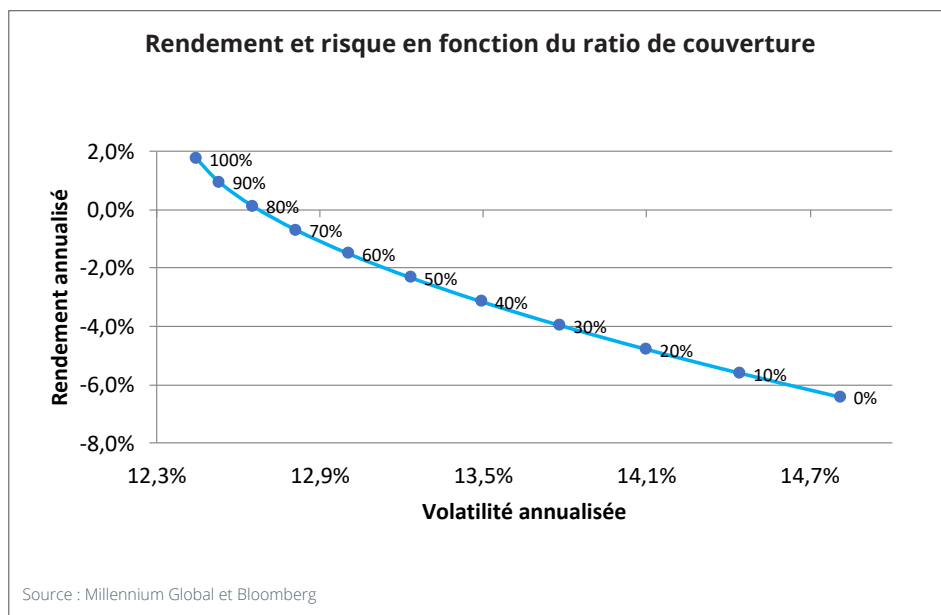
Les quatre périodes suivantes rendent compte des différents régimes de l'euro depuis sa naissance. Les résultats pour chaque période sont très différents. Les stratégies d'investissement s'appuient fréquemment sur les comportements passés, mais cette étude de cas montre que cette approche peut être dangereuse étant donné le caractère cyclique des devises.

#### 1<sup>re</sup> période : janvier 1999 – octobre 2000, MSCI World ex-EMU



Dès la création de l'euro, celui-ci s'est immédiatement déprécié par rapport à la plupart de ses partenaires commerciaux, de sorte qu'une exposition non couverte aux marchés étrangers permettait d'obtenir des rendements supérieurs, mais au prix d'un risque plus élevé. Comme le montre le graphique, un portefeuille d'actions internationales non couvert dégagait un rendement de 1600 points de base supérieur à celui du portefeuille couvert (23,7 % contre 7,7 %) avec une volatilité annualisée supérieure de 300 points de base (16,8 % contre 13,8 %). Bien que tous les points de cette courbe soient techniquement efficaces quelle que soit la fonction d'utilité, il semble probable que la plupart des investisseurs privilégieraient une position non couverte en raison de l'augmentation spectaculaire du rendement.

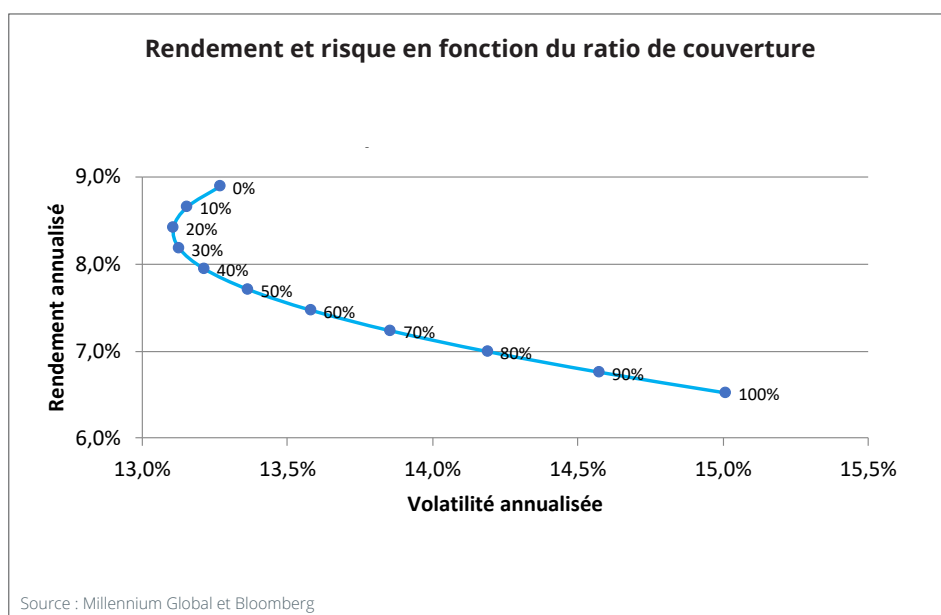
## 2<sup>de</sup> période : novembre 2000 – mars 2008, MSCI World ex-EMU



Si la politique de non-couverture avait été poursuivie tout au long de cette 2<sup>e</sup> période, nous aurions obtenu le pire résultat possible, à savoir le niveau de risque le plus élevé (plus de 200 points de base par an) et le niveau de rendement le plus faible (plus de 800 points de base par an) par rapport à un portefeuille entièrement couvert. La période

a connu une hausse de l'euro au cours de ce que l'on a appelé "la grande modération", qui s'est caractérisée par des conditions macroéconomiques stables à l'échelle mondiale et un financement substantiel en dollars des entreprises et des marchés financiers, ce qui a conduit à une faiblesse du dollar.

## 3<sup>e</sup> période : avril 2008 – décembre 2016, MSCI World ex-EMU



Si l'expérience de la 2<sup>e</sup> période avait été utilisée pour informer la politique de la 3<sup>e</sup> période, une politique de couverture aurait clairement été adoptée.

Un ratio de couverture croissant réduisait le risque du portefeuille global dans un premier temps, mais augmentait ensuite lorsque le ratio de couverture dépassait 20 % et atteignait son niveau le plus élevé dans une position entièrement couverte. En outre, étant donné que l'euro s'est déprécié par rapport au panier de devises pendant cette période, les rendements du portefeuille non couvert étaient bien supérieurs. L'euro avait atteint des niveaux de surévaluation assez importants par rapport à de nombreuses devises du panier et le dénouement de cette situation a permis de réaliser des gains supplémentaires grâce à l'exposition aux devises. Les rendements ont été améliorés de 237 points de base et le risque a été réduit de 173 points de base dans le portefeuille non couvert par rapport au portefeuille couvert.

Une fois encore, les conséquences en termes de risque et de rendement d'une mauvaise décision pendant cette période étaient très lourdes.

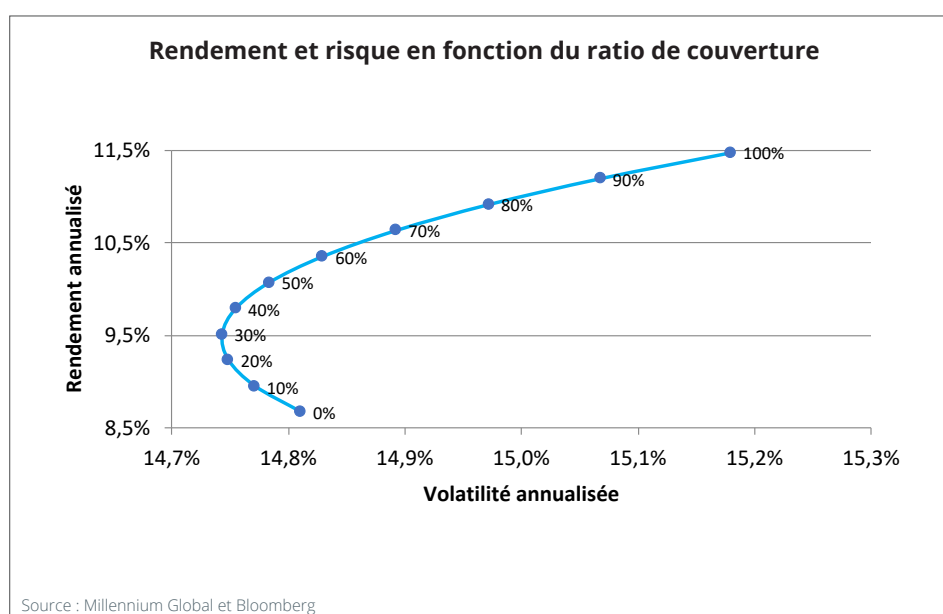
#### 4<sup>e</sup> période : janvier 2017 – décembre 2020, MSCI World ex-EMU

Enfin, si la politique consistant à employer la stratégie qui a le mieux fonctionné dans le passé était poursuivie (comme c'est souvent le cas dans la réalité), une politique de non-couverture aurait probablement été adoptée pour la 4<sup>e</sup> période. Une fois de plus, il existe une relation curviligne entre le risque, le rendement et le ratio de couverture du change. Une couverture partielle a d'abord eu pour effet de réduire le risque jusqu'à un ratio de couverture de 30 %, mais le risque a ensuite augmenté, car les avantages de la corrélation négative du panier de devises étaient moins importants à mesure que le ratio de couverture augmentait. Il convient de noter que l'évolution du risque global a été très modeste pour tous les niveaux de couverture au cours de cette période.

Au cours de cette période, les rendements annualisés ont augmenté de 280 points de base par an, car la faiblesse des devises étrangères a été atténuée à mesure que la couverture augmentait — résultat inverse à la 3<sup>e</sup> période. Sur la base d'un panier de devises, la politique monétaire s'est assouplie dans les économies étrangères par rapport à la zone euro et a dopé la valeur de l'euro. À cette occasion, l'augmentation du risque d'un portefeuille entièrement couvert par rapport à un portefeuille non-couvert a été très modeste : 37 points de base.

En résumé, lorsque l'on prend en compte tous ces régimes, les résultats varient considérablement dans le temps en raison du caractère cyclique du marché des devises. Il est également évident que le choix du ratio de couverture est important pour les caractéristiques du couple rendement/risque d'un portefeuille multi-actifs. L'examen de ces données permet de conclure qu'une approche idéale consiste à faire varier le ratio de couverture dans le temps pour tirer parti de cette cyclicité inhérente.

Une approche flexible du niveau du ratio de couverture a le potentiel de fournir un résultat substantiellement meilleur, ce qui suggère qu'une stratégie de couverture dynamique du risque de change doit être privilégiée. ●



## FOCUS

# Risque de crédit : sommes-nous à la veille d'une « zombie apocalypse » ?



**BRUNO SYRMEN**  
SEVEN CAPITAL

La Commission Risques de l'Af2i a organisé un Atelier le 21 octobre 2021 sur le thème « Politiques des banques centrales et bilans des entreprises » avec Seven Capital. Cet article reprend des éléments présentés lors de cet Atelier.

Suite aux mesures véritablement exceptionnelles prises par les autorités monétaires et les différents gouvernements pour contrecarrer les effets économiques désastreux de la pandémie de COVID19, on a pu observer différentes conséquences sur les marchés financiers.

En particulier sur les marchés du crédit où les baisses de taux directeurs et la véritable inondation de liquidités se sont traduites par une compression historique des taux de rendement des obligations corporate par rapport aux taux de rendement des emprunts souverains. Compression constatée quel que soit le rating des sociétés. Ce mouvement a d'ailleurs culminé en Europe lors du mois de septembre 2021 lorsque les taux de rendement réels des obligations à haut risque et donc haut rendement se sont retrouvés en territoire négatif.

De HIGH YIELD à NO YIELD donc, mais avec un risque de crédit toujours bien présent lui !

C'est ce segment particulier que nous allons étudier dans ce qui suit, sous un angle un peu inha-

bituel, puisque nous allons nous concentrer sur les entreprises dites Zombies, qui présentent, à priori, un risque de défaut plus important.

Notons que la croissance régulière du nombre de sociétés Zombies dans les économies développées inquiète suffisamment les grandes institutions financières pour qu'elles y consacrent du temps et des ressources comme le prouvent les rapports réguliers de la BRI, ou même de la FED US ou encore de l'OCDE sur le sujet. Se reporter aux références bibliographiques pour plus de détails.

La plupart des sociétés Zombies faisant partie de la catégorie haut risque et donc haut rendement, le moindre changement brutal d'appréciation et a fortiori quelques défauts dans un secteur particulier peuvent avoir des conséquences dramatiques sur l'ensemble de cette classe d'actifs, comme le montre le récent exemple chinois, où la vague de défauts de paiements qui a frappé nombre de sociétés de construction et/ou de promotion immobilière, a contribué à une explosion des rendements de toutes les obligations High Yield.

## Définition et identification

Mais qu'est ce qui constitue au juste une compagnie Zombie ?

Il n'existe malheureusement pas de définition communément admise.

Pour la BRI elles sont définies comme des « entreprises qui sont incapables de couvrir les coûts de service de leur dette avec leurs profits courants, et ce sur une période de temps donnée ». La période de temps peut varier, la BRI a utilisé

3 ans par exemple. D'autres diminuent même la taille de l'échantillon en utilisant des critères plus stricts comme : l'entreprise doit être âgée de plus de 10 ans par exemple, ce qui exclut toutes les start-ups. La FED de NY a jugé bon d'ajouter un critère supplémentaire : la croissance des ventes de la société doit être négative lors de 3 exercices consécutifs. Ainsi toutes les firmes positionnées sur des secteurs en croissance comme la BioTech par exemple se trouvent en général exclues.

Dans tous les articles disponibles, il semble que quels que soient les critères retenus, les résultats sont très similaires quant à la profitabilité actuelle de ces compagnies. PRESQUE TOUTES PERDENT DE L'ARGENT !

Et par conséquent leur ICR (*Interest coverage ratio* ou ratio de couverture des intérêts) est très négatif (Inférieur à -7 pour l'ICR médian dans le rapport de la BRI de 2019 comparé à un ICR médian supérieur à 4 fois les bénéfices pour les compagnies NON Zombies).

## L'augmentation du nombre de compagnies Zombies est-elle un phénomène transitoire ?

Ainsi donc votre Zombie compagnie typique perd de l'argent, est déjà lourdement endettée, et accumule encore plus de dettes, puisqu'elle promet à ses actionnaires que la prospérité est au coin de la rue !

Et toutes les études sur le sujet font la même observation : la prévalence des Zombies a considérablement augmenté depuis les années 1980 ! Sur un panel de 14 économies développées, leur part a augmenté, en moyenne, d'environ 4 % de toutes les firmes cotées au milieu des années 1980 à quelque 15 % en 2017 selon la BRI, avec des augmentations de 30 % en Australie ou au Canada (Producteurs miniers ou pétroliers essentiellement) et 15 % en France même si dans notre cas la part des Zombies a doublé depuis 2008 alors qu'elle diminuait chez nos voisins. Cette même BRI estime que la proportion de firmes Zombies parmi les PME cotées atteindrait 40 % !

Bien sûr, certaines firmes vont retrouver le chemin de la prospérité, toutes ne resteront pas Zombies éternellement (cf. Boeing par exemple), mais pour d'autres, en revanche, l'agonie peut durer des décennies !

Quelles sont donc les causes de cette hausse ininterrompue du nombre d'entreprises Zombies durant les dernières décennies ?

### Les causes

Depuis la fin des années 1980, le nombre de compagnies Zombies n'a cessé d'augmenter, mais surtout, et de façon très surprenante, elles semblent survivre au poids de leur dette plus longtemps que par le passé.

C'est au début des années 2000 que la vitesse de réduction de l'effet de levier et donc de la dette des sociétés Zombies a commencé à se réduire significativement. Concomitamment à cette décélération, les Zombies ont été capables de s'assurer plus de ressources, entra-

vant ainsi les processus de réallocation de capital. Cette moindre pression sur les Zombies ne reflète nullement une quelconque amélioration de leur profitabilité. En effet on constate qu'il n'y a eu aucune augmentation significative des bénéfices avant paiements d'intérêts et impôts (EBIT) des compagnies Zombies comparées aux NON-Zombies, ni depuis 2000, ni depuis 2009. Il y a plusieurs raisons à cela, mais le facteur principal est la présence de taux d'intérêts artificiellement et historiquement bas à peu près partout dans le monde.

Une tendance encore renforcée par la crise sanitaire.

Les politiques monétaires ultra-accommodantes menées par les banques centrales partout dans le monde durant les 13 dernières années ont engendré cette croissance des firmes Zombies de 2 façons :

- premièrement, en permettant à ces sociétés d'emprunter à très bas coût et donc de survivre plus longtemps qu'elles ne l'auraient fait si les taux étaient restés dans leur intervalle historique normal ;
- et deuxièmement, en augmentant le côté attractif de ce que l'on appelle maintenant la chasse « au return »

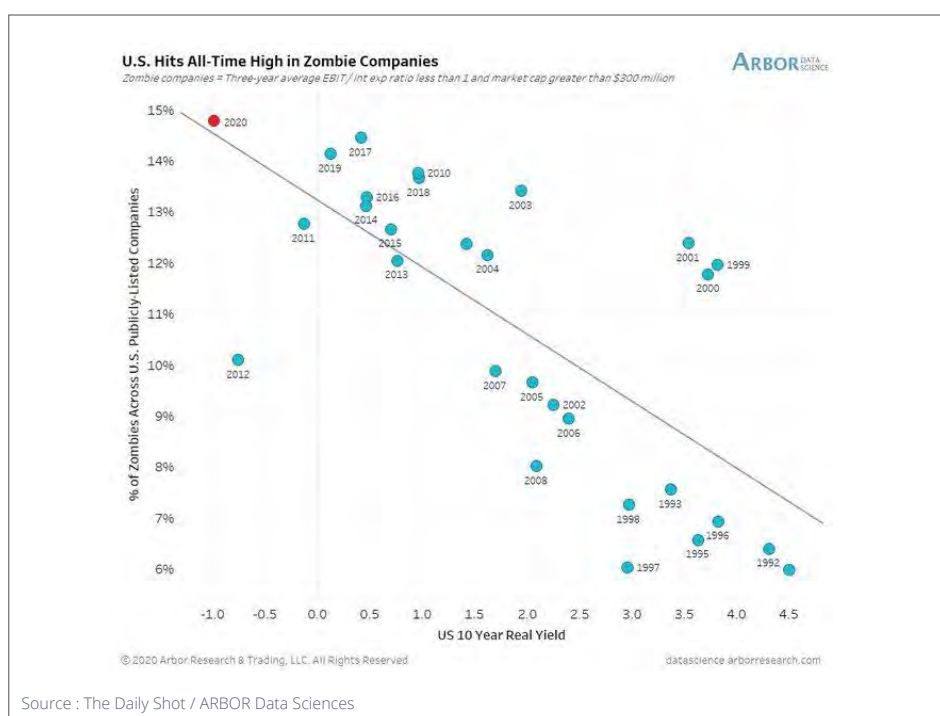
des actifs spéculatifs par rapport aux rendements extrêmement faibles des obligations gouvernementales.

Les rapports consacrés à cette question suggèrent enfin que la part des compagnies Zombies est en fait négativement corrélée avec les taux d'intérêts (et, surtout avec les taux REELS, ce qui de nos jours laisse peu d'espoir d'amélioration...).

Un rapport estime d'ailleurs que « la chute de 10 % des taux d'intérêts nominaux US depuis le milieu des années 1980, serait responsable pour environ 17% dans l'augmentation de la part des sociétés Zombie dans les économies développées ».

D'autres études menées sur des sociétés Zombies japonaises durant la « décennie perdue » semblent indiquer que ces entreprises se rencontrent essentiellement au sein des PME, ce qui est probablement vrai également aux USA et dans les autres pays occidentaux. Les PME non cotées sont donc plus sujettes à la zombification.

Mais les compagnies Zombies peuvent certainement être aussi beaucoup plus grosses, comme c'est le cas pour certaines entreprises publiques chinoises.



## Conséquences pour les investisseurs

Quand bien même pourrait-on supposer que les actions des entreprises Zombies sous-performeront dramatiquement le marché, elles font état de bonnes performances surprenantes.

On pourrait également s'attendre à ce que ces actions traitent à des multiples de valorisation très bas compte tenu de leurs caractéristiques financières pour le moins malsaines. Et bien c'est tout le contraire ! Elles traitent sur la base de multiples "Price to book ratio" beaucoup plus haut que les actions lambda !

Leurs notes de crédit se situent majoritairement entre BB au mieux et CCC, voire en dessous. Leurs dettes appartiennent donc quasiment toutes à la catégorie haut rendement. Et vu la surperformance de certaines de ces actions, beaucoup de ces obligations ont été intégrées à des ETF/ETPs indexés sur des indices d'obligations à haut rendement. Il existe donc un risque pour des investisseurs détenant en direct des obligations de ces firmes, mais également pour ceux qui sont investis dans ces ETFs/ETPs détenant de telles obligations.

Le risque majeur encouru sur le segment de la dette à haut rendement est un défaut d'un gros émetteur qui entraînerait des craintes généralisées de contagion à tous les secteurs économiques, et pas seulement au secteur où évolue la société en défaut. Un exemple typique nous a été fourni récemment avec Evergrande et les sociétés de développement immobilier en Chine. Non seulement le quasi-défaut d'Evergrande, la plus grosse société de promotion immobilière chinoise, a entraîné d'autres défauts d'acteurs mineurs du même secteur, et donc un effondrement de la dette de toutes les sociétés du secteur, mais aussi elle a alimenté une peur panique qui a eu pour effet de pousser les investisseurs à sortir aussi vite que possible de tout le segment High Yield. Tant et si bien qu'en quelques semaines, le



taux de rendement moyen des différents indices High Yield chinois a bondi pour atteindre mi-octobre le niveau de 24 % !

Quand tout le monde ou presque veut sortir en même temps, la liquidité se tarit instantanément ...C'est la dure loi des marchés.

## Conclusion

Un seul incident de paiement dans un quelconque secteur d'activité pourrait donc mettre le feu aux poudres hautement inflammables des secteurs de crédit à haut risque et haut rendement, contribuant donc rapidement à une situation comparable à celle décrite ci-dessus en Chine.

Et comme nous entrons dans une période où :

- les mesures gouvernementales de soutien ou d'accompagnement aux sociétés peuvent cesser, alors même que, dans certains secteurs l'activité n'est pas encore revenue à son niveau pré-crise sanitaire ;
- les injections massives de liquidités pratiquées par les banques centrales peuvent prendre fin incessamment ;

la probabilité de l'occurrence d'un tel scénario est certainement beaucoup plus grande qu'elle ne l'était il y a quelques mois...

Dans un climat encore calme et confiant, mais où commencent à poindre nombre d'interrogations suite à la hausse des prix que le monde subit, il semble que considérer des stratégies de couverture, au moins partielles, de certains risques de crédit n'est certainement pas une mauvaise idée. ●

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- 1) BIS Working Papers No 882 *Corporate zombies: Anatomy and life cycle* (Sept 2020, MA) Oct 2021)
- 2) *U.S. Zombie Firms: How Many and How Consequential?* NY FED. July 2021
- 3) BIS research: [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1809g.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf)
- 4) OECD Research: [www.oecd.org/economy/growth/exit-policies-and-productivity-growth.htm](http://www.oecd.org/economy/growth/exit-policies-and-productivity-growth.htm)
- 5) HSBC: [www.businessinsider.com/?IR=C](http://www.businessinsider.com/?IR=C) (Stephen King)
- 6) Direction générale du Trésor : A. Bénassy-Quéré : *2021 l'année des zombies ?*

## FOCUS

# La gestion à impact et l'effet papillon



**SONIA FASOLO ET MATTHIEU DETROYAT**  
RESPONSABLES DE LA STRATÉGIE ESG CHEZ ELEVA  
CAPITAL ET GÉRANTS DU FONDS ELEVA  
SUSTAINABLE IMPACT EUROPE

En 1972, le météorologue et mathématicien Edward Lorenz écrit un article qui restera dans les annales : « *Prévisibilité : le battement des ailes d'un papillon au Brésil déclenche-t-il une tornade au Texas ?* »

Cette métaphore peut s'appliquer à un certain nombre de domaines comme les sciences humaines, l'environnement... mais également à l'investissement à impact. Aujourd'hui plus qu'hier, grâce à la circulation rapide de l'information et à la prise de conscience des menaces qui pèsent sur notre planète, chacun de nous peut contribuer à transformer la société par ses investissements.

Au-delà de la sélection de valeurs, deux vecteurs fondamentaux conditionnent la réussite de l'investissement à impact : l'accompagnement et l'engagement des équipes de gestion auprès des dirigeants d'entreprises. Ce sont le faire-savoir et la valeur de l'exemple. Nous pensons qu'en communiquant les résultats addi-

tionnels et mesurés de nos investissements, et en le faisant savoir, nous pouvons inspirer d'autres initiatives dans la même direction. D'une certaine manière, Edward Lorenz avait posé la première pierre de la gestion à impact.

**Impact = intentionnalité + additionnalité + mesurabilité**

L'investissement socialement responsable consiste selon nous à rechercher la performance en investissant dans des entreprises qui prospèrent à long terme en créant de la valeur pour l'ensemble de leurs parties prenantes, tout en minimisant leur impact sur la planète. Afin d'y parvenir, nous mettons en œuvre quatre leviers d'action : l'analyse ESG, la sélection, l'engagement et le vote. Pour le premier d'entre eux, nous avons développé une méthodologie propriétaire fondée sur le principe de la double matérialité. Cette approche, qui s'inscrit

dans la droite ligne de la nouvelle réglementation européenne, se focalise sur les sujets les plus matériels, susceptibles d'entraîner des conséquences financières. Pour bâtir cette méthode, nous avons établi une grille de matérialité inspirée de celle du SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) pour calibrer le poids de chaque critère au sein de onze secteurs économiques.

De nombreuses définitions de *l'impact investing* ont été données, notamment par le réseau international GIIN (*Global Impact Investing Network*). Il s'agit d'investissements réalisés dans l'intention de générer des impacts environnementaux ou sociaux mesurables tout en recherchant une performance financière.

La définition française du groupe de travail animé par le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) et France Invest ajoute aux notions d'intentionnalité et de mesurabilité celle d'additionnalité, qui a un peu disparu de la définition du GIIN. Chez ELEVA Capital, nous adhérons à cette définition française, exigeante, qui correspond à la stratégie de notre fonds à impact, ciblant des entreprises porteuses de solutions concrètes répondant aux Objectifs de Développement Durable (ou ODD).

## L'investissement à impact se focalise davantage sur les apporteurs de solutions

En matière d'impact, les indicateurs de performance dépassent l'évaluation des pratiques ESG des entreprises pour se concentrer sur l'impact des solutions proposées. Les entreprises porteuses de solutions ambitionnent de capter des opportunités commerciales et de développer de nouveaux marchés. En étant mieux préparées pour le monde de demain, elles se forment une capacité de croître à un rythme élevé. Ces sociétés, plus soucieuses de leurs externalités négatives, sont moins risquées et méritent une prime de valorisation.

C'est pourquoi nous pensons que l'additionnalité peut aussi être traitée par l'allocation de 5 % à 10 % de l'encours de notre fonds dans une poche « *Scale-up* ». Il s'agit d'investir dans des petites entreprises cotées qui se destinent à produire un impact systémique lorsqu'elles arriveront à maturité. Il sera nécessaire de les accompagner, à moyen ou long terme, en participant à leurs besoins de financement. ●





## RENCONTRE

# Interview d'Anton Brender, Chef économiste de Candriam, Professeur associé honoraire à l'Université Paris – Dauphine



PAR SYLVIE MALÉCOT  
CONSULTANTE À L'Af2i

**Anton Brender, Florence Pisani et Émile Gagna**, tous trois économistes chez Candriam, ont publié en octobre 2021, aux Éditions La Découverte, un livre intitulé « **Économie de la dette** ». Longtemps, les Banques centrales, et surtout la Banque centrale européenne, digne héritière de l'historique Bundesbank allemande, ont érigé en principe intangible et inaliénable un proverbe indien, selon lequel « *il n'est de pire pauvreté que les dettes* ». Les deux années de crise Covid-19 que nous venons de traverser ont nécessité des soutiens massifs des États, auprès des entreprises, des systèmes de santé, des secteurs en difficulté. Désormais, c'est la phase de relance qui requière la manne financière publique, pour amorcer les investissements, et créer ce que beaucoup espèrent une « *croissance juste et durable* ».

**SM : Vous rappelez en préambule que, source de risques, régulièrement à l'origine des crises, la dette est indispensable à l'expansion de toute activité. On oppose fréquemment épargne et endettement : sont-ils antinomiques, ou au contraire complémentaires, voire indissociables ?**

**AB :** Le plus simple ici est peut-être de raisonner sur un ménage qui met de l'argent de côté. Cette « épargne » prend la forme de placements financiers : l'argent mis de côté peut rester sur un compte bancaire ou bien se placer dans une assurance vie ou encore s'investir dans un fonds commun de placement...

Ce que l'on constate toutefois dans la plupart des pays développés, comme aussi dans beaucoup de pays émergents, c'est que ces flux de placements financiers amènent les ménages à acquérir des créances, directement ou indirectement par le biais de ceux qui tels les assureurs collectent leur épargne. Bien sûr, certains ménages achètent des actions mais d'autres en vendent, si bien que partout leur flux net d'achat d'actions ne représente qu'une faible part de leurs placements. Difficile d'ailleurs de s'en étonner : dans les pays avancés, les émissions d'actions, nettes des achats ou des rachats que font les entreprises, sont faibles voire, comme souvent aux États-Unis, négatives.



Pour que le flux de placements des ménages puisse, pour sa plus grande part, conduire à une accumulation de créances... des dettes doivent toutefois avoir été émises ! Dans cette mesure, dette et épargne sont indissociables.

**SM : Vous expliquez que « tant que la part dans le PIB du flux de créances que les ménages veulent acquérir au plein emploi dépasse un certain seuil, le poids des dettes qui doivent s'accumuler pour maintenir l'économie au voisinage du plein emploi doit monter de façon continue ». Où se situe la limite de cette arithmétique de l'endettement ? Quels outils de maîtrise a-t-on**

## au regard de l'envolée récente des dettes publiques ?

**AB :** L'arithmétique mène ici à des résultats clairs que l'on n'a pas toujours en tête. Prenez une économie dont le potentiel de croissance nominale est de 3 %. Si, lorsque cette économie croît à ce rythme, les ménages veulent en permanence mettre de côté une part de leur revenu représentant disons 5 points de PIB (comme cela a été à peu près le cas en France au cours de la dernière décennie), le stock de créances – et donc aussi de dettes – qui résultera de l'accumulation de leurs placements tendra vers 170 % du PIB. Il montera même jusqu'à 250 %, si la croissance nominale venait à tomber à 2 %, sans que le comportement de placements des ménages ne soit modifié. Des dettes devront donc s'accumuler à cette hauteur. La question est bien sûr de savoir qui émettra ces dettes et quels risques en résulteront. Qu'il soit public ou privé l'endettement est en effet toujours source de risques.

## SM : Qu'en est-il de l'endettement des entreprises ? Concerne-t-il essentiellement le besoin de financement né de l'investissement productif ? Sert-il à financer une croissance future, ou une adaptation du business model, liée par exemple à la transition verte ? Parvient-on à modéliser ce qui relève d'un « endettement sain » ?

**AB :** Répondre à ces questions n'est pas facile. Les entreprises ont de multiples raisons de s'endetter, surtout dans un environnement où les taux sont bas et les défis à relever nombreux. Il n'empêche : dans tous les pays développés, le poids de l'endettement net des entreprises dépasse rarement plus de 40 points de PIB. Si les entreprises empruntent pour faire des investissements productifs, elles disposent pour les financer de profits qui sont souvent importants : certaines n'en doivent pas moins s'endetter pour investir, mais d'autres dégagent des profits qui dépassent largement le montant de leurs investissements. En outre, les prêts

entre entreprises sont importants : les prêts commerciaux, les relations intra-groupes, les montages visant à réduire les impôts payés ont contribué à leur développement. Cela explique la divergence entre le total des dettes accumulées par les entreprises et leurs dettes nettes des créances que, prises toutes ensemble, elles détiennent. Bien sûr, si demain les entreprises devaient investir plus, pour répondre au défi climatique notamment, le flux de leur endettement net augmenterait peut-être. Force est toutefois de constater que depuis plus d'une décennie les entreprises européennes sont, au total, prêteuses. La France est ici une exception, très relative d'ailleurs, puisque si nos entreprises ont eu un besoin de financement, ce besoin a rarement dépassé un point de PIB. Si l'on veut voir qui, au cours des dernières décennies, a émis les dettes nécessaires pour que nos économies ne s'écartent pas trop de leur trajectoire de plein emploi, ça n'est pas du côté des entreprises qu'il faut regarder mais de celui des ménages — leur endettement s'est en France notamment, sensiblement accru — et bien sûr aussi des États.

## SM : À de rares exceptions près, l'effort public d'investissement a beaucoup baissé depuis trente ans, et plus encore après la crise de 2008. Les politiques keynésiennes, pour soutenir les entreprises durant la crise sanitaire, et désormais pour financer la relance, ne seraient-elles dès lors qu'un effet de rattrapage d'un retard accumulé durant au moins une décennie ?

**AB :** Pendant la crise sanitaire, les États ne se sont pas endettés pour investir mais bien pour éviter l'enclenchement d'une spirale déflationniste : en empruntant pour maintenir le revenu des ménages qui avaient perdu leur emploi, ils ont permis à ceux que le confinement forçait à épargner une plus grande partie de leurs revenus de le faire. Sans cet endettement public, l'accumulation massive de dépôts par les ménages à laquelle on a assisté n'aurait pu avoir lieu. Les choses vont toutefois maintenant changer avec

les plans d'investissements décidés de part et d'autre de l'Atlantique. Parler à leur propos de politique keynésienne est toutefois un peu trompeur : ces programmes contribueront certes à soutenir la demande, mais leur objectif est d'abord de moderniser des infrastructures qui en ont bien besoin : en Allemagne, plus de 3 000 ponts autoroutiers sont en attente de rénovation !

## SM : Selon la définition de Gro Harlem Brundtland, qui date de 1987, « Le développement durable est un mode de développement qui répond aux besoins des générations présentes sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs ». À une période où la finance durable instille totalement les gestions d'actifs, l'explosion des endettements publics et privés ne fait-il pas peser un risque aux générations futures ?

**AB :** L'accumulation d'épargne confère aux autorités publiques des responsabilités qu'elles hésitent à assumer pleinement. Il leur faut d'abord s'assurer de la solidité du système financier qui porte une grande partie des risques des dettes qui s'accumulent en contrepartie de cette épargne. Mais il leur faut aussi arbitrer entre les différents usages possibles de cette dernière. Compter seulement sur les ménages pour générer les dettes nécessaires au maintien du plein emploi peut avoir des conséquences catastrophiques, on l'a vu en 2008 ! Et utiliser l'épargne disponible pour construire des maisons dont on n'a pas besoin, comme on l'a fait alors aux États-Unis ou en Espagne (et comme on le fait depuis une décennie en Chine !) n'est pas la meilleure façon de préparer l'avenir. Lutter contre le réchauffement climatique, améliorer la qualité de nos systèmes d'enseignement ou de santé est sans doute une façon plus judicieuse de répondre aux besoins des générations futures. Si nos États doivent s'endetter pour le faire, leur endettement sera bien sûr source de risques. Mais s'ils ne le font pas, ils exposeront les générations futures à des risques plus grands encore ! ●

# « C'est dit, c'est écrit »

LES PARUTIONS DANS LA PRESSE



Instit Invest Magazine n°20  
Décembre 2021

## « La dette a rendez-vous avec l'inflation, mais où ? »

Hubert Rodarie, Président de l'Af2i

## « Branchée sur l'alternatif »

Martine Legendre Kaloustan, responsable des investissements alternatifs d'Allianz France

## « De la difficulté d'être investisseur »

Olivier Rousseau, membre du directoire du Fonds de réserve pour les retraites

## « L'analyse factorielle sous tous les angles dans l'obligataire »

Jean-François Boulrier, Président d'honneur de l'Af2i

## « Nous avons créé une allocation importante dans la santé en Europe et aux États-Unis »

Léovic Lecluze, responsable des investissements de la Matmut

## « Le sens des responsabilités »

Olivier Mareuse, Directeur des gestions d'actifs, Caisse des Dépôts

[www.lenouveleconomiste.fr](http://www.lenouveleconomiste.fr)  
Publié le 01/11/2021

Le **nouvel**  
**Economiste**

## « Vous avez dit "acceptabilité" ? Comment faire pour que l'Europe se rende acceptable aux yeux de ses concitoyens »

Hubert Rodarie

# PRIX TURGOT

35<sup>ème</sup> PRIX  
TURGOT

Meilleur Livre d'Économie Financière de l'Année



Paris, 1<sup>er</sup> Décembre 2021

## SONT NOMMÉS POUR LA 35<sup>e</sup> ÉDITION DU PRIX TURGOT

qui sera décerné à Bercy le **31 mars 2022**

sous le haut parrainage du Ministre de l'Économie, Bruno Le Maire :

**Julie ANSIDEI et Noam LEANDRI** : *La Finance verte* - La Découverte

**Aurélie JEAN** : *Les algorithmes font-ils la loi* - L'Observatoire

**Jérôme MATHIS** : *Combien vaut une vie* - Tremplin

**Pierre VELTZ** : *L'économie désirable* - Le Seuil

Seront en outre décernés, le jour de la cérémonie du palmarès

**les prix « Turgot Spéciaux »** suivants :

PRIX DE L'ÉCONOMIE FINANCIÈRE :

**Pascal BLANQUÉ** pour son ouvrage *Dix semaines en Covid-19* chez Économica

PRIX DU JEUNE TALENT PARRAINÉ PAR LA FONDATION MICHELIN :

**Ferghane AZIHARI** pour son ouvrage *Les écologistes contre la modernité* aux Presses de la Cité

COLLECTIF :

**Éric BRIONES** pour son ouvrage *Luxe et résilience* chez Dunod

TURGOT DES DIRECTEURS FINANCIERS PARRAINÉ PAR LA DFCG :

**Jérôme BRISEBOURG, Christophe HANNEZO, Thierry PICQ**

pour leur ouvrage *L'Art de la performance* chez Dunod

DE LA GÉOPOLITIQUE :

Madame l'Ambassadeur **Sylvie BERMANN** pour son ouvrage  
*Goodbye Britannia. Le Royaume-Uni au défi du brexit* chez Stock

DE LA FRANCOPHONIE PARRAINÉ PAR LE FORUM FRANCOPHONE DES AFFAIRES – FFA

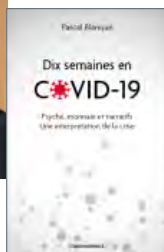
**Charles-Xavier DURAND** pour son ouvrage *Oser le risque* chez Hermann

## Présentation des ouvrages déjà primés

### Prix spécial « Turgot de l'économie financière 2022 »

#### Dix semaines en Covid-19 Psyché, monnaie et narratifs. Une interprétation de la crise

PASCAL BLANQUÉ - ECONOMICA - 93 PAGES



Le dernier livre de Pascal Blanqué (publié à la fois en français et en anglais) est introduit par une étude de cas retraçant sa perception de la crise pandémique au fil des dix premières semaines. Il analyse successivement l'évolution du référentiel du temps psychologique des observateurs de la crise, les recompositions de leurs schèmes de mémoire, les épisodes de leur mise en oubli et de leur retour de mémoire, la superposition du temps physique et du temps psychologique, l'incertitude attachée au temps psychologique et les cycles réels, financier et viral sous-jacents à la crise.

Cette étude de cas originale lui permet de construire un nouveau modèle théorique qui remet partiellement en question certains fondamentaux de la finance de marché, basés sur la mesure du risque spécifique attaché aux actions de chaque entreprise. Se référant notamment aux travaux de Tversky, il propose d'y adjoindre la mesure d'une « prise de risque globale » intégrant les dimensions du temps, de la mémoire et de l'oubli, mais aussi — et c'est une des originalités de son modèle — des « narratifs » (ou des discours) sur les représentations des crises, qui évoluent d'autant plus rapidement qu'ils sont influencés par le big data et l'Intelligence Artificielle (notamment le *deep learning*). Il traite le marché comme un sujet collectif, dont les acteurs sont soumis à des biais perceptuels, émotionnels et cognitifs. Cette approche permet de mieux expliquer certaines fluctuations de cours considérées comme irrationnelles. Il se livre à une lecture psychologique des faits et phénomènes monétaires, et plus particulièrement, à une réinterprétation de la théorie quantitative de la monnaie. À l'instar de Lacan, il modélise ses observations à l'aide d'équations et de représentations graphiques particulièrement éclairantes.

Pascal Blanqué s'efforce ainsi d'intégrer plusieurs disciplines scientifiques : la finance quantitative de marché, la finance comportementale et les sciences du langage (qui font notamment appel à la psychanalyse). Son vingtième ouvrage s'inscrit donc bien dans son grand projet de refondation de la finance moderne.

Jean-Jacques Pluchart ●

### Prix spécial « Turgot de la Géopolitique 2022 »

#### Goodbye Britannia Le Royaume-Uni au défi du Brexit

SYLVIE BERMANN  
STOCK - 259 PAGES



Sylvie Bermann, présidente du conseil d'administration de l'Institut des Hautes Études de la Défense Nationale (IHEDN), a eu une carrière diplomatique particulièrement exceptionnelle : en poste à Hong Kong, Pékin, Moscou puis à l'ONU et à Bruxelles elle a été ambassadeur de France en Chine, au Royaume-Uni et à Moscou. Ses missions lui ont permis de vivre au plus près l'évolution du monde et notamment du Brexit.

Le récit « *de l'intérieur* » qu'elle en fait est impressionnant car elle s'est retrouvée être le témoin d'une révolution. Ce moment de l'histoire est historique. Les commentateurs britanniques assimilant cette rupture aux moments où le destin du pays avait basculé dans le passé. Le pays est devenu celui d'un seul sujet : le Brexit. Le populisme a lâché ses démons : xénophobie, racisme, insultes... les résidents européens ne se sont plus sentis les bienvenus dans ce pays, où ils vivaient parfois depuis plus de vingt ans.

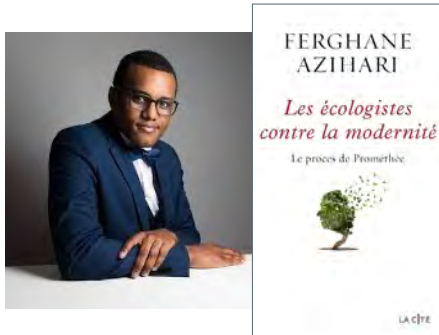
Alors, sachant que l'on ne pourrait avoir un meilleur traitement à l'extérieur de l'Union européenne qu'à l'intérieur, quelles conséquences peuvent être envisagées maintenant que le Brexit est devenu un fait politique majeur tant pour le Royaume-Uni que pour l'Union européenne ? L'autrice nous livre ses réflexions : Les britanniques vont rebondir car ils sont dynamiques, tout en ayant le talent de transformer des échecs en mythes. Ceux qui ont écouté les sirènes des tribuns du Brexit ont accepté d'être plus pauvres, mais pour combien de temps ? Car les divisions n'ont pas disparu.

En Ecosse, la pression pour un nouveau referendum d'indépendance va devenir de plus en plus forte, le statut de l'Irlande du Nord — avec la mise en place d'une frontière maritime avec la Grande Bretagne — va obliger à une plus grande coopération entre Belfast et Dublin.

De même, l'Union européenne — dans cette négociation du Brexit — a réussi à préserver l'intégrité de son marché unique ainsi que les intérêts de ses citoyens. Le triangle Berlin-Londres-Paris est transformé en binôme Berlin-Paris et cela doit pouvoir permettre des avancées importantes pour l'Union européenne et pour son rôle et sa place dans le triangle États-Unis-Chine-Union européenne.

Michel Gabet ●

## Prix spécial « Turgot Jeune Talent 2022 »



### Les écologistes contre la modernité Le procès de Prométhée

**FERGHANE AZIHARI - LES PRESSES DE LA CITÉ - 237 PAGES**

Le titre est clair, le contenu ne laisse aucune ambiguïté : il s'agit d'un essai qui entre en guerre contre ces évangélistes « verts » qui constituent autant de mouvements prétendant défendre une cause soucieuse du bien commun alors qu'ils ne font que répondre à une « soif bourgeoise de pureté [qui] n'est ni étonnante ni malveillante quand on réalise que la protection de l'environnement est un produit de luxe ».

L'auteur sait de quoi il retourne puisqu'il est originaire des Comores, une région où la mortalité est cinquante fois plus importante qu'en Europe occidentale. Il n'empêche, la fable rousseauiste du bon sauvage et le mythe du paradis perdu sont prégnants dans nos sociétés post-industrielles.

Les attaques des écologistes contre la modernité sont radicales, protéiformes mais ne peuvent masquer leurs passions anticapitalistes. Elles sont génératrices de débats anxiogènes destinés à discréditer toute tentative de rationaliser le débat : « Celui qui croit à une croissance économique infinie dans un monde fini est soit un fou, soit un économiste. » Cette sorte de point de Godwin généralisé peut nous entraîner vers un autoritarisme politique fait de décroissance et de militarisation des sociétés. La convocation de l'individu pour une Convention dite citoyenne n'infléchit pas cette tendance : « l'accusation de surproduction est omniprésente tandis que sont ignorées les technologies indispensables contre le changement climatique. Le mot nucléaire n'apparaît qu'une fois dans un rapport de 460 pages ». En bref, que l'écologie serait vertueuse sans les antimodernes !

**Alain Brunet ●**

*Ferghane Azihari, journaliste et analyste en politiques publiques est chargé d'études pour l'Institut de recherches économiques et fiscales (Iref) et délégué général de l'Académie libre des sciences humaines (ALSH).*

## Prix spécial « Turgot Collectif 2022 »



### Luxe & résilience Les clés pour rebondir face aux crises

**ÉRIC BRIONES - DUNOD - 208 PAGES**

Après avoir retracé les histoires des plus grandes marques du luxe (Dior, Chanel, Gucci...), les auteurs présentent « l'arbre de la résilience » de l'industrie du luxe, avec ses racines, son tronc et sa cime. Les premières puisent dans l'histoire, le capital culturel, la gouvernance de la maison de luxe. Le tronc intègre un leadership charismatique, une « radicalité créative », le respect du prix, une *supply-chain* agile, une personnalisation du produit, une gestion rigoureuse des données clients, un engagement sociétal et environnemental visible. La cime recouvre une vision à long terme, une diversification dans l'univers du luxe, une recherche de l'expérientiel, un ciblage de la génération Z (notamment en Chine).

La résilience des grandes maisons impose la maîtrise de la prospection des marchés, de la veille stratégique, de l'art de constituer des équipes et de créer une vision mobilisatrice des « tribus » de consommateurs. Les auteurs présentent les facteurs-clés de succès de la « luxilience » (le luxe résilient), de la conquête de nouveaux territoires, notamment en Asie où la Chine assure 55% des ventes mondiales. Ils montrent notamment que la stratégie gagnante repose sur un « subtil mélange » entre la technologie, la créativité et la culture.

L'ouvrage réunit des analyses originales des pratiques des grandes maisons sur les principaux marchés mondiaux et met en lumière les opportunités offertes à l'industrie du luxe par la relance post-pandémique.

*Éric Brionnes est co-fondateur de la Paris School of Luxury et curateur du Salon parisien du Luxe. Les co-auteurs sont directeurs artistiques, strategy planners, publicitaires, communicants, influenceurs...*

# Bonnes feuilles

## L'humanité : un commencement Le tournant éthique de la société-Monde

JACQUES LEVY

EDITIONS ODILE JACOB • FÉVRIER 2021

**Jacques Lévy**, né le 14 octobre 1952 à Paris, est géographe, professeur d'urbanisme à l'École polytechnique fédérale de Lausanne, directeur de la chaire « Intelligence spatiale » de l'Université polytechnique Hauts-de-France, et directeur du laboratoire **Chôros**.

**Jacques Lévy** est, en 2018, lauréat du Prix Vautrin-Lud, considéré comme le Nobel de géographie.

Selon l'auteur, « ce livre montre que l'émergence d'une société-Monde formée d'individus-acteurs s'accompagne d'un tournant éthique qui en est indissociable. Par petites touches et dans le désordre, l'univers et l'universel tendent à se rencontrer et à fusionner. »

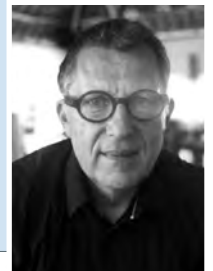
Pour **Jacques Lévy**, l'« univers » fait sortir l'universel de l'abstraction. Les valeurs universelles ne se trouvent plus dans les textes sacrés ou dans les manuels de philosophie mais se fabriquent, moyennant tâtonnements et conflits, dans les événements majeurs comme dans la vie de tous les jours. En ce sens, les réflexions rigoureuses de **Jacques Lévy** sont proches des préoccupations quotidiennes du monde financier sur le déploiement du développement durable dans les portefeuilles d'actifs.

Ce questionnement sur une nouvelle place de l'éthique dans le monde contemporain comprend une dimension prospective : comment pouvons-nous habiter le futur ?

Offensif, le livre est une critique sans concessions des obscurantismes ambiants. Mais il est avant tout une invitation pour chacun à se questionner sur les enjeux de la responsabilité de chaque individu face au collectif.

Pour **Jacques Lévy**, « le dénouement se trouve dans le mot "humanité" ».

On peut en effet résumer la démarche de ce livre en l'utilisant dans son double sens : « L'humanité, c'est le peuple de la société-Monde en même temps qu'un bien public spécifique produit par l'éthique. »



Jacques Lévy

**L'Humanité :**  
**un commencement**

Le tournant éthique  
de la société-Monde





## L'hélicoptère monétaire : au-delà du mythe

**FLORIN BILBIE, ALAÏS MARTIN-BAILLON ET GILLES SAINT-PAUL**

CEPREMAP • MAI 2021

« *L'hélicoptère monétaire* » : cette métaphore extravagante paraît avoir aujourd'hui envahi les débats sérieux entre économistes financiers et monétaires.

La crise de la dette souveraine de la zone euro au début de l'année 2010 et plus encore les conséquences de la crise de la Covid sur l'activité et les besoins de financement des dépenses publiques ont relancé une vieille idée : celle de la « *monnaie hélicoptère* » qui permettrait d'injecter de la monnaie dans l'économie sous forme de transferts directs aux individus plutôt que par l'intermédiaire d'interventions des banques centrales sur les marchés des titres ou par des prêts aux banques.

Pourquoi ce terme tiré d'un texte de Milton Friedman publié en 1969 ressurgit-il avec autant de force aujourd'hui ? Qu'en est-il vraiment d'un outil de politique publique présenté par certains comme un instrument miracle et par d'autres comme une solution fantasque, voire dangereuse ?

Les auteurs tentent ici de décrypter les réalités que recouvre la proposition d'injecter directement de la monnaie dans l'économie réelle. L'hélicoptère monétaire a des effets sur l'activité, l'inflation, l'efficacité de la politique monétaire, la distribution des revenus, distincts des canaux traditionnels de la politique monétaire. Elle soulève la question de l'indépendance de la politique budgétaire par rapport à la politique monétaire et de la légitimité démocratique de cette dernière dans le contexte d'une union monétaire et d'un institut d'émission indépendant.

À l'heure où certains prônent déjà l'abolition de la dette des États, ce petit livre, fondé sur une conférence organisée par **le CEPREMAP, l'École d'Économie de Paris et la Fondation Banque de France** qui réunissait des chercheurs de niveau international, donne les clés pour comprendre tous les enjeux du futur monétaire et budgétaire européen.





# Vie de l'association



## Après 4 nouveaux Membres Actifs en 2021, un 5<sup>e</sup> a rejoint l'Af2i : l'Ircantec

### Caractéristiques du régime

L'Ircantec est un régime **réglementaire** créé par le décret n° 70-1277 du 23 décembre 1970 modifié, et mis en œuvre au 1<sup>er</sup> janvier 1971, afin de proposer aux agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques un régime **complémentaire** au régime général et au régime agricole. Il s'ajoute aux régimes de base de la sécurité sociale : la Caisse nationale d'assurance vieillesse (l'Assurance retraite) et/ou la Mutualité sociale agricole. Le régime fonctionne sur un **principe de répartition**, dont les conditions sont définies par le décret mentionné ci-dessus. Les cotisations des actifs servent à payer les pensions des retraités. Il s'agit également d'un **régime par points** : les cotisations sont transformées en unités de compte appelées « points de retraite » et le montant de la retraite se calcule ensuite en multipliant le nombre de points acquis par la valeur du point. L'Ircantec est un régime qui s'applique à titre **obligatoire** à des personnels juridiquement définis, **cadres ou non cadres**.

### Un régime aux publics très divers

Il s'applique aux **agents contractuels de droit public** (cadres et non cadres). Le régime s'applique également aux agents recrutés au moyen d'un contrat aidé par une personne morale de droit public, aux apprentis du secteur public non industriel et commercial, aux agents titulaires à temps non complet, à certains membres du gouvernement, aux agents titulaires sans droit à pension, **aux praticiens hospitaliers et aux élus locaux**. Conformément à l'article 51 de

la loi n°2014-40 du 20 janvier 2014, des contractuels de droit privé peuvent être affiliés à l'Ircantec dès lors que l'employeur était adhérent du régime avant le 31 décembre 2016.

### Ses principales prestations

- La retraite personnelle et la pension de réversion.
- L'action sociale et les services aux retraités : aides, prêts, activités de loisirs.

### Les valeurs du régime

La **solidarité intergénérationnelle** est la valeur phare de l'Ircantec. Elle s'illustre dans la démarche d'**investisseur responsable** du régime, notamment dans le domaine de la transition écologique et énergétique ainsi que celui de l'économie sociale et solidaire.

L'Ircantec gère 100 % de ses réserves selon des principes d'Investisseur socialement responsable et a pris l'engagement d'inscrire son portefeuille d'investissement dans une trajectoire de réduction de ses émissions carbone compatible avec un « scénario 1,5°C ».

### La gouvernance

L'Ircantec est pilotée par un **Conseil d'administration** composé paritairement des représentants des employeurs et des salariés.

Depuis mars 2021, Christophe Iacobi assure la présidence du Conseil d'administration de l'Ircantec et Philippe Sebag, la vice-présidence.

**La gestion du régime Ircantec** est assurée par la **Caisse des Dépôts – Direction des politiques sociales**. Elle

est encadrée par une convention d'objectifs et de gestion (COG) signée entre l'Ircantec, l'État et la Caisse des Dépôts et **certifiée AFAQ ISO 9001**.

### L'Ircantec en quelques chiffres

**2,9 millions** d'actifs cotisants en 2019  
Un actif sur deux cotise, ou a cotisé à l'Ircantec

**2,2 millions** d'allocataires dont 246 700 nouveaux retraités en 2020

**+ de 56 000** organismes déclarants

**9 ans et 11 mois** de durée moyenne d'affiliation à l'Ircantec

**3,66 milliards d'euros** de cotisations encaissées en 2020

**2,84 milliards d'euros** de retraites et capitaux versés en 2020

**20 148** aides accordées à des retraités en 2020

**10,7 millions** de contacts client en 2020

Pour en savoir plus  
[www.ircantec.retraites.fr](http://www.ircantec.retraites.fr)

# Vie de l'association

### Événements à venir

🕒 **19 janvier 2022**

Les Vœux de l'Af2i

🕒 **25 janvier 2022**

**12<sup>e</sup> édition des Rencontres des Professionnels des Marchés de la Dette et du Change sur le thème « RSE et monnaies numériques : 2 enjeux pour la Finance »** organisées par l'ACI France, l'Af2i, l'Amafi, l'Afte, l'Afti, Paris Europlace, le CNO et l'ICMA

🕒 **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)

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

### ÉLECTION - NOMINATION


**Laetitia Tankwe a été réélue au Board des PRI<sup>(1)</sup>**, soutenue par l'Af2i déjà pour son premier mandat. L'Af2i a renouvelé son soutien pour ce nouveau mandat.

(1) Les Principes pour l'investissement responsable (UNPRI ou PRI) est un réseau international d'investisseurs soutenu par les Nations Unies qui travaille ensemble pour mettre en œuvre six principes ambitieux, souvent appelés « les Principes ». Les PRI travaillent à la réalisation d'un système financier durable en encourageant l'adoption des Principes et la collaboration sur leur mise en œuvre. Les PRI favorisent la bonne gouvernance, l'intégrité et la responsabilité des investisseurs, et travaillent sur les obstacles à l'émergence d'un système financier durable, qu'ils se situent dans les pratiques, les structures ou les réglementations du marché.

Sources : [https://en.wikipedia.org/wiki/Principles\\_for\\_Responsible\\_Investment](https://en.wikipedia.org/wiki/Principles_for_Responsible_Investment)  
<https://www.unpri.org/download?ac=10965>



**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN :**

 **af2i-association-francaise-des-investisseurs-institutionnels**

Vous y trouverez :

- ▶ un graphique éco par semaine ;
- ▶ les annonces des Ateliers ;
- ▶ les annonces des publications de l'Af2i (lettre d'information, baromètre, enquête annuelle, ...);
- ▶ la participation de l'Af2i à des événements de Place et bien plus encore !



in

# SAVE THE DATE



## LES 10 ET 11 FÉVRIER 2022 À DEAUVILLE

Deux jours de débats et d'échanges  
autour de la transition climatique et de la finance verte

**INSCRIVEZ-VOUS VITE SUR : [evenements.optionfinance.fr/time-to-change-2022](https://evenements.optionfinance.fr/time-to-change-2022)**




Ils ont déjà confirmé leur présence :



**Édouard Philippe**  
maire du Havre,  
ancien Premier  
Ministre



**Hervé Morin**  
président de  
la Région Normandie

Un événement  organisé par  GreenUnivers et 

**NOS SPONSORS :**

**PLATINIUM**



**GOLD**



**SILVER**



**BRONZE**



## 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	IRCANTEC
CAISSE CENTRALE DE RÉASSURANCE	LA BANQUE POSTALE
CAISSE DE PRÉVOYANCE ET DE RETRAITE DES NOTAIRES	LA BANQUE POSTALE IARD-PREVOYANCE
CAISSE DES RETRAITES DU SÉNAT	LA CIPAV
CAMACTE	LA MUTUELLE GÉNÉRALE
CARAC	L'AUXILIAIRE
CARMF	LE CONSERVATEUR
CAVAMAC	MAIF
CAVP	MALAKOFF HUMANIS
CDC - DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS	MATMUT
CDC - DIRECTION DES RETRAITES ET SOLIDARITÉ	MÉDICIS
CERN PENSION FUND	MGEN
CNAVPL	MIF
CNETP	MUTUELLE DES ARCHITECTES FRANÇAIS (MAF)
CNP ASSURANCES	NATIXIS ASSURANCES
COFACE	NEUFLIZE VIE
COVÉA	OCIRP
CRÉDIT AGRICOLE ASSURANCES	OPTIMUM VIE
CROIX-ROUGE FRANÇAISE	ORANO
CRPNPAC	PREFON
EDF	PREPAR
ENGIE	PRO BTP
ERAFP	SACRA
EULER HERMES FRANCE	SCOR SE
FÉDÉRATION HABITAT ET HUMANISME	SHAM
FONDS DE DOTATION DU LOUVRE	SMA BTP
FONDS DE GARANTIE DES DÉPÔTS	SMACL
FONDS DE GARANTIE (FGAO)	SOFIPROTÉOL
FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES	SURAVENIR
FONS DE RESERVA DE JUBILACIÓ	SWISS LIFE FRANCE
FRANCE HORIZON	THÉLEM ASSURANCES
GENERALI FRANCE	UMR