



association française
des investisseurs
institutionnels

Enquête Af2i 2022

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





association française
des investisseurs
institutionnels

Enquête Af2i 2022

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

Sommaire

Mentions légales

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

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

PRÉFACE	06
CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER 2021 ...	08
ÉVOLUTION RÉGLEMENTAIRE	12
PRÉAMBULE MÉTHODOLOGIQUE	23
<hr/>	
01. TYPOLOGIE INSTITUTIONNELLE	25
Répartition des répondants	
par taille, famille et cadre réglementaire	26
Actifs gérés par type d'engagement	28
<hr/>	
02. RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE GLOBAL PAR CLASSE D'ACTIFS	31
Historique global	32
Historique par famille	34
<hr/>	
 Témoignage : l'inflation	40
<hr/>	
03. PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS	41
Actions	42
Obligations	48
Obligations convertibles	56
Prêts et fonds de dette	57
Liquidités	59
Immobilier	60
Gestions alternatives	66
Capital-investissement	67
<hr/>	

04. PERSPECTIVES 2022	69	07. RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION	103
Allocation stratégique globale	70	Délégation de gestion	104
Allocation stratégique globale par famille d'investisseurs	72	Critères de sélection pour un mandat	107
Actions	75	Critères de sélection des OPCVM	108
Obligations	76	Critères de sélection des sociétés de gestion	110
Liquidités	78	Garanties de sécurité	111
Immobilier	79	Rémunération par type de gestion	112
Prise en compte de l'inflation	80	Cessation des relations avec des partenaires financiers	113
Participation au plan de relance	82	Charte SGP / Investisseurs	114
		Qualité des relations avec les sociétés de gestion	115
		... Témoignage : l'article 29 de la loi Energie Climat	116
... Témoignage : le potentiel des marchés actions	84	08. PANORAMA EUROPÉEN	117
05. ORGANISATION ET CRITÈRES DE GESTION	85	Préambule méthodologique	119
Démarche de gestion actif-passif et d'allocation stratégique	86	Focus sur les produits d'épargne retraite complémentaire	121
Allocation tactique	87	Panorama des investisseurs institutionnels en Europe	123
Opinion sur divers produits et techniques	89	L'épargne des ménages et le rôle joué par les investisseurs institutionnels	125
Indicateurs et règles de gestion	91	Les investisseurs institutionnels dans le reste du monde	126
Effectifs et formation	92	Les spécificités nationales	127
		EN CONCLUSION : PERSPECTIVES	145
06. ISR / ESG	93	ANNEXES	149
Généralités sur l'ISR / ESG	95	Présentation de l'Af2i	150
Thématiques privilégiées en matière de développement durable	99	Liste des Membres Actifs de l'Af2i	151
Publications et adhésions	101		
SFDR et labélisation	101		

Préface

L'Af2i a le plaisir de vous présenter les résultats de l'Enquête qu'elle réalise depuis 16 ans auprès de ses Membres Actifs.

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

L'Enquête a pour premier objectif de dresser une cartographie du marché institutionnel français par type d'engagement, donnant aux **adhérents (Membres Actifs)** les moyens de se mesurer, et aux **prestataires (Membres Partenaires)** de servir aux mieux les investisseurs.

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

Cet état des lieux est important :

1. découvrir le travail de chaque institution pour trouver les meilleurs investissements dans chaque situation ;
2. percevoir le reflet des réglementations, notamment prudentielles ;
3. observer le résultat de décisions anciennes — car la rotation des portefeuilles est toujours modérée —, mais aussi l'influence des performances passées de chaque type de produits dans des conditions de marchés et des contextes économiques vécus depuis les années 1980.

De ce fait, dans les prochaines années, il sera intéressant de mesurer les effets du retournement de la situation en matière d'inflation et de taux d'intérêt.

Les conséquences, en termes de valorisation, seront certainement très nettes et marqueront bien les tendances naturelles des investisseurs après une décennie de choix contraints par la surliquidité globale et l'écroulement du prix du risque.

Les investisseurs institutionnels : qui sont-ils ?

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

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

Les investisseurs institutionnels agissent aussi bien dans le cadre de fonctions d'assurance, de retraite, de prévoyance que dans celui de la solidarité nationale, dans la couverture de passifs industriels ou encore en remplissant des missions d'intérêt public, au travers par exemple de fonds de garantie ou de fondations. Leur mission fondamentale est de couvrir leurs engagements par des actifs qu'ils gèrent et font prospérer, afin de financer soit des prestations, soit une rente ou un capital au terme. La gestion est réalisée au bénéfice de leurs ayants droit. Les capitaux détenus sont constitués soit par des dotations régulières ou non, soit par des versements réguliers. Ces capitaux sont investis dans des actifs qui génèrent les flux souhaités pour leurs bénéficiaires. Cette gestion peut s'étendre sur plusieurs décennies.

En France, on distingue une vingtaine de familles institutionnelles différentes qui, en termes de placement, n'ont certes pas toutes les mêmes contraintes, mais sont confrontées aux mêmes problématiques pour définir une politique d'investissement et de gestion de leurs actifs, et la valider par rapport à leurs engagements. Les sociétés d'assurances anonymes et mutuelles relèvent ainsi du Code des assurances,

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

Au total, les investisseurs institutionnels investissent, gèrent, arbitrent, suivent leurs portefeuilles en propriétaires (« *asset owners* »). Les produits financiers qu'ils génèrent concourent à des services spécifiques qui ne sont pas nécessairement financiers. Leurs besoins et attitudes, face à l'investissement et à leurs conséquences, sont donc **différents des gérants d'actifs** pour compte de tiers (« *asset managers* », « *family offices* », sociétés de gestion de fonds de capital investissement, etc.), dont la mission principale est de gérer, selon des formats appropriés et de plus en plus régulés, des capitaux, pour des types de clientèles déterminées, avec des objectifs de gestion généraux ou spécifiques affichés (classes d'actifs, performance, risque, etc.).

Les investisseurs institutionnels : pour quelles missions ?

Ainsi les investisseurs institutionnels et leurs entités en France, avec toute leur diversité, sont une expression de ce que l'on a appelé autrefois médiatiquement le « vivre ensemble », non de façon séparée mais de façon organisée et souvent solidaire. Ces institutions, dans lesquelles ils agissent, mettent en œuvre des dispositifs établis pour que chacun trouve protection et sécurité tout au long de son existence. Avec les mots d'aujourd'hui, ce sont des entités « durables » qui prennent en compte les conséquences d'événements passés, présents et à venir. Les investisseurs institutionnels donnent par leurs investissements les moyens à leurs organisations de répondre à ce que l'on appelait un « intérêt social », expression d'un besoin

permanent de nos concitoyens. Dans le vocabulaire des sociologues anglo-saxons, ils font partie des « *Commons* », ces expressions du bien commun qui fondent les communautés vivantes et fortes. Cette situation explique l'intérêt précoce et l'engagement des investisseurs pour les politiques ESG car la durabilité et l'impact sont des notions structurelles pour leurs institutions.

L'Af2i au service des investisseurs institutionnels

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

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

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

Parmi ces membres, nous adressons un merci chaleureux à tous les présidents de commissions de l'Af2i, Henri Chaffiotte de la CARMF, Joël Prohin de la CDC, Éric Dubos de la MACSF, Valérie Stotzenbach d'EDF, Philippe Dutertre d'AG2R La Mondiale, et Philippe Dupuy de l'École de Management de Grenoble. pour leur implication dans l'élaboration du questionnaire et leurs conseils avisés.

Je tiens à remercier particulièrement les adhérents qui ont apporté leur témoignage sur l'inflation, le potentiel des marchés Actions et l'Article 29 de la loi Énergie et Climat : CARMF, CNP Assurances, EDF, La Banque Postale, MACSF, Orano et UMR.

Merci enfin à l'ensemble des personnes qui ont travaillé sur l'Enquête 2022 : Grégoire Naacke et Laëticia Gabaut de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE), ainsi qu'Éric Sidot, Éric Pagniez, Camille Scelles pour l'Af2i, avec le soutien technique d'Yves Le Masson (YLM Conseil). Nous espérons que ce travail permettra à beaucoup de fonder leurs analyses et leurs statistiques de la façon la plus pertinente. Bonne lecture !

Hubert Rodarie, Président de l'Af2i

Contexte économique et financier 2021

En 2021, la pandémie du coronavirus, ses conséquences sur l'économie, les marchés financiers, et le marché du travail n'étaient toujours pas derrière nous. Cependant, la généralisation de la vaccination et des tests de dépistage laissait entrevoir une sortie de crise sanitaire, au moins en Europe. Fin août 2021, près de 60% de la population française avait déjà réalisé au moins un test de dépistage depuis le début de l'épidémie. Lors de la rentrée scolaire 2021, près de 50 millions de personnes avaient déjà reçu au moins une dose de vaccin en France.

Les inquiétudes ont tout de même persisté tout au long de l'année : l'arrivée de nouveaux variants de la Covid-19 a déclenché en France, comme dans la plupart des pays d'Europe, un faisceau de nouvelles restrictions :

- une limitation des déplacements, sous condition d'autorisations, et une incitation au télétravail ;
- l'obligation du port du masque, un couvre-feu jusqu'en juin 2021, et la mise en place du « pass Covid » dès juillet 2021 ;
- la fermeture des cafés, restaurants, musées et cinémas une grande partie de l'année ;
- la fermeture des établissements scolaires pendant plusieurs semaines.

Néanmoins, l'impact de la Covid sur l'économie est resté beaucoup moins marqué qu'en 2020 en Europe. En Asie, et en Chine plus particulièrement, la situation est restée très tendue.

Les populations et les entreprises ont appris à vivre et travailler avec le virus. Le télétravail est devenu une norme généralisée et l'utilisation d'outils de visio-conférence a grandement facilité le maintien d'une majeure partie de l'activité économique, même en période de confinement.

Par ailleurs, les États et les banques centrales ont maintenu leur soutien à l'économie. En France et dans la plupart des pays d'Europe, les politiques budgétaires et fiscales accommodantes, mises en place pendant la crise sanitaire, ont poursuivi leur orientation en 2021 et en 2022, notamment en raison du conflit en Ukraine concernant l'année 2022. La suspension des règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), a été de nouveau prolongée d'un an en mai 2022, jusqu'à fin 2023. Le Prêt garanti par l'État (PGE) instauré pendant la crise, a été prolongé de six mois au 30 juin 2022.

La poursuite de ces politiques accommodantes s'est en outre accompagnée d'un accroissement important des déséquilibres financiers publiques. En France, le montant de la dette publique au sens de Maastricht a augmenté de 164,9 Md€ en 2021 pour atteindre 2 813,1 Md€. Le ratio de dette publique en point de PIB a toutefois baissé en 2021, passant de 114,6% à 112,5%, principalement en raison du rebond du PIB.

Dans ce contexte, les marchés d'actions ont connu en 2021 des performances record... Le rattrapage impressionnant observé sur l'ensemble des places boursières européennes depuis l'éclatement du « coronakrach » s'est poursuivi en 2021. En fin d'année, l'indice mondial MSCI World affichait une hausse de 20,1%. Au niveau géographique, on a pu observer une sous-performance marquée des pays émergents et du Japon, alors que l'Europe et les États-Unis ont fait la course en tête (avec un effet devise nettement positif pour les indices américains, puisque le dollar s'est apprécié de 7,4% sur l'ensemble de l'année face à l'euro).

Les taux d'intérêt ont commencé à remonter partout dans le monde, mais sont restés relativement bas dans la mesure où ils partaient, dans la plupart des pays, de niveaux nuls ou négatifs. En France, le taux des emprunts d'État à 10 ans est repassé en positif (0,19% contre -0,34% en 2020), mais il restait très faible et significativement inférieur à ce qu'on pouvait observer aux États-Unis (1,51%) et dans les pays émergents. Le taux des emprunts d'État allemands à 10 ans restait, pour sa part, en négatif en fin d'année 2021 (-0,18%).

Malgré la crise sanitaire, les prix de l'immobilier résidentiel et les volumes de transaction ont continué de progresser dans tous les pays d'Europe. En France, les volumes de ventes ont progressé de 15% en 2021. L'indice Notaires-Insee des prix des logements anciens terminait l'année en hausse de 6,9% par rapport à la fin de l'année 2020.

Au début de l'année 2021, les esprits étaient focalisés sur la Covid-19, la reprise économique et une éventuelle remontée des taux. Mais nous avons oublié l'inflation.

En début d'année, le consensus des économistes concernant la prévision de taux de croissance de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis au quatrième trimestre 2021 se situait à 2% (Source : Bloomberg). Finalement, l'inflation aux États-Unis atteignit 7% en fin d'année 2021 et l'inflation devint un des principaux sujets de discussion dans la sphère financière.

Il faut remonter aux années 70/80 pour retrouver des niveaux d'inflation proches de ce que nos économies expérimentent aujourd'hui. Les inquiétudes sont apparues au deuxième trimestre, mais c'est vraiment au troisième trimestre qu'elles prirent leur ampleur actuelle.

Enfin, en 2021 les esprits étaient également moins focalisés sur la situation géopolitique et la montée des tensions en Ukraine. Ce sera un des principaux sujets de préoccupation pour les marchés en 2022.

C'est en partie le lancement de l'invasion russe en Ukraine en février 2022, jumelé avec la montée de l'inflation liée au conflit, qui incitera les banques centrales à normaliser leurs politiques monétaires en 2022. Ainsi, la Réserve fédérale américaine (Fed) a procédé à trois hausses de son taux directeur depuis le début de l'année 2022 et la Banque centrale européenne (BCE) a effectué sa première hausse de taux depuis 2011 en juillet 2022. En juillet 2022 le taux directeur de la Fed atteint 1,75% et celui de la BCE 0,5%. Le durcissement est moins rapide en Europe, mais Christine Lagarde, Présidente de la BCE, déclarait en juillet 2022 « *Nous continuerons de relever les taux d'intérêt aussi longtemps que nécessaire pour ramener l'inflation au niveau de notre objectif à moyen terme* ». La Banque d'Angleterre, elle aussi, a commencé à durcir sa politique monétaire en relevant son taux directeur de 25 points de base en juin 2022. Il s'établit désormais à 1,25%.

En résumé, nous pouvons considérer l'année 2021 comme une année de reprise pour l'économie, l'emploi, les marchés d'actions et l'immobilier. Toutefois, ce répit aura été de courte durée étant donné les incertitudes fortes qui sont arrivées en 2022 : retour en puissance de l'inflation dans toutes les régions du monde, remontée des taux, risques de récession et montée des tensions géopolitiques. Pour les investisseurs institutionnels français, ce nouvel environnement, qui marque la fin d'une époque relativement longue concernant notamment l'inflation et les politiques monétaires accommodantes, entraînera certainement des répercussions importantes sur leurs allocations de portefeuilles d'actifs financiers en 2022 et pour les années à venir.

PERFORMANCE DES PRINCIPAUX INDICES BOURSIERS MONDIAUX EN 2021

INDICES BOURSIERS

		31.12.2020	31.12.2021	YTD	
	Monde	MSCI Monde (devise locale)	2 690	3 232	20,1%
		MSCI Marchés Emergents	1 291	1 232	-4,6%
	Zone euro	EURO STOXX 50	3 553	4 298	21,0%
		EURO STOXX	398	479	20,4%
	Afrique du Sud	FTSE/JSE Top 40	54 380	67 052	23,3%
	Allemagne	DAX	13 719	15 885	15,8%
	Belgique	BEL 20	3 621	4 310	19,0%
	Espagne	IBEX 35	8 074	8 714	7,9%
	France	CAC 40	5 551	7 153	28,9%
	Italie	FTSE MIB	22 233	27 347	23,0%
	Pays-Bas	AEX	625	798	27,7%
	Royaume-Uni	FTSE 100	6 461	7 385	14,3%
	Suède	OMX STOCKHOLM 30	186	237	27,4%
	Brésil	IBrX-50	19 566	17 504	-10,5%
	Canada	TSX 60	1 035	1 287	24,4%
		Dow Jones	30 606	36 338	18,7%
	États-Unis	S&P 500	3 756	4 766	26,9%
		NASDAQ 100	12 888	16 320	26,6%
	Mexique	S&P/BMV IPC	44 067	53 272	20,9%
	Australie	S&P/ASX 50	6 312	7 093	12,4%
	Chine	SSE 50	10 685	10 130	-5,2%
	Corée du Sud	KRX 100	6 224	6 208	-0,3%
	Hong Kong	Hang Seng Index	27 231	23 398	-14,1%
	Inde	Nifty 50	13 982	17 354	24,1%
	Japon	Nikkei 225	27 444	28 792	4,9%
	Singapour	STI	2 844	3 124	9,8%

Source : Refinitiv Eikon, World Federation of Exchanges, compilation et calculs IEM Finance

MATIÈRES PREMIÈRES

		31.12.2020	31.12.2021	YTD
	Pétrole brut : Brent USD/baril	52	78	50,7%
	Gaz naturel : Henry Hub	2,5	3,6	42,4%
	Or : New York USD/Once	1 892	1 822	-3,7%
	Cuivre : Londres USD/Tonne	7 803	9 713	24,5%
	Acier : États-Unis USD/tonne	1 005	1 435	42,8%

Source : Refinitiv Eikon, compilation et calculs IEM Finance

PERFORMANCE DES PRINCIPAUX INDICES BOURSIERS MONDIAUX EN 2021

TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS EN DEVISE LOCALE

		31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
	Afrique du Sud	8,25%	8,73%	9,34%
	Allemagne	-0,19%	-0,57%	-0,18%
	Belgique	0,10%	-0,38%	0,18%
	Espagne	0,47%	0,06%	0,60%
	France	0,12%	-0,34%	0,19%
	Italie	1,43%	0,52%	1,19%
	Pays-Bas	-0,06%	-0,49%	-0,03%
	Royaume-Uni	0,83%	0,20%	0,97%
	Suède	0,15%	0,02%	0,21%
	Brésil	6,81%	6,90%	10,31%
	Canada	1,70%	0,67%	1,43%
	États-Unis	1,92%	0,92%	1,51%
	Mexique	6,87%	5,30%	7,56%
	Australie	1,37%	0,98%	1,68%
	Chine	3,15%	3,20%	2,77%
	Corée du Sud	1,67%	1,72%	2,26%
	Hong Kong	1,77%	0,73%	1,42%
	Inde	6,55%	5,89%	6,45%
	Japon	-0,02%	0,02%	0,07%
	Singapour	1,73%	0,83%	1,66%

Source : Refinitiv Eikon, compilation et calculs IEM Finance

DEVICES (TAUX DE CHANGE POUR 1 EUR)

			31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
	Zone euro	EUR	0,89	0,82	0,88
	Royaume-Uni	GBP	0,75	0,73	0,74
	Suisse	CHF	0,97	0,88	0,91
	Japon	JPY	108,70	103,23	115,14
	Canada	CAD	1,30	1,27	1,26
	Australie	AUD	0,70	0,77	0,73
	Chine	CNY	6,96	6,53	6,36
	Inde	INR	71,35	73,04	74,47
	Russie	RUB	61,95	74,01	74,89
	Afrique du Sud	ZAR	14,00	14,70	15,99
	Argentine	ARS	59,90	84,10	102,68
	Brésil	BRL	4,00	5,20	5,57

Source : Refinitiv Eikon, compilation et calculs IEM Finance

DEVICES (TAUX DE CHANGE POUR 1 EUR)

			31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
	Royaume-Uni	GBP	0,85	0,90	0,84
	Suisse	CHF	1,09	1,08	1,04

Source : Refinitiv Eikon, compilation et calculs IEM Finance

Évolution réglementaire

Positions récentes défendues par l'Af2i auprès des instances européennes et françaises

Les positions défendues par l'Af2i durant l'année 2021 l'ont été en application de sa *raison d'être* (« placer le long terme au cœur des dispositifs économiques, sociaux et financiers ») et également au regard des conditions d'exercice de l'activité d'investisseur institutionnel, sans oublier la défense de la place de Paris. L'Af2i intervient ainsi auprès des instances européennes, notamment en répondant à leur consultation chaque fois que nécessaire, et auprès des instances françaises (Direction du Trésor, AMF...). Pour l'AMF, elle produit systématiquement une note sur les sujets évoqués au sein de la Commission Consultative de la Gestion Financière et des Investisseurs Institutionnels, note attendue par l'AMF et défendue en séance par les membres de l'Af2i membres de cette Commission. Les principaux sujets d'évolution réglementaire traités ces derniers mois ont été les suivants.

Thèmes abordés auprès des instances européennes

1 RÉVISION DE LA DIRECTIVE AIFM

La Commission européenne a engagé une consultation sur une prochaine révision de la directive 2011/61/EU du 8 juin 2011 relative aux gestionnaires de fonds alternatifs en Europe, transposée en droit français par l'ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 et le décret 2013-687 du 25 juillet 2013.

Outre le cadre réglementaire général des FIA, la consultation traite particulièrement du régime du dépositaire, des règles d'évaluation des actifs, des outils de liquidité — c'est-à-dire des sujets qui concernent directement les investisseurs institutionnels.

Cette consultation est le prélude à une proposition législative de réforme de la directive.

L'Af2i y a répondu le 21 janvier 2021 et ses positions ont été notamment :

► Éviter un *numerus clausus* pour les SGP

L'Af2i est favorable au maintien du seuil de soumission à la directive AIFM et à toute mesure favorisant ou ne pénalisant pas l'arrivée de nouveaux acteurs de la gestion.

L'existence d'un marché sain est très importante. Sur ce marché, il doit y avoir une saine concurrence entre les professionnels de la gestion. Par ailleurs, les conditions économiques et réglementaires de l'activité doivent permettre la création et le développement de nouveaux acteurs, ainsi que la coexistence d'entreprises de tailles et de compétences différentes.

► Montant du capital de la SGP

Pour l'Af2i, et à la condition expresse que la responsabilité du dépositaire reste entière en ce qui concerne la conservation et la restitution des actifs, le montant de ce capital doit rester lié aux risques opérationnels de la société de gestion, comme c'est le cas actuellement, sans exclure bien sûr les ajustements nécessaires.

L'assurance responsabilité civile proposée comme solution alternative pour compléter son capital minimum est intéressante, mais en pratique difficile à mettre en œuvre car il y a peu d'offre dans ce domaine.

► Possibilité d'instaurer un passeport dépositaire au sein de l'UE pour les FIA

L'Af2i estime prématurée l'instauration de ce passeport.

En effet, un passeport ne peut être envisagé que s'il existe des règles communes régissant notamment les dépôts et les clauses pénales, ce qui n'est pas le cas pour le dépositaire d'un OPCVM ou d'un FIA. Les missions de contrôle sont également effectuées le plus souvent en relation avec une législation nationale.

Plusieurs risques en découlent :

- attirer la fonction dépositaire dans un pays membre de l'UE, en prenant la position du « moins-disant » réglementaire et juridique, préjudiciable aux investisseurs ;
- des contrôles moins efficaces en raison de la méconnaissance du dépositaire des dispositions nationales régissant les FIA, et plus généralement, de la coexistence potentielle de l'application de trois réglementations différentes à savoir, celle du produit, celle du gestionnaire et celle du dépositaire ;
- une concentration probable de dépositaires qu'il faudrait éviter, à l'image de la situation actuelle des fournisseurs de données ou même des cabinets de conseil souvent filiales de groupes situés hors de l'Union européenne.

► Outils de liquidité

Si l'Af2i n'est pas opposée à l'existence d'outils de liquidité clairement annoncés à l'investisseur, elle est fermement opposée à leur utilisation collective pour des raisons macroéconomiques. Le droit de rachat en particulier est un droit essentiel de l'investisseur qui ne peut être contesté pour des raisons économiques par une entité nationale ou supranationale.

► Évaluation du portefeuille

En ce qui concerne l'évaluation du portefeuille, l'Af2i est favorable au maintien des exigences de la réglementation en vigueur, à savoir que cette fonction peut être déléguée mais que la responsabilité de l'évaluation reste celle de la société de gestion.

► Élargissement des possibilités de délégation

D'une manière générale, pour les délégations autorisées dans le cadre des missions du dépositaire (garde des avoirs, restitution des avoirs) et celles autorisées dans le cadre de la gestion administrative ou financière des FIA, l'Af2i considère que l'acte de déléguer ne peut avoir pour but ou conséquence, direct ou indirect, de transférer ou de diluer les responsabilités. La société de gestion et le dépositaire sont seuls responsables devant les investisseurs des fonctions qu'ils exercent directement ou par délégation.

L'obligation de contrôler les délégataires exige que les gestionnaires déléguant aient leur propre structure. Sinon, le risque est de voir la SGP domiciliée dans l'Union européenne devenir une « boîte aux lettres », ou une « coquille vide », et ainsi un contournement des deux directives européennes (OPCVM et FIA).

Lorsque le délégué est situé dans un pays tiers, le contrat de délégation doit être établi exclusivement selon le droit des délégants, prévoyant la compétence exclusive des tribunaux de l'UE en cas de litige.

► Pouvoir de l'ESMA

Pour l'Af2i, la qualité de la surveillance des instruments financiers est un critère très important dans la décision d'investissement à long terme. La supervision permet de mettre en commun le coût des activités de surveillance.

L'Af2i est ainsi favorable au renforcement des pouvoirs de l'ESMA, notamment dans le cadre du suivi des agréments octroyés par des autorités européennes à des entités extérieures à l'Union européenne, afin d'éviter que ces gestionnaires non européens recherchent à obtenir des agréments au sein de pays européens les moins exigeants.

De même, l'Af2i est favorable au contrôle exercé par l'ESMA sur les interprétations et les pratiques des autorités nationales afin d'évoluer vers une surveillance homogène des acteurs.

Toutefois, la frontière entre les pouvoirs de l'ESMA et ceux du régulateur national doit être claire afin d'éviter tout risque de chevauchement des pouvoirs entre ces deux entités. En termes de décisions individuelles, la qualité de la supervision dépend notamment de la proximité du superviseur avec les professionnels concernés. Cela permet au superviseur national de contrôler les gestionnaires et de prendre les décisions individuelles nécessaires. Par exemple, la décision d'une autorité de décider de suspendre les souscriptions/rachats d'un fonds doit rester de la responsabilité exclusive de l'autorité nationale.

2 RÉFORME DE LA TITRISATION

Le règlement (UE) 2017/2402 de l'Union européenne a créé un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées. Il est entré en application le 1^{er} janvier 2019. Ce texte vise à encadrer le développement de cette activité en Europe, identifiée comme une opportunité de diversification des sources de financement et de répartition des risques, mais dont le potentiel enjeu systémique a, pour la Commission, été démontré lors de la crise dite des *subprimes*.

Dans son nouveau plan d'action pour l'union des marchés des capitaux (UMC) publié le 24 septembre 2020, la Commission s'est engagée à revoir le cadre réglementaire actuel de la titrisation afin de renforcer l'offre de crédit par les banques aux entreprises de l'UE, en particulier aux PME.

Elle avait en outre l'obligation juridique, en vertu de l'article 46 du règlement sur la titrisation, de présenter

un rapport sur le fonctionnement du règlement au Parlement européen et au Conseil en 2022.

Les principales remarques de l'Af2i qui a répondu à cette consultation, ont été :

► Intervention d'un acteur pays tiers

L'intervention d'un acteur situé en dehors de l'Union européenne dans le processus de titrisation doit être mieux régulé. Il est anormal en effet, que dans ce cas, le processus semble moins contraignant qu'une titrisation effectuée par des acteurs de l'Union européenne. Par ailleurs, le fait d'avoir un représentant légal pour une entité de pays tiers dans un pays européen ne résout pas complètement l'insécurité juridique qui peut résulter de l'intervention d'un acteur non européen.

L'Af2i a souligné à nouveau l'importance du cadre juridique du traitement des litiges, notamment la nécessité que les acteurs d'un pays tiers reconnaissent contractuellement l'application des règles européennes, l'utilisation d'un droit d'un État de l'Union européenne et la compétence prioritaire des tribunaux de l'Union européenne en cas de litige.

► Possibilité de prévoir un régime d'équivalence

La notion d'équivalence dont pourrait bénéficier certains pays tiers doit être abordée d'une manière globale, et pas seulement pour la titrisation, en raison notamment des problématiques spécifiques liées au Brexit, et auxquelles l'exigence de réciprocité doit être ajoutée.

► Titrisations privées

S'agissant du régime des titrisations privées, l'Af2i soutient les possibilités de simplification sans que cela se fasse au détriment de l'investisseur, et à condition que ces titrisations privées soient réellement limitées aux véritables opérations de gré à gré.

► Rôle des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont tenus, en vertu de l'article 7 du règlement, d'effectuer un certain nombre de vérifications notamment en ce qui concerne la bonne transmission des informations exigées.

L'Af2i ne souhaite pas revenir sur cette contrainte mais a souligné que cette obligation de vérification de la part

des investisseurs institutionnels ne doit en aucun cas dédouaner, de quelque manière que ce soit, la responsabilité des initiateurs, sponsors ou prêteurs des obligations auxquelles ils sont soumis, responsabilité qui leur reste entière et non partagée.

3 LE PROJET DE RÉFORME DU RÈGLEMENT EUROPÉEN SUR LES FONDS MONÉTAIRES

Le règlement sur les fonds du marché monétaire du 14 juin 2017 avait pour objectif de remédier aux risques de crédit et de liquidité rencontrés par les fonds monétaires pendant la crise de 2008, en renforçant la protection des investisseurs des fonds monétaires et en renforçant la surveillance de ces fonds.

Ce règlement imposait à la Commission de présenter aux colégislateurs un rapport évaluant son adéquation d'un point de vue prudentiel et économique à l'été 2022. La commission européenne souhaitait également prendre en compte des enseignements de la crise de mars 2020.

L'Af2i a répondu à cette consultation. Les principales remarques ont été :

► Un renforcement de la réglementation sur les fonds monétaires non souhaitable

Dans un contexte extrêmement difficile de taux bas ainsi que de contraintes et coûts supplémentaires, les fonds monétaires ont montré une bonne résilience. Le règlement actuel a de ce point de vue été utile et a contribué à structurer le marché de ces fonds. Aussi, de nouvelles règles contraignantes ne sont pas nécessaires et amèneraient, au contraire, des risques d'une trop grande concentration des acteurs, déjà engagée et non souhaitable du point de vue des investisseurs attachés à la diversité de l'offre.

L'Af2i estime qu'une réglementation encore plus normative, dans le domaine monétaire comme dans d'autres domaines, retire une partie de la responsabilité des gestionnaires quant au choix de leur investissement. Cela ne semble pas souhaitable.

► La stabilité juridique

Une réglementation doit être élaborée pour durer, quelles que soient les évolutions conjoncturelles. En outre il est difficile de prétendre se prémunir contre tous les risques alors que ceux-ci sont par définition imprévisibles, ainsi que le montre le passé récent. Aussi, si des clauses de revoyure sont devenues la règle pour de nombreux textes européens, elles ne doivent pas être à l'origine d'imprécisions ou de manquements du texte d'origine qu'une proche revue pourrait excuser, mais être activées en cas seulement d'une inadaptation manifeste. La stabilité juridique pour les acteurs est essentielle. Or, le règlement a fait preuve de son efficacité dans un contexte difficile, et ce cadre global pertinent n'a pas besoin de modifications substantielles.

► Les fonds monétaires CNAV et VNAV : des produits différents

L'Af2i souhaiterait que pour les analyses et propositions évoquées dans les documents transmis une différenciation soit effectuée entre d'une part, les fonds monétaires libellés en euros et avec un passif principalement constitués par des résidents européens et d'autre part, les fonds monétaires libellés en devises étrangères (principalement USD) avec un passif constitué de non-résidents européens ou d'entreprise à activités libellées en devises étrangères, et qui sont souvent à valeur liquidative constante (CNAV). Il est légitime de se poser la question de savoir si les craintes exprimées par différents intervenants concernent principalement les CNAV ou les VNAV.

► L'obligation de prévoir des outils de liquidité non voulue

Pour les investisseurs institutionnels, les avantages du placement en fonds monétaires résident dans la diversification des dépôts, la sécurité et la délégation de tâches mais surtout dans la liquidité immédiate, principal atout en alternative avec des dépôts bancaires.

Pour l'Af2i, imposer par voie réglementaire des « outils de liquidités » à tous les OPC, c'est risquer de retirer une partie de la responsabilité du gérant dont l'une des missions est de veiller à la liquidité du produit, encore une fois, premier objectif de ce type de fonds. Aussi l'Af2i est réticente à la systématisation de ce type de mesure,

qui en tout état de cause ne pourrait être utilisée qu'en dernier recours, en présence d'un risque avéré exceptionnel, voire systémique, et donc sous l'impulsion des pouvoirs publics. Ces « outils de liquidité » devraient alors être dénommés de façon plus adéquate, à savoir « dispositifs exceptionnels de gestion de situations d'illiquidité ». Par ailleurs l'Af2i rappelle que, si une société de gestion souhaite prévoir ces dispositifs pour ses fonds monétaires, elle peut déjà le faire et ajoute que la condition de cette décision sine qua non doit être une information appropriée de l'investisseur sur ces restrictions potentielles de liquidité.

D'un point de vue général, l'Af2i estime que la remise en cause qui devient systématique de la liquidité des OPC pourrait à terme porter préjudice à cette forme de gestion collective d'un portefeuille de valeurs mobilières.

► Une réglementation internationale ne présentant pas d'intérêt

L'Af2i ne voit pas l'intérêt de prévoir une réglementation internationale à propos des fonds monétaires. Les règles européennes sont claires, et ont déjà accepté une ouverture discutable vers des fonds de conception non européenne.

L'Af2i, à ce propos, a été particulièrement marquée par les conditions d'élaboration des normes internationales comptables IFRS, fruit d'un partenariat public-privé qui n'avait pas lieu d'être, alors qu'il s'agit de sujets souverains. Les conséquences de l'élaboration de ces règles ont été particulièrement défavorables au traitement comptable de l'investissement de long terme en Europe. Elle souhaite qu'un tel schéma ne se reproduise plus.

4 LA RÉFORME DES ELTIF

Dans son plan d'action pour l'union des marchés de capitaux, (UMC), la Commission souhaite soutenir davantage les véhicules d'investissement qui canalisent le financement vers des projets d'investissement à long terme, et propose de modifier le règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds d'investissement européens à long terme (ELTIF). Le règlement ELTIF établit des règles uniformes concernant l'agrément, les politiques d'investissement, les conditions d'exploitation et la commercialisation des ELTIF.

Une consultation, à laquelle l'Af2i a répondu, a été engagée le 25 novembre 2021.

Pour la commission, la réforme des ELTIFS constituerait un point essentiel en faveur du long terme, conformément à l'objectif de l'Union d'une croissance intelligente, durable, et inclusive. Pour l'Af2i, ce projet ambitieux ne peut se substituer à la nécessaire révision des normes IFRS et Solvabilité II en faveur du long terme.

Jusqu'à maintenant, les ELTIFS n'ont pas eu en effet le succès escompté :

- pour les investisseurs professionnels, le statut ELTIF n'est qu'un label, puisque ce type de fonds peut déjà être créé sous forme d'un FIA bénéficiant de la commercialisation transfrontalière ;
- pour les personnes physiques, outre le label, le statut ELTIF permet une commercialisation transfrontalière, non autorisée pour les autres FIA, exceptés les EuVECA et les EuSEF (qui sont, eux aussi, très peu utilisés).

Les amendements proposés, la plupart bienvenus, ont appelé les remarques suivantes de l'Af2i :

► Une différence trop marquée entre les produits « grand public » et ceux destinés aux professionnels

Beaucoup d'OPC sont souscrits par les deux catégories d'investisseurs. Certains professionnels vont même jusqu'à exiger que les OPC qui leur sont éligibles soient accessibles au grand public. Aussi, l'Af2i est réservée sur cette différence marquée entre ces deux types d'ELTIF, alors que par ailleurs le règlement permet de créer différentes catégories de parts ou d'actions.

Par ailleurs Il semble paradoxal que les ELTIF grand public soient les plus contraints en termes de minimum d'actifs éligibles (70%, contre 50% pour les professionnels). La raison avancée est que les investisseurs grand public doivent bien faire la différence entre les FIA et les ELTIF. L'Af2i estime que cette différence de statut est d'abord de la responsabilité du distributeur et que cette contrainte pénalisera la diffusion de ces ELTIF souscrits également par les investisseurs institutionnels. Cette différence relève aussi du postulat non pertinent que l'investissement de long terme implique des investissements non liquides.

► **Un élargissement des actifs éligibles aux actifs évalués au moyen de *cash flows* prévisionnels présentant peu d'intérêt**

Les investisseurs institutionnels gèrent des capitaux avec pour objectif d'honorer, à tout moment et dans la durée, leurs engagements vis-à-vis des ayants droit (complément retraite, remboursement financement des deux soins ou encore dédommagement de sinistre, provisions réglementées...). Aussi, leur priorité est de pouvoir acquérir des produits générant des flux de trésorerie prévisibles et étalés dans le temps, tant en gestion collective qu'en investissement direct.

► **L'investissement dans d'autres OPC insuffisant**

Le projet assouplit l'investissement dans d'autres OPC. Malheureusement la limite de 40% interdirait la forme de fonds de fonds alors que cette structure permet une diversification parfois recherchée, sous réserve bien entendu que les informations exigées pour les OPCVM sur les frais directs et indirects des fonds de fonds soient appliqués.

► **Une stabilité juridique non assurée**

Une clause de « revoyure » est prévue, comme cela est maintenant quasiment la règle pour tous les textes proposés. Il ne faudrait toutefois pas que des textes de niveau législatif soient élaborés par tâtonnements et révisions successives. Un texte bien construit facilitant dès l'origine les projections sur le futur est souhaité, ce qui n'empêche pas des adaptations ponctuelles si nécessaire par des procédures simplifiées.

► **Le point de vue des investisseurs institutionnels insuffisamment pris en compte en amont**

Les avis des investisseurs institutionnels, aux côtés de ceux des épargnants et des gérants, doivent être mieux pris en compte en amont afin de faciliter le succès des nouveaux textes, le succès d'un produit ne se décrétant pas mais étant la résultante de la convergence d'intérêt des acteurs concernés.

5 **PROJET DE CENTRALISATION DE L'INFORMATION FINANCIÈRE**

L'objectif de la Commission est d'établir un point d'accès unique européen sur les informations financières et extra-financières des entreprises dans le cadre du nouveau plan d'action de la Commission sur l'union des marchés des capitaux (UMC).

Cette consultation, engagée en janvier 2021, précède une éventuelle proposition formelle de la Commission européenne.

L'Af2i a répondu à cette consultation. Ses remarques ont été les suivantes :

► **L'intérêt d'une telle plateforme liée à son exhaustivité**

Cette plate-forme devrait concerner tout émetteur européen faisant appel public à l'épargne ainsi que tout produit financier européen faisant l'objet d'un appel public à l'épargne. Elle devrait permettre à terme à l'investisseur d'avoir un accès global à l'ensemble des propositions du marché européen, la notion d'admission sur un marché réglementé ne devant plus être un critère de sélection. Les émetteurs d'obligations et autres titres de créance seront bien entendu concernés.

► **Pas de nouvelles contraintes d'information**

Sur cette base ne devraient figurer que les informations et documents qui doivent déjà être obligatoirement fournis. Dans le cadre de ce projet, aucune nouvelle disposition obligatoire en matière d'information ne devrait être imposée, et pour les PME la notion de proportionnalité devra prévaloir. À l'initiative de l'émetteur toutefois, d'autres informations pourront figurer sur cette base à condition qu'elles soient certifiées. Les risques de redondance entre les demandes des autorités nationales en matière de transmission d'informations et cette plate-forme européenne devront être anticipés.

► **Un usage et un accès facile**

Le langage des flux d'information devra permettre une exportation aisée des données et l'accès aux informations contenues dans cette plate-forme devrait être gratuit.

► Financement par la Commission européenne

Compte tenu des ambitions de ce projet, de son ampleur et de son caractère stratégique, cette plate-forme devrait être financée par le budget de la Commission européenne. Des intérêts privés ne doivent pas interférer dans la constitution de cette plate-forme, ces données constituant un bien public. À défaut, un cahier des charges très précis devrait être soumis au politique et en tout état de cause, contrairement à des expériences passées, les intérêts européens devront être préservés. C'est là aussi une question de souveraineté. Il en est de même pour le choix du type d'immatriculation des émetteurs et produits financiers pour l'organisation de cette base.

6 LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE SOLVABILITÉ 2

L'Af2i a pris position dans le cadre d'une note technique intitulée : « *Solvency II facing the short-termism barrier: a cognitive view* ».

Cette note technique a été envoyée à la Commission européenne, le 22 septembre 2021, soit avant la publication de ses propositions portant sur la révision de la directive Solvabilité 2.

Elle a été rédigée par Christian Walter, actuaire agrégé et docteur en sciences économiques habilité à diriger des recherches (HDR) en gestion, cotitulaire de la chaire Ethique et finance de la Fondation Maison des sciences de l'homme (FMSH).

La note technique de l'Af2i propose l'idée que le cadre conceptuel de la mesure de risque utilisé par la directive Solvabilité 2 produit un court-termisme bien repéré par les professionnels et objet de questions posées par la Commission elle-même. En effet, les modélisations du risque font l'hypothèse de la continuité des processus aléatoires qui représentent l'évolution des cours ou des rendements.

Cette conception s'avère être un handicap pour des raisons techniques que la note développe. L'Af2i estime que ce handicap peut contrarier les objectifs de durabilité des investissements de long terme. Il affaiblit la capacité des assureurs à assumer leur rôle traditionnel d'être des amortisseurs et des modérateurs en période de crise. L'Af2i propose donc de revenir au principe de

la « personne prudente » mentionné dans la directive Solvabilité 2.

La note technique de l'Af2i a été présentée dans plusieurs conférences internationales pour être confrontée aux avis de la communauté scientifique :

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

Thèmes abordés auprès des instances françaises

1 LES FRAIS DANS LES OPC

Plusieurs études et réflexions ont été engagées en 2021 par les instances françaises sur les frais dans les OPC, sujet également suivi par les autorités européennes.

Appelée à donner son avis, l'Af2i a émis les remarques suivantes :

► Remarque générale

Ces réflexions excluent dans un premier temps les fonds spécifiques comme ceux portant sur le capital investissement ou l'immobilier. Si ce type de fonds relève effectivement de raisonnements différents, il serait cependant intéressant dans un proche avenir de se pencher sur ces produits en matière de frais. L'exercice pourrait également être prolongé sur la gestion sous mandat et autres PSI.

► Appréciation du niveau de frais

L'Af2i approuve totalement le souci des autorités de vérifier que les prélèvements effectués correspondent bien à un service rendu pour l'investisseur et qu'ils ont

été correctement annoncés. Les excès doivent être effectivement stigmatisés et combattus.

La liberté contractuelle de fixation des frais, bien entendu dans le cadre réglementaire, doit toutefois être préservée. L'Af2i rappelle que pour les investisseurs institutionnels, le premier critère de la qualité d'un OPC reste la performance nette, les frais peu élevés n'étant pas forcément un critère de qualité.

Par ailleurs, le montant des frais est tributaire du mode de gestion adopté, et il ne faudrait effectivement pas qu'une focalisation excessive des autorités sur le montant des frais de gestion amène les SGP à renoncer à certaines orientations et à favoriser, directement ou indirectement, la gestion indicielle, comme cela a été trop souvent le cas dans le passé.

En effet, si la gestion passive, indicielle ou sous forme d'ETF, est très utile notamment en termes d'allocation d'actifs, il s'agit d'une forme de gestion comme une autre, avec ses avantages et inconvénients. Le récent rapport du Sénat préconisant de ne proposer aux personnes physiques que des ETF est de ce point de vue excessif. L'Af2i apprécie l'effort de l'ESMA et de l'AMF pour identifier les gestions passives déguisées et tarifées indument.

L'idée d'un plafonnement est régulièrement évoquée. L'Af2i craint que toute mesure revenant à fixer un plafonnement, qu'elles qu'en soient les modalités de sa détermination, aura pour effet de provoquer un « calage » vers le haut au détriment des investisseurs, comme cela a déjà été constaté dans le passé sur les commissions de souscription qui étaient plafonnées.

► La structure des frais de distribution et de gestion

L'Af2i estime qu'il serait pertinent de qualifier les frais de gestion de « frais de gestion et de commercialisation », qui pris régulièrement, servent en partie à rémunérer le distributeur pour effectivement étaler l'acte de vente et les services complémentaires, suivi du client, conseil... En effet, pour une majorité de souscriptions, il est de notoriété que le coût de l'acte de vente ne peut être facturé à l'investisseur par l'intermédiaire des seules commissions de souscription.

Il serait ainsi intéressant d'examiner l'origine des coûts de distribution, et plus généralement la structure, la justifica-

tion des frais et l'information donnée à l'investisseur. Le dispositif actuel résulte encore en France du lien historique entre les réseaux bancaires et la vente de produits financiers. Retarder cet exercice sera à terme dommageable pour les établissements français dans un cadre concurrentiel de plus en plus ouvert.

L'Af2i note également que les frais de distribution augmentent mécaniquement du fait notamment des exigences réglementaires en matière de souscription dans le cadre de la directive MIF 2. En effet, le régulateur européen oblige le vendeur de produits financiers à mettre en place, au moment de la souscription, une activité s'apparentant au conseil, certes normalisée et formatée sous le concept « connaissance du client-KYC », mais qui a un coût.

► Le cas particulier des commissions de mouvement

Un arrêté modifiant le règlement général de l'AMF, daté du 19 mai 2022, supprime finalement ces commissions à compter du 1^{er} janvier 2026. À noter que les fonds immobiliers ou de capital investissement ne sont pas concernés par ce dispositif.

Cette suppression n'avait pas été demandée par l'Af2i, attachée à l'espace de liberté des SGP — avec pour corollaire une information systématique et exhaustive préalablement à la souscription.

Elle avait plutôt souhaité que ce type de commission soit bien annoncé, défini, justifié et fasse l'objet d'un *reporting* complet, en réponse notamment à la suspicion de conflit d'intérêt concernant le taux de rotation du portefeuille.

Des réflexions avaient en effet déjà eu lieu à ce sujet dans le passé, au début des années 2000, à l'initiative de la COB/AMF. À l'époque, le coût de la *best execution* avait été mis en avant pour justifier ces commissions, notamment le coût des tables de négociation.

Leur disparition programmée, compréhensible également au regard des comparaisons internationales, demandera une attention particulière sur les moyens éventuellement retenus par les SGP pour compenser ce manque de recettes.

► Des frais supplémentaires liés aux évolutions réglementaires

L'Af2i note avec satisfaction que le coût de la réglementation est pris en compte par les autorités. Il est nécessaire que ce coût soit toujours apprécié lors de l'établissement de nouvelles règles, et plus encore peut-être dans le cadre de modifications des réglementations existantes, à une époque où les clauses de « revoyure » deviennent la norme dans l'établissement des textes européens. Par ailleurs, la réglementation peut amener des effets induits dont l'importance n'a peut-être pas été anticipée, notamment en ce qui concerne l'acquisition de données, extrêmement chère et tributaire par ailleurs d'un oligopole non européen, auquel il conviendrait de remédier.

2 LES OUTILS DE LIQUIDITÉ DES OPC

Une réflexion générale sur le renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité des OPC a été engagée par l'AMF. Sa doctrine et, le cas échéant, le règlement général de l'AMF, pourraient être mis à jour afin sur ce sujet.

Les outils évoqués sont déjà à la disposition des SGP, mais l'AMF estime que trop peu d'entre elles les ont intégrées pour leurs OPC et souhaite fortement, comme d'ailleurs les instances européennes, inciter les SGP à prévoir ces dispositifs qui devraient pouvoir être actionnés, tant pour des raisons individuelles que macro-économiques.

L'Af2i approuve la confirmation qui sera donnée par les textes de permettre aux gérants l'usage d'outils de liquidité mais est très réservée sur le caractère quasi obligatoire de les prévoir et ainsi de les imposer à tous les investisseurs professionnels.

Les remarques sont les suivantes :

► Des dispositifs exceptionnels de gestion de situations d'illiquidité

Si l'Af2i comprend l'utilité de ces outils pour les SGP, elle estime qu'il n'est pas nécessairement opportun d'encourager la mise en place de ce qui est appelé « outils de gestion de liquidité » mais qui devrait plutôt être appelé

« dispositifs exceptionnels de gestion de situations d'illiquidité ». Et de ce fait, il est à craindre que la mise en place de tels dispositifs contractuels ou statutaires ne réduise la vigilance des gestionnaires à évaluer de façon trop optimiste la liquidité de leurs portefeuilles, y compris en période normale.

Les conditions de liquidité des investissements ont fait l'objet, ces dernières années, de modifications substantielles. L'Af2i maintient que les demandes de liquidité doivent toujours être honorées en conformité avec un processus clairement décrit par le délégataire de gestion. Les nouveaux outils de liquidité autorisant une restriction ou l'ajout d'un coût, ne doivent être utilisés que dans des circonstances exceptionnelles avec un contrôle a posteriori et sans atténuer la responsabilité première des gestionnaires qui est de veiller à la liquidité de leurs investissements, conformément aux engagements pris.

► La liquidité d'un produit de gestion constitue un élément essentiel

Les conditions de liquidité font partie du contrat entre l'investisseur institutionnel et le gestionnaire, que la gestion soit effectuée sous forme collective ou par mandat. L'Af2i rappelle que pour les investisseurs institutionnels l'engagement de liquidité par la SGP est un critère essentiel de la décision d'investissement. La mise en place plus fréquente de ces outils de liquidité amènera donc de plus en plus l'investisseur institutionnel à intégrer dans sa décision d'investissement l'éventualité et les conséquences de l'activation de ces outils, ce qui nécessitera bien évidemment une information a priori, claire et exhaustive. Selon le cas cela pourrait conduire à une décision négative et à un refus d'investir. En effet, les investisseurs institutionnels ont pour la plupart des engagements ou des contraintes réglementaires de liquidité de leurs actifs vis-à-vis des ayants-droits, engagements qui sont bien évidemment tenus notamment grâce à la liquidité annoncée des sous-jacents.

Si l'Af2i comprend qu'en cas de force majeure la liquidité peut être remise en cause selon un processus contrôlé, elle est opposée à une banalisation de ces outils qui risquent de déresponsabiliser le gestionnaire sur son engagement de liquidité et plus généralement remettre en cause l'un des avantages essentiels de la gestion professionnelle déléguée.

Aussi, l'Af2i ne comprendrait pas que le gérant qui n'a pas prévu ces outils soit contraint de se justifier a priori

et de faire figurer dans les documents d'information un avertissement, puisqu'il serait désormais hors norme. S'il les a prévus, il devra sans doute également justifier de leur éventuelle non-utilisation. Ces dispositions pourraient amener une banalisation de l'existence et sans doute de l'usage de ces outils de liquidité.

► **L'intérêt exclusif de l'investisseur remis en cause**

Par ailleurs l'Af2i constate avec inquiétude que l'intérêt exclusif de l'épargnant pourtant posé par la loi est de plus en plus remis en cause par une ingérence réglementaire excessive qui concerne donc désormais non seulement la gestion financière mais également la gestion de la liquidité.

3 L'APPLICATION DE L'ARTICLE 29 DE LA LOI ÉNERGIE-CLIMAT

Le décret d'application de l'article 29 de la loi énergie-climat réglemente le dispositif de transparence extra-financière des acteurs de marché. Il a été publié au Journal Officiel le 27 mai 2021. Ce décret complète le droit européen en vigueur dans trois domaines complémentaires : le climat, la biodiversité, et la prise en compte des facteurs environnementaux, sociaux et de qualité de gouvernance (ESG) dans la gestion des risques et la gouvernance des institutions financières.

Le projet a été préparé conjointement par la Direction générale du Trésor et le Commissariat général au développement durable. Les pouvoirs publics espèrent que ces dispositions prévues influenceront les textes européens à venir, comme d'ailleurs la Commission européenne espère que ses normes influenceront les normes internationales.

De ce fait, l'Af2i, sensible à l'équité concurrentielle, note que ces dispositions ne s'appliqueront pas aux produits étrangers commercialisés sur le territoire français — ce qui est regrettable — le droit européen ne permettant pas l'extraterritorialité des normes nationales.

L'Af2i a fait part de ses préoccupations, notamment quant à la cristallisation de la taxonomie, alors que ce secteur n'est pas encore stabilisé, l'existence de données

et la qualité de leurs fournisseurs en ce qui concerne les cibles indicatives et la complexité du dispositif. Elle a réaffirmé le caractère informatif de ces dispositions, l'espace de liberté de la gestion financière ne pouvant être remis en cause, dans le cadre bien entendu de la réglementation concernant notamment l'éligibilité et la diversification des actifs financiers.

4 LA NOTATION ESG

La Commission européenne a annoncé dans sa « Stratégie renouvelée pour le financement de la transition vers une économie durable » de juillet 2021 une réflexion visant à améliorer la fiabilité et la comparabilité des notations ESG et à garantir la prise en compte des risques ESG pertinents dans l'évaluation de la qualité de crédit.

Les professionnels ont été invités par l'AMF à donner leur avis sur le sujet des notations ESG. **L'Af2i a fait part des remarques suivantes :**

► **Un risque de normalisation excessive de l'analyse ESG**

Au-delà de l'objectif compréhensible de faciliter le travail des professionnels et des instances de surveillance, l'Af2i émet des doutes sur la pertinence d'une normalisation, via la notation de l'analyse ESG, en reprenant et prolongeant le type de critiques faites post 2008 par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) concernant un usage trop large des notations financières. La BRI pointait alors notamment ses effets de procyclicité et de déresponsabilisation de la chaîne des acteurs et du contrôle. L'Af2i rappelle que ces notations ESG doivent en premier lieu répondre aux besoins et souhaits des investisseurs, en conformité avec leur propre politique ESG.

Les principaux inconvénients de s'en remettre à ces notes sont en effet une déresponsabilisation de l'acteur économique qui ne cherche plus à valider les analyses par une implication personnelle, la note étant une solution de facilité, et une incitation à un comportement grégaire procyclique qui peut être désastreux à terme pour l'épargnant.

En outre, si les objectifs ESG sont clairs, les moyens pour y parvenir ne sont pas encore stabilisés, et une

normalisation, au détriment des choix de conviction du gérant, peut être actuellement considérée comme prématurée. Enfin, dans la plupart des cas, le gérant doit aussi prendre en compte, outre les critères ESG, les caractéristiques financières de l'investissement afin d'honorer le mandat reçu par l'épargnant, qui comporte traditionnellement un premier devoir, parfois posé par la loi notamment pour la gestion collective, agir dans « l'intérêt exclusif de l'investisseur ».

► Une réglementation nécessaire pour les agences de notation ESG

L'AMF prône une réglementation couvrant notamment les agences de notation ESG qu'elle estime avec raison insuffisamment régulées, alors que dans le même temps les notes s'imposent de façon pratique. L'Af2i approuve cet objectif devenu urgent devant le désordre actuel et souhaite par ailleurs un socle réglementaire cohérent concernant les fournisseurs d'indice, de notation de crédit, de notation ESG, les proxys, les audits comptables...

L'Af2i souligne que certains sujets évoqués, comme la gestion des conflits d'intérêt, relèvent plus des outils répressifs à la disposition des autorités que d'une réglementation qui ne peut tout prévoir. Aussi, l'Af2i considère que l'expression de principes clairs dans la réglementation, associée à des outils répressifs pouvant être utilisés par les autorités de tutelle, constituerait un mode de réglementation approprié.

► Une information claire sur la signification des notes attribuées

L'Af2i souhaite que les conditions d'établissement de ces notes soient précisées d'une manière exhaustive, notamment en ce qui concerne leur formation résultant soit d'une méthode déclarative, soit au contraire d'enquêtes et d'études ad-hoc.

Il serait bien que dans l'information donnée aux gestionnaires et aux investisseurs par les agences de notation, un cartouche précise la validité, la portée et les limites de leur notation. Cette information devrait faire l'objet d'une investigation du gestionnaire ou de l'investisseur lui-même.

► La territorialité de la réglementation européenne

L'Af2i est également pleinement d'accord pour qu'une réglementation européenne traite de ce sujet et s'impose aux acteurs non européens et aux agences de notation non européennes ainsi qu'aux émetteurs dont les titres sont proposés aux investisseurs européens, ceci également afin de protéger les places européennes et d'éviter tout contournement « géographique » à leur détriment, comme c'est déjà le cas pour les réglementations en matière d'environnement. Par ailleurs, l'Af2i relève qu'une note ESG n'a pas la même signification entre les deux rives de l'atlantique, notamment sur l'aspect « double matérialité ».

Aussi approuve-t-elle le souhait de l'AMF de favoriser et même d'inciter l'émergence d'une offre diversifiée européenne de notation ESG, afin d'éviter les conséquences de la situation oligopolistique actuelle et la pression qui pourrait également s'exercer sur les prix.

► Le financement du service

L'Af2i estime que le choix du fournisseur des notations ESG relève de la responsabilité du gestionnaire et/ou de l'investisseur et que le financement de ce service doit être pris en compte en excluant, un financement similaire à celui prévu par la directive MIF 2 concernant l'analyse financière.

Préambule méthodologique

Cette étude porte sur les pratiques d'investissement et de gestion des institutionnels membres de l'Af2i. Elle s'appuie sur un questionnaire qui a été diffusé en février 2022. 63 investisseurs adhérents de l'Af2i ont accepté de répondre à l'Enquête cette année.

Les portefeuilles sous étude à fin 2021 représentent 2 391 Md€, contre 2 367 Md€ à fin 2020. Ces chiffres tiennent compte des variations de la composition de l'échantillon d'une part et des valorisations d'actifs d'autre part.

Si l'on y ajoute les capitaux investis en assurance-vie en unités de compte, le montant total des encours des répondants à l'Enquête s'élève à 2 690 Md€ en 2021.

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

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

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

Comme les années précédentes, nous constituons trois groupes :

- les investisseurs de moins de 2 milliards d'euros (Md€) ;
- les investisseurs de 2 à 20 milliards d'euros (Md€) ;
- ceux de plus de 20 milliards d'euros (Md€).

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

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

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

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

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

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



POINT IMPORTANT

Le traitement des unités de compte d'assurance-vie (UC)

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

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

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

De manière globale, on observe un regain pour les unités de compte. Les statistiques publiées par France Assureurs font apparaître une hausse de la part des contrats en unités de compte dans les provisions mathématiques. En effet, les unités de compte représentaient à fin 2021 28% des provisions mathématiques, contre 24% à fin 2020, 23% à fin 2019 et 21% à fin 2018. En 2021, les unités de comptes représentaient 39% des cotisations contre 35% en 2020.

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



01. Typologie institutionnelle

01. Typologie institutionnelle

► Répartition des répondants par taille, famille et cadre réglementaire

	Nombre de répondants	% Répondants	Total des actifs gérés (M€)	Part des actifs gérés	Moyenne des actifs gérés (M€)
Par taille des actifs détenus					
Moins de 2 Md€	10	16%	8 040	0,3%	804
Entre 2 et 20 Md€	29	46%	236 752	9,9%	5 473
Plus de 20 Md€	24	38%	2 146 683	89,8%	89 445
Par familles d'investisseurs institutionnels					
Retraite-prévoyance	20	32%	256 093	10,7%	12 805
Assurance	32	51%	1 804 955	75,5%	56 405
Autres entités réglementées	11	17%	330 427	13,8%	30 039
Par cadre réglementaire dominant					
Code des Assurances	31	49%	1 812 546	75,8%	58 469
Code de la Mutualité	6	10%	77 420	3,2%	12 903
Code de la Sécurité sociale	2	3%	24 131	1,0%	12 066
Règlement Agirc-Arrco	5	8%	74 834	3,1%	14 967
Règlement des caisses professions libérales	5	8%	27 388	1,1%	5 478
Autres	14	22%	375 156	15,7%	26 797
TOTAL	63	100%	2 391 474	100,0%	37 960

Source : Enquête Af2i 2022

63 participants ont répondu à l'Enquête 2022, soit 78 % des adhérents de l'Af2i.

Dans les groupes multi-métiers, les encours assurance, retraite et prévoyance ont été séparés, afin d'avoir des éléments plus précis de structure des allocations.

Les encours d'actifs pris en compte dans l'Enquête s'élevaient à 2 391 Md€, hors unités de compte, (UC) fin 2021 contre 2 367 Md€ (hors UC) fin 2020.

En ajoutant les actifs détenus dans le cadre des contrats en UC, on obtient un total de 2 690 Md€ en 2021. Ce chiffre est à rapprocher des 3 494 Md€ qui constituent l'ensemble des actifs des investisseurs institutionnels en France estimé à fin 2021, qui figurent dans la section 8 de ce rapport « Épargne de long terme des ménages et placements des investisseurs institutionnels dans les autres pays d'Europe ».

Les investisseurs institutionnels représentent statistiquement des montants d'actifs assez dispersés. Les

investisseurs dont la taille du portefeuille est la plus élevée (plus de 20 Md€) représentent 38% du nombre d'investisseurs, mais 90% des encours. En parallèle, les investisseurs les plus petits (taille de portefeuille inférieure à 2 Md€) représentent 16% des investisseurs, mais seulement 0,3% des encours.

On constate par ailleurs que les entités régies par le Code des Assurances constituent 76% des encours gérés, avec plus de 1 800 Md€, pour près de la moitié des répondants.

La moyenne du total des actifs par répondant s'établissait à fin 2021 à 37,9 Md€ (contre 35,3 Md€ à fin 2020, mais à périmètre pas complètement identique) et la médiane à 11,4 Md€ (contre 10,8 Md€ en 2020).

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

- retraite / prévoyance ;
- assurance ;
- autres entités réglementées.

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

Les actifs de la famille « Retraite / Prévoyance » s'élèvent à 256,1 Md€ (contre 223,7 Md€ en 2020), et représentent pour l'essentiel les placements des réserves des caisses complémentaires, tant de l'univers salarié Agirc-Arrco, que des caisses indépendantes et libérales.

L'assurance est la famille la plus importante dans notre Enquête en termes de part des actifs gérés : 1 805 Md€ (contre 1 844,6 Md€ en 2020), soit en pourcentage les trois quarts des actifs. Assureurs-vie et bancassureurs constituent les portefeuilles les plus élevés en encours moyens gérés. L'encours moyen des entités régies par le Code des Assurances est de 56,4 Md€, avec un très grand écart-type par rapport à la moyenne.

Les « Autres entités réglementées » concernent des entités publiques ou privées, le plus souvent dans une

dynamique d'investisseurs de long terme, soit dans une perspective de retraite additionnelle de leurs cotisants, soit en positionnement de réserves longues en soutien actif de l'économie.

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

En effet, le Code des assurances réglemente à lui seul près de la moitié des répondants de l'Enquête et plus des trois quarts des actifs, à savoir compagnies d'assurance, assureurs à forme mutuelle, et réassureurs. Les institutions de prévoyance sont quant à elles régies par le Code de la Sécurité Sociale, et les mutuelles d'assurance par le Code de la Mutualité. Cependant, les réglementations en matière de placements financiers des trois Codes mentionnés ci-dessus convergent très fortement. Depuis l'entrée en application de la directive Solvabilité 2, au 1^{er} janvier 2016, le principe qui prévaut est celui de « l'approche de la personne prudente », défini par l'Article 132 de la directive, et transposé dans l'article L 353-1 du Code des Assurances : « *Les entreprises n'investissent que dans les actifs et instruments présentant des risques qu'elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer, contrôler et déclarer de manière adéquate, ainsi que prendre en compte de manière appropriée dans l'évaluation de leur besoin global de Solvabilité* ». En conséquence, les risques des actifs sur lesquels l'assureur investit doivent être identifiables, mesurables, gérables et contrôlables. Pour les actifs en représentation des engagements (i.e. fonds généraux et UC), cela signifie qu'il faut des actifs garantissant la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité. Les actifs doivent être disponibles, sans qu'un risque de liquidité n'ait été intégré dans la formule standard de Solvabilité II.

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

Dans la catégorie « Autres entités réglementées », les différents investisseurs sont encadrés par des régimes réglementaires ou pruden- tiels, propres et autonomes. Certains bénéficient d'une révision périodique, qui ont permis ces dernières années l'ouverture sur de nou-

velles classes d'actifs (infrastructures, dette privée, ...) ou un accès élargi aux actifs risqués, dans un contexte de taux durablement bas ou négatifs. Ceci contribue activement à leur rôle accru de soutien au financement durable de l'économie réelle.

► Actifs gérés par type d'engagement

VALEUR DE MARCHÉ DES ENGAGEMENTS EN MILLIONS D'EUROS AU 31/12/2021

	% 2020	% 2021	Montant 2020	Montant 2021
Assurance-vie en €	58,1%	57,2%	1 376 101	1 368 054
Assurance dommages	6,7%	6,3%	158 979	150 532
Complémentaires santé	0,4%	0,4%	9 425	10 401
Retraite	14,5%	14,3%	343 363	342 616
Autres entités réglementées	18,0%	19,5%	426 291	465 741
Prévoyance	2,2%	2,3%	53 021	54 130
Actifs nets de l'Enquête	100,0%	100,0%	2 367 180	2 391 474
Assurance-vie en UC			269 647	298 166
Total			2 636 827	2 689 640

Source : Enquête Af2i 2022

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

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

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

- assurance-vie en euro ;
- assurance dommages (IARD) ;
- complémentaires santé ;

- retraite ;
- prévoyance ;
- fonds propres des autres entités réglementées ; qui, dans certains cas, doivent être appelés provisions ;

et séparément :

- assurance-vie en UC.

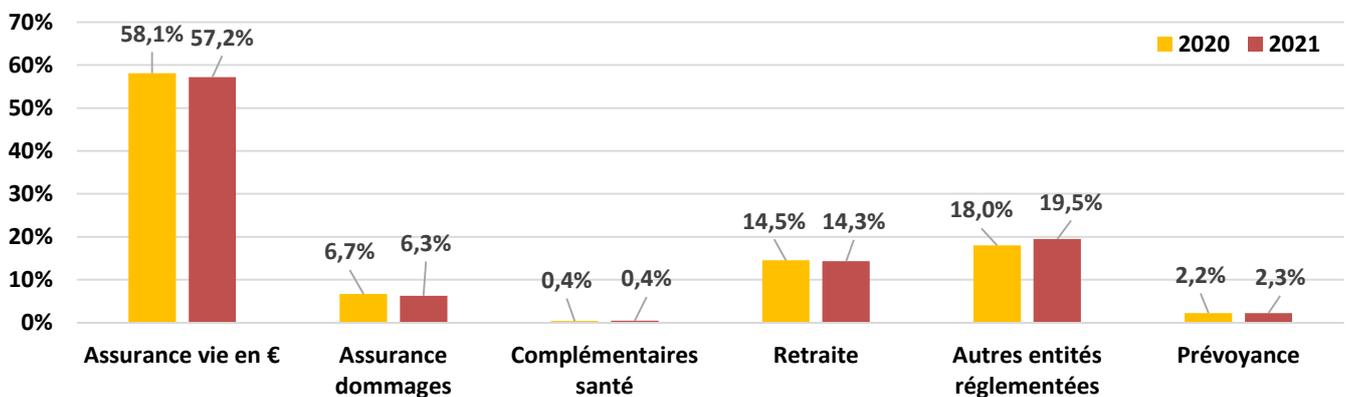
Remarque importante : dans ce tableau des « engagements », il ne s'agit pas de la valeur des engagements au bilan. Il s'agit de la valeur de l'actif correspondant à cet engagement, comportant donc un éventuel (et souhaitable) « excès de représentation » (taux de couverture supérieur à 1). Le fait de retenir l'engagement comme référentiel d'analyse peut conduire à des différences assez significatives par rapport à la composition des bilans, notamment des assureurs, qui peuvent détenir aussi des actifs importants pour compte propre, des participations stratégiques et des filiales étrangères. On peut se reporter aux analyses spécifiques réalisées par la Banque de France ou par la Fédération Française de

l'Assurance sur ces aspects. Le principal type d'engagement est l'assurance-vie en euro qui correspond à 58,1% des actifs des répondants (hors UC), avec des encours de 1 360 Md€. Les acteurs Retraite et « Autres entités réglementées » représentent respectivement 14% et 20,7% des engagements.

Toutes les analyses conduites sur les portefeuilles (classes d'actifs, perspectives, etc.), quand elles sont pondérées, se réfèrent aux actifs hors UC, soit 2 391 Md€ (contre 2 367 Md€ fin 2020).

Afin cependant de donner un aperçu plus complet de l'assurance-vie chez nos membres adhérents, les UC ont été réintroduites dans le tableau ci-dessus pour un total de 298 Md€.

MONTANT D'ACTIFS TOTAUX GÉRÉS PAR TYPES D'ENGAGEMENT (HORS UC)



T Source : Enquête Af2i 2022

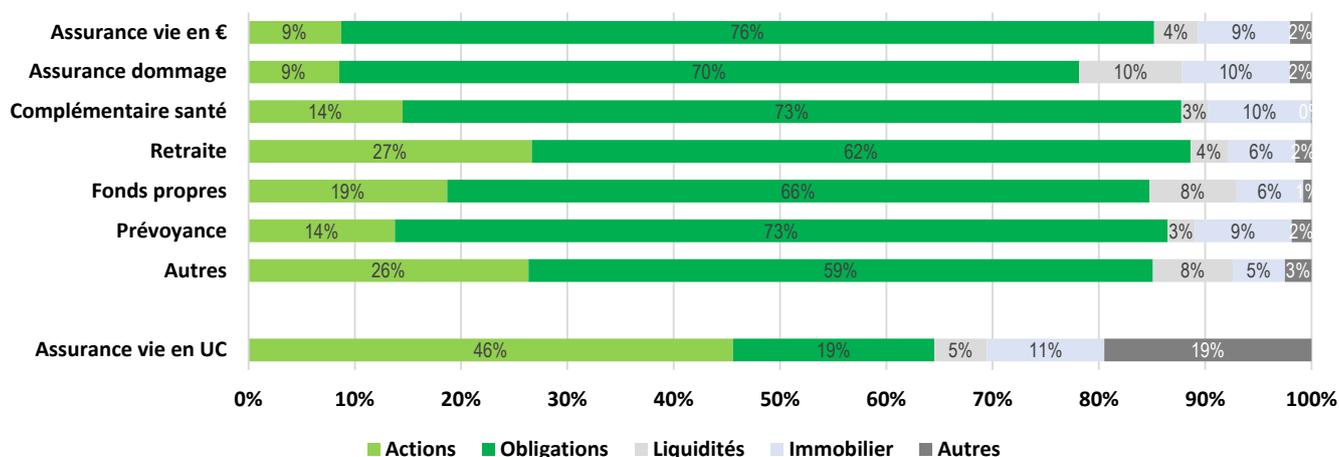
Le graphique ci-dessus est destiné à informer le lecteur de l'évolution de la composition du panel de répondants d'une année sur l'autre en ce qui concerne la distribution des types d'engagements que les portefeuilles sous revue sont appelés à couvrir.

Le principal type d'engagement (passif) est l'assurance-vie en euros qui correspond à près de 60% des actifs des répondants (hors UC), en légère baisse pour la troisième année consécutive.

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

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

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DONT L'ENGAGEMENT PRINCIPAL EST :



M Source : Enquête Af2i 2022

La catégorie « Autres » peut recouvrir des types d'actifs très différents tels que forêts, OPC diversifiés, couverture, produits structurés, mandats multi-actifs, gestion alternative, fonds d'infrastructures.

On note des allocations assez proches pour tous les investisseurs sous réglementation Solvabilité II : assureurs-vie, assureurs dommages, complémentaires santé, institutions de prévoyance. Il est intéressant de constater que la durée implicite des passifs n'a que peu d'incidences sur les allocations d'actifs : les poids des actions ou de l'immobilier sont équivalents entre mutuelles santé, avec des passifs inférieurs à 24 mois, et assureurs-vie avec des passifs de durée moyenne supérieure à 8 ans.

L'année 2021 a été marquée en France par une poursuite de la décollecte nette sur les supports en euros, à hauteur de - 11 Md€, mais de manière beaucoup moins marquée qu'en 2020 (- 25,3Md€). Cette décollecte a toutefois été plus que compensée par le niveau record de la collecte nette sur les supports en UC (+ 34,7 Md€ contre + 22,9 Md€ en 2020). Il s'agit du niveau le plus haut observé depuis que les statistiques de collecte de France Assureurs sont disponibles i.e. 2005. Au total, la collecte nette en contrats d'assurance-vie, tous types de contrats confondus, a été positive sur l'année (+ 23,7 Md€).

Les investisseurs individuels ont continué de constituer une épargne supplémentaire dite « épargne-Covid » pendant les périodes où leur consommation était restreinte par des mesures de restrictions sanitaires et les taux d'épargne sont restés, même pendant les périodes sans restriction, à des niveaux supérieurs à ceux d'avant crise. En outre, ils ont profité de la performance exceptionnelle des marchés financiers sur l'année en privilégiant les supports en UC.

Les investisseurs en retraite complémentaire, ou additionnelle, ont une part significativement plus élevée d'actifs en actions (plus du quart de leur portefeuille). Cela s'explique par un horizon d'investissement de long terme, et la possibilité de conserver les actifs en cas de choc conjoncturel, pour mieux bénéficier d'un rendement additionnel au moment du rebond.



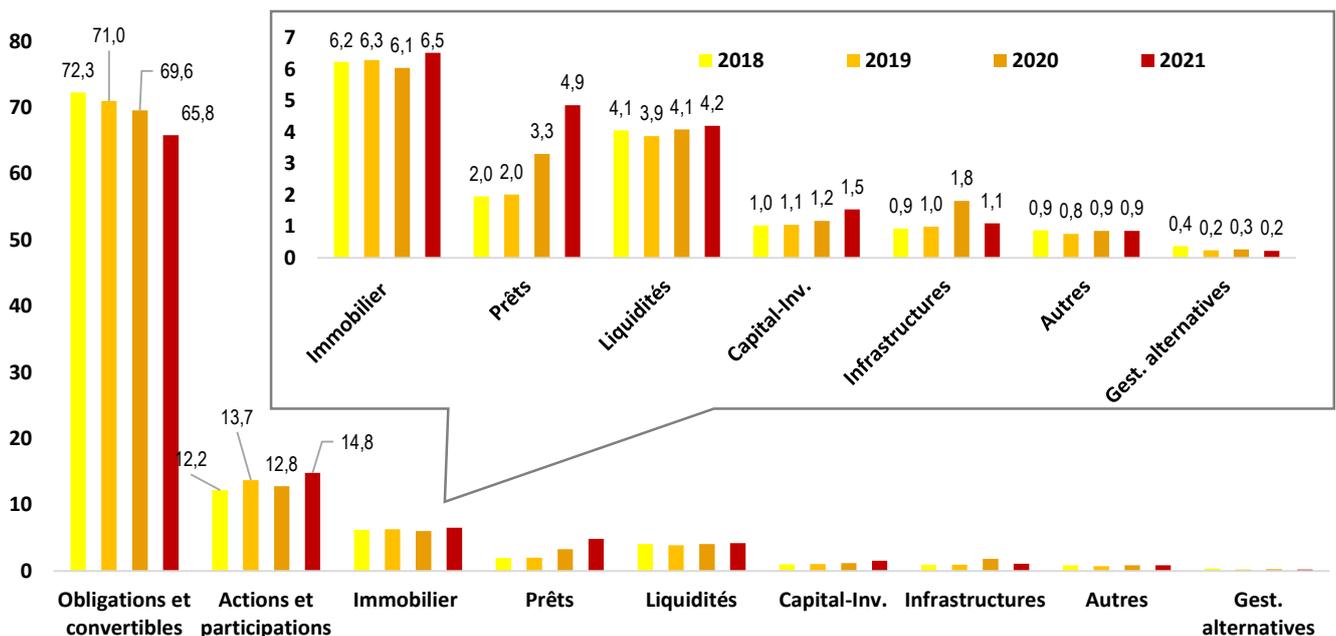
02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

02. Répartition du portefeuille global par classe d'actifs

► Répartition du portefeuille global par classe d'actifs : historique global

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

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



T Source : Enquête Af2i 2022

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

La répartition des actifs gérés est globalement en cohérence avec les intentions de nos adhérents annoncées dans le cadre de l'Enquête Af2i 2021. Les portefeuilles institutionnels, qui sont soumis à des contraintes réglementaires multiples, ont finalement peu de marge de manœuvre pour modifier leurs allocations d'actifs d'une année sur l'autre. Année après année, on observe une relative stabilité des allocations dans le temps. C'est d'autant plus vrai chez les acteurs aux actifs importants, chez qui des mouvements d'ampleur sont complexes, voire impossibles à réaliser sans incidences comptables et bilancielles importantes.

Toutefois, l'année 2021, pendant laquelle les marchés boursiers ont connu une forte croissance, est marquée par une remontée significative de la part des portefeuilles investis en actions et participations. En effet, cette dernière est passée de 12,8% à 14,8% en un an et atteint son plus haut niveau depuis quatre ans.

Dans le même temps, la part des obligations continue de baisser en 2021, passant de 69,6% à 65,8%. L'année 2021 a en effet été marquée par une performance négative de la classe d'actifs obligataires. L'indice Barclays Euro Aggregate terminait l'année en baisse de 2,9%. Toutefois, la remontée des taux entamée en 2021 devrait entraîner un retour progressif vers cette classe d'actifs, grâce à des rendements plus attractifs.

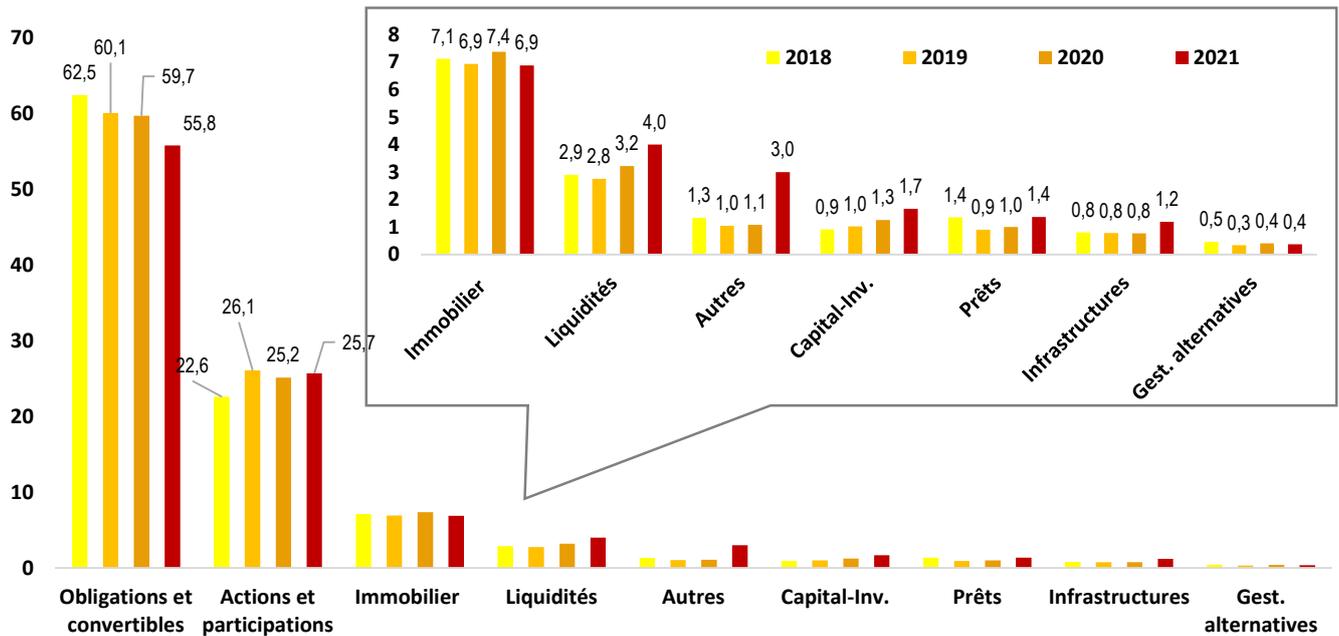
Si la part du capital-investissement reste globalement à un niveau relativement faible dans les portefeuilles (1,5%), la progression observée depuis plusieurs années se poursuit en 2021 pour l'ensemble des acteurs, avec une hausse allant de 0,2 à 0,4 point de pourcentage selon les types d'acteurs.

La proportion d'immobilier reste relativement stable aux alentours de 6%.

Pour la seconde année consécutive, on observe un accroissement du poids des produits de dette privée. Toutefois, la hausse de 1,6 point de pourcentage observée dans le graphique ci-dessus est en partie expliquée par la révision de ses chiffres de répartition par l'un des répondants.

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

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



T Source : Enquête Af2i 2022

Les caisses de retraite et institutions de prévoyance ont vu la part de leur portefeuille investie en obligations baisser de près de 4 points de pourcentage en 2021.

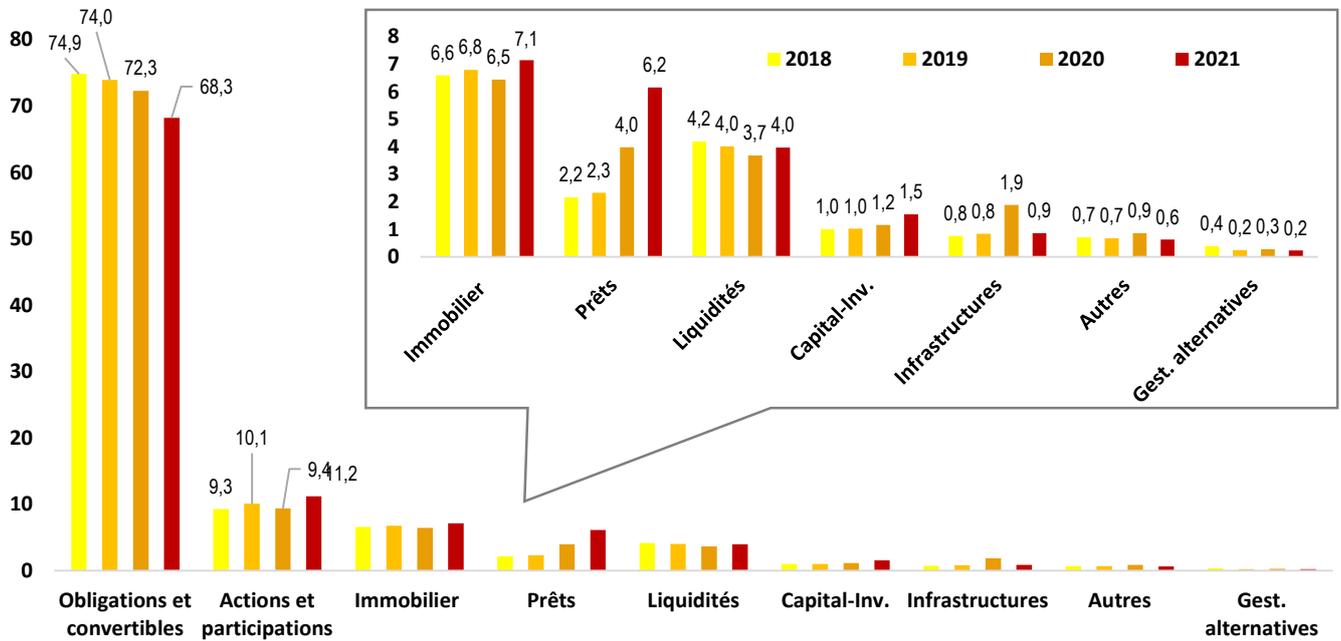
Cette baisse s'est effectuée principalement au profit des actions, qui représentent plus du quart des portefeuilles de ces institutions (soit nettement plus que pour les assureurs), et des autres placements.

Historiquement, la part d'actions dans le portefeuille total d'actifs financiers des caisses de retraite était relativement proche de celle des institutions de prévoyance. Cependant, depuis que ces dernières sont soumises aux contraintes de la directive Solvabilité 2, leur allocation d'actifs en actions a baissé de manière significative. En 2021, la part d'actions dans le portefeuille des institutions de retraite/prévoyance soumises à Solvabilité II s'élevait en moyenne à 15,1% pour les entités soumises à cette

directive, contre 34,4% pour les entités non soumises à Solvabilité II, soit plus du double.

Prêts et infrastructures stagnent à des niveaux proches de 1% : les règlements financiers des caisses Agirc-Arrco, ou des caisses libérales et indépendantes n'intègrent pas clairement ces natures d'actifs, et sont très contraignantes en matière de véhicules d'investissement. Or, souvent, les supports proposés ne sont pas de droit français.

La propagation continue du virus de la Covid-19 incitant toujours à la prudence, les institutions de retraite/prévoyance ont continué d'augmenter légèrement la part de liquidités dans leur portefeuille en 2021. Cette dernière a en effet augmenté de 0,8 point de pourcentage en 2021, après une augmentation de 0,4 point de pourcentage en 2020.

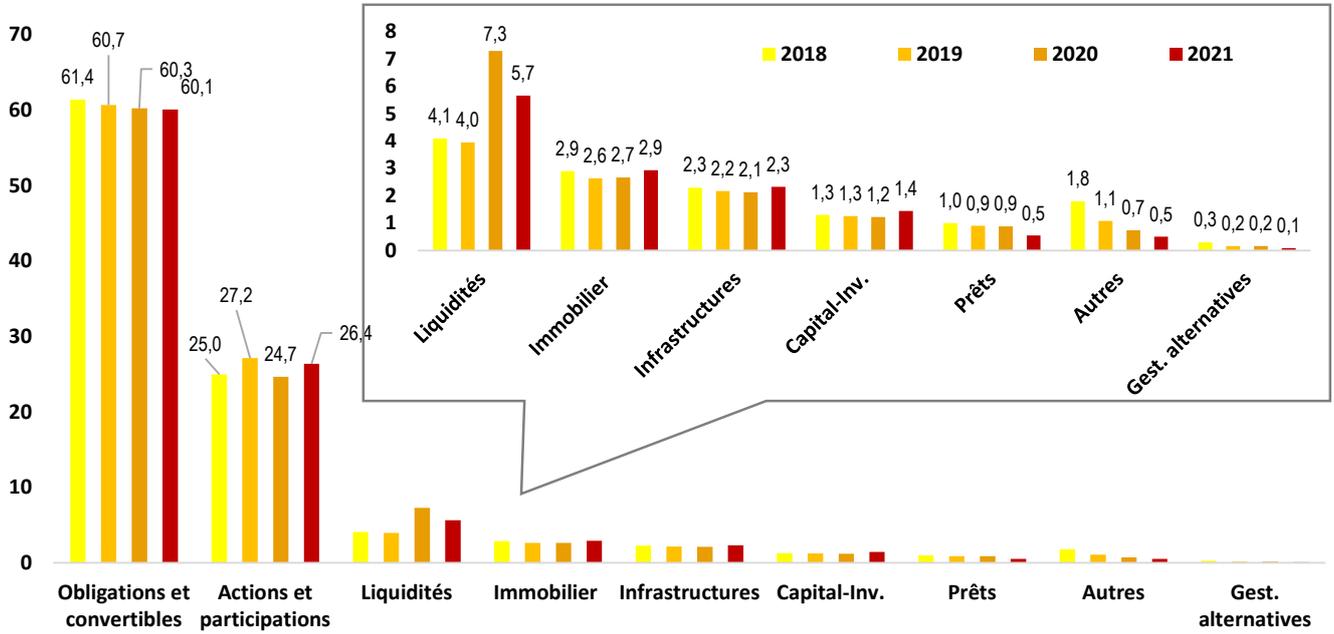
**ASSURANCE : ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES
PAR TYPE D'ACTIFS (EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)**


T Source : Enquête Af2i 2022

En 2021, les portefeuilles de placements financiers des assureurs français ont bénéficié, à la fois de la remontée spectaculaire observée sur les marchés d'actions, et d'une reprise de la collecte globale sur les contrats d'assurance-vie, notamment en raison de la constitution d'une épargne Covid par les ménages. La poursuite de la décollecte sur les supports en euros a été plus que largement compensée par l'augmentation de la collecte sur les supports en unités de compte.

Ceci s'est traduit par une certaine réallocation des actifs des assureurs des produits de taux vers les produits de fonds propres, mais pas par une augmentation significative du montant total de placements financiers. À périmètre constant, on a pu observer en 2021 une hausse de seulement 0,5% du montant total de l'encours de placements des assureurs membres de l'Af2i.

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



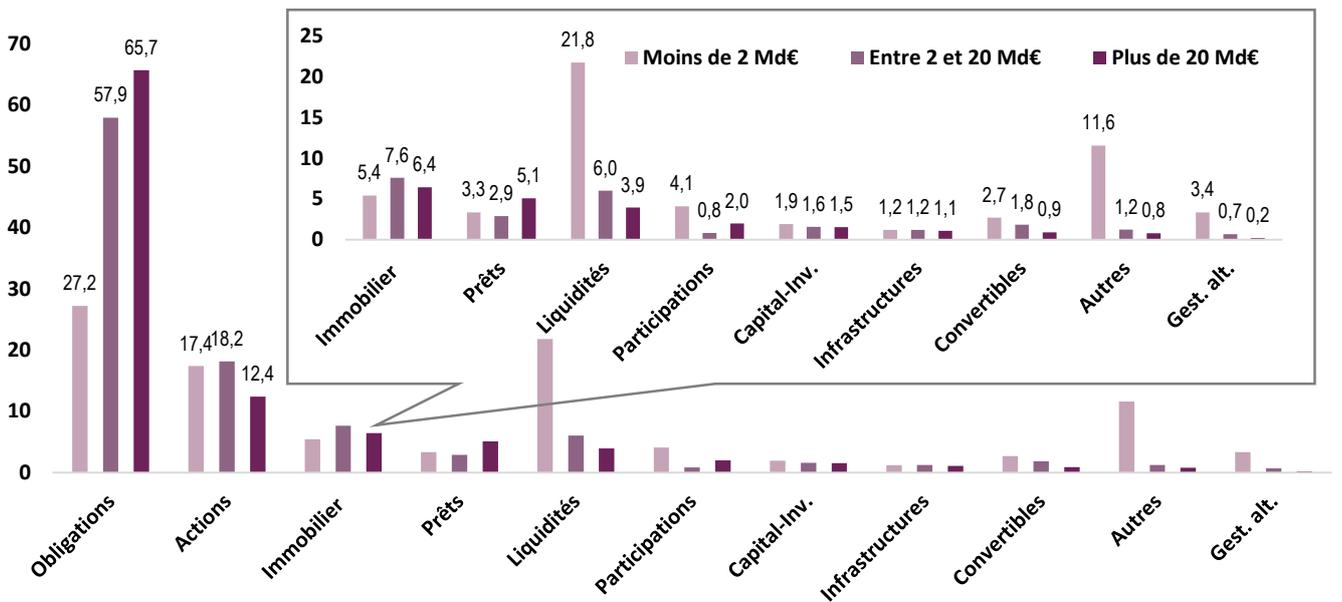
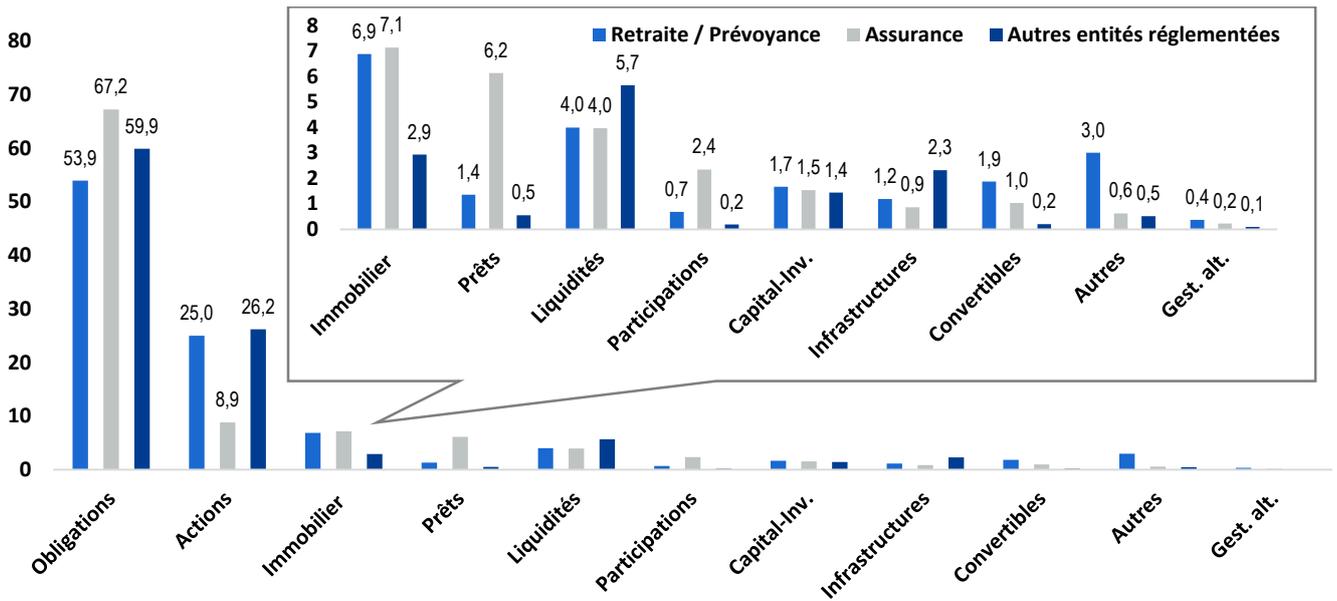
T Source : Enquête Af2i 2022

Concernant les autres entités réglementées, leur structure d'investisseurs de long terme permet une allocation plus forte en actions et participations. Ces dernières représentent environ un quart de leur portefeuille. Aucune entité de cette famille n'est pas ailleurs soumise aux contraintes de la directive Solvabilité 2.

La part investie en Immobilier (2,9%) reste relativement faible, en comparaison des proportions chez les assureurs ou les caisses de retraite. La part obligataire est stable, aux environs de 60%.

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

RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES PAR CLASSES D'ACTIFS SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DE PORTEFEUILLES (2021)



T Source : Enquête Af2i 2022

De manière assez naturelle, la part de liquidités est plus importante pour les portefeuilles de moins de 2 Md€ (21,8%), que dans ceux entre 2 et 20 Md€ (6%), et les portefeuilles au-delà de 20 Md€ (3,9%). Cet écart entre investisseurs institutionnels de petite taille et les autres s'est par ailleurs significativement creusé en 2021.

Cela est contrebalancé par une proportion d'obligations nettement plus faible dans les portefeuilles de moins de 2 Md€ (27,2%), contre 57,9% pour les portefeuilles entre 2 et 20 Md€, et 65,7% pour les portefeuilles de plus de 20 Md€ (pour l'essentiel assurantiers).

Les *hedge funds*, qui restent anecdotiques dans les portefeuilles de plus de 2 Md€, représentent encore 3,4% des petits portefeuilles, souvent au travers de véhicules multi-stratégies ou *absolute return*.

Le total Actions + Participations reste plus important chez les plus petits investisseurs et représente plus d'un cinquième du portefeuille global avec une proportion beaucoup plus forte des participations : 4,1% contre 0,8% pour les portefeuilles entre 2 et 20 Md€ et 2% pour les portefeuilles de plus de 20 Md€.

En synthèse, les encours du total des répondants, par familles et par tailles de portefeuilles, se décomposent comme suit :

(En M€)	Retraite / Prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2020
Obligations	136 518	1 215 190	198 230	1 549 938
Actions	63 340	159 969	86 668	309 977
Immobilier	17 453	129 188	9 713	156 353
Prêts	3 451	111 244	1 809	116 504
Liquidités	10 147	71 795	18 752	100 693
Participations	1 740	42 498	612	44 850
Capital-Investissement	4 224	27 928	4 781	36 933
Infrastructures	3 027	15 574	7 699	26 300
Convertibles	4 746	18 571	648	23 965
Autres	7 612	11 317	1 695	20 624
Gestions alternatives	943	4 104	290	5 337
Total	253 200	1 807 377	330 898	2 391 474

Source : Enquête Af2i 2022

(En M€)	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2020
Obligations	2 148	135 495	1 412 295	1 549 938
Actions	1 373	42 460	266 144	309 977
Immobilier	429	17 831	138 094	156 353
Prêts	264	6 747	109 493	116 504
Liquidités	1 720	14 117	84 856	100 693
Participations	324	1 915	42 611	44 850
Capital-Investissement	151	3 669	33 113	36 933
Infrastructures	95	2 842	23 363	26 300
Convertibles	213	4 290	19 462	23 965
Autres	914	2 901	16 809	20 624
Gestions alternatives	265	1 566	3 506	5 337
Total 2020	7 896	233 834	2 149 744	2 391 474

Source : Enquête Af2i 2022



Témoignage

L'inflation

En mars, la Banque de France anticipe pour 2022 une inflation élevée : 3,7% en moyenne sur l'année et proche de 4,0% au moins jusqu'en septembre dans le scénario conventionnel ; elle pourrait atteindre 4,4% dans un scénario dégradé.

Avez-vous modifié ou allez-vous modifier l'allocation de vos actifs dans ce contexte inflationniste ? Quel a été ou sera l'élément déclencheur ?

Dans l'ensemble, les adhérents interrogés constatent que le contexte de remontée des taux, en réponse à l'inflation, rend les actifs obligataires plus attractifs (souverains et *corporate*), dans un environnement où certains actifs non cotés n'ajustent que progressivement leurs niveaux de rémunération. Les très fortes incertitudes macro-économiques incitent également à un certain attentisme sur les marchés actions. Par ailleurs, les années de taux négatifs n'ont pas nécessairement donné l'opportunité aux acteurs d'investir à des niveaux convenables sur les maturités de moyen terme, ce que la période actuelle permet de corriger. Dans ce contexte, sans modifier sensiblement leur allocation stratégique, quelques ajustements tactiques en faveur des actifs de taux sont envisagés par certains adhérents, pour peu que leurs taux redeviennent au moins positifs en termes réels.

« Notre allocation stratégique d'actif n'a pas été modifiée à la suite de la hausse récente de l'inflation. »

« Nos portefeuilles bénéficient d'actifs indexés à l'inflation, qui se sont fortement revalorisés. Notre allocation stratégique prévoit également une croissance significative de nos investissements en private equity (cible à terme : environ 1,5%), en dette non cotée (environ 3%) et en infrastructure (environ 3%). »

Quelle est votre stratégie de protection face à la hausse de l'inflation ? Allez-vous augmenter la part des actifs alternatifs (infrastructure, dette privée, capital-investissement, ...) ? Si oui, dans quelle proportion ?

Selon les répondants, il n'y a pas de nouvelle stratégie de protection face à l'inflation, ceux-ci détenant déjà des actifs protégeant contre l'inflation. Cependant, des actions de réallocation d'actifs indexés sur l'inflation, ou alternatifs, se poursuivent, voire s'amplifient.

Concernant les différentes stratégies mises en place par les répondants, celles-ci sont de plusieurs ordres. À titre d'exemple, nous pouvons citer les stratégies suivantes :

- ▶ une poche obligataire moins sensible à la hausse des taux liée à l'inflation, avec des OPC obligataires ayant une sensibilité assez faible — voire nulle ou négative — vis-à-vis des taux, et des obligations à taux variable ;
- ▶ une prise de position sur certaines matières premières dans le cadre d'un horizon court-terme, et sur les métaux liés à la transition énergétique et numérique dans le cadre d'un horizon de plus long-terme ;
- ▶ concernant la poche action, une proportion d'actions non cotées supérieure à celle des actions cotées.



03. Principales classes d'actifs

03. Principales classes d'actifs

► Actions

Après une année 2020 pendant laquelle les marchés boursiers ont été très fortement perturbés par la pandémie Covid-19, l'année 2021 a, quant à elle, été le témoin d'une reprise impressionnante sur les marchés d'actions.

Pour mémoire, sur les premiers mois de 2020, la panique engendrée par la propagation rapide du virus et les mesures exceptionnelles de confinement qui l'ont accompagnée avait déclenché un krach boursier mondial d'une ampleur historique. La chute était d'autant plus violente que les niveaux de valorisations d'avant-crise étaient relativement élevés. En France, le CAC 40 a baissé de 38,6% entre le 19 février 2020 et le 18 mars 2020. Sur la même période, l'indice Euro Stoxx 50 baissait de 38,3%. Ce krach, rapidement nommé « coronakrach », s'est accompagné d'une remontée violente des primes de risque et d'une forte volatilité, avec un mouvement de « sauve-qui-peut » généralisé vers les actifs de qualité, les plus sûrs et les plus liquides.

À la suite d'une intervention rapide, massive et simultanée des banques centrales et des gouvernements, les marchés sont ensuite repartis rapidement à la hausse. Cette hausse s'est accélérée en fin d'année 2020 avec l'arrivée du premier vaccin (Pfizer BioNTech) et la victoire de Joe Biden comme 46^e Président des États-Unis. Au final, les bourses européennes terminaient en moyenne l'année 2020 légèrement en baisse, tandis qu'aux États-

Unis, les principaux indices finissaient l'année dans le vert.

En 2021 la reprise a poursuivi sa lancée et les pays développés, en particulier aux États-Unis et en Europe, ont connu une croissance économique robuste. Globalement, la perte d'activité provoquée par la crise sanitaire en 2020, d'une ampleur considérable dans un laps de temps très réduit, a été comblée durant l'année 2021 par un rattrapage spectaculaire de l'activité économique. Le PIB mondial était en hausse de 5,8% sur l'année.

Ce rattrapage de l'économie s'est naturellement retrouvé au niveau des profits des entreprises, qui ont poursuivi leur redressement très vigoureux au cours de l'année et n'ont cessé de battre les attentes des analystes.

Le bilan final de 2021 s'est ainsi révélé extrêmement positif pour les marchés actions. En fin d'année, l'indice mondial MSCI World affichait en effet une hausse de 20,1%. Au niveau géographique, on a pu observer une sous-performance marquée des pays émergents et du Japon, alors que l'Europe et les États-Unis ont fait la course en tête (avec un effet devise nettement positif pour les indices américains, puisque le dollar s'est apprécié de 7,4% sur l'ensemble de l'année face à l'euro).

Au niveau sectoriel, ce sont les secteurs de l'énergie (soutenu par le rebond spectaculaire du prix du pétrole), de la technologie et des financières qui se sont distingués positivement. Les secteurs les plus défensifs et/ou les plus sensibles aux taux d'intérêt ont en revanche

nettement sous-performé le reste du marché. En termes de styles, les écarts de performances entre les valeurs décotées (« *value* ») et les valeurs de croissance (« *growth* ») se sont révélés finalement assez limités.

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



T Source : Enquête Af2i 2022

Dans ce contexte d'excellente performance des marchés d'actions sur l'année 2021, les compagnies d'assurance, caisses de retraite, mutuelles, et acteurs de la sphère publique, qui représentent un vivier d'investisseurs de long terme en France et jouent un rôle clef dans le

financement de l'économie réelle, ont continué d'investir massivement en actions. Au total, ce sont plus de 300 Md€ qui sont investis par les investisseurs institutionnels français dans les actions d'entreprises cotées et non cotées.

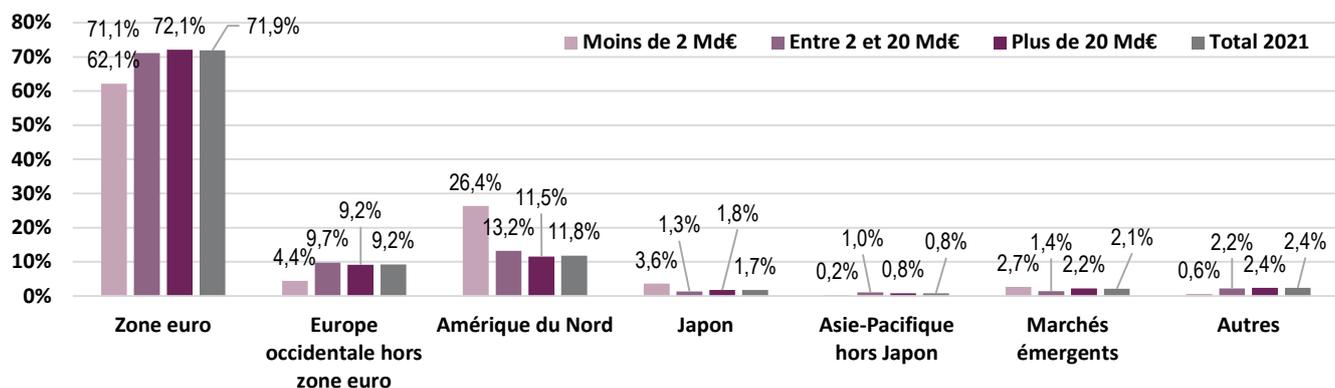
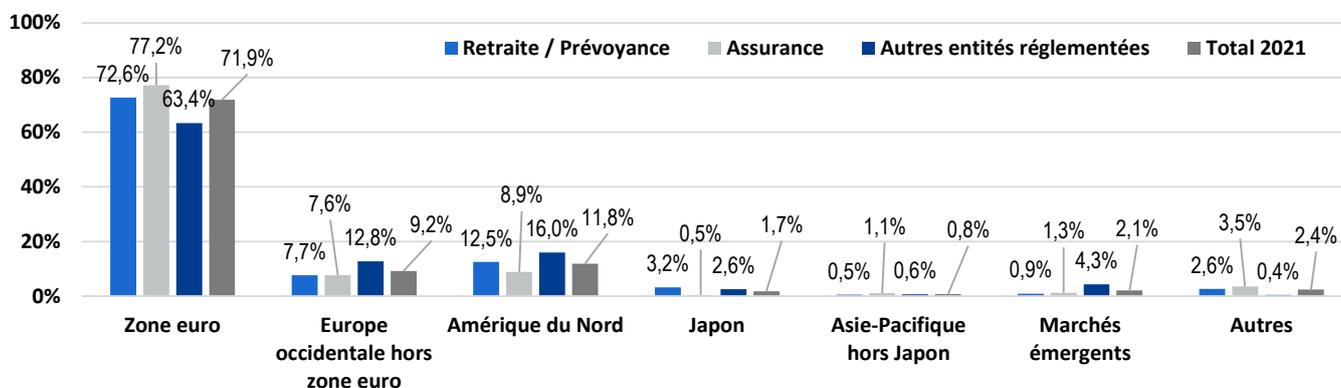
Cet investissement en actions s'est naturellement accéléré en 2021 sous l'effet conjugué d'effets de valorisation positifs mais aussi d'un accroissement des flux de placements. La part d'actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français a ainsi augmenté de 2,2 points de pourcentage, passant de 10,8% en 2020 à 13% 2021.

Chez les assureurs français, les données de comptabilité nationale font apparaître une hausse de 146% en 2021 des flux nets de placements en actions et autres participations détenues directement. En effet ces derniers sont passés de 5,3 Md€ en 2020 à 13 Md€ en 2021.

Cette augmentation de l'investissement en actions en 2021 s'est effectuée malgré le poids toujours très fort des contraintes réglementaires et comptables, en particulier chez les assureurs chez qui la part actions (8,9% des actifs gérés) reste nettement inférieure à ce qui est observé pour les caisses de retraite et autres entités réglementées. Chez plusieurs membres de l'Af2i autres qu'assureurs, la part d'actions dans le portefeuille d'investissements dépasse les 40%.

Répartition par zone géographique

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



C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DES ACTIONS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Zone euro	9,3%	223 025	71,9%
Europe occidentale hors zone euro	1,2%	28 550	9,2%
Amérique du Nord	1,5%	36 692	11,8%
Japon	0,2%	5 329	1,7%
Asie-Pacifique hors Japon	0,1%	2 471	0,8%
Marchés émergents	0,3%	6 574	2,1%
Autres	0,3%	7 336	2,4%
TOTAL	13,0%	309 977	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

Les actions de la zone euro restent largement majoritaires (71,9%), mais cette part a baissé de manière non négligeable pour la deuxième année consécutive, passant de 76,9 % en 2019 à 74,3% en 2020 et enfin 71,9% en 2021. Cette baisse s'est faite principalement au profit des actions d'Europe occidentale hors zone euro. En effet, la part d'actions d'Europe occidentale hors zone euro est passée de 5,7% en 2019 à 8,8% en 2020 et 9,2% en 2021. La forte proportion d'actions européennes s'explique en partie par les freins réglementaires des groupes de retraite, pour qui les possibilités de diversification internationale sont très contraintes.

La prépondérance des actions de la zone euro traduit également la frilosité à prendre des risques en devises pour les institutionnels qui n'ont pas une gestion dynamique de leur couverture de change.

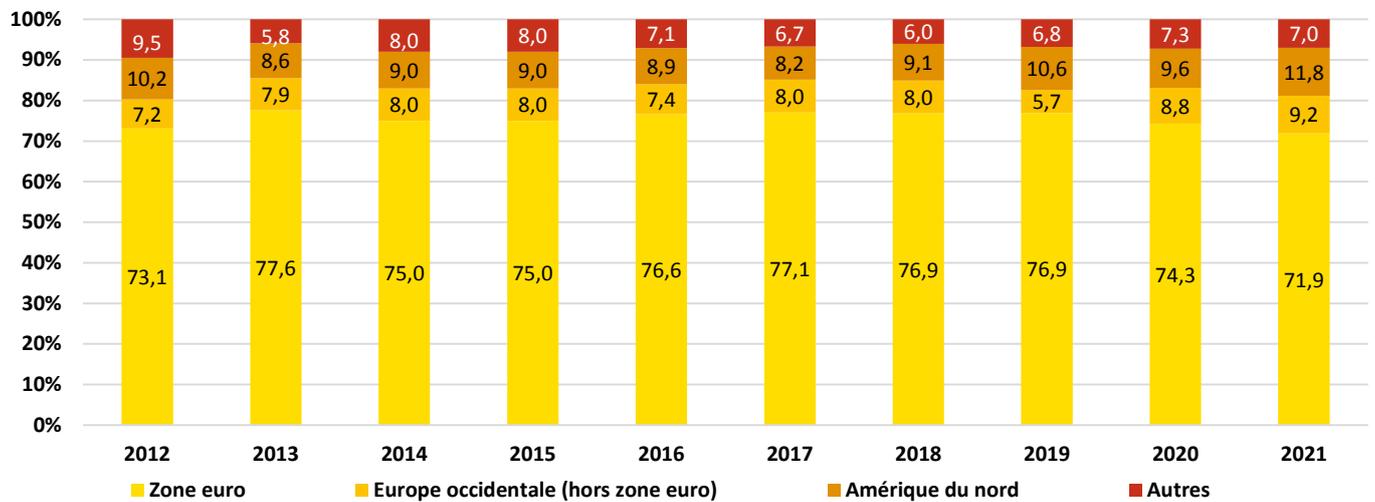
Cependant, on note cette année une remontée de la part d'actions d'Amérique du Nord dans le portefeuille d'actions des investisseurs institutionnels. Après avoir baissé de 1 point de pourcentage en 2020 malgré la surperformance des marchés américains, cette part d'actions d'Amérique du Nord est remontée de plus de

2 points de pourcentage en 2021 pour atteindre 11,8%. Il convient toutefois de noter que cette augmentation est très certainement expliquée en grande partie par l'effet devise, étant donné que le dollar s'est apprécié de 7,4% sur l'ensemble de l'année face à l'euro.

Comme nous l'avons souligné en introduction, l'année 2021 a été caractérisée par une sous-performance marquée des marchés boursiers dans les pays émergents et au Japon. Cette sous-performance se traduit par une baisse de 0,3 point de pourcentage du poids du Japon dans les actions détenues et de 0,6 point de pourcentage du poids des marchés émergents. Toutefois, il est difficile de dire si ces baisses sont le fruit des seuls effets de valorisation ou également de rééquilibrages de portefeuille.

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

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



C Source : Enquête Af2i 2022

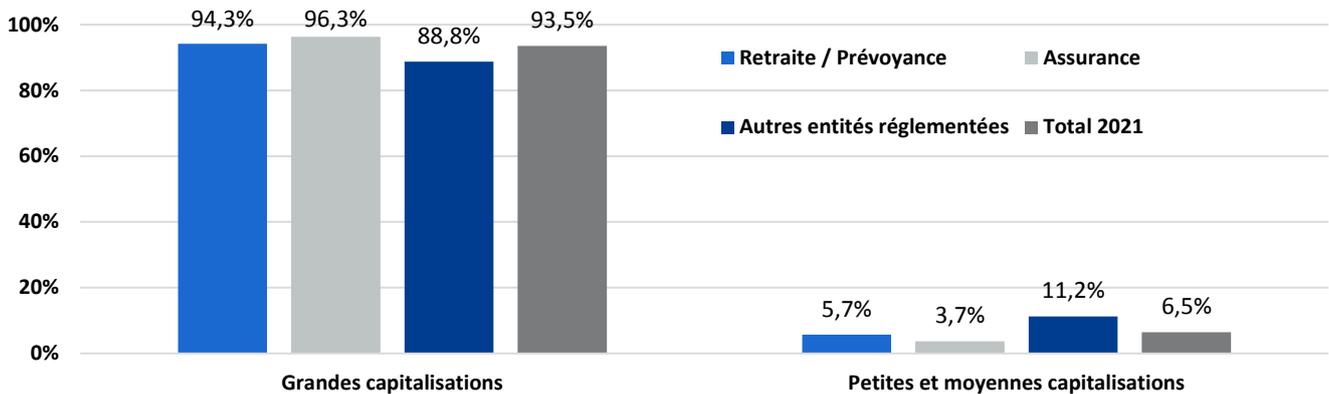
Sur les dix dernières années, la répartition géographique des actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels a relativement peu évolué.

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

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

Répartition par taille de capitalisation

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



T Source : Enquête Af2i 2022

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

La liquidité, la taille du flottant, et dans une moindre mesure l'intégration d'un titre à un indice, étant des critères importants pour les investisseurs institution-

nels, il n'est pas surprenant que les portefeuilles soient investis à plus de 90% sur les grandes capitalisations en moyenne.

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

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

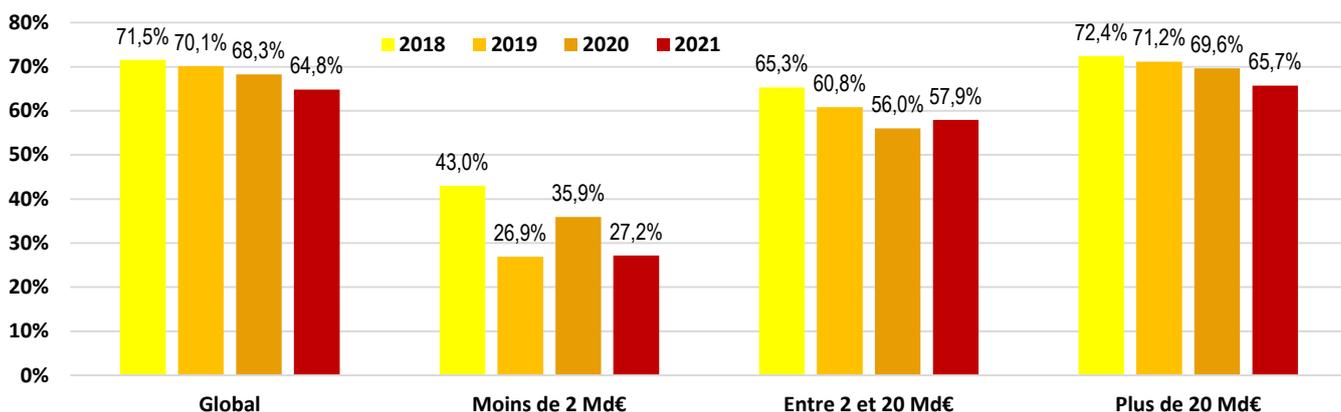
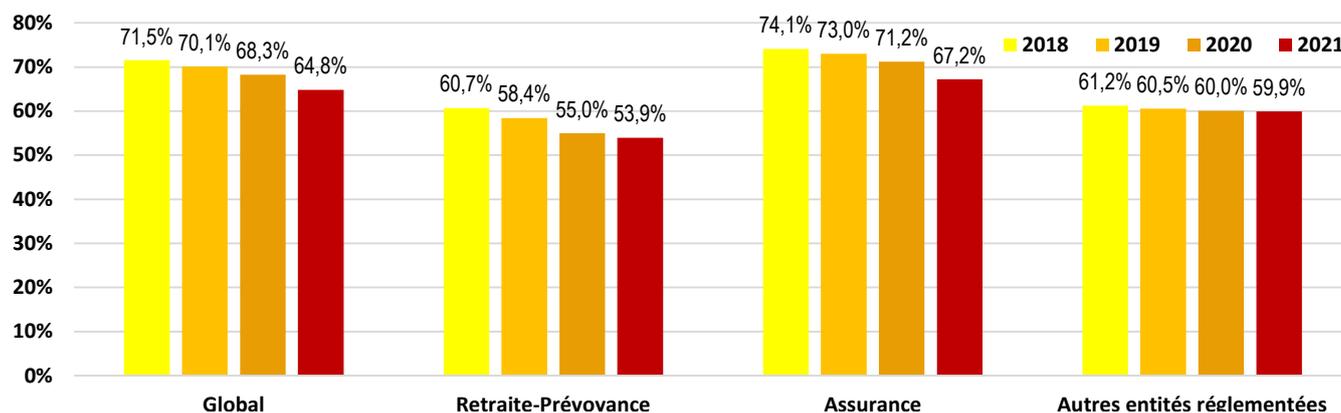
19,6% des investisseurs ayant répondu à la question ont déclaré qu'ils étaient sensibles au risque de change.

Par ailleurs, un cinquième des répondants déclarent avoir une politique active de gestion de l'exposition en devises.

Les investisseurs étaient également interrogés sur leur utilisation de produits structurés. Cette année, 18% des répondants ont déclaré utiliser des produits structurés.

Obligations

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



T Source : Enquête Af2i 2022

Les obligations restent la principale classe d'actifs pour l'ensemble des investisseurs institutionnels, quelle que soit leur famille, et représentent 64,8% du montant total des actifs gérés en moyenne. Ceci s'explique par les enjeux réglementaires pour nombre d'investisseurs, le coût en fonds propres des autres classes d'actifs pour les entités soumises à Solvabilité II et surtout par les contraintes de gestion actif-passif, pour tous les acteurs qui doivent servir un rendement à leurs sociétaires.

On note néanmoins, depuis trois ans, une baisse de la part d'obligations classiques dans les portefeuilles, aussi bien pour les organismes de retraite/prévoyance, les compagnies d'assurance et, dans une moindre mesure,

les autres entités réglementées. En 2021, cette baisse s'est notamment faite au profit d'actifs plus risqués, en particulier les actions dont la performance a été très bonne sur l'année.

Chez les assureurs français, les données de comptabilité nationale font apparaître en 2021 un flux net négatif des placements en obligations détenues directement : - 18 Md€. Certes ce chiffre ne tient pas compte des obligations détenues indirectement via des fonds d'investissement obligataires, mais c'est la première fois depuis 2017 que le montant des ventes d'obligations par les assureurs français dépasse le montant des achats.

Par ailleurs, dans le même temps, comme nous l'avons rappelé plus tôt, les flux nets de placements en actions des assureurs français augmentaient de 146% pour atteindre 13 Md€.

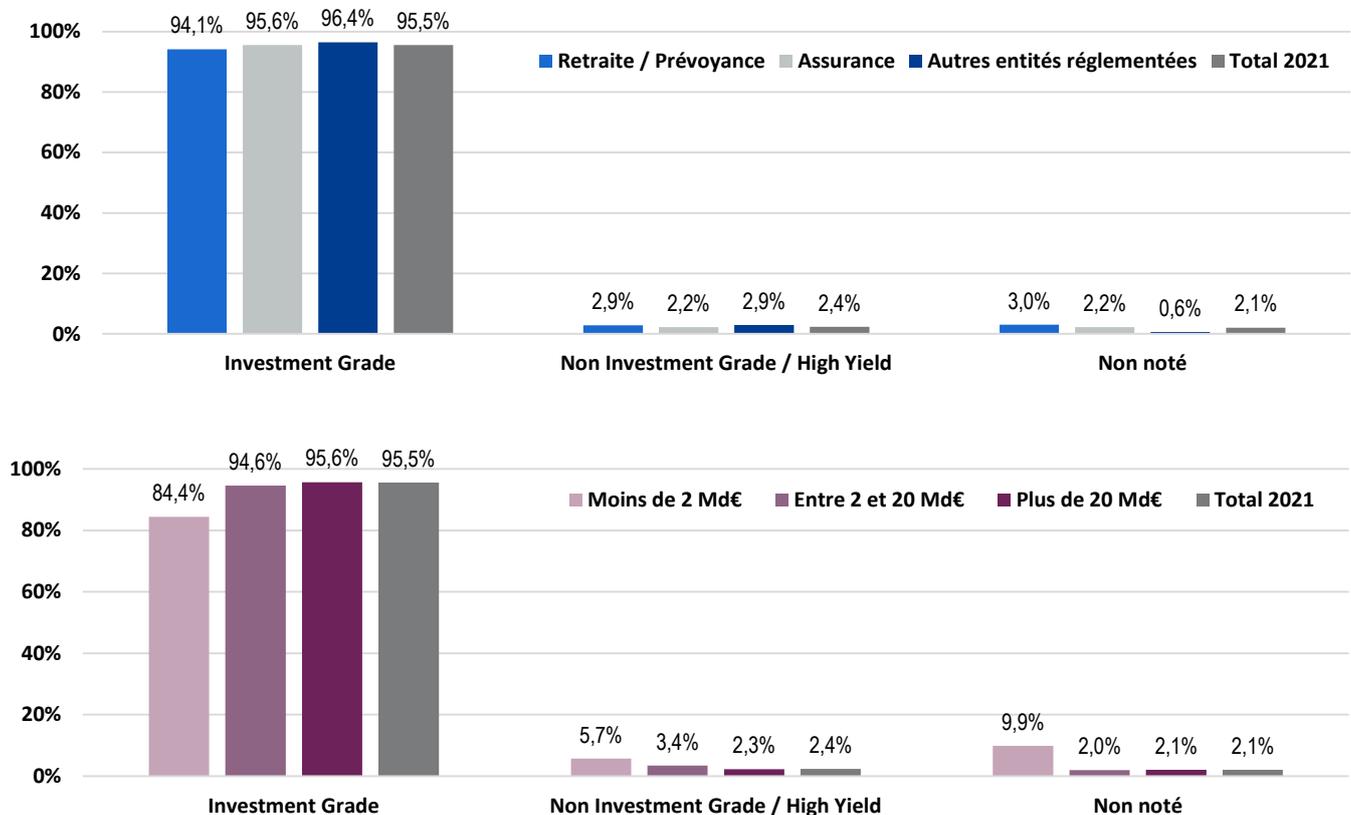
La classe d'actifs obligataire a enregistré des performances négatives sur l'ensemble de l'année 2021. L'indice Barclays Euro Aggregate (Total Return) terminait l'année en baisse de 2,85%, alors qu'il avait terminé l'année 2020 en hausse de 4,05% et l'année 2019 en hausse de 5,98%. La poussée inflationniste mondiale, causée par la hausse du prix des matières premières et les goulets d'étranglement dans les chaînes de production mondiales, ont conduit les banques centrales à

infléchir progressivement leurs discours dans le courant de l'année, ce qui s'est traduit par une remontée significative des rendements obligataires. Aux États-Unis, le taux des obligations d'État à 10 ans termine ainsi l'année au-dessus de 1,5%. Le mouvement a été moindre en Europe, le taux des obligations d'État allemandes à 10 ans demeurant toujours en territoire négatif à la fin de 2021 (-0,18%), et celui des obligations françaises proche de zéro (+0,2%).

Les investisseurs institutionnels dont les portefeuilles sont inférieurs à 2 Md€ ont une part d'obligations plus faible dans leurs portefeuilles (27,2%).

Répartition par classe de notation

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



C Source : Enquête Af21 2022

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR CLASSE DE NOTATION

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
<i>Investment Grade</i>	61,9%	1 480 902	95,5%
<i>Non Investment Grade / High Yield</i>	1,5%	36 752	2,4%
Non noté	1,3%	32 285	2,1%
TOTAL	64,8%	1 549 938	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

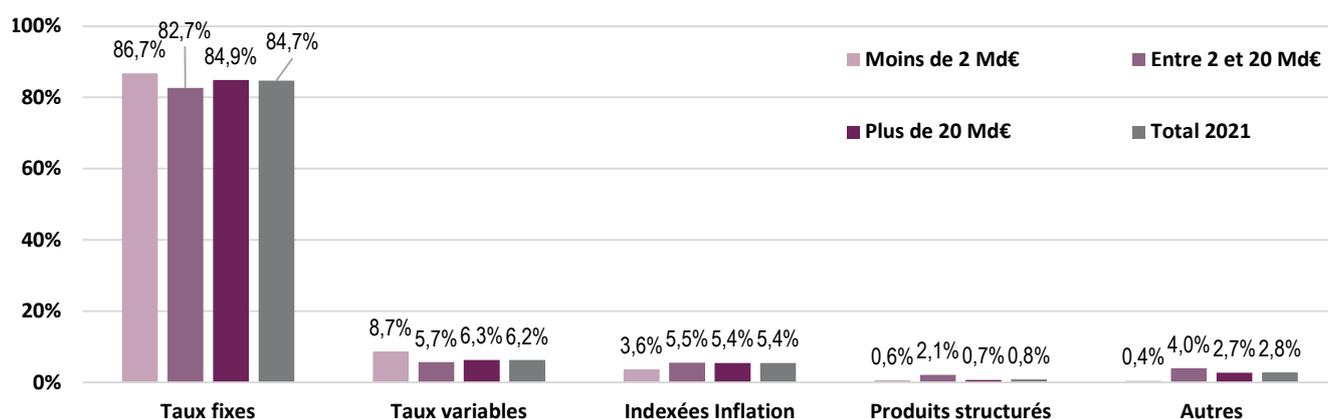
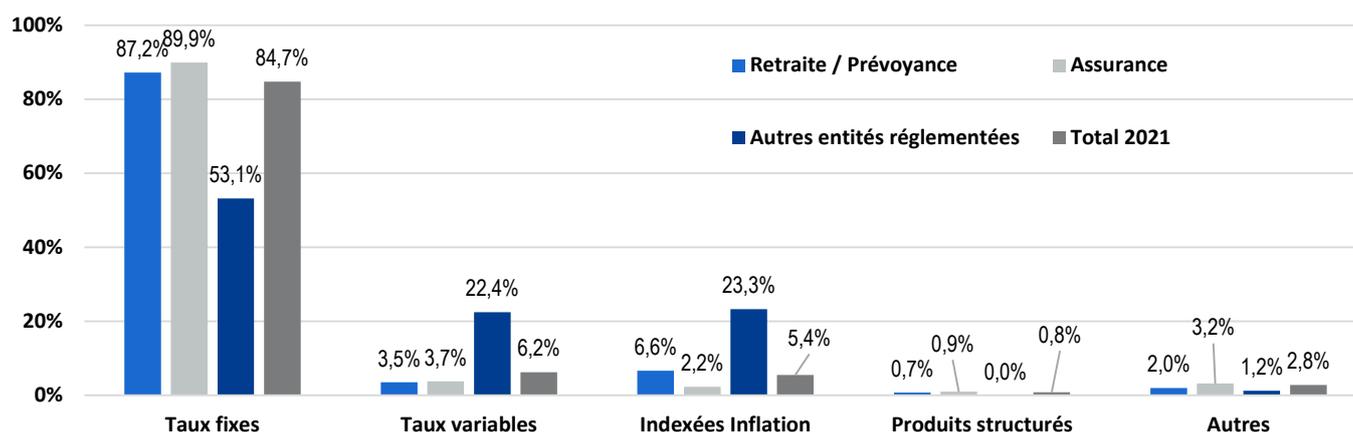
La classification des obligations retenue pour l'Enquête segmente les obligations entre les trois univers d'investissement : « *Investment Grade* », « *High Yield* » et « Non noté ».

Année après année, on observe très peu de modifications de la répartition des obligations détenues par les investisseurs institutionnels en portefeuille selon la notation. Les portefeuilles sont investis à plus de 95% en obligations *Investment Grade*. Comme l'année passée, les *High Yield* et non notés restent à des niveaux infé-

rieurs à 2,5% chacun. À noter que les données ci-dessus ne concernent que le portefeuille obligataire, au sens strict du terme, et n'intègrent pas les fonds de dettes privées, eux-mêmes quasi-exclusivement positionnés sur des sous-jacents non notés, et qui représentent désormais près de 5% des portefeuilles.

En 2021, les *spreads* sur le compartiment « *Investment Grade* » sont restés stables (+ 3 bps à 95 bps) alors que les *spreads* sur les dettes à rendement *High Yield* (- 40 bps à 318 bps) ont reflué.

Répartition par type de taux

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


C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE DE TAUX

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Taux fixes	54,9%	1 313 131	84,7%
Taux variables	4,0%	96 698	6,2%
Indexées Inflation	3,5%	84 331	5,4%
Produits structurés	0,5%	12 417	0,8%
Autres	1,8%	43 360	2,8%
TOTAL	64,8%	1 549 938	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

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

Toutefois, avec la remontée de l'inflation et des taux, on observe une hausse de 0,6 point de pourcentage de la part des obligations indexées sur l'inflation en moyenne et une hausse de 0,5 point de pourcentage de celle des obligations à taux variable. Cette tendance est amenée à se poursuivre, voire s'accélérer, en 2022. En janvier 2022, l'Agence France Trésor a annoncé le lancement d'une nouvelle OAT indexée sur l'inflation, l'OAT*€i* 0,10% 25 juillet 2053 avec un rendement réel à l'émission de -0,926%, soit le niveau de taux réel à l'émission le plus

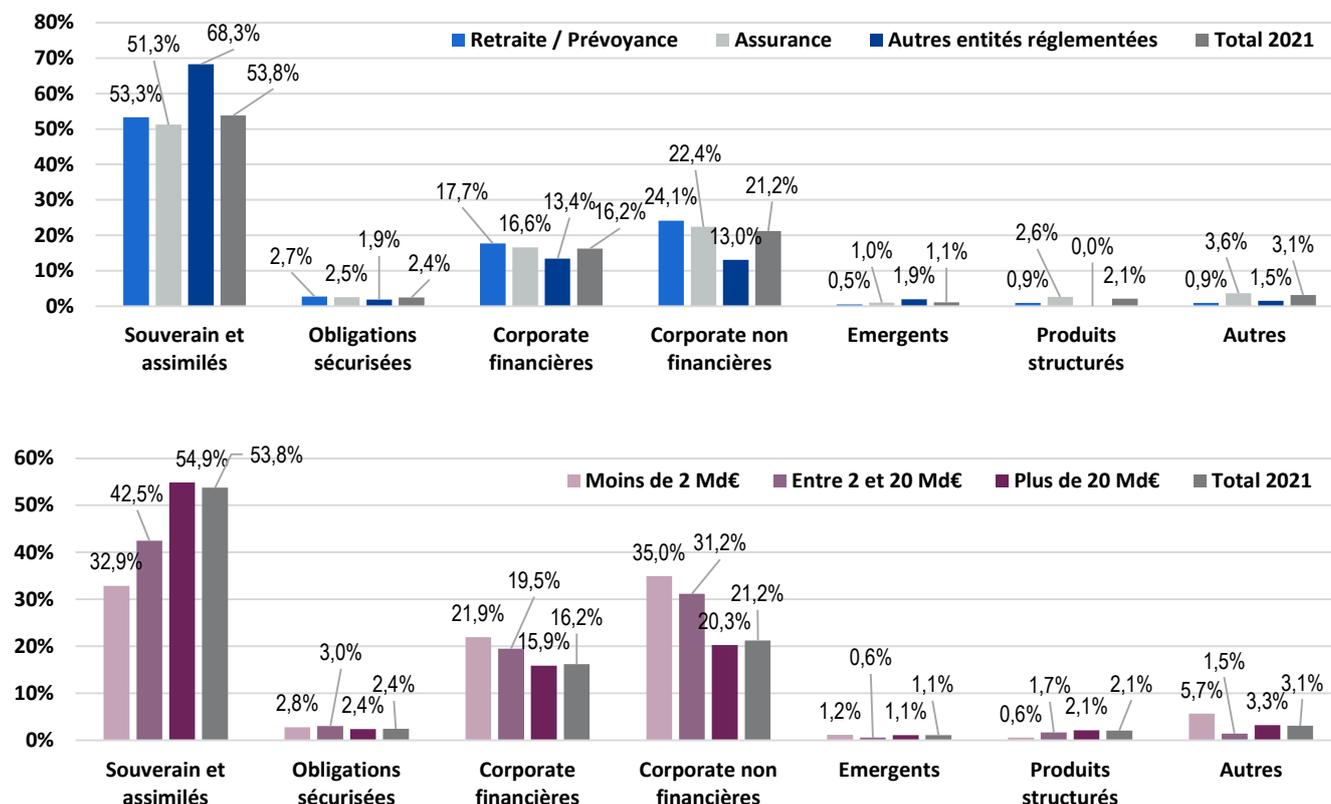
bas jamais observé lors du lancement par syndication d'OAT indexées sur l'inflation.

Taux variables et indexés sur l'inflation sont particulièrement recherchés des «Autres entités réglementées». Avec la reprise de l'inflation, ces outils pourront s'avérer particulièrement utiles, comme instruments de couverture, pour les structures amenées à verser des rentes indexées sur l'inflation.

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

Répartition par type de risque

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



C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR TYPE DE RISQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Souverain et assimilés	34,9%	833 883	53,8%
Obligations sécurisées	1,6%	37 955	2,4%
Corporate financières	10,5%	251 432	16,2%
Corporate non financières	13,8%	329 174	21,2%
Emergents	0,7%	17 014	1,1%
Produits structurés	1,4%	32 349	2,1%
Autres	2,0%	48 132	3,1%
TOTAL	64,8%	1 549 938	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

Malgré l'amorce d'une remontée des taux en 2021, on observe une légère baisse de la part des obligations souveraines et assimilées dans la classe d'actifs obligataires des investisseurs institutionnels français. En effet, cette dernière a baissé de 1,1 point de pourcentage en passant de 54,9% à 53,8%. Cependant les titres d'État continuent de représenter plus de la moitié des portefeuilles obligataires institutionnels à fin 2021.

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

Une part des obligations émises par des établissements financiers sont des titres subordonnés, qui offrent un différentiel de rendement par rapport aux dettes seniors, et proposent des maturités relativement longues.

La dette émergente peine à se développer dans les portefeuilles. Les investissements se font principalement via des fonds, dans la mesure où l'accès en lignes directes est complexe d'un point de vue opérationnel. Le différentiel de change est un frein supplémentaire, qui peut venir grever la performance du rendement obligataire, que l'on soit en devise locale, ou en équivalent en euros.

En outre, beaucoup d'investisseurs hésitent devant les incertitudes géopolitiques et les doutes en matière de gouvernance et de droits de l'homme de certains pays.

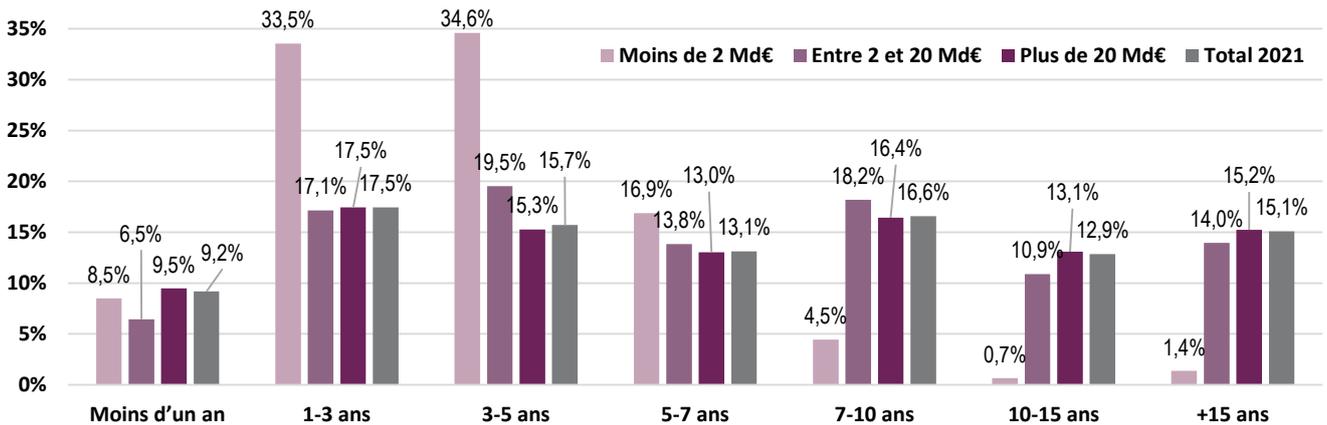
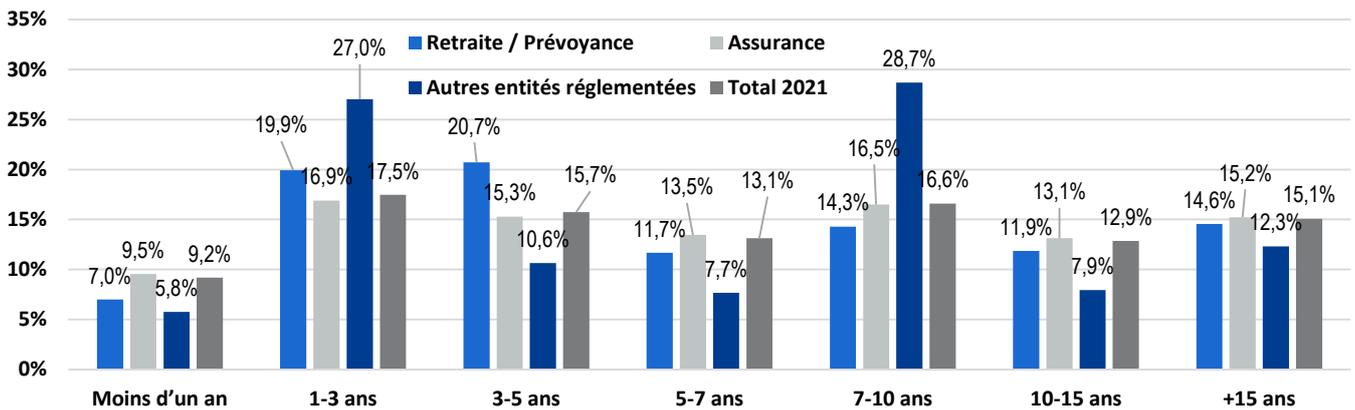
Plus les portefeuilles sont de taille significative, plus l'enjeu de liquidité des titres est important. Il n'est donc pas anormal de trouver une proportion supérieure à 50% de titres souverains chez les institutionnels gérant plus de 20 Md€ d'actifs.

Les portefeuilles de moins de 2 Md€ détiennent 35% d'émetteurs privés non financiers, soit légèrement plus que la part de titres souverains. C'est une prise de risque supplémentaire : les institutionnels concernés n'ayant le plus souvent pas d'équipes d'analystes crédit, cette gestion est déléguée, via des mandats ou des fonds, à des sociétés de gestion ayant la capacité de mesurer et de contrôler le risque crédit des émetteurs.

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

Répartition par maturité

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



C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS PAR MATURITÉ

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Moins d'un an	5,9%	142 245	9,2%
1-3 ans	11,3%	270 527	17,5%
3-5 ans	10,2%	243 760	15,7%
5-7 ans	8,5%	203 473	13,1%
7-10 ans	10,7%	256 899	16,6%
10-15 ans	8,3%	199 255	12,9%
+15 ans	9,8%	233 779	15,1%
TOTAL	64,8%	1 549 938	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

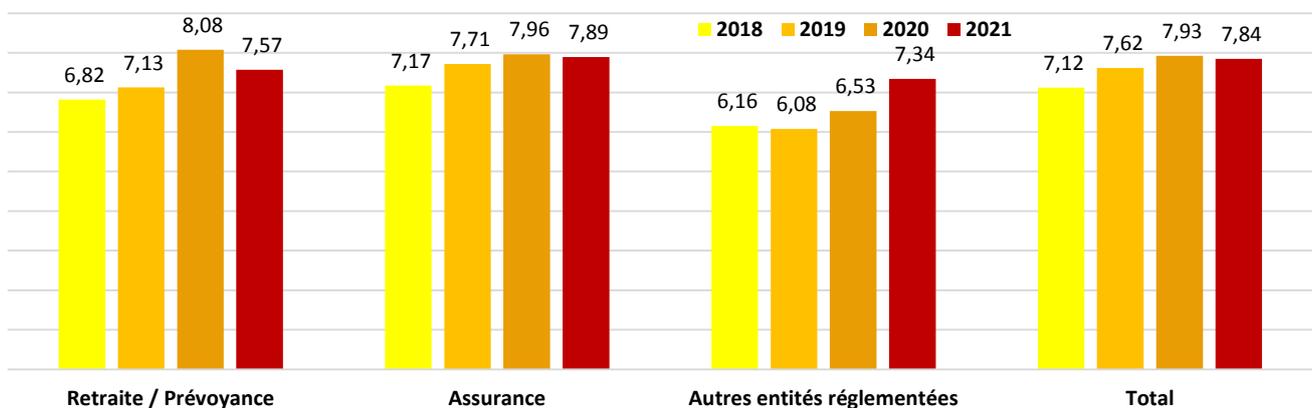
Pour la troisième année consécutive, on constate une hausse du poids des maturités supérieures à 15 ans. De moins de 9% en 2018, on est passé à 11,5% en 2019, 14,1% en 2020 et 15,1% en 2021. Cela s'explique par une recherche de rendement, qui a conduit à se positionner sur la partie la plus longue de la courbe.

À la recherche de rendement, s'ajoute également, pour certains acteurs en assurance vie et en épargne retraite supplémentaire, une recherche de durée : le différentiel entre la durée des actifs et celle des passifs ne cesse de s'écarter. Les titres au-delà de quinze ans sont principalement de deux natures : les emprunts d'État français ou allemand principalement, à taux fixe ou indexés sur l'inflation, sur lesquels on recherche des maturités à 30 ans, et même au-delà, sur des titres qui

demeurent aisément cessibles ; et dans une moindre mesure, les *green bonds*, certes peu liquides, mais qui cochent la case « investissements ESG ».

Les plus petits investisseurs institutionnels (portefeuilles de moins de 2 Md€) continuent de concentrer une part beaucoup plus importante de leurs encours obligataires sur des maturités courtes. En effet, ils détiennent plus des trois quarts (76,6%) des encours sur des maturités inférieures à 3 ans, contre 42,4% pour la moyenne des investisseurs institutionnels. C'est moins le refus d'une prise de risque que la réalité de leur modèle de gestion, et d'une adéquation entre durée des actifs et des passifs. On retrouve dans cette tranche de portefeuilles beaucoup d'acteurs de l'assurance santé, dont les passifs sont inférieurs à deux ans.

ÉVOLUTION DE LA MATURITÉ MOYENNE DES PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES (EN NOMBRE D'ANNÉES)



T Source : Enquête Af2i 2022

Par construction, les portefeuilles « Retraite / Prévoyance » sont plutôt exposés sur des maturités inférieures à cinq ans. C'est cette partie des actifs qui assure la liquidité en cas de choc. Toutefois, cette tendance s'atténue depuis deux ans. La maturité de leur portefeuille s'est allongée et les obligations de maturité inférieure à 5 ans représentent 41,8% de leur portefeuille, contre 48,2% deux ans plus tôt.

On observe, en 2021, une baisse de la maturité moyenne des portefeuilles des institutions de retraite/prévoyance après deux années de hausse consécutives.

Dans le cas des autres entités réglementées, le chiffre moyen cache de très grandes disparités, entre des institutionnels aux maturités très courtes, de type fondations ou fonds de dotation, et d'autres avec des maturités moyennes très longues, dans une logique d'investissement proche de celle des fonds de pension européens.

À titre de référence, rappelons que la dette de l'État français au 31 mars 2022 avait une durée de vie moyenne de 8 ans et 141 jours pour un encours de dette négociable s'élevant à 2 210 Md€ dont 151 Md€ à court terme (Source : Agence France Trésor).

Mouvements tactiques sur les obligations

RÉALISÉ EN 2021 - OBLIGATIONS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Vers les pays cœur de la zone euro	34%	47%	19%	Stable
Vers certains pays périphériques	23%	42%	35%	Stable
Vers des pays développés hors zone euro	20%	48%	32%	Baisse
Vers des pays émergents	45%	45%	10%	Stable
Vers actifs Autres	19%	44%	37%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

ATTENDU EN 2022 - OBLIGATIONS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Vers les pays cœur de la zone euro	13%	71%	16%	Stable
Vers certains pays périphériques	22%	74%	4%	Stable
Vers des pays développés hors zone euro	8%	76%	16%	Stable
Vers des pays émergents	10%	62%	28%	Stable
Vers actifs Autres	11%	67%	22%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

Comme les années passées, la tendance est clairement à la stabilité des allocations.

Ceci est conforté par une gestion en *buy-and-hold* de titres obligataires achetés il y a quelques années, et

sur lesquels on souhaite conserver le niveau de taux actuariel à l'achat, plus rémunérateur que les niveaux actuels, toutes choses étant égales par ailleurs.

Obligations convertibles

VALEUR DU PORTFEUILLE D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels	Retraite prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2021
Montant en M€	4 746	18 571	648	23 965

Selon la taille des portefeuilles	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2021
Montant en M€	213	4 290	19 462	23 965

Source : Enquête Af2i 2022

Après six années de hausses consécutives, on observe pour la première fois une baisse de l'encours des obligations convertibles détenues par les investisseurs institutionnels français. Ce dernier a baissé de 11,8%, passant de 27,2 Md€ en 2020 à 24 Md€ en 2021. Cette baisse est imputable aux institutions de retraite/prévoyance.

Chez les assureurs, qui détiennent plus des trois quarts des encours, les montants détenus ont continué de progresser (+4,9%). Les portefeuilles de plus de 20 Md€ portent plus de 80% des encours, ces portefeuilles étant majoritairement ceux des assureurs.

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

► Prêts et fonds de dette

VALEUR DES PRÊTS ET FONDS DE DETTE EN PORTEFEUILLE (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels	Retraite prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2021
Montant en M€	3 451	111 244	1 809	116 504

Selon la taille des portefeuilles	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2021
Montant en M€	264	6 747	109 493	116 504

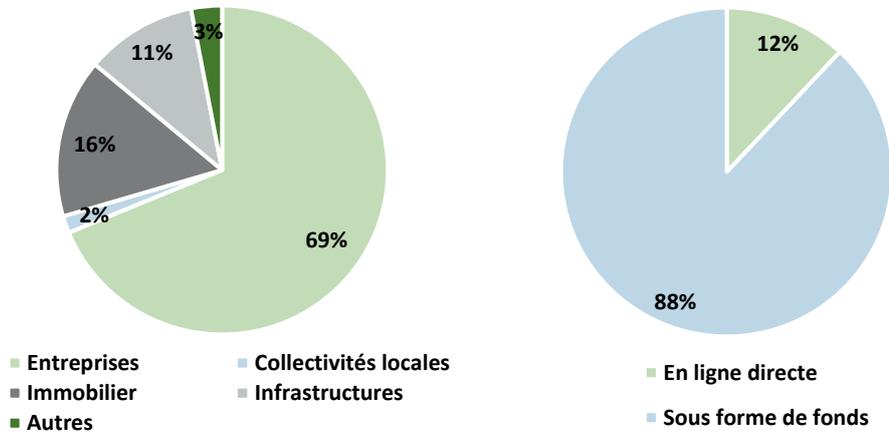
Source : Enquête Af2i 2022

Si la part dans le portefeuille global des investisseurs institutionnels français reste relativement faible, 71,4% des répondants à l'Enquête Af2i indiquent qu'ils investissent ou ont investi dans des prêts ou fonds de dette.

96% des encours sont détenus par les assureurs. Les statistiques de l'EIOPA (European Insurance and Occu-

pational Pensions Authority), qui compile les données des rapports sur la solvabilité et la situation financière de compagnies d'assurance et fonds de pension professionnels en Europe, font apparaître une hausse de 8% de l'encours de prêts dans le portefeuille financier des compagnies d'assurance françaises en 2021 (contre 17,8% en 2020).

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



M Source : Enquête Af2i 2022

L'intérêt pour les fonds de dette privée, annoncé dans les projets d'investissement depuis deux ans, se concrétise.

À 69%, il s'agit de prêts aux entreprises (contre 65% en 2020 et 56% en 2019). 88% des investissements se font sous forme de fonds, contre 79% à fin 2020.

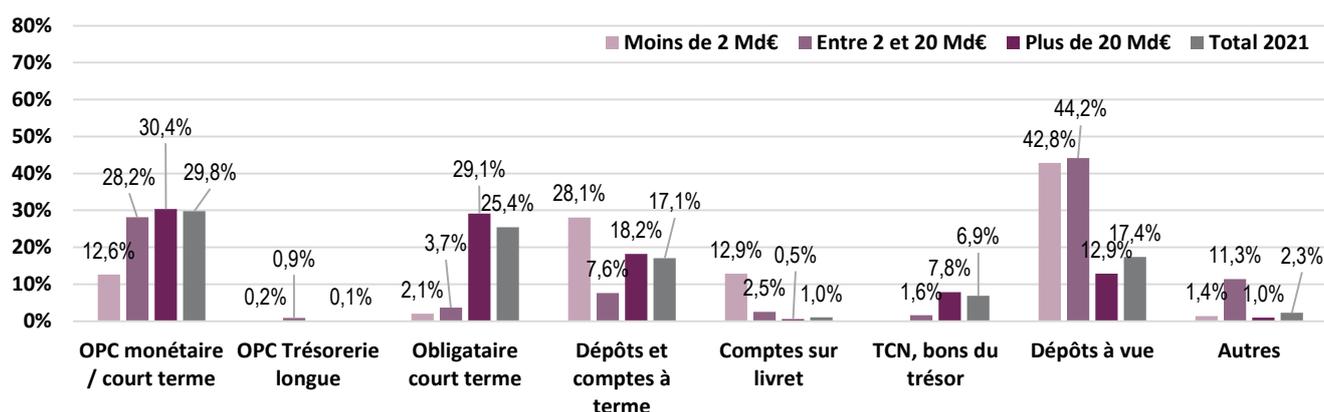
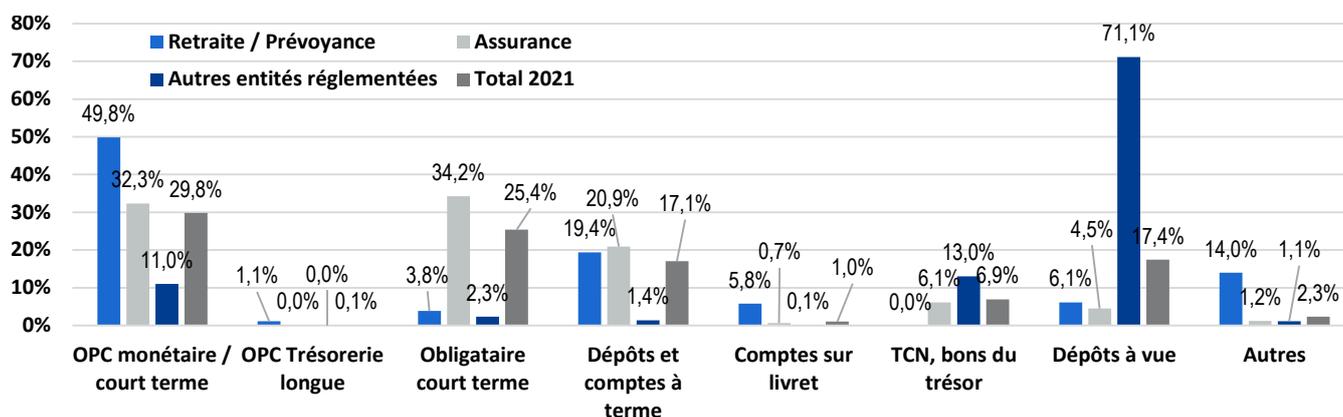
Le marché, tant sur les prêts aux entreprises, que sur la dette infrastructures ou immobilière, reste très technique. Le suivi des investissements nécessite à la fois une analyse crédit et financière des sociétés bénéficiaires de prêts, ou une compréhension technique du

projet d'infrastructure, mais également une connaissance juridique d'interprétation des *covenants*. Autre contrainte lourde pour un investisseur institutionnel, la documentation associée à un fonds de dette privée est importante et dense. En outre, le marché secondaire reste étroit, du fait de la jeunesse de la classe d'actifs, qui a moins de dix ans.

Autant de raisons pour lesquelles, afin de maîtriser leurs risques, les institutionnels privilégient dans leur grande majorité l'investissement via des fonds gérés par des équipes spécialisées.

Liquidités

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



C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DES ACTIFS DÉTENUS EN LIQUIDITÉ

Type d'actif	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
OPC monétaire / court terme	1,3%	30 006	29,8%
OPC Trésorerie longue	0,00%	118	0,1%
Obligataire court terme	1,1%	25 576	25,4%
Dépôts et comptes à terme	0,7%	17 169	17,1%
Comptes sur livret	0,04%	1 010	1,0%
TCN, bons du trésor	0,3%	6 948	6,9%
Dépôts à vue	0,7%	17 544	17,4%
TCN puttables	0,0%	0	0,0%
Autres	0,1%	2 323	2,3%
TOTAL	4,2%	100 693	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

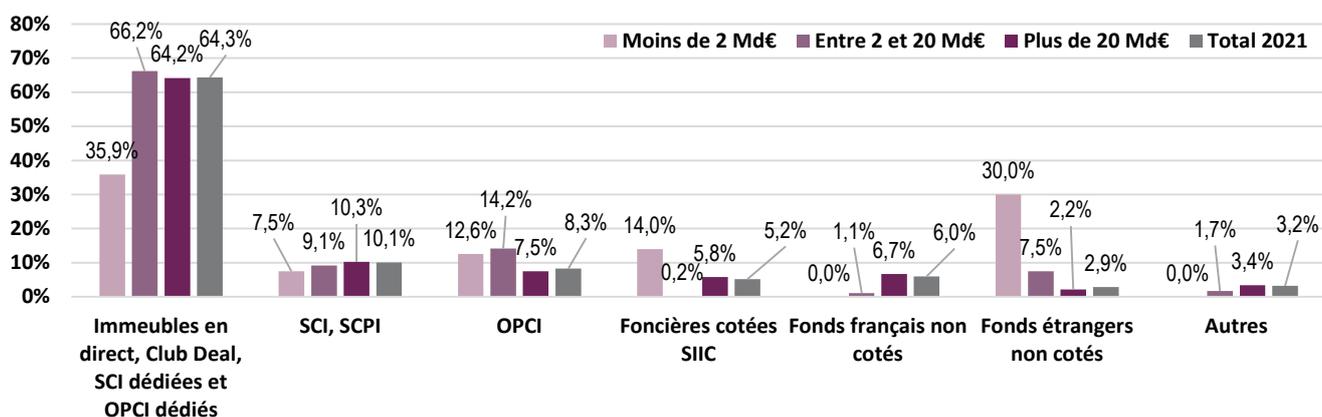
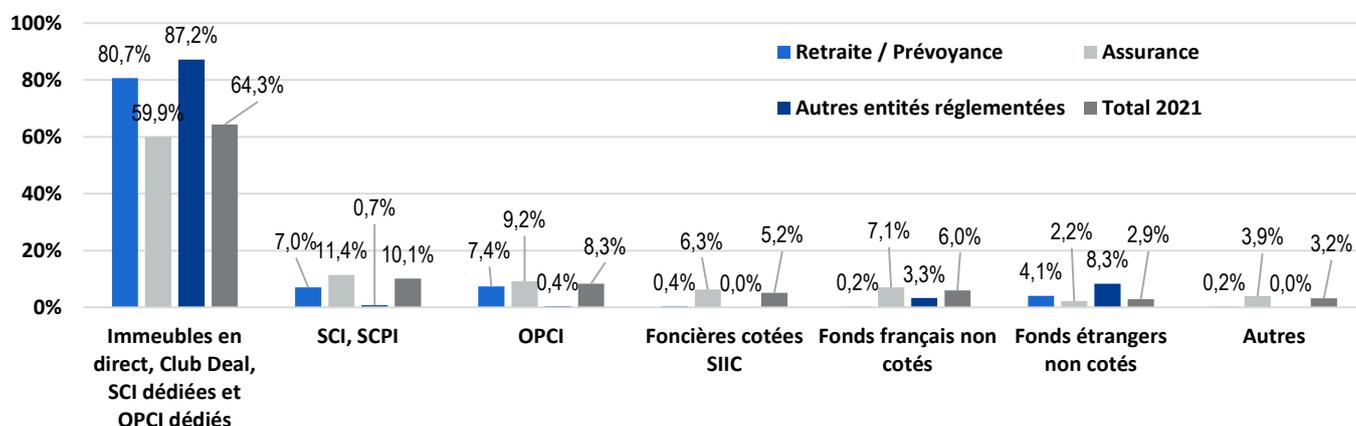
Malgré les incertitudes liées à la poursuite de la crise sanitaire en 2021, la part des liquidités dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français a été quasiment stable passant de 4,1% à 4,2%. Cependant, les institutions de retraite/prévoyance se distinguent avec une hausse en 2021 de 0,8 point de pourcentage après une hausse de 0,4 point de pourcentage en 2020.

Bien qu'elle ait baissé de 4,6 points de pourcentage en 2021, la proportion d'OPCVM monétaires reste significativement plus élevée pour les investisseurs de la famille « retraite – prévoyance ». Cela tient sans doute en grande partie à une recherche de liquidité totale des supports monétaires, au cours de deux années gouvernées par l'incertitude. Les caisses de retraite ont accepté des reports de cotisations, alors même qu'elles ont honoré le versement des pensions.

Immobilier

Répartition par type

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



C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR TYPE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées et OPCI dédiés	4,2%	100 560	64,3%
SCI, SCPI	0,7%	15 822	10,1%
OPCI	0,5%	12 989	8,3%
Foncières cotées SIIC	0,3%	8 082	5,2%
Fonds français non cotés	0,4%	9 392	6,0%
Fonds étrangers non cotés	0,2%	4 505	2,9%
Autres	0,2%	5 003	3,2%
TOTAL	6,5%	156 353	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

Dans un contexte de reprise du marché de l'immobilier en France, aussi bien au niveau des volumes de transactions que des prix, et après une année 2020 fortement marquée par la crise sanitaire, le montant total des investissements immobiliers des investisseurs institutionnels français a augmenté de 9,3% en 2021 pour atteindre 156 Md€. Plus de 80% du montant total de ces investissements restent concentrés chez les assureurs.

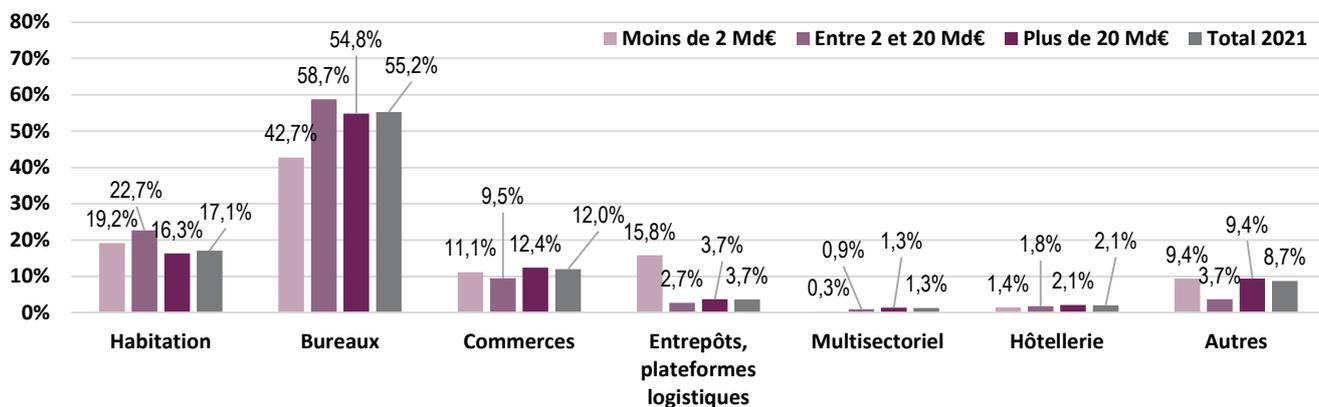
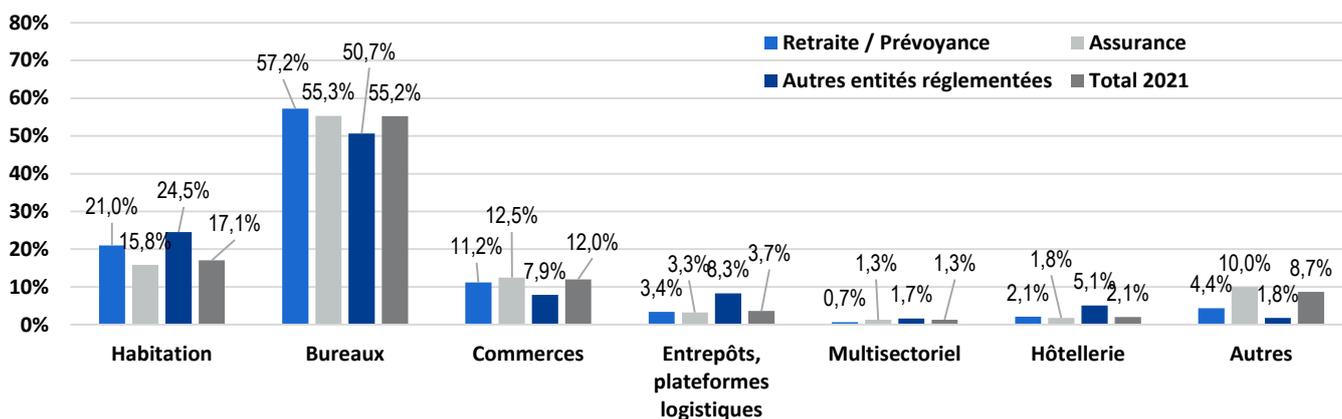
Quelle que soit la famille institutionnelle et la taille de portefeuille, les actifs immobiliers restent très majoritairement détenus en direct ou sous forme de véhicules dédiés.

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

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

Répartition par segment

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



C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR SEGMENT

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Habitation	1,1%	26 708	17,1%
Bureaux	3,6%	86 336	55,2%
Commerces	0,8%	18 785	12,0%
Entrepôts, plateformes logistiques	0,2%	5 707	3,7%
Multisectoriel	0,1%	2 017	1,3%
Hôtellerie	0,1%	3 214	2,1%
Autres	0,6%	13 586	8,7%
TOTAL	6,5%	156 353	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

Malgré une baisse de 4 points de pourcentage en 2021, l'immobilier de bureaux continue de concentrer plus de la moitié des actifs immobiliers (55,2%). Le secteur est très probablement affecté par le développement du télétravail qui s'est accéléré avec la crise sanitaire.

Le poids de l'immobilier de logement évolue peu (17,1% contre 17,5% en 2020) et reste nettement plus élevé pour les autres entités réglementées.

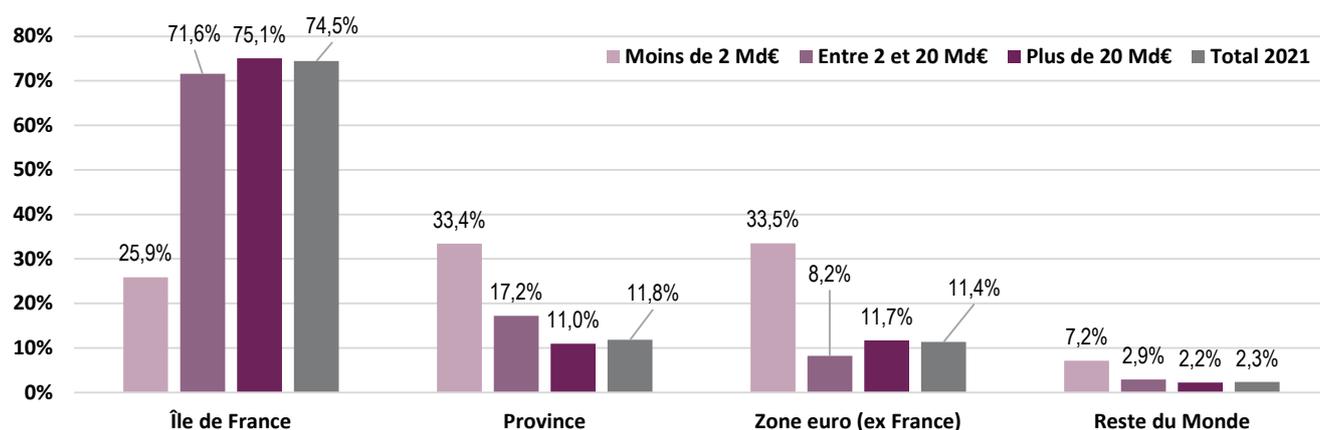
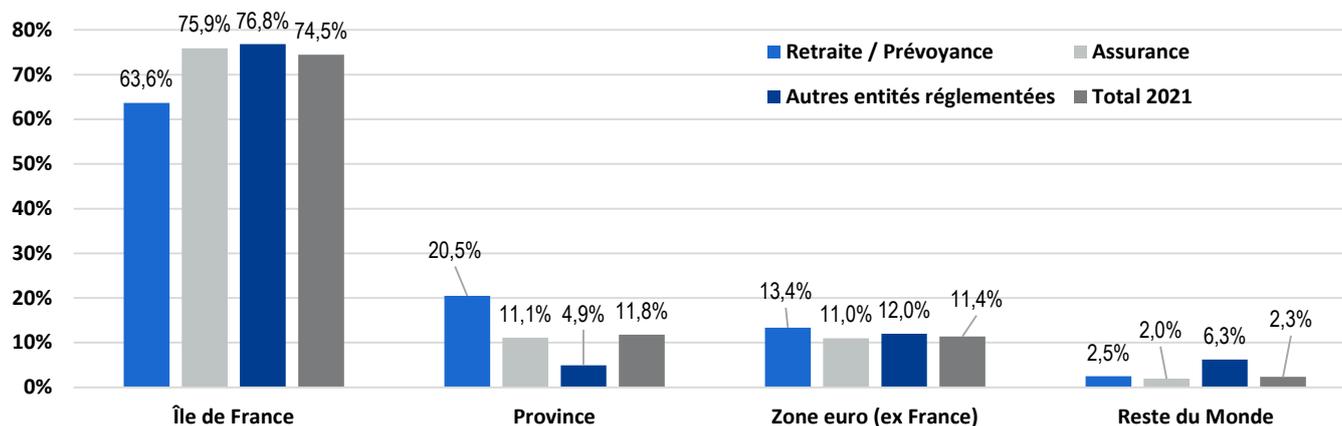
La part de l'immobilier d'hôtellerie, avait diminué de manière significative en 2020 avec la crise sanitaire en passant de 3,2% à 1,8%. Elle remonte progressivement en 2021 pour atteindre 2,1%, mais reste relativement faible.

Une étude récente de l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncier (IEIF)⁽¹⁾ met en évidence le fait que l'immobi-

lier présente un couple rendement-risque attractif par rapport aux autres classes d'actifs que sont les actions et les obligations et se positionne à mi-chemin entre ces deux classes d'actifs. Il ressort par ailleurs de l'étude que les classements des performances par secteur diffèrent selon les périodes observées. Sur 5 ans et 10 ans, les locaux industriels, dont la part dans le portefeuille immobilier des membres de l'Af2i a augmenté de 0,8 point de pourcentage en 2021, présentent des performances particulièrement élevées. Les bureaux arrivent ensuite derrière les locaux industriels sur 10 ans. Sur 20 ans, les commerces sont nettement en haut du classement. Enfin, sur longue période (30 ans), le logement est particulièrement performant et distance les autres classes d'actifs immobiliers.

(1) Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF) « 40 ans de performances comparées – 1981-2021 », édition 2022.
<https://www.ieif.fr/wp-content/uploads/2022/05/IEIF-2022-05-11-CP-40-ans-de%20performances-comparees-1981-2021.pdf>

Répartition par zone géographique

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


C Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION DE L'IMMOBILIER PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Île-de-France	4,9%	116 445	74,5%
Province	0,8%	18 479	11,8%
Zone euro (ex France)	0,7%	17 771	11,4%
Reste du Monde	0,2%	3 658	2,3%
TOTAL	6,5%	156 353	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

Après une année 2020 très fortement affectée par la crise sanitaire, l'année 2021 a été une année immobilière dynamique selon les notaires de France. Depuis le 4^e trimestre 2020, le volume annuel de transactions est en hausse, après la décrue survenue entre fin 2019 et le 3^e trimestre 2020. Si l'on se réfère à l'année 2019, 2020 étant une année exceptionnelle compte-tenu de l'arrêt quasi total de la chaîne de l'immobilier pendant plusieurs semaines, la hausse serait de 14,5% (1 198 000 transactions sur 12 mois en octobre 2021 vs. 1 046 000 en 2019).

Malgré une légère baisse en 2021 (-0,6 point de pourcentage), les investissements restent très concentrés, sur l'Île-de-France (74,5%).

Le mouvement de décentralisation anticipé après la crise sanitaire, aussi bien pour l'immobilier de bureaux

que pour l'immobilier de logement, n'a pas eu d'impact significatif sur les investissements des investisseurs institutionnels dans l'immobilier de province. En effet la part de ces derniers dans le montant total des investissements immobiliers reste en 2021 à son niveau d'avant-crise (11,8%). Pourtant, on observait bien à fin octobre 2021, une hausse des prix de l'immobilier plus prononcée en province (+7,5% pour les appartements anciens et +9,4% pour les maisons anciennes) qu'en Île-de-France (+2,5% pour les appartements anciens et +7% pour les maisons anciennes).

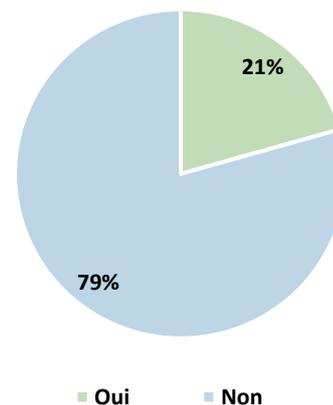
Les investissements dans la zone euro, hors de France, représentent 11,4% du total, et sont majoritairement positionnés sur de l'immobilier de bureau dans des villes clairement identifiées, comme Barcelone, Madrid, Milan, Munich, Berlin et Amsterdam.

Immobilier : endettement et produits structurés

En 2021, comme depuis deux ans, 79% des répondants ont déclaré ne pas être favorables à introduire une part d'endettement dans leur immobilier. Pour mémoire, quand elle est mise en œuvre, celle-ci est souvent limitée au nécessaire levier de financement dans les OPCI... que beaucoup veulent voir plafonné à 40%.

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

ÊTES-VOUS FAVORABLE À INTRODUIRE UNE PART D'ENDETTEMENT DANS VOTRE POCHE IMMOBILIER ?



M Source : Enquête Af2i 2022

Gestions alternatives

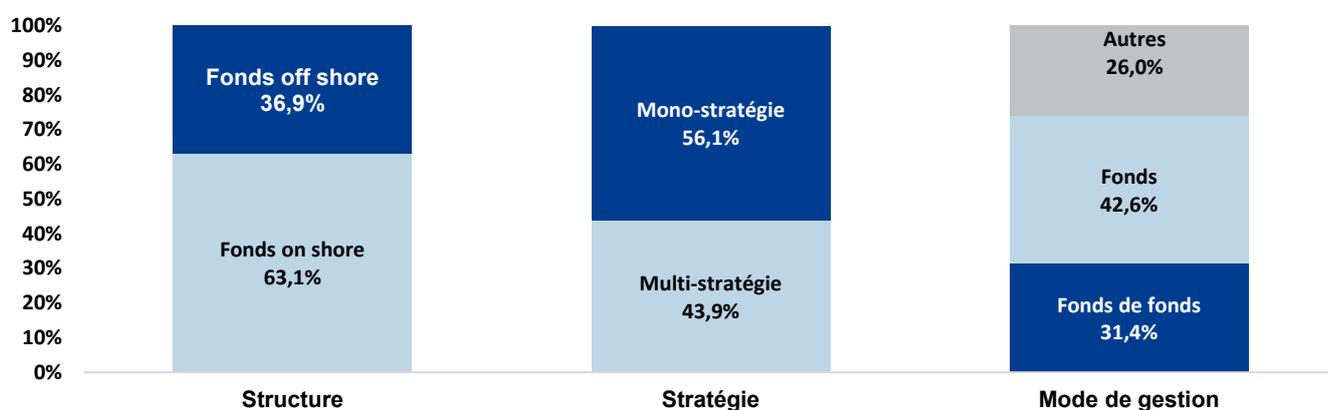
VALEUR DU PORTFEUILLE DE PRODUITS DE GESTION ALTERNATIVE (EN M€)

Selon la famille d'institutionnels	Retraite prévoyance	Assurance	Autres entités réglementées	Total 2021
Montant en M€	943	4 104	290	5 337

Selon la taille des portefeuilles	Moins de 2 Md€	Entre 2 et 20 Md€	Plus de 20 Md€	Total 2021
Montant en M€	265	1 566	3 506	5 337

Source : Enquête Af2i 2022

GESTION ALTERNATIVE PAR SUPPORT DE GESTION



M Source : Enquête Af2i 2022

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

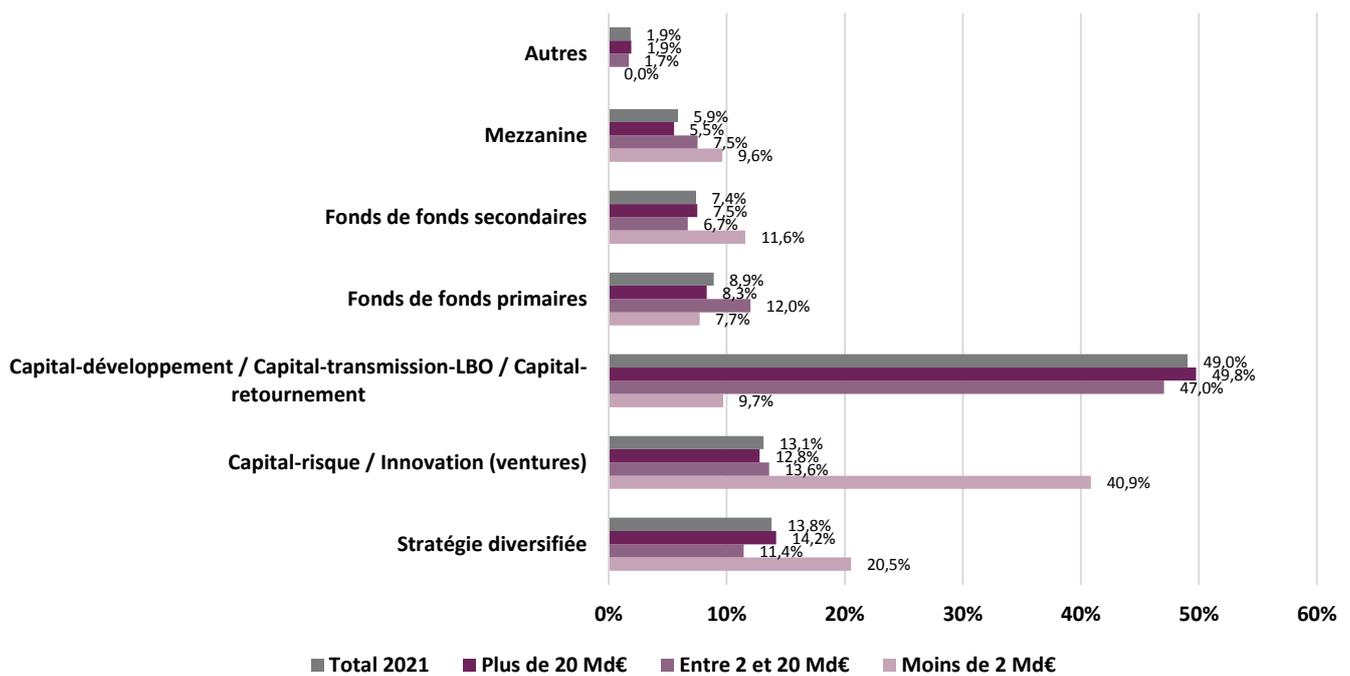
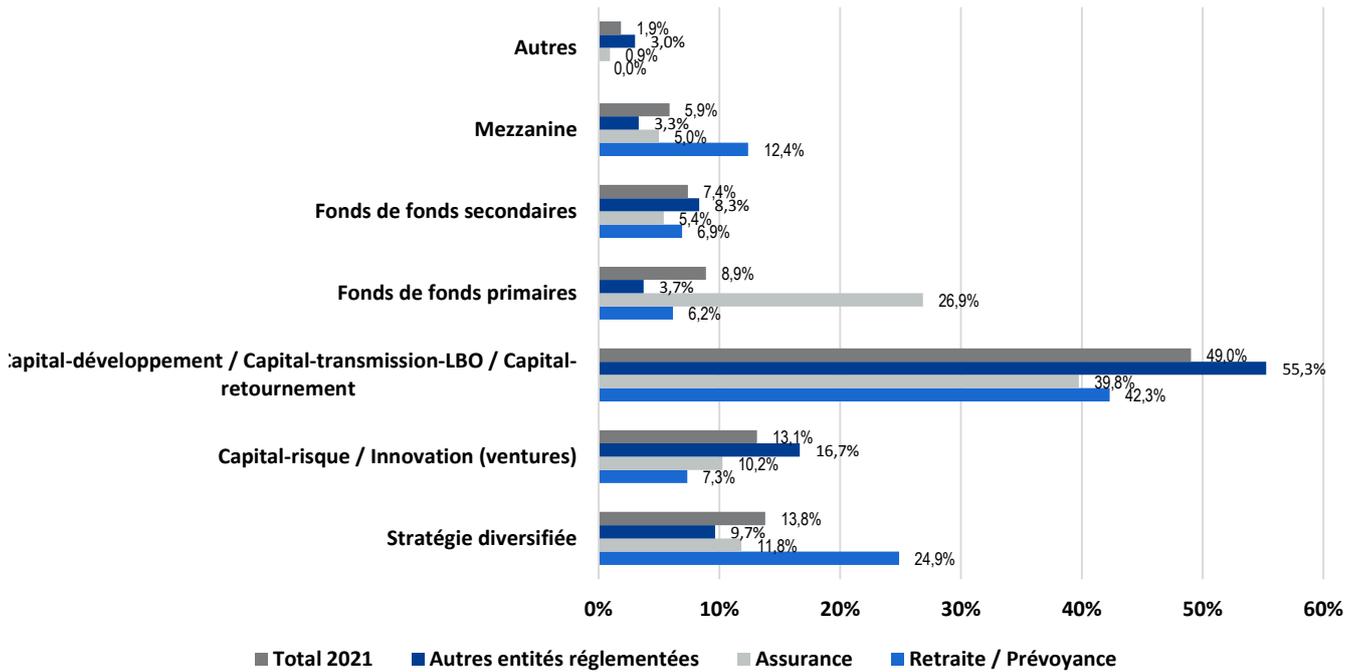
La part de fonds off-shore continue de baisser, les institutionnels privilégiant désormais les fonds on shore, qui sont pour l'essentiel des structures FIA. En 2021, cette dernière baisse de plus de 10 points de pourcentage, passant de 47,9% à 36,9%.

Les fonds multi-stratégies se maintiennent à un niveau supérieur à 40% des encours et leur part augmente de 3,8 points de pourcentage pour atteindre 43,9%. Les institutionnels privilégient ceux qui ont défini un niveau maximum de *draw-down*.

Le poids des fonds de fonds baisse de 2,7 points de pourcentage. Les institutionnels les utilisent principalement pour conserver une poche de gestion alternative, avec un niveau de volatilité constant.

Capital-investissement

RÉPARTITION DES ACTIFS DE CAPITAL INVESTISSEMENT DANS LES PORTEFEUILLES PAR STRATÉGIE SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (PART DANS LA CLASSE D'ACTIFS EN %)



Source : Enquête Af2i 2022

CAPITAL-INVESTISSEMENT PAR STRATÉGIE

	Part dans les actifs totaux	Montant en M€	Part dans la classe d'actifs
Stratégie diversifiée	0,21%	5 099	13,8%
Capital-risque / Innovation (ventures)	0,20%	4 846	13,1%
Capital-développement / Capital-transmission-LBO / Capital-retournement	0,76%	18 113	49,0%
Fonds de fonds primaires	0,14%	3 284	8,9%
Fonds de fonds secondaires	0,11%	2 735	7,4%
Mezzanine	0,09%	2 167	5,9%
Autres	0,03%	689	1,9%
TOTAL	1,54%	36 933	100,0%

Source : Enquête Af2i 2022

Les fonds de capital-investissement continuent de jouer pleinement leur rôle de soutien à l'économie française. Comme le souligne EY dans son baromètre annuel du capital risque, 2021 restera probablement l'année de l'accélération de la *FrenchTech*. Tous les records ont été battus, tant en nombre d'opérations qu'en montants levés. À travers 784 opérations, les entreprises innovantes françaises ont levé 11,6 milliards d'euros auprès des investisseurs, soit une augmentation de 26% en volume et de 115% en valeur par rapport à 2020. Par ailleurs, 12 nouvelles licornes françaises ont vu le jour en 2021. C'est le secteur des services Internet qui continue de concentrer les montants d'investissements les plus importants, suivi cette année par les *Fintechs*.

Les investisseurs institutionnels, en tant qu'investisseurs de long terme, ont répondu présents sur l'investissement en capitaux propres pour accompagner et refinancer leurs participations, et pour permettre à des entreprises familiales et à des start-ups de financer leurs projets.

En effet, on note en 2021, une hausse importante des investissements des investisseurs institutionnels français dans le non coté via les outils de capital investissement. Ces derniers sont en hausse de 33% par rapport à 2020 pour atteindre 37 Md€. Ce taux de croissance est en ligne avec les statistiques de l'EIOPA, qui font apparaître un taux de croissance de 34% des placements des assureurs français dans des fonds de capital investissement en 2021. Pour mémoire, les trois quarts des placements des investisseurs institutionnels français sont concentrés chez les assureurs.

Le montant total des investissements dans des fonds de capital-investissement des assureurs français (29,6 Md€) est plus de deux fois et demie supérieur à ce qu'on peut observer en Allemagne (11,7 Md€) et plus de sept fois supérieur au montant italien (4 Md€). Ce montant reste cependant bien inférieur au montant total des investissements en capital-investissement des fonds de pension professionnels néerlandais (70 Md€).



04. Perspectives 2022

04. Perspectives 2022

► Allocation stratégique globale

Note méthodologique

Cette première question a été renseignée par 46 répondants, ce qui représente un taux de réponse égal à 73% en nombre de répondants. Les actifs gérés par ces 46 répondants représentent 55% du montant total des actifs gérés par l'ensemble des répondants de l'Enquête.

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

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

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

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

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance	Totaux actifs en M€
Actions	33%	54%	14%	Stable	309 977
Participations	0%	66%	34%	Stable	44 850
Obligations	24%	50%	26%	Stable	1 549 938
Convertibles	24%	65%	11%	Stable	23 965
Prêts	2%	63%	35%	Stable	116 504
Liquidités	42%	42%	16%	Baisse	100 693
Immobilier	12%	60%	29%	Stable	156 353
Infrastructures	0%	37%	63%	Hausse	26 300
Gestions alternatives	34%	41%	25%	Stable	5 337
Capital-Investissement	2%	57%	41%	Stable	36 933

Source : Enquête Af2i 2022

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Indice tendance	Totaux actifs en M€
Actions	7%	78%	14%	Stable	309 977
Participations	0%	75%	25%	Stable	44 850
Obligations	25%	62%	13%	Stable	1 549 938
Convertibles	23%	60%	16%	Stable	23 965
Prêts	3%	67%	30%	Stable	116 504
Liquidités	38%	58%	4%	Stable	100 693
Immobilier	6%	53%	42%	Stable	156 353
Infrastructures	0%	37%	63%	Hausse	26 300
Gestions alternatives	16%	56%	28%	Stable	5 337
Capital-Investissement	1%	44%	55%	Hausse	36 933

Source : Enquête Af2i 2022

Malgré un contexte particulier sur les marchés financiers à l'heure où les membres de l'Af2i ont été sollicités pour répondre à l'Enquête, avec le conflit en Ukraine, la remontée de l'inflation et une anticipation de remontée des taux, les perspectives d'évolution de la composition des placements des investisseurs institutionnels évoluent peu, comme les années précédentes. Cette stabilité est même encore plus marquée qu'en 2020.

En effet, en tenant compte de la taille des actifs gérés, c'est-à-dire sur le deuxième tableau ci-dessus (en proportion des actifs gérés), seules deux classes d'actifs ressortent avec un indice de tendance à la hausse, à

savoir les infrastructures et le capital investissement. Toutefois, même si cela fait plusieurs années que nous pouvons constater une certaine montée en puissance de ces deux classes d'actifs dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français, leur poids dans le portefeuille global reste relativement modeste (1,5% pour le capital-investissement et 1,1% pour les infrastructures).

Au cours des sept dernières années, la part du capital-investissement dans le portefeuille des investisseurs institutionnels français n'a cessé d'augmenter jusqu'à doubler, passant de 0,7% en 2014 à 1,5% en 2021.

Allocation stratégique globale par famille d'investisseurs

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - RETRAITE / PRÉVOYANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	31%	48%	21%	Stable
Participations	0%	79%	21%	Stable
Obligations	22%	33%	45%	Hausse
Convertibles	0%	77%	23%	Stable
Prêts	0%	21%	79%	Hausse
Liquidités	31%	69%	0%	Stable
Immobilier	27%	52%	21%	Stable
Infrastructures	0%	12%	88%	Hausse
Gestions alternatives	22%	62%	16%	Stable
Capital-Investissement	7%	85%	8%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - RETRAITE / PRÉVOYANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	6%	74%	19%	Stable
Participations	0%	64%	36%	Stable
Obligations	17%	38%	45%	Hausse
Convertibles	0%	62%	38%	Stable
Prêts	0%	17%	83%	Hausse
Liquidités	5%	95%	0%	Stable
Immobilier	19%	20%	61%	Hausse
Infrastructures	0%	1%	99%	Hausse
Gestions alternatives	5%	47%	48%	Hausse
Capital-Investissement	3%	53%	45%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

Les institutions de retraite et de prévoyance semblent plus enclines à augmenter leur exposition sur une gamme plus large d'actifs. Comme les autres investisseurs institutionnels, elles indiquent vouloir augmenter la part d'infrastructures dans le portefeuille, mais aussi celle de l'immobilier et des prêts et dans une moindre mesure des obligations et produits de gestions alterna-

tives. Ces derniers représentent toutefois une part toujours marginale de leurs portefeuilles (0,4%).

Comme l'année passée, c'est la volonté d'accroître encore la part des prêts dans leur portefeuille qui ressort le plus, cette année, pour pour les institutions de retraite et de prévoyance.

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - ASSURANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	25%	50%	25%	Stable
Participations	0%	78%	22%	Stable
Obligations	17%	35%	48%	Hausse
Convertibles	9%	62%	29%	Stable
Prêts	0%	77%	23%	Stable
Liquidités	45%	55%	0%	Stable
Immobilier	1%	14%	85%	Hausse
Infrastructures	0%	80%	20%	Stable
Gestions alternatives	8%	91%	1%	Stable
Capital-Investissement	7%	43%	49%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2022

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - ASSURANCE - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	5%	85%	10%	Stable
Participations	0%	64%	36%	Stable
Obligations	27%	34%	39%	Hausse
Convertibles	3%	57%	40%	Stable
Prêts	0%	70%	30%	Stable
Liquidités	22%	78%	0%	Stable
Immobilier	1%	8%	91%	Hausse
Infrastructures	0%	79%	21%	Stable
Gestions alternatives	1%	97%	1%	Stable
Capital-Investissement	2%	17%	81%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2022

Notamment en partie à cause des contraintes réglementaires, on observe comme les années précédentes une stabilité des intentions de placements des assureurs.

Toutefois, on note depuis plusieurs années une volonté prononcée d'accroître les placements en produits de capital investissement. Cette année, la part de l'immobilier ressort également avec une tendance à la hausse.

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	14%	63%	23%	Stable
Participations	0%	77%	23%	Stable
Obligations	27%	65%	9%	Stable
Convertibles	17%	52%	31%	Stable
Prêts	0%	34%	66%	Hausse
Liquidités	61%	30%	9%	Baisse
Immobilier	5%	68%	27%	Stable
Infrastructures	0%	65%	35%	Stable
Gestions alternatives	68%	32%	0%	Baisse
Capital-Investissement	7%	35%	58%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2022

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Actions	1%	89%	9%	Stable
Participations	0%	75%	25%	Stable
Obligations	16%	77%	7%	Stable
Convertibles	4%	37%	59%	Hausse
Prêts	0%	8%	92%	Hausse
Liquidités	5%	95%	0%	Stable
Immobilier	1%	24%	75%	Hausse
Infrastructures	0%	40%	60%	Hausse
Gestions alternatives	9%	91%	0%	Stable
Capital-Investissement	4%	9%	88%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2022

L'échantillon des « Autres entités réglementées » est assez hétérogène. Il est toutefois intéressant de noter la forte proportion de répondants, dans cette catégorie,

qui ont déclaré, cette année, vouloir augmenter la part des prêts et produits de capital-investissement dans leur portefeuille.

► Actions (perspectives d'évolution dans les allocations)

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

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Zone euro	22%	69%	9%	Stable
Europe occidentale hors zone euro	22%	63%	15%	Stable
Amérique du Nord	12%	55%	33%	Stable
Japon	10%	64%	26%	Stable
Asie-Pacifique hors Japon	17%	70%	13%	Stable
Marchés émergents	28%	62%	10%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

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

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Zone euro	16%	83%	1%	Stable
Europe occidentale hors zone euro	10%	85%	5%	Stable
Amérique du Nord	6%	46%	47%	Hausse
Japon	0%	72%	28%	Stable
Asie-Pacifique hors Japon	36%	52%	12%	Stable
Marchés émergents	6%	93%	1%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

Comme nous l'avons rappelé précédemment, l'année 2021 a globalement été marquée par une performance très forte des marchés actions, avec une surperformance des marchés américains et européens et une sous-performance marquée des pays émergents et du Japon. Aussi, il n'est pas étonnant de constater une volonté des

investisseurs institutionnels français d'accentuer leur exposition sur les actions américaines, même si cette dernière est peu marquée. Néanmoins, sur les autres régions, on observe une grande stabilité des perspectives d'évolution dans les allocations.

► Obligations (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - OBLIGATIONS - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
<i>Investment Grade</i>	19%	64%	18%	Stable
<i>Non Investment Grade / High Yield</i>	36%	42%	22%	Stable
Non noté	3%	66%	31%	Stable
Taux fixes	13%	71%	17%	Stable
Taux variables	13%	64%	23%	Stable
Indexées Inflation	0%	58%	42%	Stable
Produits structurés	46%	54%	0%	Stable
Souverain et assimilés	18%	67%	16%	Stable
Obligations sécurisées	43%	50%	6%	Stable
Corporate financières	18%	59%	24%	Stable
Corporate non financières	6%	63%	31%	Stable
Emergents	0%	100%	0%	Stable
Produits structurés	2%	90%	8%	Stable
Moins d'un an	23%	71%	6%	Stable
1-3 ans	18%	67%	14%	Stable
3-5 ans	17%	73%	10%	Stable
5-7 ans	12%	68%	20%	Stable
7-10 ans	9%	67%	24%	Stable
10-15 ans	1%	75%	24%	Stable
+15 ans	10%	54%	37%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

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

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
<i>Investment Grade</i>	2%	82%	16%	Stable
<i>Non Investment Grade / High Yield</i>	10%	83%	7%	Stable
Non noté	2%	85%	13%	Stable
Taux fixes	16%	68%	16%	Stable
Taux variables	5%	84%	11%	Stable
Indexées Inflation	0%	89%	11%	Stable
Produits structurés	27%	73%	0%	Stable
Souverain et assimilés	8%	85%	7%	Stable
Obligations sécurisées	30%	66%	4%	Stable
Corporate financières	4%	70%	26%	Stable
Corporate non financières	8%	68%	24%	Stable
Emergents	0%	100%	0%	Stable
Produits structurés	4%	62%	34%	Stable
Moins d'un an	33%	66%	0%	Stable
1-3 ans	18%	74%	8%	Stable
3-5 ans	2%	91%	7%	Stable
5-7 ans	1%	87%	11%	Stable
7-10 ans	3%	60%	37%	Stable
10-15 ans	0%	68%	32%	Stable
+15 ans	2%	45%	53%	Hausse

Source : Enquête Af2i 2022

On observe une forte stabilité des perspectives d'évolution sur la composition des portefeuilles obligataires.

► Liquidités (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - MONÉTAIRE - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
OPC monétaire / court terme	23%	68%	8%	Stable
OPC Trésorerie longue	0%	86%	14%	Stable
Obligataire court terme	0%	100%	0%	Stable
Dépôts et comptes à terme	33%	62%	4%	Stable
Comptes sur livret	12%	70%	19%	Stable
TCN, bons du trésor	0%	89%	11%	Stable
Dépôts à vue	19%	60%	21%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - MONÉTAIRE - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
OPC monétaire / court terme	26%	74%	1%	Stable
OPC Trésorerie longue	0%	98%	2%	Stable
Obligataire court terme	0%	100%	0%	Stable
Dépôts et comptes à terme	26%	74%	0%	Stable
Comptes sur livret	13%	85%	2%	Stable
TCN, bons du trésor	0%	39%	61%	Hausse
Dépôts à vue	11%	79%	10%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

En vue d'une sortie de crise sanitaire, quelques investisseurs ont prévu de réduire la part de liquidités dans leurs allocations, notamment sur les OPC monétaires, dépôts, comptes à terme et comptes sur livret. Cependant, pour la majorité des investisseurs, les perspectives d'évolution restent stables.

Le pourcentage de hausse observé en proportion d'actifs sur les TCN et bons du trésor n'est pas fiable, étant donné la faible représentativité des réponses en montants d'actifs gérés sur cette classe d'actifs.

Immobilier (perspectives d'évolution dans les allocations)

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - IMMOBILIER - CLASSES D'ACTIFS (EN MOYENNE DES RÉPONDANTS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées	8%	55%	37%	Stable
SCI, SCPI	11%	85%	4%	Stable
OPCI	2%	92%	6%	Stable
Foncières cotées SIIC	3%	97%	0%	Stable
Fonds FR non cotés	0%	53%	47%	Stable
Fonds étrangers non cotés	0%	91%	9%	Stable
Habitations	11%	62%	27%	Stable
Bureaux	25%	63%	12%	Stable
Commerces	33%	67%	0%	Stable
Entrepôts, plateformes logistiques	2%	62%	35%	Stable
Multisectoriel	0%	100%	0%	Stable
Hôtellerie	5%	95%	0%	Stable
Île-de-France	20%	76%	4%	Stable
Province	28%	65%	7%	Stable
Zone euro (ex France)	0%	72%	28%	Stable
Reste du monde	0%	74%	26%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION - IMMOBILIER - CLASSES D'ACTIFS (EN PROPORTION DES ACTIFS)

	Baisse	Stable	Hausse	Stable
Immeubles en direct, Club Deal, SCI dédiées	17%	62%	22%	Stable
SCI, SCPI	10%	88%	2%	Stable
OPCI	5%	86%	10%	Stable
Foncières cotées SIIC	22%	78%	0%	Stable
Fonds FR non cotés	0%	59%	41%	Stable
Fonds étrangers non cotés	0%	40%	60%	Hausse
Habitations	10%	57%	33%	Stable
Bureaux	22%	64%	14%	Stable
Commerces	16%	84%	0%	Stable
Entrepôts, plateformes logistiques	5%	56%	39%	Stable
Multisectoriel	0%	100%	0%	Stable
Autres	25%	75%	0%	Stable
Île-de-France	13%	83%	4%	Stable
Province	29%	58%	12%	Stable
Zone euro (ex France)	0%	78%	22%	Stable
Reste du monde	0%	74%	26%	Stable

Source : Enquête Af2i 2022

Sur l'immobilier, la stabilité domine. On perçoit toutefois une volonté légèrement accrue d'investir sur des fonds étrangers non cotés. Plusieurs investisseurs déclarent vouloir diversifier géographiquement leurs investissements en augmentant la part des pays de la zone euro

(autres que la France), et du reste du monde.

Malgré une hausse des prix plus prononcée en Province par rapport à l'Île de France en 2021, on n'observe pas de réelle intention de décentraliser les investissements immobiliers.

► Prise en compte de l'inflation

PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION DANS LES ALLOCATIONS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR (EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)

	Oui, dans l'allocation stratégique	Oui, dans l'allocation tactique	Non, mais le sujet est à l'étude pour 2021	Non
Ensemble des répondants	39,6%	28,3%	18,9%	13,2%
Moins de 2 Md€	5,7%	5,7%	1,9%	3,8%
Entre 2 et 20 Md€	20,8%	11,3%	9,4%	5,7%
Plus de 20 Md€	13,2%	11,3%	7,5%	3,8%

Source : Enquête Af2i 2022

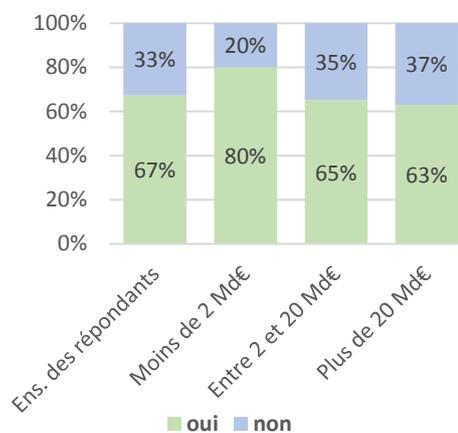
NB : L'inflation est comprise comme une situation où les prix sont durablement au-delà de 3%.

Comme nous l'avons rappelé en introduction, 2021 est l'année du retour de l'inflation, qui est devenu un des principaux sujets de discussion dans la sphère financière. Il faut remonter aux années 70/80 pour retrouver des niveaux d'inflation proches de ce que nos économies expérimentent aujourd'hui.

Dans ce contexte, il n'est pas étonnant de constater que la part des répondants qui ne la prennent pas en compte dans leurs allocations, ou n'étudient pas le sujet, baisse de plus de la moitié, passant de 28,6% l'année passée à 13,2% cette année. La baisse est particulièrement marquée pour les institutions dont la taille de portefeuille est supérieure à 2Md€.

C'est dans l'allocation tactique que l'augmentation de la part des investisseurs qui prennent en compte l'inflation est la plus marquée. Elle augmente en effet de 8,7 points de pourcentage, passant de 19,6% l'année passée à 28,3% cette année.

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



M Source : Enquête Af2i 2022

Dans ce contexte de retour de l'inflation, on observe une augmentation significative de la proportion d'investisseurs qui considèrent que leur portefeuille n'est pas suffisamment protégé contre une reprise de l'inflation (même s'ils restent minoritaires) : 37% contre 19% l'année dernière. La hausse a été particulièrement marquée chez les investisseurs gérant plus de 20 Md€ (+ 18 points de pourcentage).

ANTICIPATIONS D'INFLATION À TROIS ANS EN FONCTION DE LA TAILLE DE L'INVESTISSEUR (EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)

	Stable, i.e. inférieure à 1%	En baisse, i.e. négative	En hausse, i.e. proche de la cible de la BCE (2%)	En forte hausse, i.e. supérieure à la cible de la BCE
Ensemble des répondants	0,0%	0,0%	74,5%	25,5%
Moins de 2 Md€	0,0%	0,0%	13,7%	3,9%
Entre 2 et 20 Md€	0,0%	0,0%	35,3%	11,8%
Plus de 20 Md€	0,0%	0,0%	25,5%	9,8%

Source : Enquête Af2i 2022

Tandis qu'ils étaient 41,5% l'année dernière, plus aucun investisseur institutionnel français n'anticipe une inflation inférieure à 1% à trois ans. Les trois quarts des investisseurs pensent qu'elle sera proche des 2%, alors

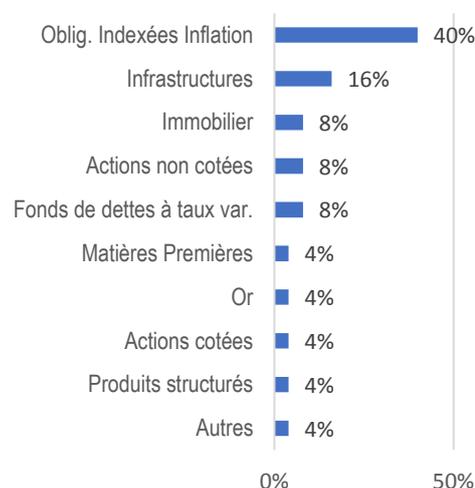
que le quart restant anticipe une hausse plus importante sur trois ans. Pour mémoire, l'année dernière aucun répondant n'avait envisagé une hausse supérieure à 2%.

AVEZ-VOUS RENFORCÉ SUR L'ANNÉE 2020 LA PROTECTION DE VOTRE PORTEFEUILLE CONTRE L'INFLATION ? (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022

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



M Source : Enquête Af2i 2022

NB : Les répondants pouvaient donner deux réponses maximum

Comme nous l'avons vu précédemment, même avant la reprise de l'inflation, la part des membres de l'Af2i qui considéraient que leur portefeuille était suffisamment protégé contre l'inflation était élevée (78%). Aussi, l'augmentation de la part des investisseurs ayant renforcé la protection de leur portefeuille contre l'inflation en 2021 est moins marquée que nous aurions pu l'imaginer,

étant donné la situation : +14 points de pourcentage. Toutefois, c'est chez les investisseurs gérant moins de 20 Md€ que l'augmentation a été la plus marquante.

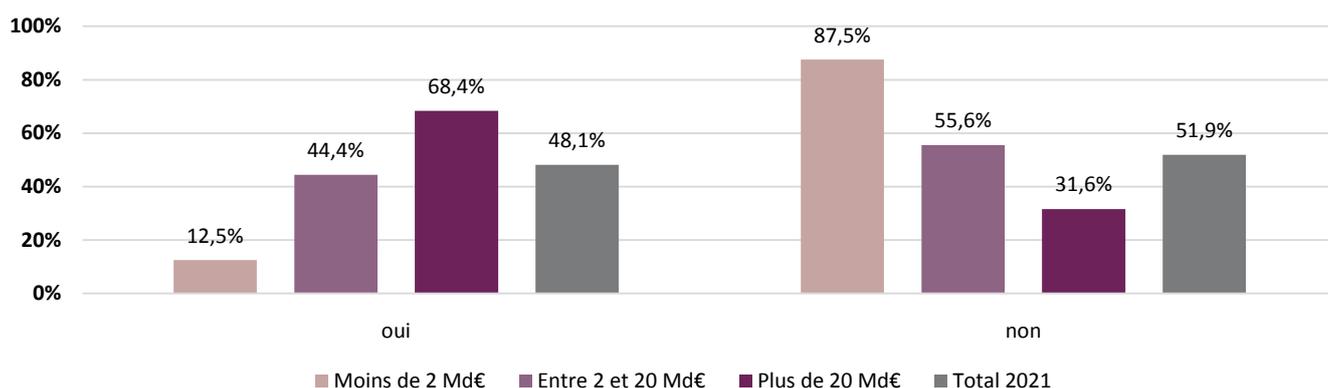
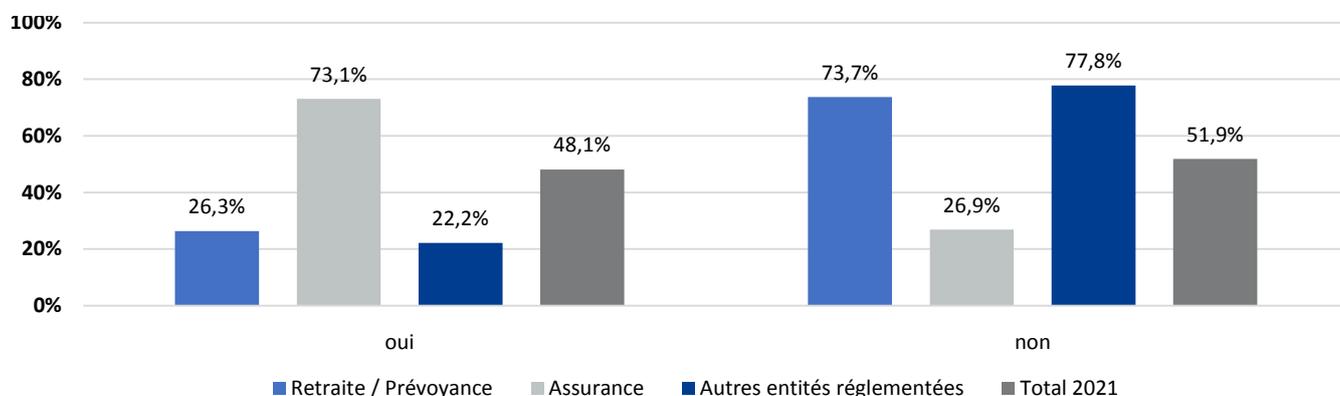
Pour ceux qui l'ont fait, le premier instrument utilisé est celui de l'obligation indexée sur l'inflation, arrivent ensuite les infrastructures et l'immobilier.

Participation aux plans de relance

Pour la première fois cette année, les membres de l'Af2i étaient interrogés sur leur participation aux différentes initiatives de place destinées à soutenir les entreprises françaises et notamment les PME/ETI dans le contexte

de la crise sanitaire. Près de la moitié des répondants ont participé à ces initiatives (48%). Ce pourcentage est nettement plus élevé chez les assureurs (73%) et augmente en fonction de la taille des institutions.

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

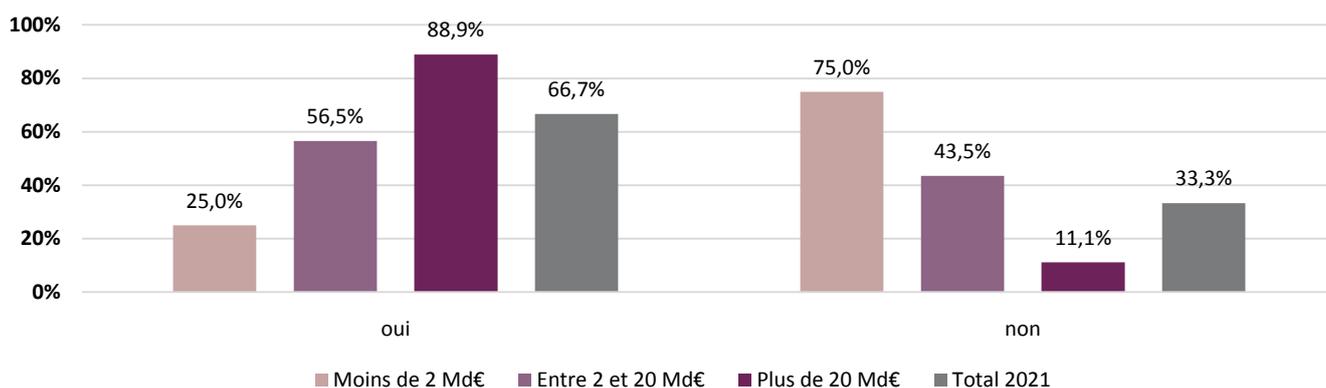
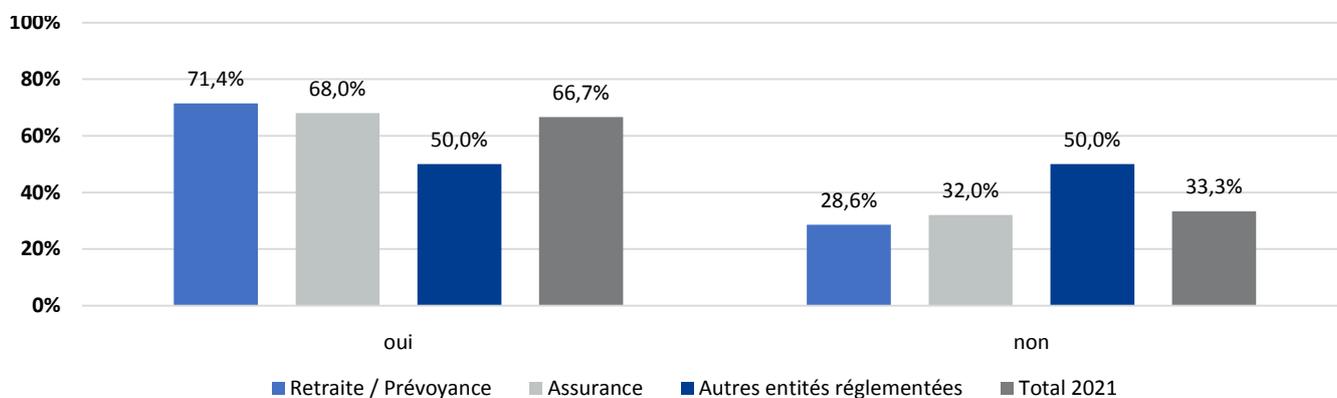


M Source : Enquête Af2i 2022

Il était également demandé aux sondés, pour la première fois, s'ils envisageaient de poursuivre leurs investissements en soutien des PME/ETI françaises, en dehors de leur participation à d'éventuelles initiatives de place. Les deux tiers des investisseurs ont répondu « oui » et, comme pour la participation aux plans de relance, cette proportion augmente avec la taille des institutions.

Un quart des investisseurs qui envisagent de poursuivre leurs investissements en soutien des PME/ETI françaises, pensent le faire avec un biais sectoriel et 35% avec un biais régional.

ENVISAGEZ-VOUS, EN DEHORS DE VOTRE PARTICIPATION À D'ÉVENTUELLES INITIATIVES DE PLACE, DE POURSUIVRE VOS INVESTISSEMENTS EN SOUTIEN DES PME/ETI FRANÇAISES ?
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022



Témoignage

Le potentiel des marchés actions

La performance des marchés actions été très bonne en 2021, le CAC 40 ayant progressé de 28,9% et le S&P 500 de 26,9%. Cependant, la guerre en Ukraine et le retournement des politiques monétaires début 2022 pourraient impacter négativement et durablement les marchés actions.

Avez-vous réalloué ou allez-vous réallouer une partie de votre portefeuille actions vers les obligations ?

Les réponses reflètent des partis pris différents selon les répondants. En effet, schématiquement, trois positions se dégagent :

1. Vente du portefeuille actions et réallocation sur les obligations : certains répondants ont réduit leur exposition sur les actions dès le second semestre 2021 pour profiter de la remontée des taux en réallouant leur portefeuille sur des obligations ;

« Depuis le début d'année, nous profitons pleinement de la remontée des taux pour réallouer principalement sur des obligations IG offrant des taux entre 1,5 et 2,5% alors que nous étions en moyenne sur des taux à 1,2% en 2021. »

2. Préférence en 2022 pour le marché actions : pour certains adhérents le marché actions reste encore préférable au marché obligataire ;

« En termes de rendement réel, les perspectives offertes par les actions nous semblent préférables à celles des obligations, même ajustées du risque. »

3. Attitude attentiste : pour d'autres, la situation économique et politique actuelle n'incite pas à un changement de la stratégie en termes d'investissement ou à un réinvestissement dans les obligations.

« C'est une possibilité envisagée à ce jour. Nous sommes actuellement dans une position attentiste sur les réinvestissements actions. »

« Des ventes significatives ont été effectuées sur les actions au premier jour de la guerre en Ukraine sans réinvestissement sur les obligations mais au profit du cash. »

Comment abordez-vous la répartition entre gestion active et gestion passive concernant votre poche actions ?

Les répondants plébiscitent largement la gestion active. Les raisons de ce plébiscite sont notamment les suivantes :

- ▶ la volonté d'avoir une politique ISR ambitieuse avec des exclusions significatives (notamment dans les domaines du charbon, du pétrole et du gaz) et une pratique d'engagement avec les sociétés concernées ;
- ▶ l'investissement dans certaines sociétés ou zones géographiques comme les sociétés de petite capitalisation ou les actions de sociétés des pays émergents.

Néanmoins, la gestion passive garde son intérêt car elle apporte certains avantages :

- ▶ une exposition à moindre coût : elle permet de faire baisser les frais de gestion moyens ;
- ▶ une réactivité opérationnelle (cotation en continu) ;
- ▶ une position d'attente éventuelle en vue de la sélection d'une gestion active ;
- ▶ la correction de l'imperfection de la couverture sur indice.

Au-delà de ces avantages, l'intérêt fondamental d'avoir une certaine dose de gestion indicielle en portefeuille apparaît avec le constat que les gestions actives battent difficilement leurs indices de référence certaines années. Il est à constater que ce phénomène a tendance à s'amplifier avec le temps. Enfin, certaines zones géographiques d'investissement n'encouragent pas à chercher des gestions actives (exemple USA) tant la gestion indicielle se classe bien.

« Afin d'avoir une gestion plus dynamique et aller capter des tendances, nos gérants utilisent des ETF sur certaines typologies d'actions (styles, zone, secteurs). Par exemple, depuis un an nous avons eu une gestion active de notre gestion passive sur des titres bancaires. »



05. Organisation et critères de gestion

05. Organisation et critères de gestion

► Démarche de gestion actif-passif et d'allocation stratégique

Fréquence de révision de l'allocation stratégique

🗋 À quelle fréquence révisiez-vous vos allocations stratégiques ?

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

	Annuellement	Tous les deux ans	Autres
Ensemble des répondants	64%	16%	20%
Moins de 2 Md€	40%	20%	40%
Entre 2 et 20 Md€	55%	23%	23%
Plus de 20 Md€	83%	6%	11%

Source : Enquête Af2i 2022

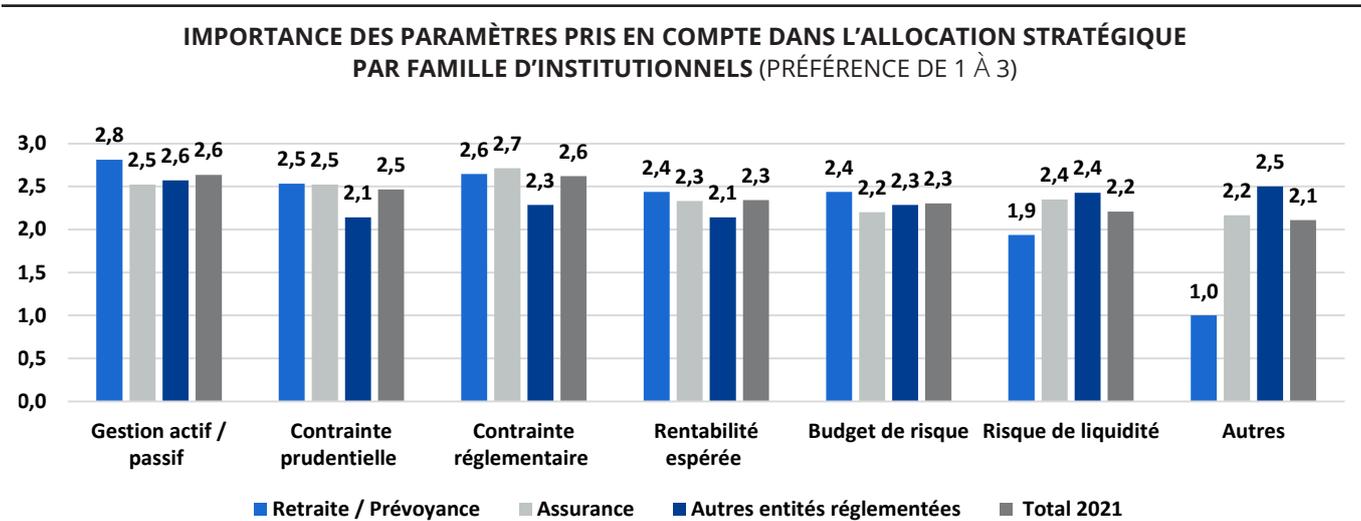
Comme les années précédentes, les membres de l'Af2i étaient interrogés sur le fait d'avoir un processus d'allocation stratégique en place ou non. La très grande majorité des répondants (91%) a déclaré avoir un processus d'allocation stratégique. Cette proportion est toutefois moins élevée pour les investisseurs gérant moins de 2 Md€ (67%).

Parmi les investisseurs institutionnels qui ont une allocation stratégique, ils sont une minorité à effectuer cette allocation stratégique avec l'aide d'un consultant (18%).

Chez les assureurs, aucun répondant n'a déclaré faire l'allocation stratégique avec l'aide d'un consultant en 2022.

Concernant la fréquence de révision de l'allocation stratégique, elle est annuelle pour la plupart des investisseurs dont le portefeuille est supérieur à 20 Md€ (83%), mais pour les plus petits investisseurs, elle est souvent révisée tous les deux ans, voire plus. Il convient de noter qu'en 2021, trois investisseurs avaient déclaré réviser leur allocation stratégique de manière semestrielle. Il n'y en avait aucun cette année.

Paramètres pris en compte dans l'allocation stratégique



M Source : Enquête Af2i 2022

Très clairement, l'allocation stratégique est modélisée dès le départ sous dimensions multiples. Si les enjeux de gestion actif-passif et les contraintes réglementaires sont les deux critères majeurs, les contraintes prudentielles, la rentabilité espérée, et le budget de risque ont une importance presque identique.

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

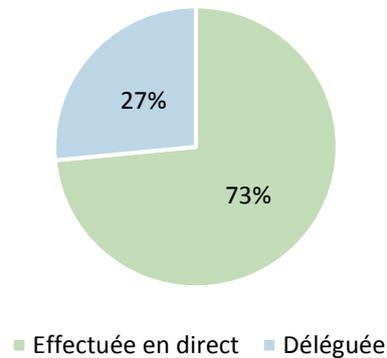
Allocation tactique

À quelle fréquence révisiez-vous vos allocations tactiques ?

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

	Hebdomadaire	Mensuelle	Trimestrielle
Ensemble des répondants	10%	65%	25%
Moins de 2 Md€	0%	67%	33%
Entre 2 et 20 Md€	7%	70%	23%
Plus de 20 Md€	17%	56%	28%

Source : Enquête Af2i 2022

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

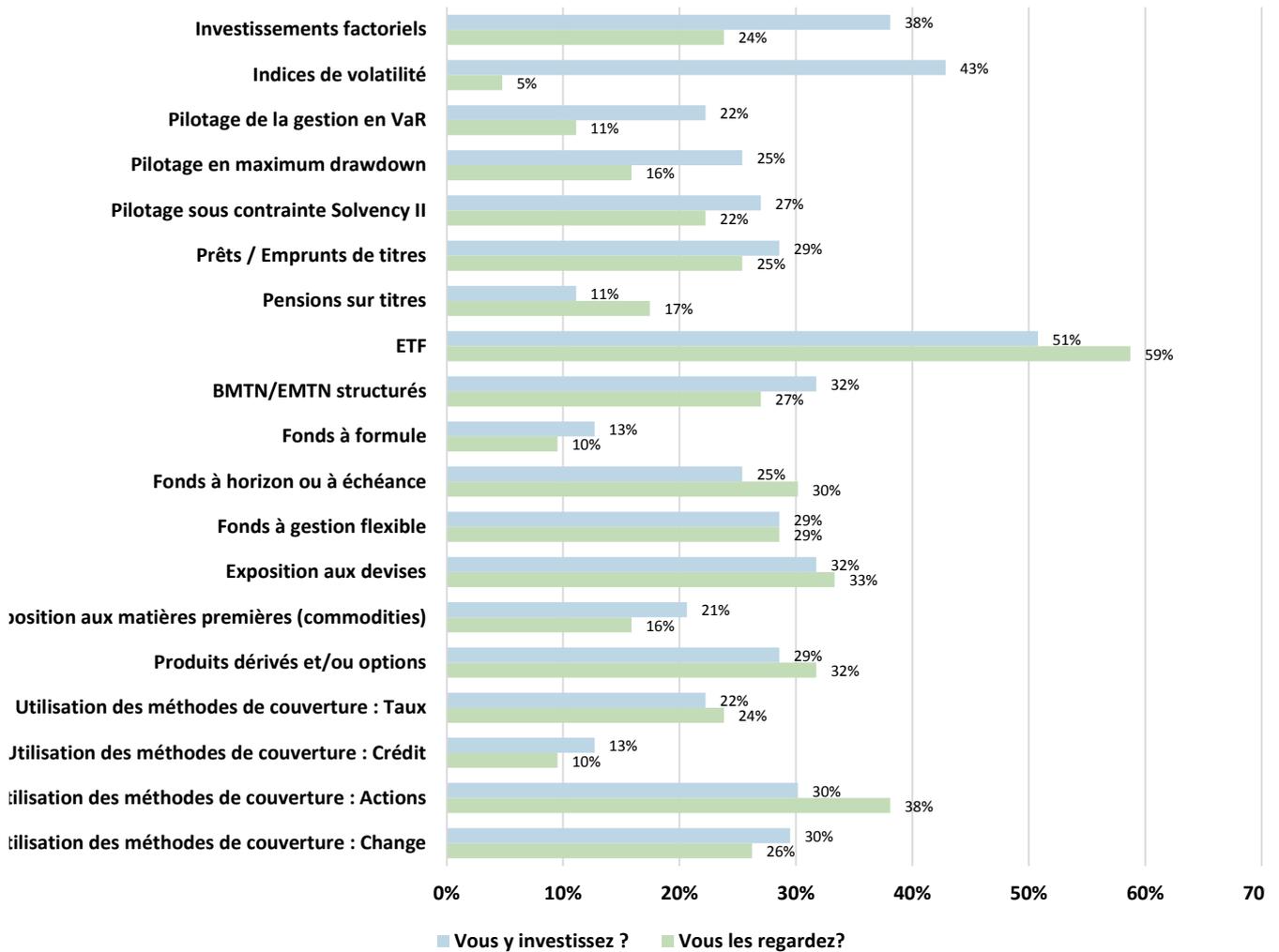
M Source : Enquête Af2i 2022

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

L'allocation tactique est quant à elle beaucoup plus centrée sur le portefeuille d'actifs, et se construit à partir de scénarios macro-économiques, d'anticipations de performance et de volatilité des différentes classes d'actifs. Elle peut donc être plus aisément déléguée, soit à un consultant, soit à une société de gestion, qui dispose de modèles d'allocation de portefeuilles. On note cependant une baisse de près de 10 points de pourcentage de la part de la gestion tactique déléguée en 2022. En effet, cette dernière est passée de 35% en 2021 à 27% cette année.

Opinion sur divers produits et techniques

OPINIONS SUR DIVERS PRODUITS ET TECHNIQUES (VOUS LES REGARDEZ ? VOUS INVESTISSEZ ?)



T Source : Enquête Af2i 2022

Certains produits techniques font désormais partie intégrante de la gestion de portefeuille et sont bien compris, quelle que soit la taille des investisseurs — indices de volatilité et investissements factoriels en premier lieu. Les stratégies d'investissement factoriel, auxquelles on associe souvent les gestions smart beta, ont le plus souvent été développées conjointement par la recherche académique, les professionnels de la gestion et les directions d'investissement des investisseurs institutionnels. L'objectif au travers de ce type d'investissement est double : surperformer et/ou optimiser les risques

des indices pondérés par la capitalisation boursière des titres et capter les primes de marché de manière adéquate.

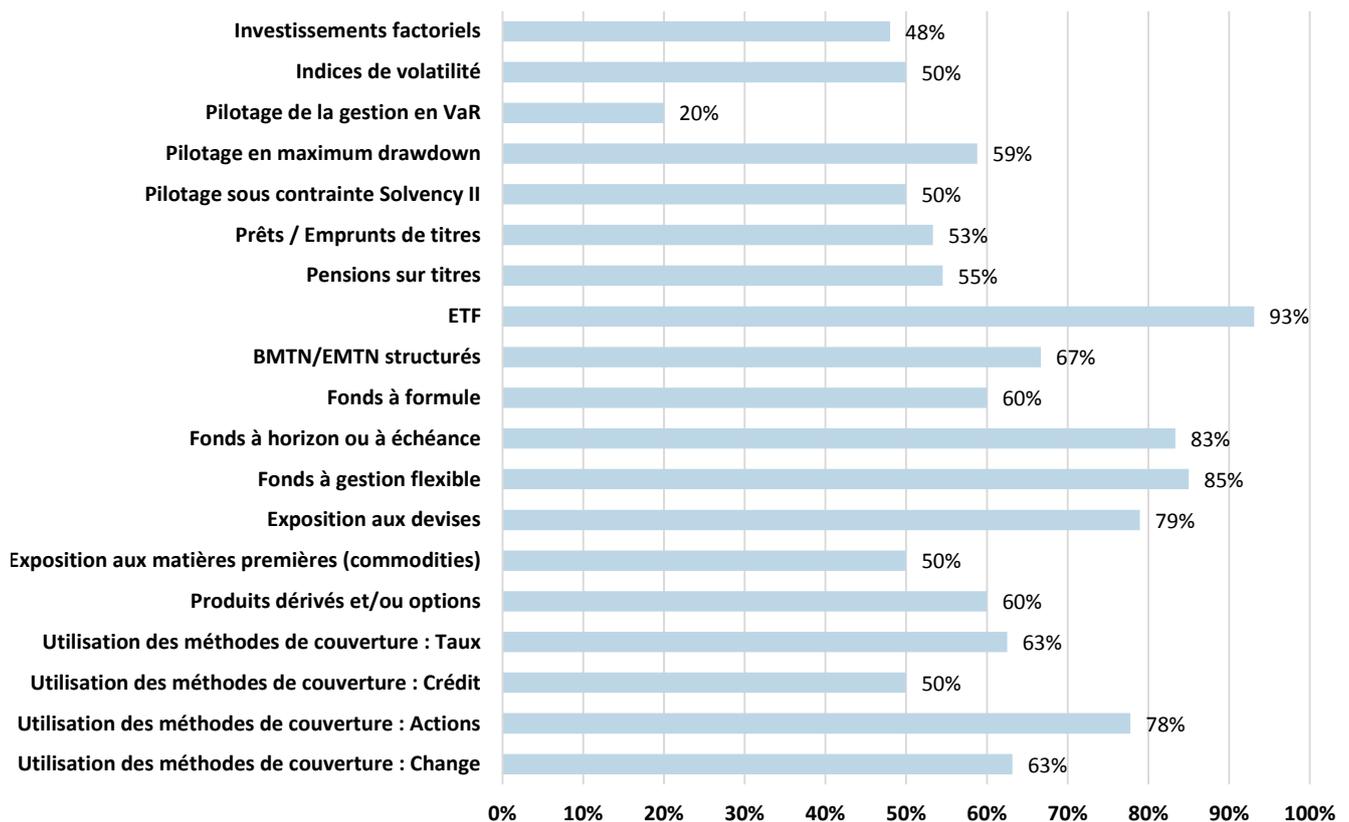
Si l'utilisation d'EMTN structurés concerne plutôt les portefeuilles de taille inférieure à 2 milliards, le pilotage de la gestion en Value-at-Risk se retrouve plutôt chez les acteurs de la retraite complémentaire et les assureurs, au même titre que le pilotage sous contrainte Solvabilité II.

Les ETF sont totalement intégrés comme l'outil clef de la gestion passive, avec des utilisations multiples : instrument de market-timing pour les uns, moyen d'investir simplement sur des marchés méconnus pour d'autres, voire positionnement structurel sur un indice de marché, et souvent un mixte de ces trois composantes. Si 51% des répondants disent être investis en ETF (contre 49% en 2021), un pourcentage plus large dit s'y intéresser, en recherche le plus souvent d'une gestion dynamique de la poche passive du portefeuille. 59% analysent de nouvelles options d'utilisations (contre 57% en 2021). Structurellement, les ETF sont perçus comme des solu-

tions solides, flexibles, avec un faible niveau de frais de gestion.

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

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

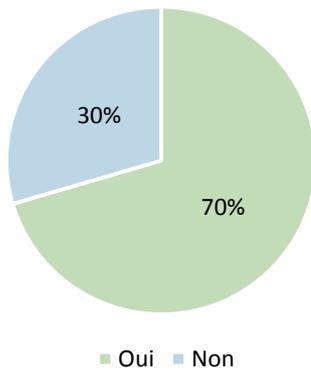


T Source : Enquête Af2i 2022

Indicateurs et règles de gestion

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

AVEZ-VOUS DES INDICATEURS POUR CHACUN DE VOS PORTEFEUILLES ?

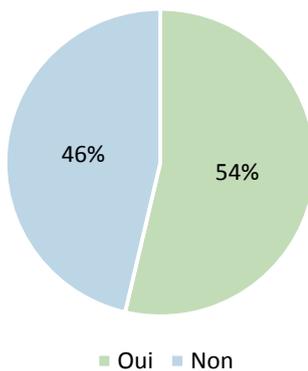


Source : Enquête Af2i 2022

Si 70% des investisseurs institutionnels opèrent un suivi précis de leur gestion, il reste tout de même surprenant que 30% reconnaissent n'avoir aucun tableau de bord, ni indicateurs quantitatifs, de leur gestion de portefeuille.

🔗 Avez-vous des règles écrites en matière de :

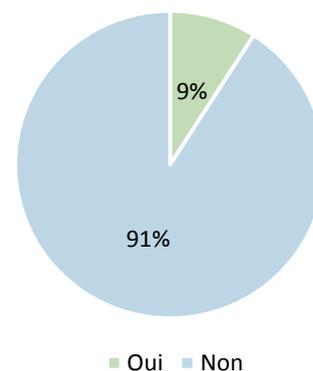
MARGES DE MANŒUVRE PAR RAPPORT À UN OU DES INDICATEURS DE RÉFÉRENCE



Source : Enquête Af2i 2022

La référence à une gestion benchmarkée n'est pas légitime pour nombre d'institutionnels, en particulier les assureurs, pour qui les adéquations avec les enjeux de passif et les impératifs prudentiels sont déterminants. Le rebalancement de portefeuille, c'est-à-dire le recalage permanent sur une allocation d'actifs cible, par ces-

REBALANCEMENT DE PORTEFEUILLE



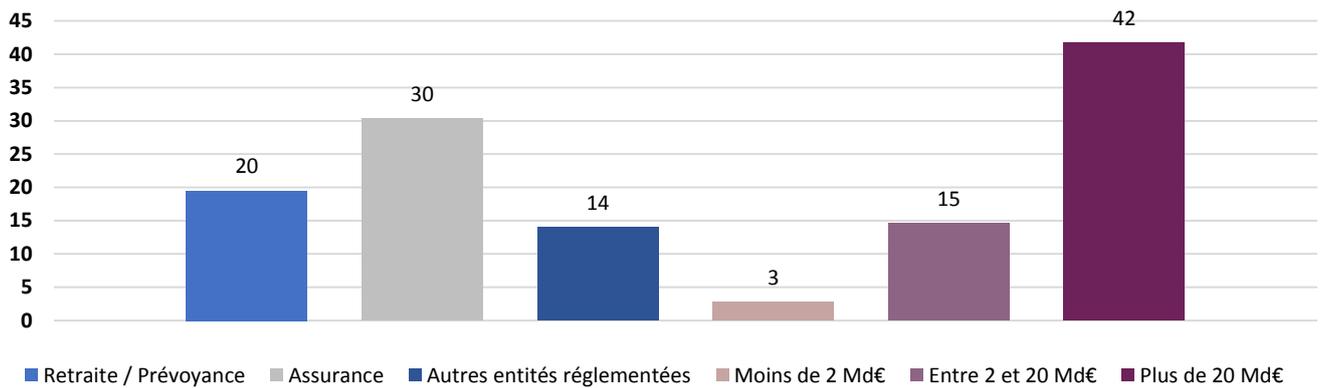
Source : Enquête Af2i 2022

sion d'une fraction des actifs qui ont le plus performé, se conçoit dans le cadre de fonds d'épargne retraite ou salariale, ou pour des Unités de Compte. Mais il n'a pas de raison d'être - sauf exception - pour un portefeuille institutionnel dans son ensemble, d'où un niveau de réponses négatives à 91%.

Effectifs et formation

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

EFFECTIF DE LA FONCTION « INVESTISSEMENT- GESTION FINANCIÈRE »
(EN NOMBRE MOYEN D'ETP PAR INSTITUTION AYANT RÉPONDU À LA QUESTION)

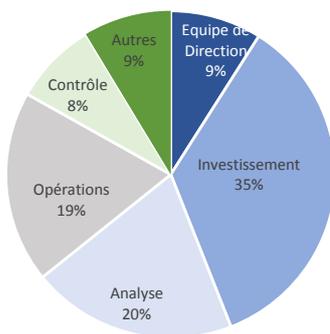


M Source : Enquête Af2i 2022

Au total, plus de 1 000 Equivalent Temps Plein (ETP - 44 en moyenne par institution) sont employés par les institutions ayant répondu à la question pour la fonction

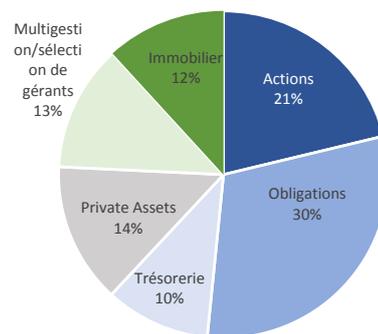
« Investissement - Gestion financière ». La répartition par grandes fonctions et par classes d'actifs est la suivante :

RÉPARTITION PAR GRANDES FONCTIONS



Source : Enquête Af2i 2022

RÉPARTITION PAR CLASSES D'ACTIFS/STRATÉGIES



Source : Enquête Af2i 2022

48% des répondants déclarent accueillir des apprentis. Parmi ceux qui le font, 28% déclarent avoir été

amenés à recruter certains d'entre eux à l'issue de leur apprentissage.



06. ISR / ESG

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

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

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

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

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

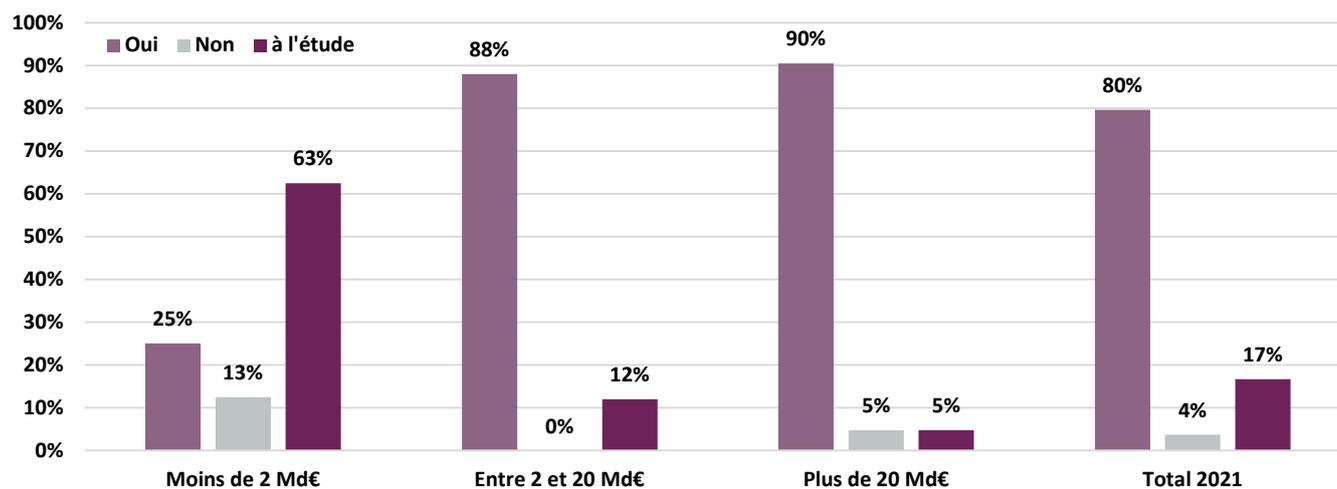
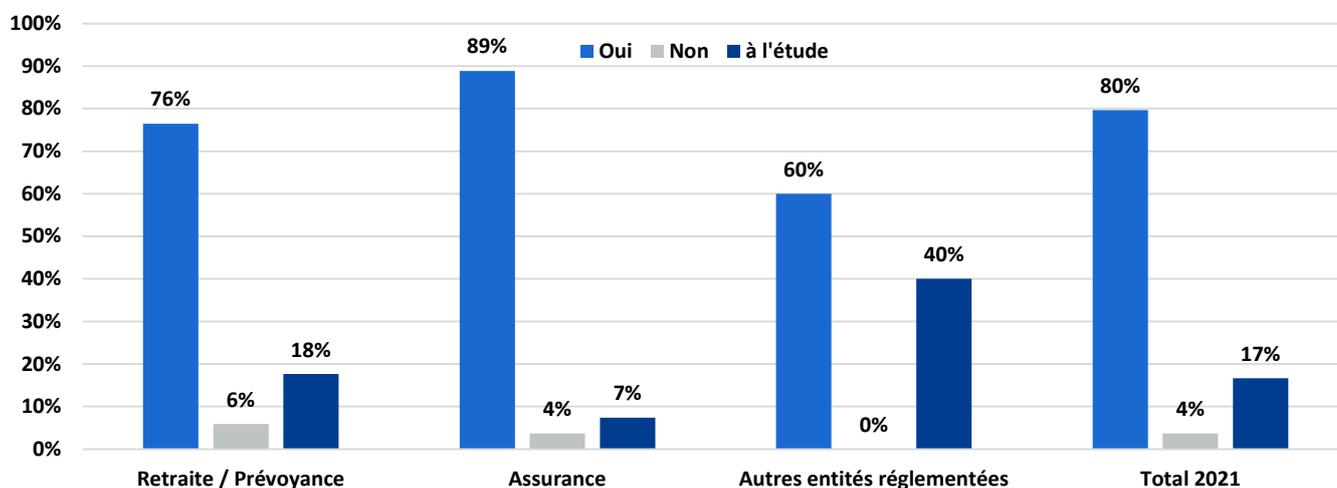
Pour la deuxième année consécutive, était posée une question sur l'inclusion ou non d'une mission de financement de l'économie sociale et solidaire dans l'objet social de l'organisation. 24% des investisseurs ayant répondu à la question ont déclaré que l'objet social de leur organisation impliquait une mission de financement de l'économie sociale et solidaire. La mise en application met toutefois plus de temps que prévu. En effet, pour les deux investisseurs qui avaient déclaré, l'année dernière, qu'ils allaient le faire évoluer en ce sens courant 2021, le process semble toujours en cours. Un troisième investisseur cette année a également déclaré qu'il allait inclure une mission de financement de l'économie sociale et solidaire dans son objet social courant 2022.

Pour la première fois cette année, une série de questions était introduite sur les intentions des investisseurs institutionnels en matière d'ISR et de « durabilité » dans le cadre de la mise en application du nouveau règlement européen SFDR, depuis le 11 mars 2021. 80% des institutions interrogées et la quasi-totalité des assureurs ont déclaré avoir ouvert un chantier « durabilité » ou avoir l'intention de le faire en 2022.

► Généralités sur l'ISR / ESG

Intégration des critères ISR / ESG dans la gestion

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



M Source : Enquête Af2i 2022

La proportion d'institutions intégrant déjà des critères ISR/ESG dans leur sélection d'actifs reste nettement plus élevée chez les investisseurs dont la taille de portefeuille est supérieure à 2Md€ (environ 90%) que chez les investisseurs de plus petite taille (25%). Toutefois, près des deux tiers des investisseurs de plus petite taille indiquent que l'intégration des critères ISR/ESG dans leur sélection d'actifs est à l'étude.

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

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

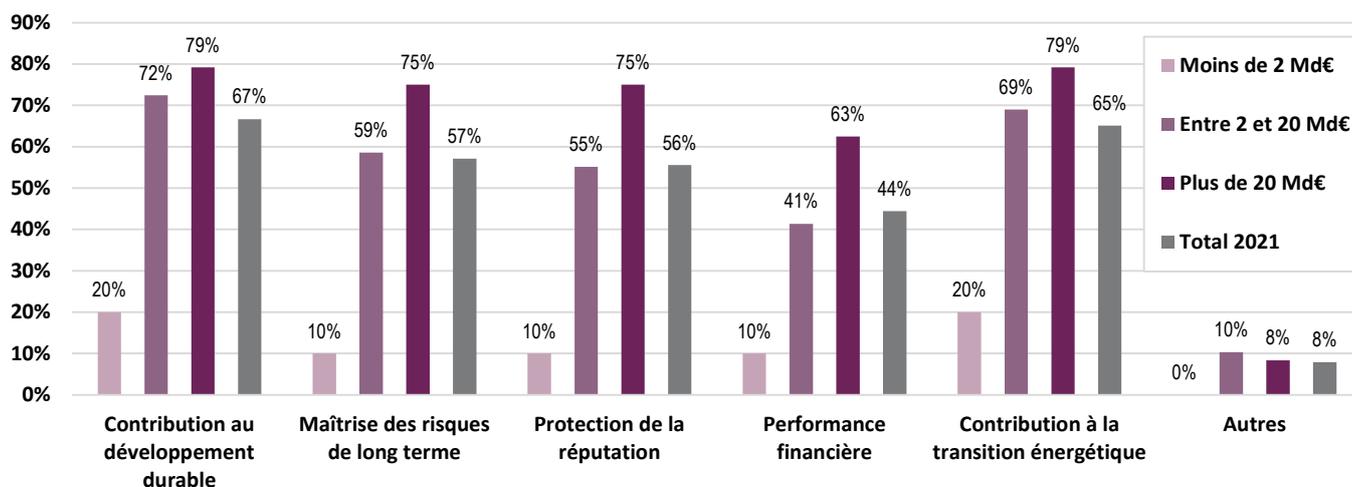
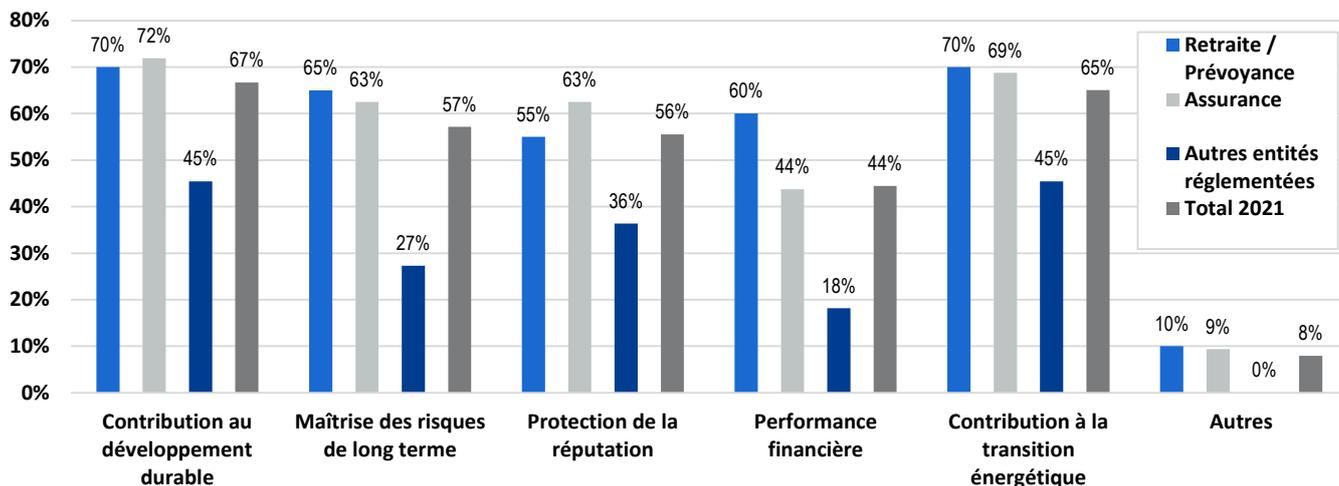
- 64% (contre 71% l'année passée) ont dit que cela ne changeait rien, les portefeuilles étant déjà largement investis en fonction des labels existants ;
- 22% (contre 14% l'année passée) ont dit que c'était un label qu'ils exigeraient pour l'essentiel de leurs investissements ; et
- 14% (comme l'année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

Cette année, les investisseurs étaient à nouveau interrogés sur les *Green Bonds* et EMTN verts :

- 60% (comme l'année passée) ont déclaré qu'ils investissaient dans des *Green Bonds* et EMTN verts (ainsi que dans des *Social Bonds*) sans en faire une poche distincte d'allocation d'actifs ;
- 18% (contre 13% l'année passée) ont déclaré qu'ils investissaient sur les *Green Bonds* et EMTN verts uniquement au travers de gérants externes (mandats et/ou fonds), de manière à utiliser l'expertise de gérants qui ont accès au gisement existant et peuvent arbitrer les titres ;
- 12% (contre 17% l'année passée) ont déclaré que les *Green Bonds* et EMTN verts étaient devenus une classe d'actifs à part entière, dont ils définissaient une part dans l'allocation d'actifs, au même titre qu'obligations *corporate* ou dette émergente et que les *Social Bonds* seraient intégrés de la même manière, avec le développement des gisements ;
- 11% (contre 9% l'année passée) ont déclaré qu'ils limitaient leurs investissements en *Green* et *Social Bonds*, compte-tenu du faible niveau de rendement actuariel offert, et qu'ils n'intervenaient que sur opportunités ; et
- Plus aucun investisseur (contre un seul l'année passée) n'a déclaré que ces obligations spécifiques — *Green* ou *Blue* — ne l'intéressaient pas du tout.

Raisons prévalant aux allocations en ISR / ESG

**RAISONS PRÉVALANT AUX ALLOCATIONS ISR / ESG
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**
(EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022

Même si l'importance qui leur est attachée baisse par rapport à l'année passée, les deux critères prédominants qui motivent les investisseurs institutionnels pour faire de l'investissement responsable restent :

- la contribution au développement durable ;
- la contribution à la transition énergétique.

Contrairement à l'année passée, la contribution au développement durable passe légèrement devant la contribution à la transition énergétique.

Pour la deuxième année consécutive, on note une baisse de l'importance attachée à la maîtrise des risques de long terme. En effet, si 79% des investisseurs citaient ce critère en 2019, comme une des raisons prévalant à leurs allocations ISR, ils n'étaient plus que 61% en 2020 et 57% en 2021.

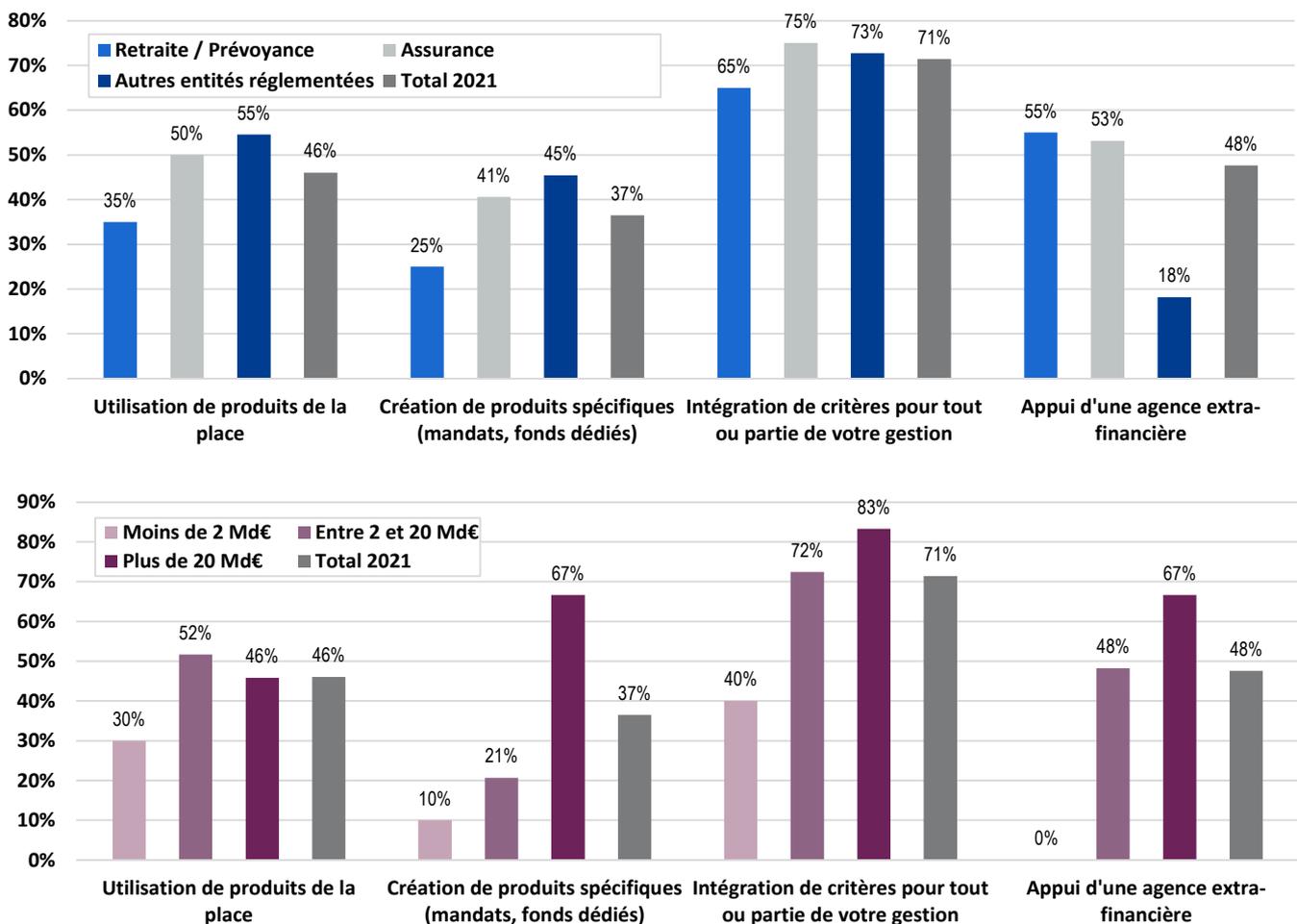
Si les investisseurs institutionnels sont moins de la moitié à invoquer l'impact sur la performance financière comme motivation pour leur allocation ISR, beaucoup d'entre eux considèrent que la sélection de sociétés

engagées en matière de développement durable est à terme créatrice de valeur pour leur portefeuille. Si la surperformance des sociétés impliquées dans la démarche ESG n'est pas avérée, celles-ci démontrent

une vision stratégique de moyen terme, une implication à contribuer à un monde meilleur, de nature à rassurer les investisseurs institutionnels.

Méthodes mises en œuvre pour l'investissement responsable

MÉTHODES MISES EN ŒUVRE POUR L'ALLOCATION ISR / ESG SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES (EN POURCENTAGE DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022

Comme les années précédentes, la prépondérance va à l'intégration de critères propres pour tout ou partie de la gestion. Les institutionnels souhaitent garder la liberté de leur engagement en tant qu'investisseur responsable, et ne veulent pas se faire imposer l'orientation de leur

politique ESG, que ce soit par les gérants d'actifs, ou par une agence extra-financière, même si le processus d'intégration de l'extra-financier dans les processus de gestion s'appuie sur l'expertise de ces deux types de partenaires clefs.

En fait, la question clef pour l'investisseur institutionnel est celle de l'accompagnement des entreprises sur lequel il est investi, via des actions ou des dettes. Si l'on acte le fait que l'on continuera à détenir des valeurs industrielles, qui produisent notamment voitures, ciment, chimie, et produits agro-alimentaires transformés. L'objectif pour l'investisseur institutionnel est d'encourager et d'accompagner la transition vers des méthodes de production moins polluantes, moins consommatrices d'énergie ou d'eau, intégrant des capacités de recyclage intelligent. Pour un investisseur institutionnel, une décarbonation

réussie ne se réduit pas à une réallocation de portefeuille, mais signifie une décarbonation de l'économie.

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

► Thématiques privilégiées en matière de développement durable

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

	Priorité 1	Priorité 2	Priorité 3
Climat "Objectif 2 degrés"	22,4%	3,3%	1,3%
Actifs bas carbone	6,6%	11,8%	0,7%
Eau et biodiversité	0,7%	2,6%	5,3%
Autres objectifs environnementaux	0,0%	2,0%	3,9%
Impact social	2,0%	7,2%	11,2%
Développement local et régional	0,7%	2,6%	5,3%
Santé	1,3%	1,3%	3,9%
Logement social et intermédiaire	0,0%	1,3%	0,7%
Aide au développement	0,0%	0,7%	0,0%
Autres	0,7%	0,0%	0,7%
TOTAL (Moyenne des répondants)	34,2%	32,9%	32,9%

Source : Enquête Af2i 2022

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

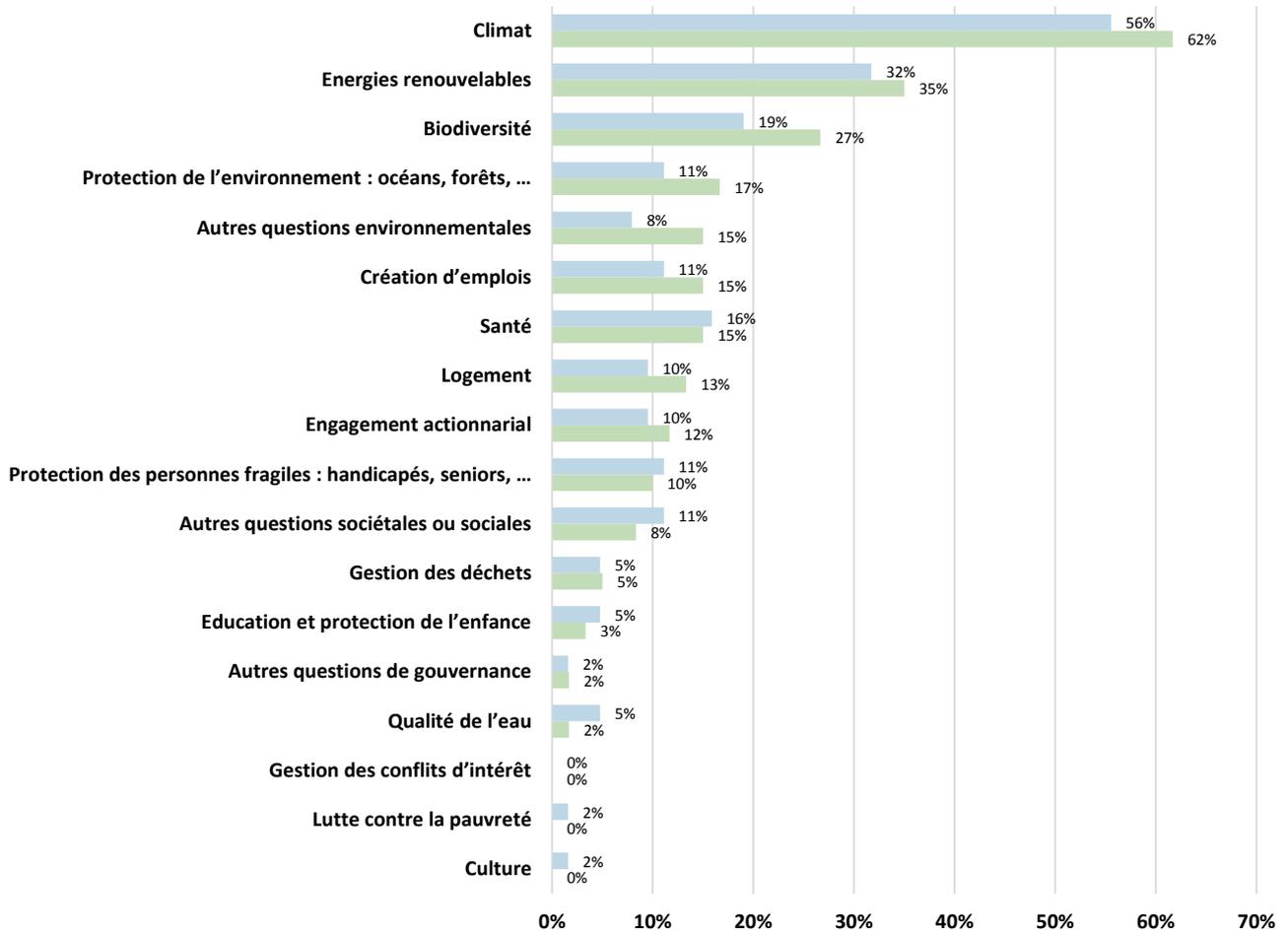
La thématique « Climat objectif 2 degrés » est de loin la plus citée : 22% la placent en priorité contre 19% l'année passée et 15% en 2019.

Même si la sélection en première priorité est très faible (2%), « l'impact social » est depuis 2020 le second thème le plus cité avec 20,4% de réponses cette année. Il devance légèrement le sujet des actifs bas carbone, considéré comme prioritaire à 19,1%, comme l'année passée.

À noter une baisse de 2 points de pourcentage de l'importance attachée à la santé, après la hausse de 2,9 points de pourcentage l'année passée sans doute en grande partie à cause de la crise sanitaire.

Sur quelles thématiques vont se positionner en priorité vos investissements ESG 2022 ?

THÉMATIQUES SUR LESQUELLES LES INVESTISSEURS DÉCLARENT VOULOIR POSITIONNER EN PRIORITÉ LEURS INVESTISSEMENTS SUR L'ANNÉE À VENIR (EN POURCENTAGE DU NOMBRE D'INSTITUTIONS INTERROGÉES)



M Source : Enquête Af2i 2022

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

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

La biodiversité, qui rappelons-le est un des thèmes majeurs du reporting ESG demandé au titre de l'article 29 de la loi énergie-Climat du 8 novembre 2019, gagne

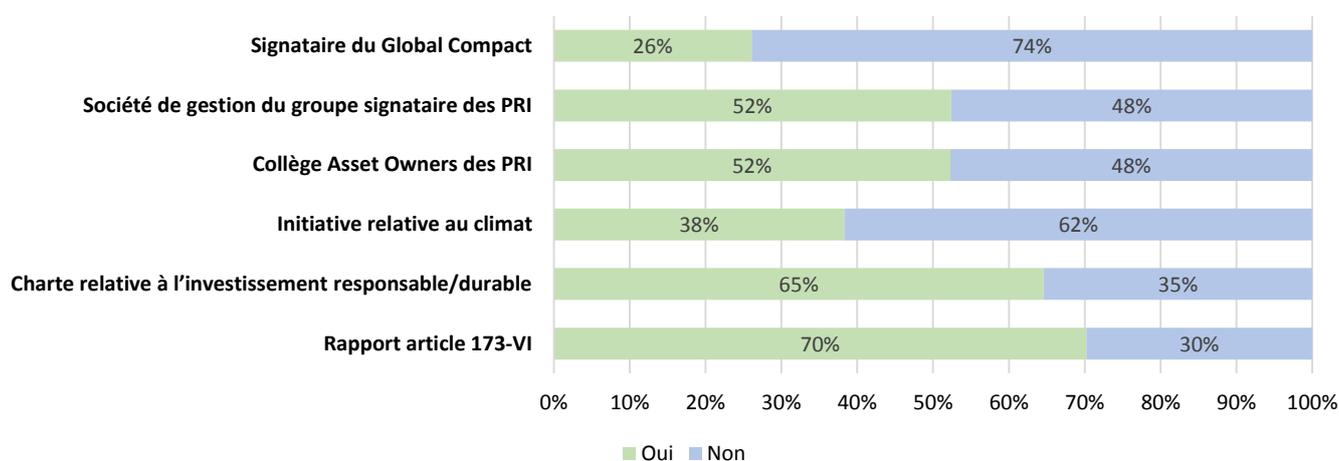
en importance. 27% des répondants la citent comme thématique prioritaire, contre 19% en 2020.

Par ailleurs, depuis deux ans, il est demandé aux investisseurs si la crise sanitaire du Covid-19 les a conduits à modifier leurs priorités. Seulement deux investisseurs ont répondu « oui » à cette question cette année (contre trois l'année passée).

Publications / adhésions

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

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



M Source : Enquête Af2i 2022

Comme l'année passée, la majorité des investisseurs interrogés (70%) a déclaré publier un rapport article 173-VI. Ils sont également très nombreux (62%) à avoir adopté une charte relative à l'investissement responsable/durable, mais moins nombreux à avoir rejoint une initiative relative au climat (38%). On note toutefois une augmentation de 7 points de pourcentage de la propor-

tion d'investisseurs ayant rejoint une initiative climat. Parmi ces derniers, un peu plus du tiers sont signataires du UN Global Compact, deux tiers ont rejoint le Collège *Asset Owners* des UN PRI et plus des trois quarts ont déclaré qu'une société de gestion de leur groupe était signataire des PRI.

SFDR et labélisation

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

Tout d'abord, il était demandé cette année aux membres de l'Af2i s'ils avaient ouvert un chantier « durabilité » au sein de leur institution ou s'ils avaient l'intention de le faire en 2022. Parmi les répondants, 72% déclaraient avoir ouvert un chantier « durabilité ». Parmi ceux qui n'ont pas encore ouvert de chantier « durabilité », un tiers ont dit que c'était à l'agenda pour 2022. Ainsi, nous devrions terminer l'année 2022 avec plus de 80% des institutions ayant ouvert un chantier « durabilité ». La

quasi-totalité des assureurs qui ont répondu ont soit déjà ouvert le chantier « durabilité », soit prévu de le faire en 2022.

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

Pour les investisseurs qui ont déjà ouvert un chantier « durabilité », nous avons demandé quels étaient les sponsors :

- 55% ont cité la Direction des Investissements ;
- 35% ont cité la Direction Générale ;
- 19% ont cité la Direction RSE/DD.

Il était également demandé aux membres de l'Af2i, sous quel article (6,8 ou 9) ils entendaient inscrire les porte-

feuilles au sein du périmètre de leur institution relevant de la réglementation SFDR :

- 63% des répondants ont cité l'article 8 ;
- 21% des répondants ont cité l'article 9 ;
- 16% des répondants ont cité l'article 6.

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

Enfin, nous avons demandé aux membres de l'Af2i s'ils privilégiaient le positionnement SFDR ou un label ISR pour leur sélection de fonds ISR. Plus de la moitié des répondants (57%), ont déclaré privilégier le positionnement SFDR au label ISR.



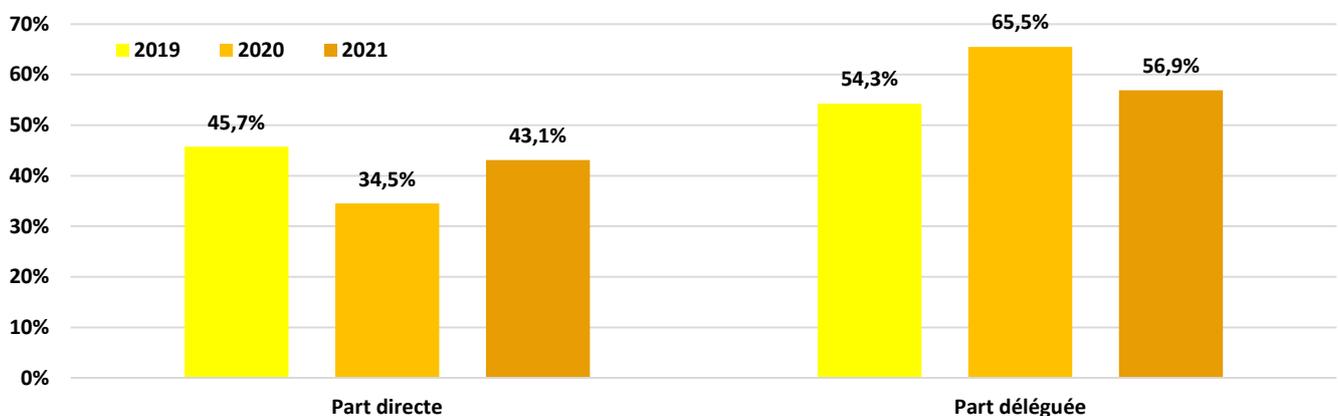
07. Relations avec les sociétés de gestion

07. Relations avec les sociétés de gestion

► Délégation de gestion

Part de la gestion déléguée

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



T Source : Enquête Af2i 2022

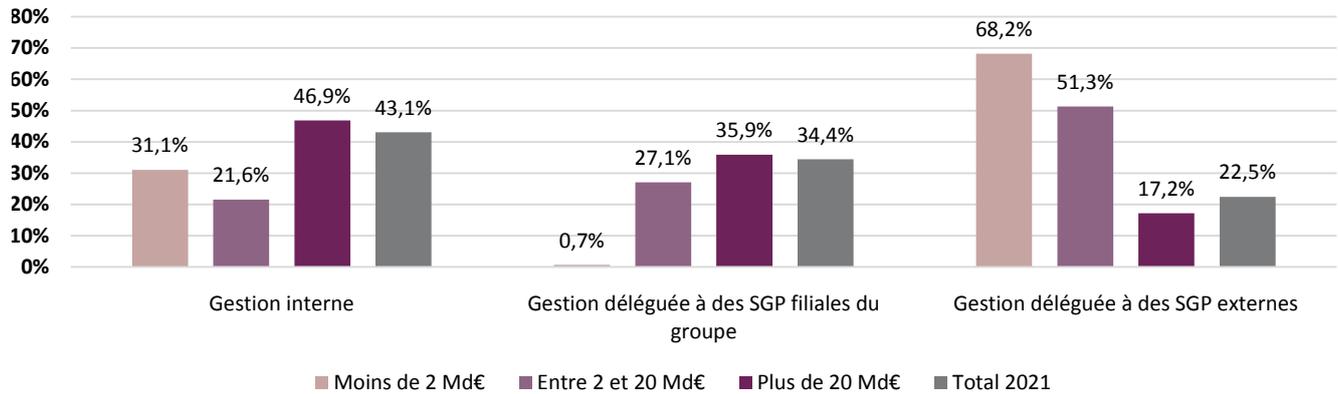
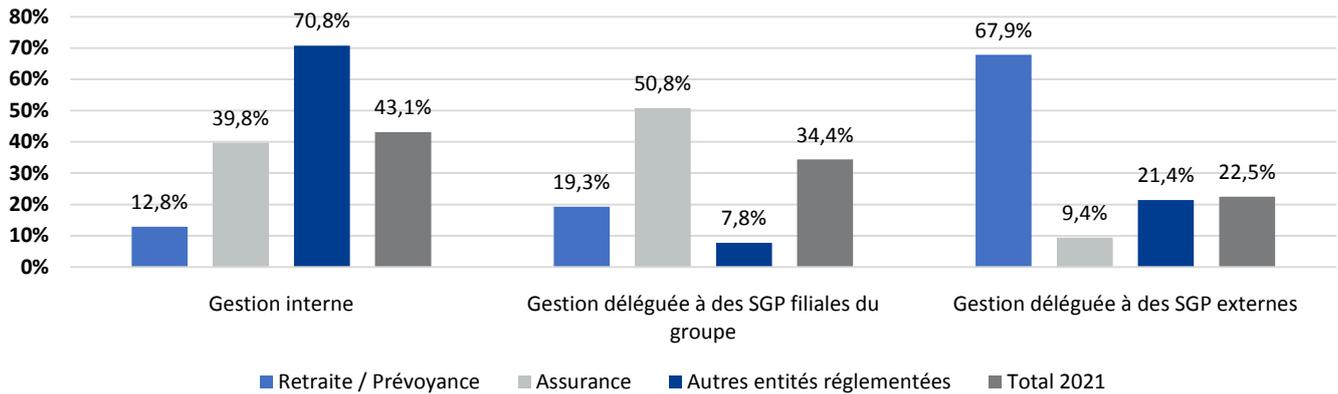
En moyenne, les répondants délèguent plus de la moitié de leur gestion.

On note une augmentation significative de la part des encours gérés en direct par rapport à l'année passée.

Toutefois, ces évolutions sont à interpréter avec prudence étant donné la variabilité du taux de réponse à cette question d'une année sur l'autre.

Société de gestion filiale ou externe

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



T Source : Enquête Af2i 2022

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

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

Répartition des délégations de gestion

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

Taille	< 2 Mds €	2 - 20 Mds €	> 20 Mds €	Moyenne
Mandats / Fonds dédiés	20	15	23	19
OPC ou FIA ouverts	43	19	25	25

Source : Enquête Af2i 2022

Lorsque les investisseurs institutionnels délèguent leur gestion sous forme d'OPC ou FIA ouverts, ils semblent faire appel à un plus grand nombre de sociétés de gestion que lorsqu'ils la délèguent sous forme de mandats ou fonds dédiés. Ce constat est particulièrement vrai dans le cas des plus petits investisseurs institutionnels (porte-

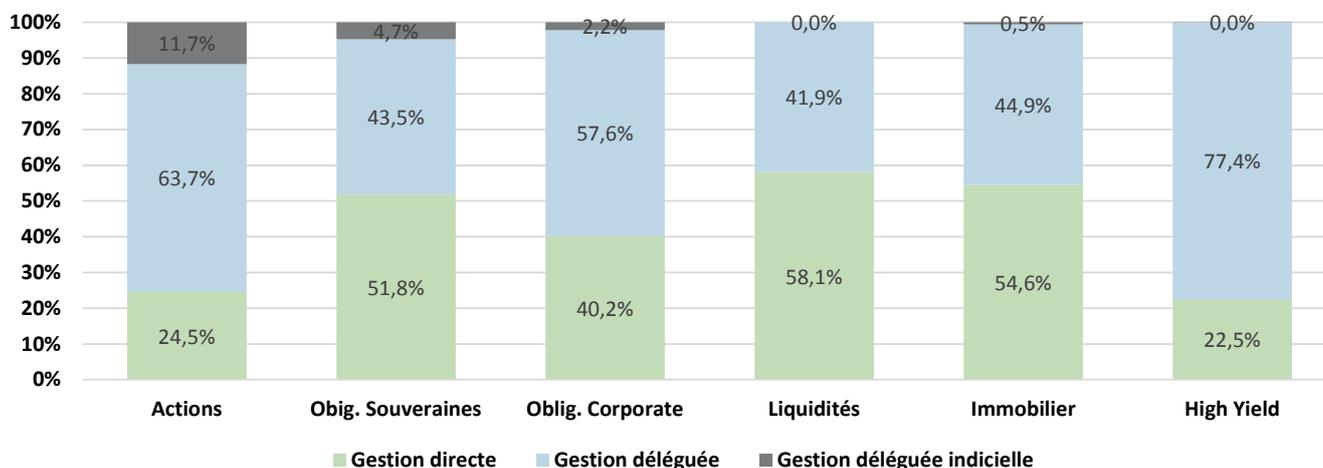
feuille inférieur à 2 Md€). En effet, pour ces derniers, le nombre de SGP qui gèrent pour eux est plus de deux fois plus important quand il s'agit d'OPC ou fonds ouverts que quand il s'agit de mandats ou fonds dédiés.

Famille	Retraite / Prévoyance	Assurances	Autres entités réglementées	Moyenne
Mandats / Fonds dédiés	29	14	13	19
OPC ou FIA ouverts	20	17	57	25

Source : Enquête Af2i 2022

Types de gestion par classe d'actifs

MODALITÉS DE DÉLÉGATION DE GESTION PAR FAMILLE D'INVESTISSEURS
(EN % DU TOTAL DES ACTIFS GÉRÉS)



T Source : Enquête Af2i 2022

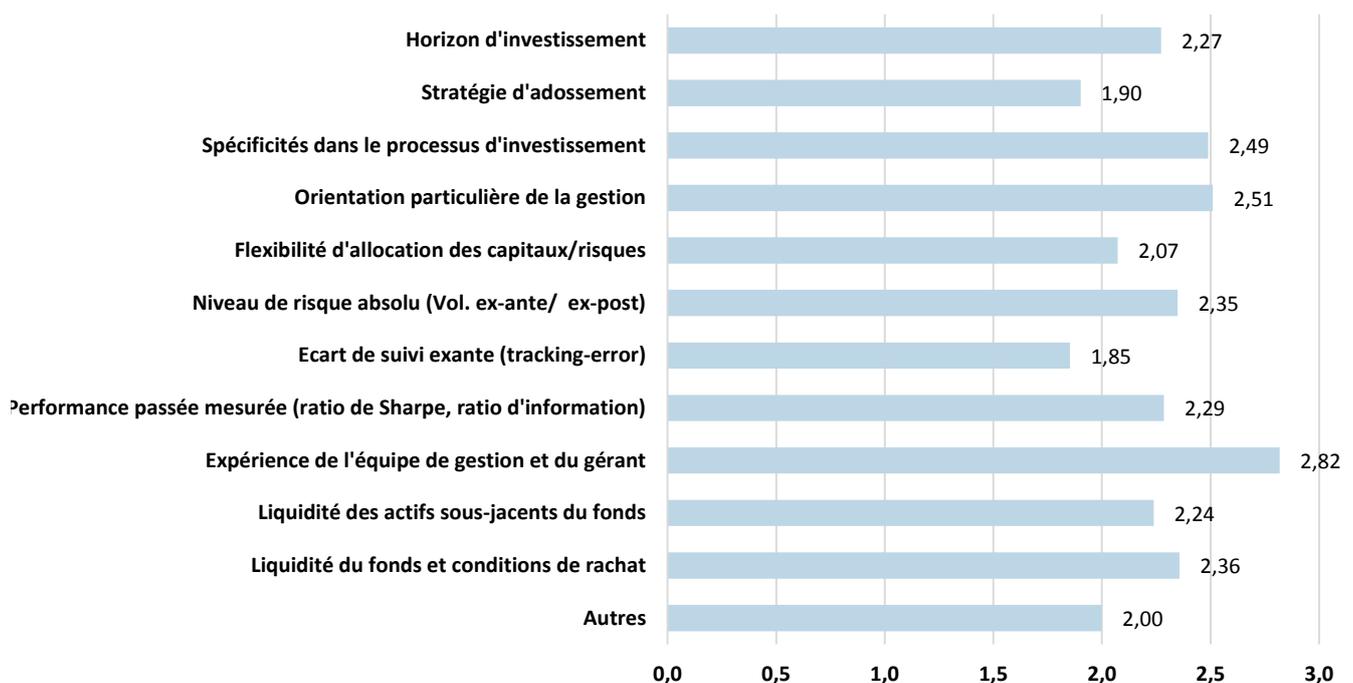
Depuis deux ans, on constate que la gestion déléguée indicielle est réservée aux actions. Elle est proche de 12% (comme l'année passée). On trouvait auparavant des pourcentages équivalents sur les obligations souve-

raines et les obligations *corporate*. Par ailleurs, c'est sur le *High Yield*, les actions et les obligations *corporate* que la part de la gestion déléguée est la plus élevée (respectivement 77,4%, 63,7% et 57,6%).

► Critères de sélection pour un mandat

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

IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LA SÉLECTION DES FONDS OU D'UNE SOCIÉTÉ DE GESTION POUR UN MANDAT
(PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



M Source : Enquête Af2i 2022

De manière encore plus marquée que l'année passée, c'est l'expérience de l'équipe de gestion et du gérant qui ressort clairement comme principal critère de sélection pour les investisseurs institutionnels français.

Comme l'année passée, l'orientation particulière de la gestion est le second critère retenu, presque à égalité avec les spécificités dans le processus d'investissement, qui arrivent juste après.

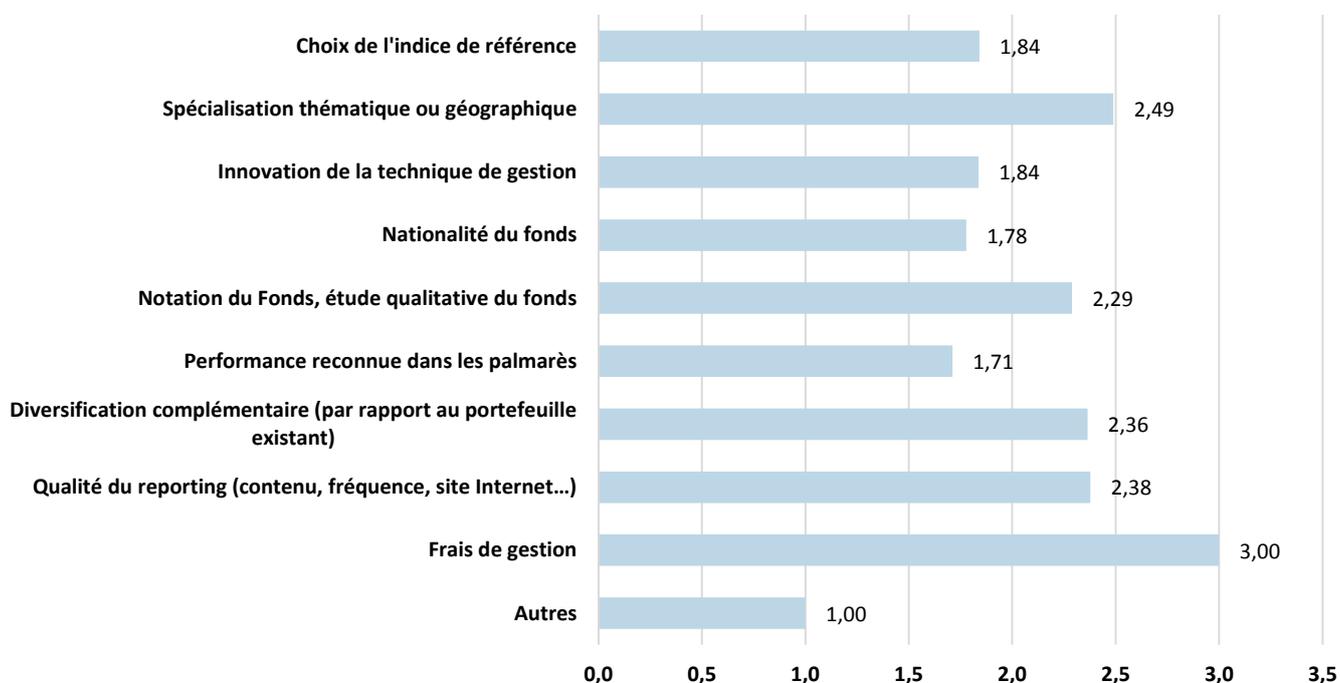
Depuis deux ans, on note une hausse de l'importance attachée au critère « liquidité du fonds et conditions de rachat ». Dès que les marchés sont incertains, et volatiles, la liquidité redevient un élément crucial de choix pour les investisseurs institutionnels.

► Critères de sélection des OPCVM

Importance de chacun des critères

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

IMPORTANCE RELATIVE DES CRITÈRES RETENUS POUR LE CHOIX D'UN OPCVM
(PRÉFÉRENCE DE 1 À 3)



M Source : Enquête Af2i 2022

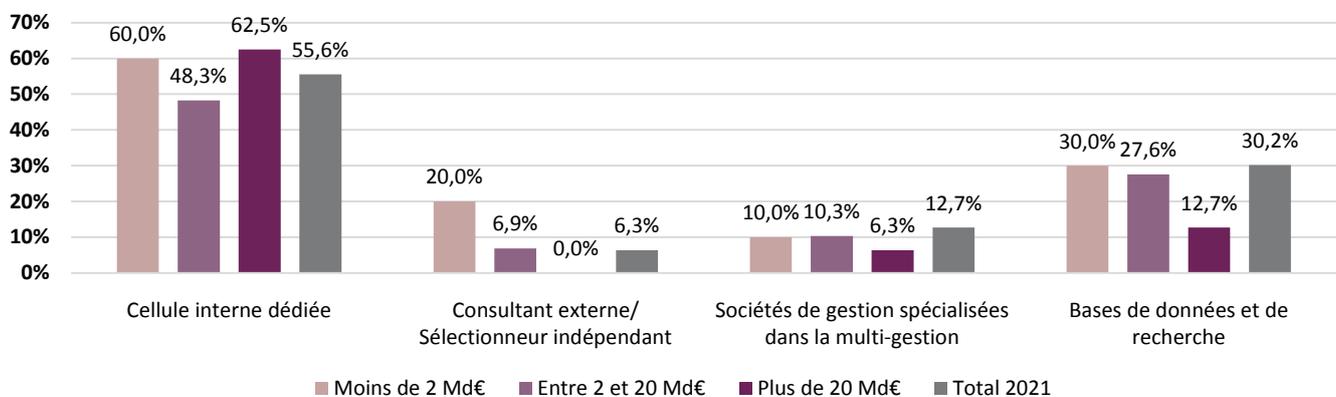
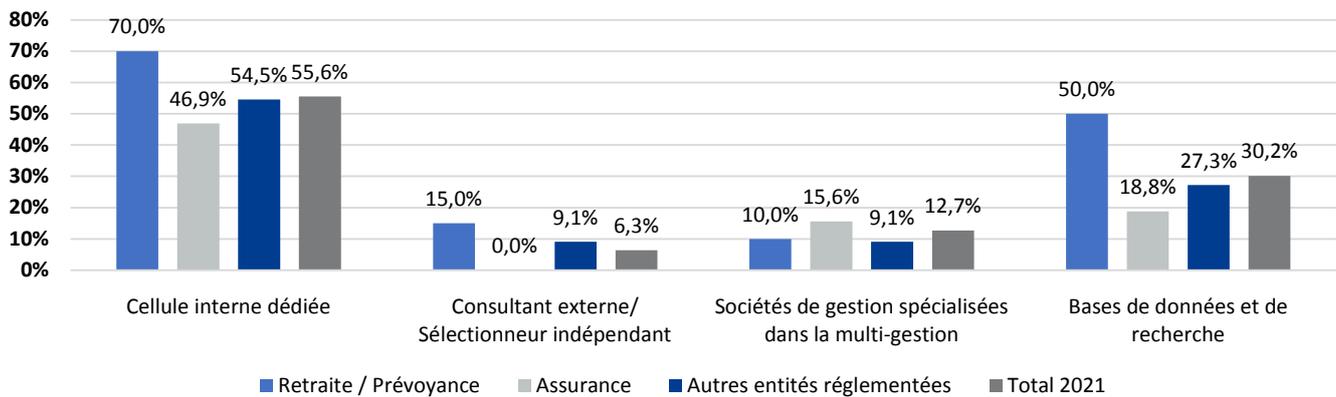
Les investisseurs institutionnels restent constants dans leurs exigences en matière de sélection des OPC. Il n'y a pas de changement significatif dans la hiérarchie des critères par rapport aux Enquêtes précédentes.

Le « niveau des frais de gestion » reste le premier critère regardé, suivi comme en 2020 et 2019 par la « spécialisation thématique ou géographique ».

Moyens alloués

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

**MOYENS ALLOUÉS POUR LA SÉLECTION DES OPCVM
SELON LA FAMILLE D'INSTITUTIONNELS ET LA TAILLE DES PORTEFEUILLES**
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022

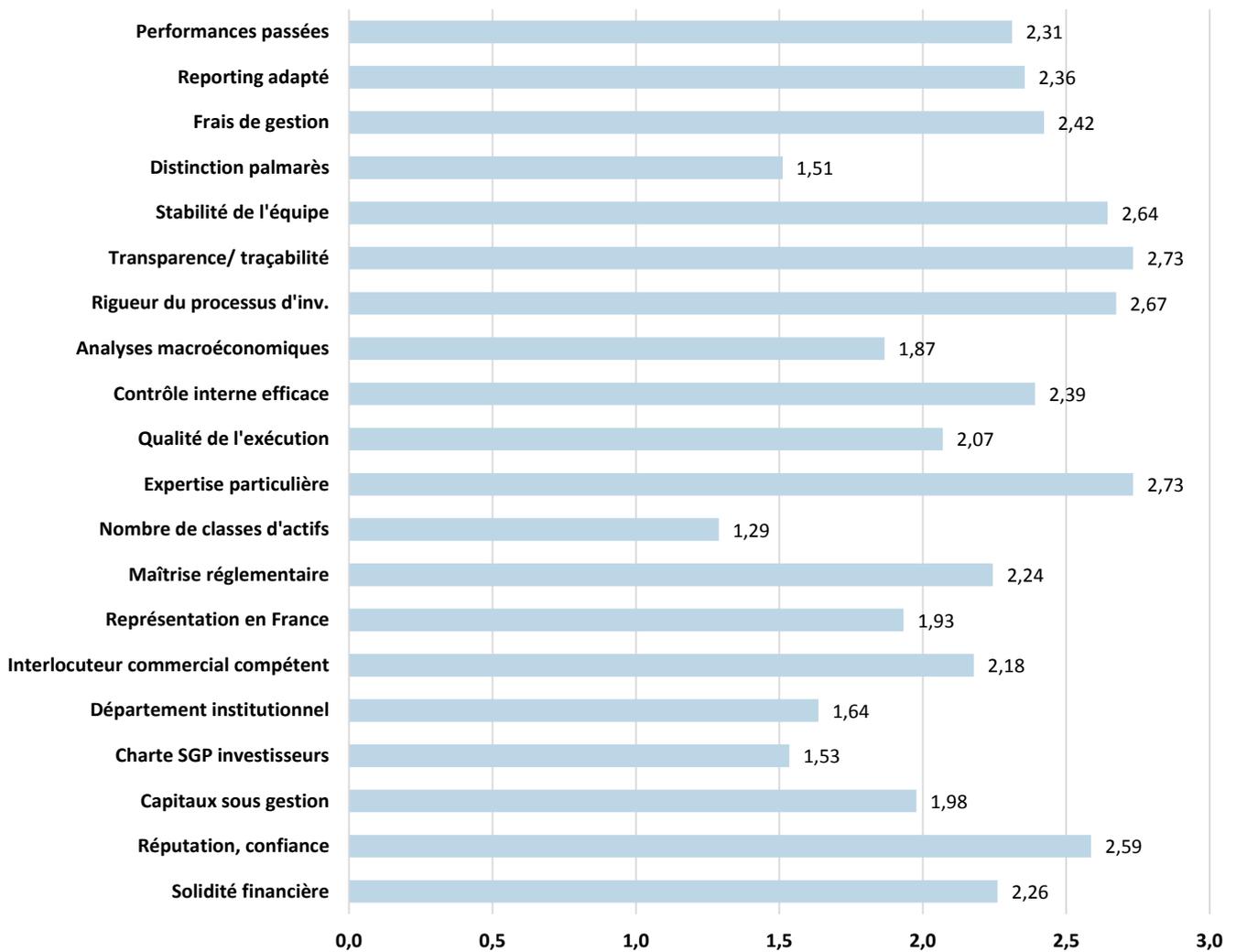
De manière structurelle, l'existence d'une cellule interne dédiée reste la première solution privilégiée pour sélectionner et suivre les OPC (OPCVM et FIA). En moyenne, plus de la moitié des répondants à l'Enquête Af2i déclarent utiliser une cellule interne dédiée pour la sélection des OPC (OPCVM et FIA). Ce pourcentage est toutefois un peu moins élevé pour les compagnies d'assurance. Les institutions de retraite/prévoyance utilisent également beaucoup les bases de données et de recherche.

Il convient également de noter cette année que plus aucune compagnie d'assurance, ni aucune organisation gérant un portefeuille de plus de 20 Md€, ne déclare recourir aux services d'un consultant externe ou sélectionneur indépendant.

► Critères de sélection des sociétés de gestion

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

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



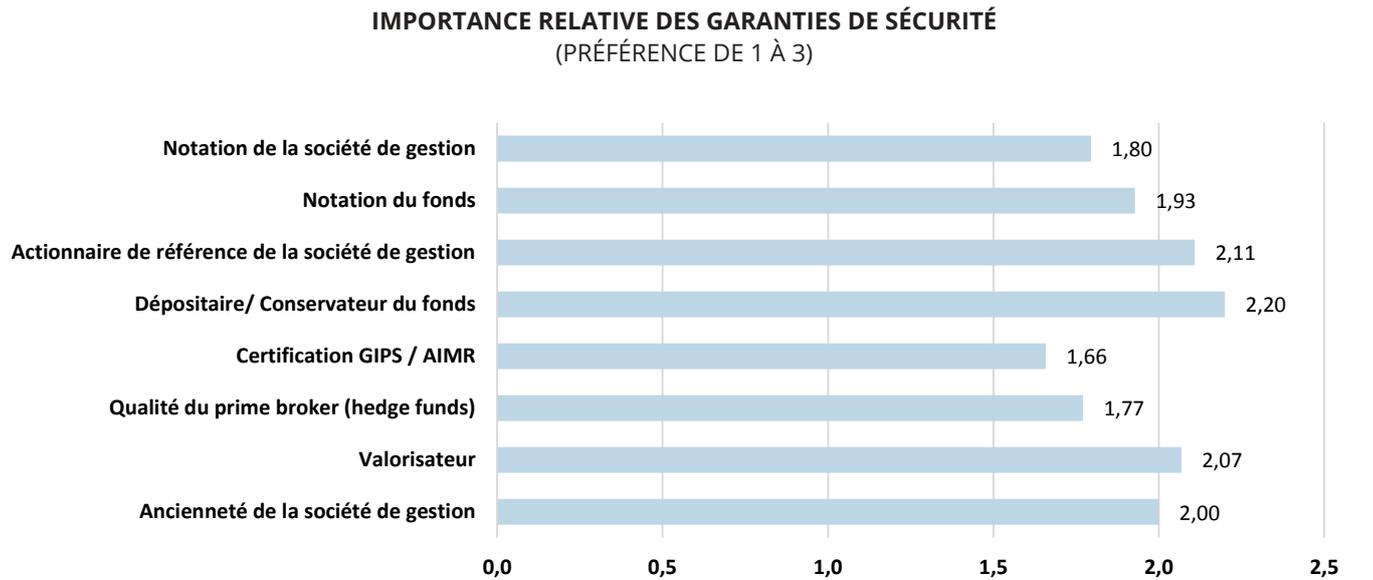
M Source : Enquête Af2i 2022

Cette année, « Transparence / traçabilité » arrive en première position et est à égalité avec une « Expertise particulière ». « Rigueur du processus d'investissement » arrive en deuxième position, suivi de « stabilité de l'équipe ».

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

► Garanties de sécurité

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



M Source : Enquête Af2i 2022

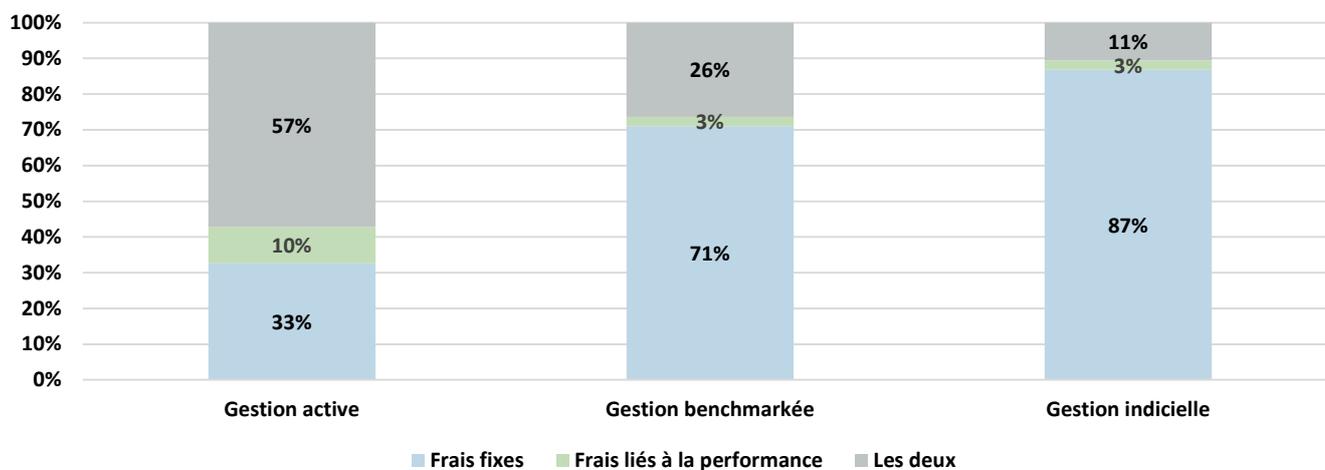
Comme les années précédentes, la garantie de sécurité qui est considérée comme la plus importante reste le dépositaire/conservateur de fonds. C'est en revanche,

comme l'année dernière, la certification GIPS / AIMR qui est la moins souvent citée par les investisseurs institutionnels français.

► Rémunération par type de gestion

🗋️ Quelle rémunération pour quelle gestion ?

MODALITÉS DE RÉMUNÉRATION PAR TYPE DE GESTION
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022

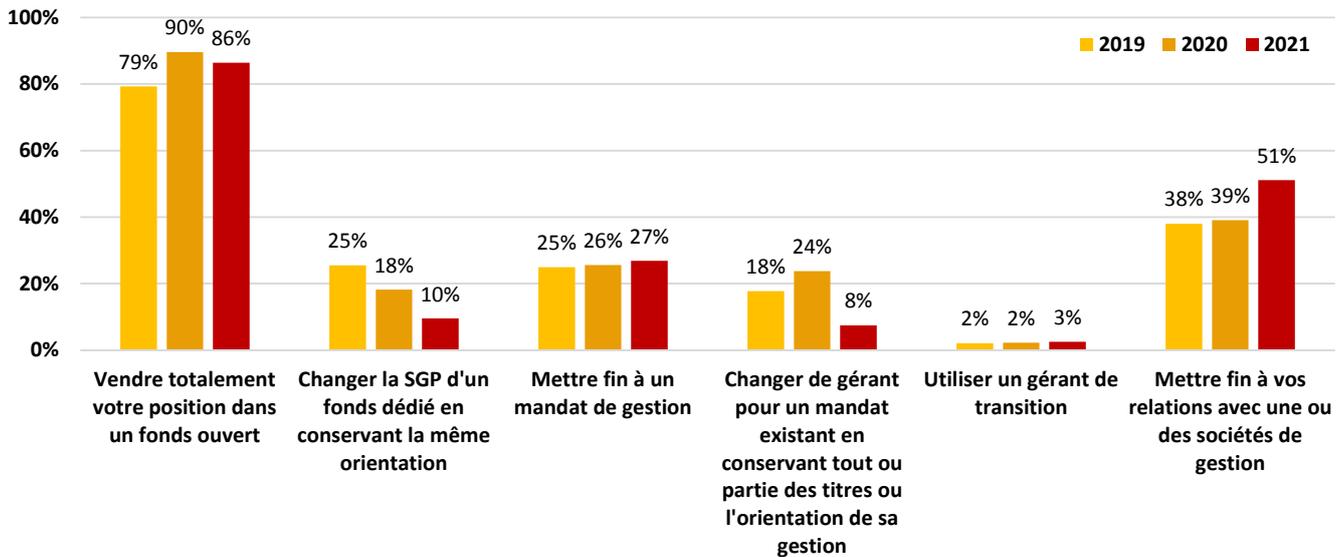
Tant pour la gestion benchmarkée que pour la gestion indicielle, la préférence des investisseurs se porte très largement sur une mécanique de frais fixes, à hauteur respectivement de 71% et 87%.

À l'inverse, sur la gestion active, les institutionnels sont prioritairement favorables (57%) à un mixte entre frais fixes et frais liés à la performance.

► Cessation des relations avec des partenaires financiers

🗣️ Dans vos relations avec les sociétés de gestion, vous est-il arrivé cette année de...

PART DES RÉPONDANTS QUI ONT CONNU LES SITUATIONS SUIVANTES
(EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



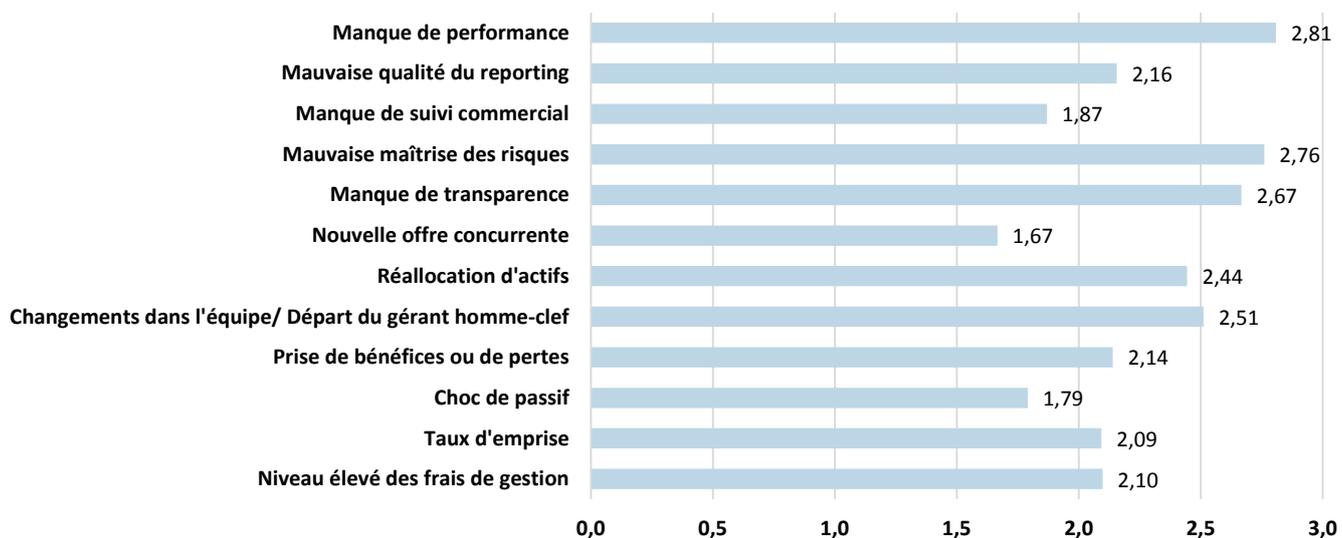
M Source : Enquête Af2i 2022

Très clairement, la situation la plus fréquente est celle de la vente totale des positions sur un fonds ouvert, qui est citée par près de 90% des répondants. L'étude ne dit pas quels fonds sont concernés : est-ce des fonds monétaires, ou des OPC détenus avec une logique d'arbitrage ou de *market-timing*, auquel cas le mouvement est naturel ? Ou s'agit-il de fonds avec une détention théorique plus longue, dont la cession résulte d'une situation particulière, chez l'investisseur ou chez l'*asset manager* ?

On note en revanche, cette année, une baisse non négligeable du nombre d'investisseurs qui ont souhaité changer de SGP gérant un fonds dédié, ou de gérant pour un mandat existant, alors que la proportion d'investisseurs qui ont mis fin à leurs relations avec une ou des sociétés de gestion a augmenté de 12 points de pourcentage.

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

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



M Source : Enquête Af2i 2022

Globalement, les raisons qui poussent les investisseurs à éventuellement quitter leurs partenaires financiers restent les mêmes d'une année sur l'autre. Arrivent en première position le manque de performance, la mauvaise maîtrise des risques, et le manque de trans-

parence. Si le classement reste très proche de celui de l'année dernière, on note toutefois le passage du « manque de performance » en première position cette année alors qu'il était cité légèrement derrière la « mauvaise maîtrise des risques » en 2020.

► Charte SGP/Investisseurs

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

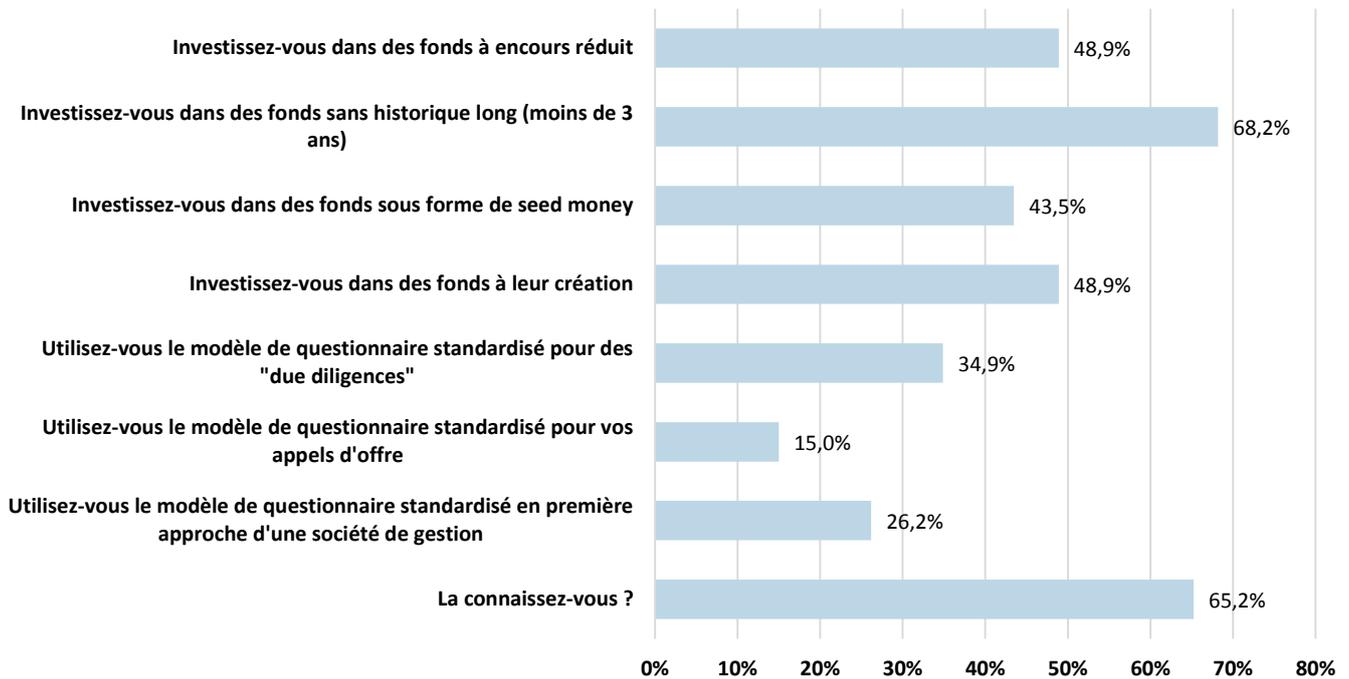
65% des investisseurs connaissent la « Charte SGP » co-écrite par l'AFG et l'Af2i. On serait tenté de dire « seulement » : ils étaient 72% en 2020 et 78% en 2019.

La jeunesse des fonds, qui a longtemps constitué un blocage à l'entrée, n'en est plus un. Il est vrai qu'avec les nouvelles classes d'actifs, des véhicules récents sont apparus, éventuellement avec des procédures de *closing* : soit on rentre dans les phases prévues, soit on reste durablement en dehors. 49% des répondants inves-

tissent dans des fonds à leur création, et 68% sur des fonds ayant un historique de moins de trois ans.

À l'inverse, les questionnaires standardisés proposés dans la Charte ne sont pas devenus des références en tant que tels : seulement 15% utilisent le questionnaire proposé pour les appels d'offres (contre 22% en 2020), et 26% (contre 32% en 2020) utilisent le modèle de *due diligence*, lors d'une première prise de contact avec une société de gestion.

UTILISATION DE LA CHARTE SGP / INVESTISSEURS (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022

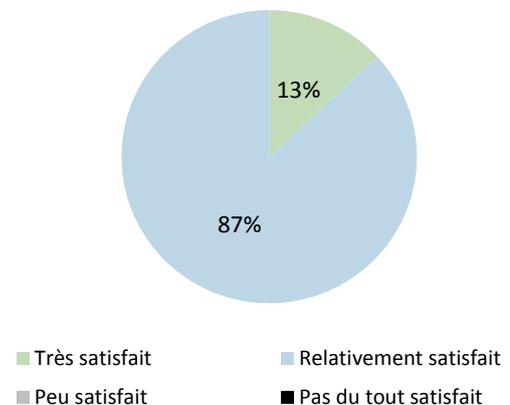
Qualité des relations avec les sociétés de gestion

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

Globalement, les sociétés de gestion peuvent être rassurées : 87% des répondants à l'Enquête Af2i (contre 79% l'année passée) se déclarent relativement satisfaits de leurs relations avec les sociétés de gestion avec lesquelles ils travaillent, et 13% se déclarent même très satisfaits.

Contrairement à l'année passée, plus aucun répondant ne s'est déclaré insatisfait (peu ou pas du tout satisfait) cette année.

NIVEAU DE SATISFACTION DES INVESTISSEURS DE LEURS RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION (EN % DU NOMBRE DE RÉPONDANTS)



M Source : Enquête Af2i 2022



Témoignage

L'article 29 de la loi Énergie Climat

L'article 29 de la loi Énergie Climat est entré en application le 10 mars 2021 et son décret d'application le 29 mai 2021. En 2022 (sur l'exercice 2021), les *reportings* des établissements concernés devront contenir certaines informations. À partir de 2023 (sur l'exercice 2022), toutes les informations requises par la réglementation devront être publiées par les établissements en question.

Avez-vous rencontré ou pensez-vous rencontrer des difficultés dans la mise en application de l'article 29 de la loi Énergie Climat au sein de votre institution ? Si oui, lesquelles ?

Les adhérents de l'Af2i ont anticipé l'entrée en application de l'article 29 de la loi Énergie Climat afin d'être prêts en 2022.

Certaines difficultés ont néanmoins été remontées :

- ▶ Au niveau des données elles-mêmes : certaines informations sont encore pauvres ou parcellaires, comme, par exemple, la donnée sur la biodiversité. D'une manière générale, la gestion des données réglementaires relatives au climat et à la biodiversité représente un défi important en termes de ressources et de pilotage des données informatiques. Par ailleurs, les informations supplémentaires qui devront être produites à compter de 2023 ajoutent un défi très significatif pour les différentes directions impliquées (investissements, risques, RSE) ;

- ▶ Au niveau des fournisseurs de données : pour certains adhérents de l'Af2i, la difficulté a été de recevoir dans les délais impartis l'information de leurs gestionnaires. Ceci a été la conséquence notamment des changements de fournisseurs de services effectués par ces gestionnaires.

« Nous avons anticipé, depuis la parution du décret en 2021, la mise en œuvre de cette réglementation et avons engagé des travaux d'ampleur à cette fin. »

Avez-vous fait ou allez-vous faire appel à un cabinet de conseil pour mettre en place les reportings auxquels vous êtes soumis en vertu de l'article 29 de la loi Énergie Climat ? Avez-vous externalisé ou allez-vous externaliser la production de ces reportings ?

Les réponses ont été hétérogènes, reflétant les différentes organisations internes retenues par nos répondants. Ainsi, si certains adhérents de l'Af2i ont eu — ou ont — recours à des cabinets de conseil, d'autres ont souhaité s'appuyer sur les équipes internes. Il en est de même pour la production de ces *reportings*.

« Ces reportings sont aujourd'hui produits en interne, mais nous utilisons des prestataires externes pour réaliser différentes estimations (température de portefeuille, risques physiques, empreinte biodiversité). »

« Nous avons fait appel à un cabinet de conseil pour la mise en place de nos reportings ESG et Climat et en externalisons la production. »



08. Panorama européen

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

Cette dernière partie a été réalisée en collaboration avec l'OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne) et l'Af2i, entre février et juin 2022, sur la base des données disponibles à cette période. Les sources sont multiples : Eurostat, OCDE, EIOPA, le Système européen des comptes et les comptabilités nationales de différents pays européens. Cette année, nous avons sollicité l'aide de l'autorité européenne des assurances et pensions professionnelles (EIOPA) et de l'association européenne des fonds d'investissement et sociétés de gestion (EFAMA) afin de valider la méthodologie utilisée. Nous les remercions pour leur aide précieuse.

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

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

Dans le prolongement de ce qui a été fait l'an passé, Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Pays-Bas et Suède font l'objet d'un focus détaillé.

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

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

- des similitudes entre la France et l'Allemagne, en ce qui concerne la composition des portefeuilles des investisseurs institutionnels, avec une part plus importante d'obligations *corporate* ;
- une forte concentration des placements des ménages dans l'immobilier de placement et les infrastructures dans les pays du sud de l'Europe, Espagne et Italie, qui bénéficient notamment d'un système de retraite publique relativement généreux ; et
- une exposition beaucoup plus forte des ménages et investisseurs institutionnels aux marchés d'actions en Suède qui a permis à ces derniers de profiter de la très bonne performance des marchés en 2021.

08. Panorama européen

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

► Préambule méthodologique

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

Les placements pris en compte sont ceux :

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

Pour les compagnies d'assurance, nous utilisons les statistiques de l'EIOPA, qui nous permettent d'obtenir une répartition du portefeuille global par classe d'actifs proche de celle qui est utilisée dans l'Enquête Af2i. En particulier, contrairement aux statistiques que nous obtenons pour le secteur des compagnies d'assurance (S128) dans les comptes financiers nationaux selon le Système Européen des comptes SEC 2010⁽¹⁾, les statistiques de l'assurance de l'EIOPA nous permettent de :

- distinguer les différents types d'obligations détenues par les compagnies d'assurance (obligations souveraines, *corporate*, produits structurés, obligations sécurisées) ;

- distinguer les différents types de fonds d'investissement détenus (fonds actions, obligataires, monétaires...)
- connaître le montant des investissements non financiers (immobilier et infrastructures) ;
- connaître le montant des investissements en gestion alternative et capital investissement.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les institutions prises en compte sont la Cassa Depositi e Prestiti italienne, la Caisse des Dépôts française, Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) en Allemagne et Instituto de Crédito Oficial en Espagne. Le poids relatif de la Cassa Depositi e Prestiti (7%) place cette institution en tête selon le critère du poids relatif de ses actifs dans le total des investissements institutionnels de son pays.

Les investisseurs institutionnels français, tels qu'ils sont définis par l'Af2i, jouent un rôle clef dans le financement des retraites de manière directe, en gérant les fonds de retraite publics, ou indirecte, en collectant l'épargne de long terme des ménages. C'est pourquoi, nous analysons également, de manière plus fine, les systèmes de retraite complémentaires.

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

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

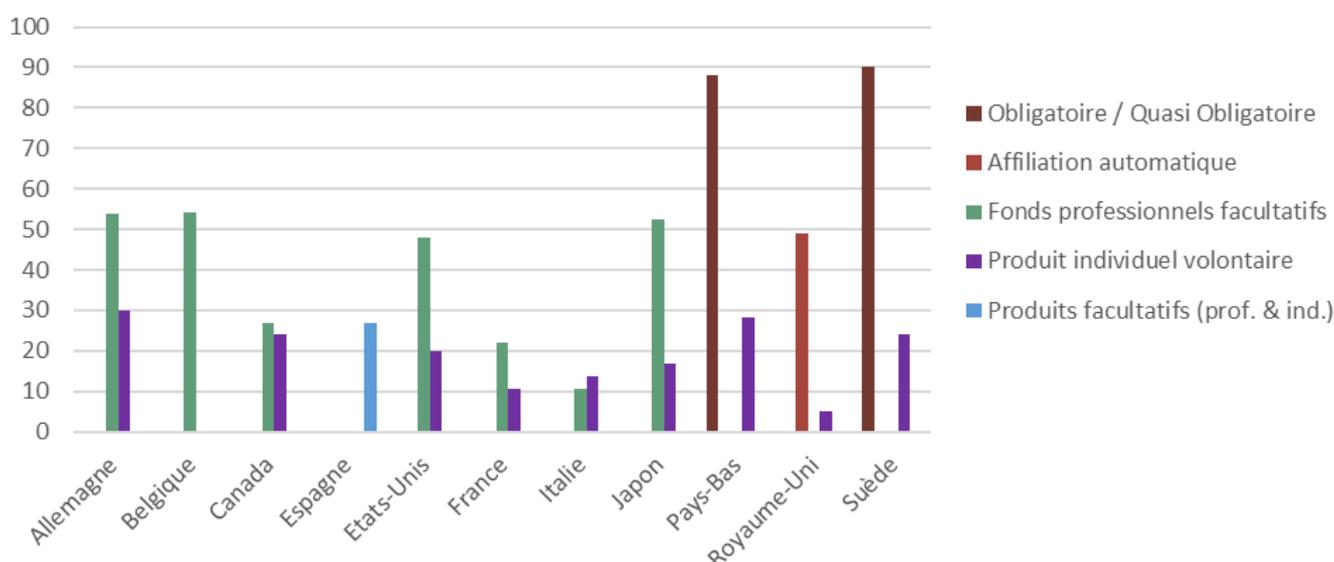
1. Avec la France, ils représentent près de 90% du Produit Intérieur Brut (PIB) de l'ensemble des pays de la zone euro. Par ailleurs, nous estimons que le montant total des placements des sociétés d'assurance et fonds de pension des six pays sélectionnés — plus la France — comptent pour plus de 95% des placements de l'ensemble des sociétés d'assurance et fonds de pension de la zone euro.
2. Ils présentent des modèles de financement des retraites différents. Le Conseil d'Orientation des Retraites (COR) dans son panorama sur les systèmes de retraite en France et à l'étranger⁽²⁾ distingue trois groupes de pays en fonction de la construction institutionnelle des régimes de retraite et de l'« effort contributif » demandé aux salariés :
 - a. Les Pays-Bas font partie du premier groupe de pays, où l'effort contributif est pris en compte forfaitairement et où la taille du système public est faible.
 - b. La Suède fait partie du second groupe de pays où l'effort contributif est pris en compte de façon directe ou indirecte, mais avec une taille relative-

(2) Conseil d'orientation des retraites (COR) - *Panorama des systèmes de retraite en France et à l'étranger* - Quinzième rapport - 17 décembre 2020 : https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport_international_2020.pdf

- ment faible du système public : les fonds privés y sont également développés.
- c. L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et l'Italie font partie, avec la France, du troisième groupe de pays, où le système public est contributif et assez important et où les fonds privés interviennent peu.
3. Ils possèdent des systèmes de retraite de base, collectifs et obligatoires différents. Là aussi, le COR distingue plusieurs groupes de pays selon l'unicité ou la multiplicité de régimes obligatoires :
- L'Italie a un régime caractérisé par des règles uniformes pour toutes les catégories d'assurés ;
 - les Pays-Bas et la Suède ont des régimes formellement distincts pour les fonctionnaires, mais avec des règles communes d'âge de départ à la retraite, de modalités de calcul de la pension et de taux de cotisations ;
 - L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et la France possèdent plusieurs régimes, chacun avec des règles propres en termes d'âges de départ à la retraite, de modalités de calcul de la pension ou de taux de cotisations.

Focus sur les produits d'épargne retraite complémentaire

**TAUX DE COUVERTURE DES TRAVAILLEURS PAR DES FONDS DE PENSION
OU DES PLANS D'ÉPARGNE RETRAITE PRIVÉS, EN 2020 (EN % DE LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER)**



Source : OCDE, Pension Markets in focus 2021

Notes : Les taux de couverture sont calculés en pourcentage de la population en âge de travailler (15-64 ans) sauf en Allemagne où ils sont calculés en pourcentage des 15-64 ans qui acquittent des cotisations sociales. Pour l'Italie, l'affiliation professionnelle volontaire inclut également les individus couverts par des plans à affiliation par défaut. Les données sont celles de 2019, sauf : 2018 pour la Belgique, le Canada et la France ; 2017 pour l'Espagne et les États-Unis ; 2015 pour l'Allemagne et la Suède. Pour la Suède, ne figure pas le taux de couverture du régime de base en capitalisation (PPM) qui s'élève à 100%. Pour la France, ne figurent pas le RAFF et la CAVP, qui entrent dans le champ des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite privés obligatoires, mais pour lesquels l'OCDE n'a pas de données.

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

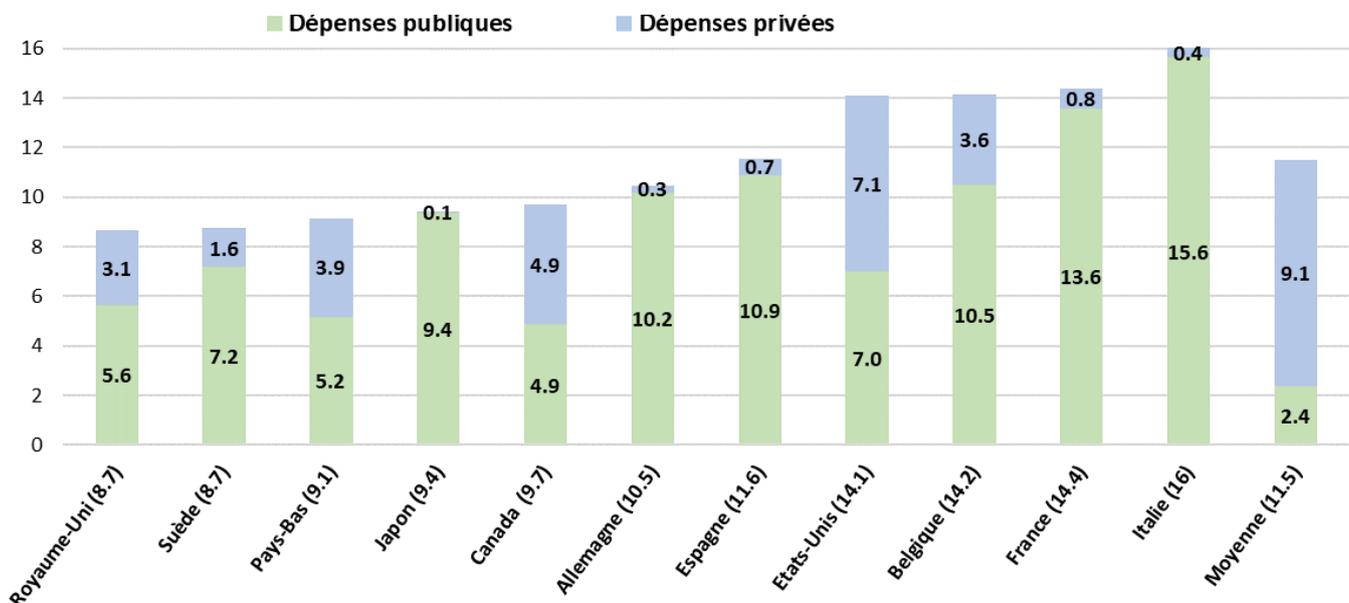
Nous concentrons notre attention sur les produits d'épargne retraite gérés par des investisseurs institutionnels, tels qu'ils sont définis par l'Af2i. Il s'agit principalement des produits gérés par les compagnies d'assurance et fonds de pension. En termes de piliers, il s'agit de produits de type pilier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

Étant donné, comme nous l'avons souligné précédemment, la diversité des modèles de financement des retraites

des pays de notre échantillon, les taux de couverture des travailleurs par des fonds de pension ou plans d'épargne retraite privés sont également très différents d'un pays à l'autre. Seulement, aux Pays-Bas et en Suède les travailleurs sont majoritairement couverts par des fonds de pension ou des plans d'épargne retraite privés obligatoires ou quasi obligatoires. Dans les pays où le système de retraite public par répartition est généreux, comme la France, l'Italie ou l'Espagne, relativement peu de travailleurs sont couverts par des produits d'épargne retraite complémentaires facultatifs.

Il résulte également de la diversité des modèles de financement des retraites, des écarts entre les pays en ce qui concerne la part des dépenses de retraite (publiques et privées) dans le PIB. L'Italie et la France se distinguent par un poids relativement important des dépenses publiques de retraite dans le PIB. C'est le corolaire de la relative générosité de leur système de retraite publique obligatoire.

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



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

Lecture : en 2020, les dépenses de retraite (publiques et privées) représentent 9,7% du PIB au Canada, soit moins que la moyenne constatée dans les pays suivis par le COR (11,5%). Les dépenses de retraite publiques constituent moins de la moitié des dépenses totales de retraite dans ce pays et représentent 4,9% du PIB, contre 9,1% dans l'ensemble des pays suivis par le COR.

Note : les pays sont classés par ordre croissant de la part des dépenses publiques de retraite dans le PIB en 2017.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES PRODUITS D'ÉPARGNE RETRAITE COMPLÉMENTAIRES VOLONTAIRES

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

Panorama des investisseurs institutionnels en Europe

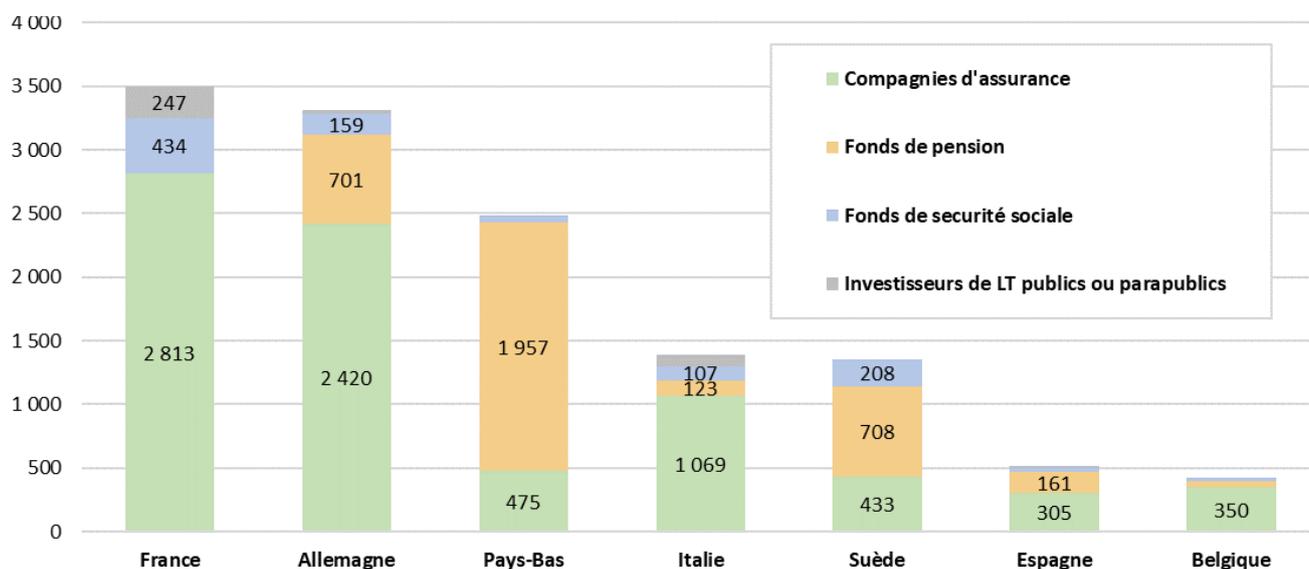
L'Allemagne et la France sont les deux premiers pays d'Europe en termes d'encours total des placements des investisseurs institutionnels. Ceci s'explique notamment par le poids particulièrement important du secteur de l'assurance et des produits d'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages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

Les encours d'actifs pris en compte, pour la France, dans l'Enquête Af2i s'élevaient à 2 690 Md€ (y compris les UC) à fin 2021. Ce chiffre est à rapprocher des 3 494 Md€ reportés dans le graphique suivant qui constituent l'ensemble des actifs des investisseurs institutionnels

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

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

PLACEMENTS FINANCIERS* DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN EUROPE (MD€)



Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, EIOPA, investisseurs de long terme publics ou parapublics. Compilation et calculs IEM Finance. Données relatives à l'année 2019 pour les fonds de sécurité sociale sauf pour la Belgique, l'Espagne et la Suède.

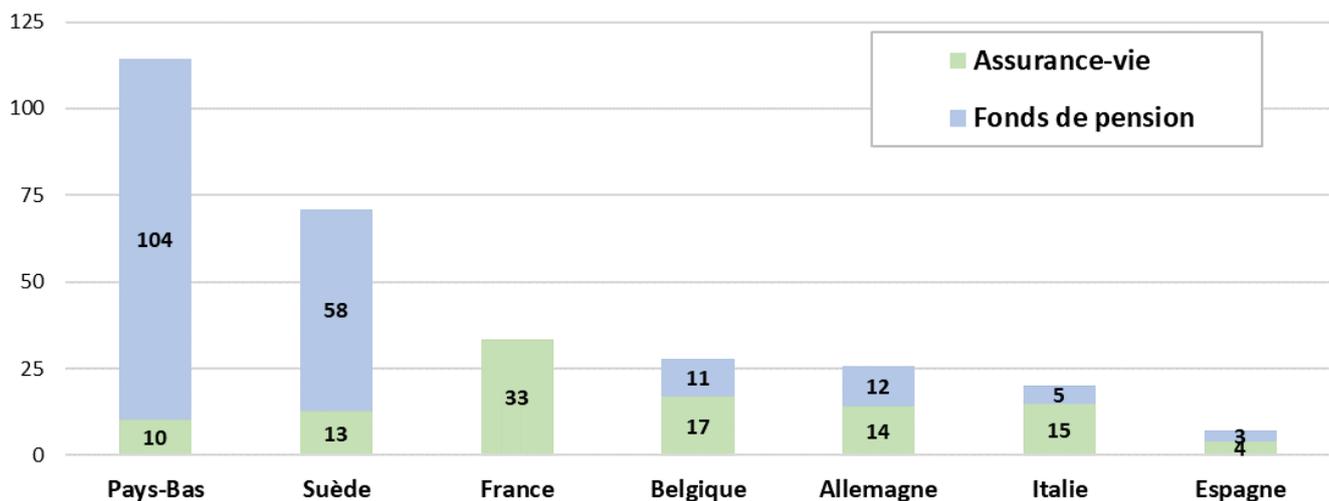
* Pour les compagnies d'assurance, les placements immobiliers sont également pris en compte (source EIOPA).

► L'épargne des ménages et le rôle joué par les investisseurs institutionnels

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

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

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

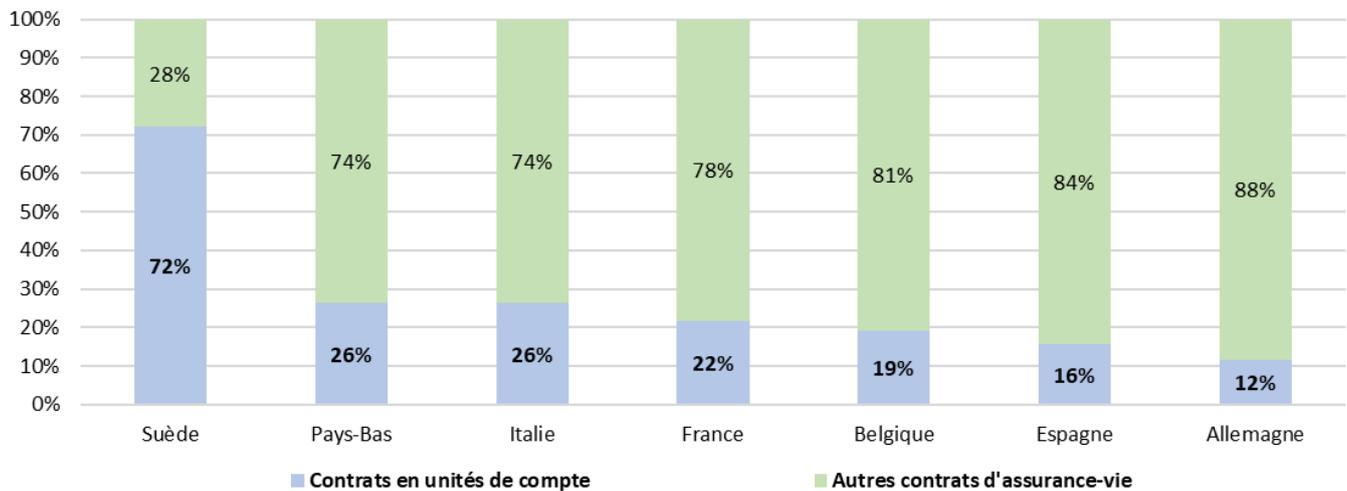


Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. Données relatives à l'année 2021.

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

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

RÉPARTITION DES PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE-VIE EN FONCTION DU TYPE DE CONTRATS (% DU TOTAL À FIN 2021)



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

Dans les pays où la culture de l'investissement en actions est plus forte, comme la Suède, le poids des contrats d'assurance vie en unités de compte est plus important. En effet, en Suède, le poids des contrats en unités de

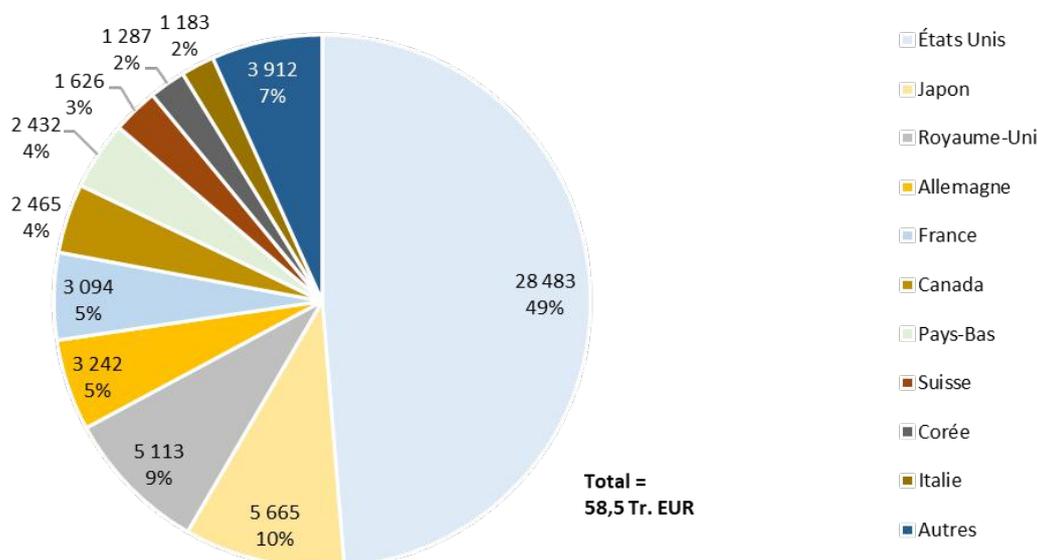
compte dans le total des provisions techniques d'assurance-vie (72%) est plus de 3 fois supérieur à ce qui est observé en France (22%). Cette proportion a cependant augmenté dans tous les pays en 2021.

Les investisseurs institutionnels dans le reste du monde

La définition des investisseurs institutionnels ici retenue est, de source OCDE, l'ensemble consolidé des sociétés d'assurance et des fonds de pension autonomes. Elle ne comprend pas les fonds de sécurité sociale, pour lesquelles on ne dispose pas de données spécifiques pour les Etats-Unis, ni les investisseurs de long terme publics ou parapublics. Les données de l'OCDE sont fournies en dollars et ne sont disponibles que pour le premier trimestre 2021. La différence de source et de définition, ainsi que la période et la conversion en euro, expliquent l'écart - notamment pour la France (3 094 Md€) et l'Allemagne (3 242 Md€) - par rapport aux chiffres reportés dans le graphique plus haut sur les placements financiers des investisseurs institutionnels en Europe.

Par ailleurs, comme nous l'avons rappelé dans le préambule méthodologique, nous utilisons dans cette étude les statistiques de l'EIOPA pour la valeur de marché des placements obligataires et immobiliers des compagnies d'assurance, tandis que l'OCDE utilise les données de comptabilité nationale. Ceci amène des différences relativement importantes pour l'Allemagne et la Suède, sans doute expliquées par la méthode de valorisation utilisée par les comptes nationaux dans ces deux pays. Les statistiques de l'EIOPA, directement fournies par les compagnies d'assurance elles-mêmes, nous semblent plus fiables pour cet indicateur et plus proches de ce qui est demandé aux membres de l'Af2i dans le cadre de la présente Enquête annuelle.

ENCOURS DE PLACEMENTS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE MONDE (Q3 2020 - MD€)



Source : OCDE Institutional Investors' Assets and Liabilities. Données à fin juin 2018 pour les États-Unis

La France et l'Allemagne, dont les encours de placements des investisseurs institutionnels sont très proches, restent respectivement en quatrième et cin-

quième position avec un poids relatif des placements des investisseurs institutionnels égal à 5% du total mondial pour chacun des deux pays.

► Les spécificités nationales

Allemagne

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

Comme dans les autres pays, où les régimes de base offrent une couverture relativement large aux per-

sonnes âgées, les régimes professionnels complémentaires en capitalisation représentent une part beaucoup plus faible des revenus des retraités.

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

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

Le taux de cotisations dans les régimes obligatoires est le même pour les salariés et les employeurs, et est égal

à 9,3%. Le taux de cotisation total (part salariale + part employeur soit 18,6%) est ainsi inférieur à ce qui est observé en Italie (33%), en France (27,5%), aux Pays-Bas (25,6%) et en Suède (21,7%) mais supérieur à la Belgique (16,4%).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ALLEMANDS EN 2021

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	3 073	36 953	38,7%	29,0%
Obligations	254	3 056	3,2%	0,6%
Actions cotées	563	6 775	7,1%	5,7%
Actions non cotées	160	1 921	2,0%	11,6%
Autres participations	264	3 176	3,3%	6,4%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	1 033	12 422	13,0%	4,5%
Provisions techniques d'assurance non-vie	432	5 201	5,4%	1,5%
Assurance-vie	1 162	13 976	14,6%	33,8%
Fonds de pension	979	11 778	12,3%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	27,9	336	0,4%	6,9%
Patrimoine financier total	7 949	95 592	100,0%	100,0%

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

Les contrats d'assurance-vie et fonds de pension représentent 26,9% du patrimoine financier des ménages allemands. La part de ces produits de long terme dans le patrimoine financier des ménages reste relativement stable dans le temps aux alentours de 30% depuis 10 ans. Cependant, elle baisse depuis 2019 et est inférieure à ce qui est observé en France (33,8%).

Dans les contrats d'assurance-vie, les contrats en unités de compte ne représentent que 12% des provisions mathématiques. C'est près de deux fois moins qu'en France, et le pourcentage le moins élevé parmi les 7 pays sous revue.

Afin de faire face au vieillissement de la population, au ralentissement de la croissance et à la baisse des

taux de remplacement des régimes de retraite obligatoires, le gouvernement Schröder a mis en œuvre une réforme importante des retraites au début des années 2000. L'épargne retraite privée a été encouragée par un ensemble de subventions et d'incitations fiscales.

En 2002, les régimes de retraite d'entreprise, traditionnellement proposés sur une base volontaire par les entreprises, ont été transformés en un droit des salariés à disposer d'une rémunération différée en cotisant à un régime de retraite d'entreprise. Les taux de couverture des plans professionnels s'élèvent à 57%, avec des disparités importantes selon la taille de l'entreprise : 83% des salariés sont couverts dans les entreprises de plus de 1000 employés, contre 25% dans les entreprises de moins de 5 salariés⁽⁴⁾.

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

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

Il existe quatre catégories⁽⁵⁾ de contrats « Riester » :
 — les plans d'épargne bancaire ;
 — les fonds communs de placements ;
 — les contrats d'assurance vie en unités de compte, et
 — les contrats d'assurance vieillesse.

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

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



Source : Bundesministerium für Arbeit und Soziales

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

années. Nous observons même, depuis 2019, une légère baisse du nombre de contrats ouverts.

(4) Conseil d'orientation des retraites (COR) - *Panorama des systèmes de retraite en France et à l'étranger* - Quinzième rapport - 17 décembre 2020 : https://www.cor-retraites.fr/sites/default/files/2020-12/Rapport_international_2020.pdf

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

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	801,32	33,1%	-4,9%	31,4%
Obligations <i>corporate</i>	445,35	18,4%	-10,1%	23,5%
Produits structures	20,16	0,8%	5,5%	3,7%
Obligations sécurisées	7,18	0,3%	7,2%	0,1%
Actions, fonds actions et autres participations	619,32	25,6%	14,6%	19,7%
Immobilier et infrastructures	102,91	4,3%	15,4%	5,9%
Liquidités	78,72	3,3%	3,2%	6,0%
Prêts	118,75	4,9%	1,3%	1,5%
Capital investissement	11,69	0,5%	35,3%	1,1%
Gestion alternative	9,44	0,4%	33,0%	0,5%
Autres	205,60	8,5%	16,1%	6,7%
Total des actifs	2 420,44	100,0%	1,7%	100,0%

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

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

Les obligations souveraines et les fonds obligataires représentent un tiers du portefeuille des compagnies d'assurance en Allemagne et un peu moins d'un tiers en France. Cette classe d'actifs est la plus importante dans ces deux pays.

En Allemagne, le poids des actions, fonds actions et autres participations est aussi important et représente un quart de la composition du portefeuille. En France, ces actifs ont un poids inférieur (20%). Cette différence de poids provient probablement du fait que la part d'actions non-cotées est plus élevée en Allemagne. Il convient toutefois de rester prudents dans l'interprétation de ces chiffres, étant données les incertitudes qui

persistent sur les méthodes utilisées pour la valorisation des actions non-cotées.

En 2021, la valorisation des actifs obligataires a souffert de performances négatives dans l'ensemble des pays. Cependant, les autres classes d'actifs et principalement les actions ont enregistré des performances positives du fait des performances des marchés actions. Dans l'ensemble, la valorisation du portefeuille des compagnies d'assurance allemandes a été positive sur l'année à 1,7%.

Comme en France, la part des obligations *corporate* dans le portefeuille obligataire des compagnies d'assurance est plus élevée que dans les autres pays d'Europe.

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020
Obligations	56,4	8,0%	-2,4%
Actions et autres participations	39,7	5,7%	9,6%
<i>dont actions cotées</i>	0,4	0,1%	-56,6%
<i>dont actions non cotées</i>	7,8	1,1%	43,6%
<i>dont autres participations</i>	31,5	4,5%	5,3%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	458,6	65,4%	1,9%
Crédits	33,0	4,7%	-0,4%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	81,3	11,6%	-6,5%
Autres	32,1	4,6%	6,6%
Total des actifs financiers	701,1	100,0%	1,0%

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

La gestion du portefeuille des fonds de pension en Allemagne est très largement intermédiée. En effet les fonds d'investissement représentent 65% du portefeuille des fonds de pension en Allemagne, contre 46,9% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue. Ce phénomène s'est par ailleurs accentué au cours des dix dernières années. En 2010, les fonds d'investissement non

monétaires ne représentaient que 38,9% de l'encours des actifs financiers des fonds de pension tandis que les liquidités représentaient 39,3% (contre 11,6% en 2021). Les actions et autres participations ont progressé en 2020 et 2021 sous les effets positifs des performances des marchés financiers.

Belgique

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

Parmi les pays couverts dans notre panorama, la Belgique est celui où le taux de cotisations dans les régimes obligatoires est le plus faible⁽⁷⁾ : 7,5% pour la part salariale et 8,9% pour la part employeur, soit 16,4% au total contre 27,5% en France et 33% en Italie. Dans

le même temps, c'est le pays dans lequel le ratio du niveau de vie des personnes âgées sur le niveau de vie de la population totale est le plus bas (79,7%)⁽⁸⁾. C'est en France que ce ratio est le plus élevé, il atteint 103,2%.

En 2013, le ministre des Pensions et la ministre des Indépendants ont institué ensemble la Commission « Réforme des pensions 2020-2040 ». Cette Commission,

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

(7) Source : OCDE 2020.

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

constituée de 12 experts, a reçu pour mission de proposer des scénarios pour de futures réformes des trois régimes de pensions légales.

En 2015 a été créé le Conseil académique des pensions⁽⁹⁾ ayant pour mission d'adresser aux ministres concernés un avis scientifique étayé sur toutes les propositions en matière de pension.

Le poids de l'assurance-vie et des fonds de pension dans le patrimoine financier des ménages belges (20,9%) reste plus faible que dans les autres pays, sauf l'Espagne, et plus de 10 points de pourcentage en dessous de la moyenne des pays sous revue dans notre étude (31%). Toutefois, ce faible pourcentage est en partie expliqué par le fait qu'une part importante des plans d'épargne retraite du pilier 3 sont gérés par des sociétés de gestion et apparaissent ainsi dans la catégorie fonds d'investissement.

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES BELGES EN 2021

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	493	42 659	32,2%	29,0%
Obligations	28	2 446	1,8%	0,6%
Actions cotées	91	7 873	5,9%	5,7%
Actions non cotées	170	14 708	11,1%	11,6%
Autres participations	127	10 978	8,3%	6,4%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	275	23 773	17,9%	4,5%
Provisions techniques d'assurance non-vie	13	1 115	0,8%	1,5%
Assurance-vie	195	16 842	12,7%	33,8%
Fonds de pension	126	10 863	8,2%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	14	1 234	0,9%	6,9%
Patrimoine financier total	1 531	132 490	100,0%	100,0%

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

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

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	150,24	43,0%	-5,4%	31,4%
Obligations <i>corporate</i>	59,59	17,0%	-4,0%	23,5%
Produits structures	1,41	0,4%	-29,9%	3,7%
Obligations sécurisées	0,38	0,1%	-53,5%	0,1%
Actions, fonds actions et autres participations	43,16	12,3%	18,9%	19,7%
Immobilier et infrastructures	13,75	3,9%	9,8%	5,9%
Liquidités	10,94	3,1%	-1,0%	6,0%
Prêts	41,91	12,0%	-0,6%	1,5%
Capital investissement	1,31	0,4%	37,1%	1,1%
Gestion alternative	0,89	0,3%	-24,4%	0,5%
Autres	26,21	7,5%	5,7%	6,7%
Total des actifs	349,79	100,0%	-0,8%	100,0%

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

Comme en France, les obligations détenues en direct et les fonds obligataires représentent plus de la moitié de l'actif des compagnies d'assurance en Belgique. Le poids des actions et des parts de fonds d'investissement y est en revanche plus faible, en partie à cause d'une importance relative supérieure des prêts. Ces derniers représentent 12% de l'actif contre seulement 1,5% en France.

Par ailleurs, les obligations détenues par les compagnies d'assurance belges sont, comme en Espagne, et en Italie, majoritairement des obligations d'État et des fonds obligataires (43%). Cette part est moins importante dans les actifs des compagnies d'assurance en France.

Concernant les fonds d'investissement, il convient de noter, qu'en Belgique, les fonds détenus par l'ensemble des agents économiques sont majoritairement des fonds multi-actifs (53,4%) et des fonds actions (29%). Les

fonds obligataires ne représentent que 7,6% de l'actif net total de l'ensemble des fonds d'investissement nationaux contre 18% en moyenne dans les six pays sous revue. C'est le pays où ce pourcentage est le plus faible. Ainsi, si les compagnies d'assurance belges sont relativement peu exposées au marché actions directement, elles le sont tout de même en partie à travers les fonds d'investissement détenus, qui sont plus majoritairement des fonds actions ou multi-actifs.

Comme en Espagne, la part de l'immobilier de placement et des infrastructures dans l'actif des compagnies d'assurance (12,3%) est plus élevée que dans les autres pays (3,8% en moyenne).

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020
Obligations	4,7	10,3%	4,4%
Actions et autres participations	3,4	7,5%	11,5%
<i>dont actions cotées</i>	2,9	6,3%	12,6%
<i>dont actions non cotées</i>	0,5	1,0%	-2,1%
<i>dont autres participations</i>	0,1	0,2%	121,2%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	36,1	78,3%	10,3%
Crédits	0,2	0,3%	-11,9%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	1,2	2,7%	-38,7%
Autres	0,4	0,9%	-8,8%
Total des actifs financiers	46,1	100,0%	7,2%

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

Le montant de l'actif financier total des fonds de pension belges est relativement faible : 46,1 milliards d'euros. En effet, comme nous l'avons rappelé précédemment, l'importance du système de retraite public par répartition explique en partie le poids plus faible des produits d'épargne retraite complémentaires dans les placements financiers des ménages. En outre, les produits d'épargne retraite individuels sont gérés soit par des sociétés de gestion, soit par des compagnies d'assurance.

Plus des trois quarts du portefeuille des fonds de pension belges sont concentrés sur des parts de fonds d'investissement non monétaires. Ce pourcentage est nettement plus élevé que dans les autres pays sous revue (46,9% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

Espagne

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

Comme en France, les régimes complémentaires facultatifs d'épargne retraite sont relativement peu développés en Espagne, en raison de l'importance du régime de retraite public obligatoire par répartition. L'Espagne est le pays où l'encours des avoirs des ménages détenus sous forme de contrats d'assurance-vie et de fonds de pension par habitant est le plus faible (12,6% contre 31,3% en moyenne dans les pays de notre échantillon).

Moins de 9% de la population active (et moins de 11% des salariés) est couverte par des régimes complémentaires professionnels d'épargne retraite à adhésion facultative et moins de 42 000 retraités ont perçu des prestations de ces régimes en 2019⁽¹⁰⁾.

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

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

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ESPAGNOLS EN 2021

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	1 038	21 894	39,1%	29,0%
Obligations	11	236	0,4%	0,6%
Actions cotées	128	2 700	4,8%	5,7%
Actions non cotées	150	3 169	5,7%	11,6%
Autres participations	493	10 405	18,6%	6,4%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	406	8 569	15,3%	4,5%
Provisions techniques d'assurance non-vie	11	228	0,4%	1,5%
Assurance-vie	190	4 000	7,2%	33,8%
Fonds de pension	144	3 028	5,4%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	81	1 699	3,0%	6,9%
Patrimoine financier total	2 651	55 928	100,0%	100,0%

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

(10) Source: Better Finance, "Pension Savings – the Real Return"

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	163,67	53,6%	-5,3%	31,4%
Obligations <i>corporate</i>	56,73	18,6%	-2,3%	23,5%
Produits structures	6,13	2,0%	19,5%	3,7%
Obligations sécurisées	0,88	0,3%	-12,4%	0,1%
Actions, fonds actions et autres participations	37,61	12,3%	25,1%	19,7%
Immobilier et infrastructures	10,61	3,5%	-1,0%	5,9%
Liquidités	19,31	6,3%	-7,9%	6,0%
Prêts	1,82	0,6%	-5,8%	1,5%
Capital investissement	0,63	0,2%	52,1%	1,1%
Gestion alternative	1,20	0,4%	20,9%	0,5%
Autres	6,53	2,1%	5,3%	6,7%
Total des actifs	305,11	100,0%	-1,0%	100,0%

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

L'Espagne est, parmi les pays sous revue, celui dans lequel les compagnies d'assurance ont la plus forte concentration de leur portefeuille (53,6%) en obligations d'État et de fonds obligataires avec un encours de 164 milliards d'euros. Les produits obligataires représentent la plus large part des avoir détenus par les compagnies d'assurance espagnoles (72%).

Parallèlement, les placements des compagnies d'assurance en actions détenues en direct et les placements intermédiés sont moins importants que dans les autres pays. Ainsi, le poids des actions, fonds actions et autres participations représentent 12% de l'ensemble des actifs, comme en Belgique et aux Pays-Bas.

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020
Obligations	60,8	37,7%	-4,2%
Actions et autres participations	21,6	13,4%	15,3%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	60,8	30,0%	-4,2%
Crédits	48,3	0,0%	21,2%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	0,05	7,7%	-36,0%
Autres	12,4	11,2%	10,4%
Total des actifs financiers	161,2	100,0%	7,6%

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

Comme pour les compagnies d'assurance, les placements de fonds de pension sont moins intermédiés en Espagne que dans les autres pays. Après l'Italie, c'est le pays où les parts de fonds d'investissement non moné-

taires détenues en direct sont les moins élevées dans les pays de notre échantillon pour représenter 30% du total des placements des fonds de pension contre 46,9% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue.

Italie

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

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

Toutefois, malgré le poids important du système de retraite public par répartition il existe plusieurs produits d'épargne retraite complémentaires (piliers 2 et 3), gérés en partie par les compagnies d'assurance. Ainsi le secteur de l'assurance est très présent. S'il reste moins important qu'en France (32,8%) le poids des contrats d'assurance-vie dans le portefeuille des ménages reste significatif (18,9%).

Les ménages italiens ont notamment la possibilité de souscrire à des Fonds de Pension Individuels (PIP), des fonds de pension fermés et des fonds de pension ouverts. À fin 2020, 8,445 millions de personnes ont souscrit à un fonds de pension individuel ou collectif. Les encours sous gestion des produits des piliers 2 et 3 s'élevaient à 124,76 milliards d'euros à fin 2020⁽¹²⁾.

Afin d'inciter les ménages à constituer une épargne retraite complémentaire, le gouvernement italien a également engagé une réforme visant à apporter de la flexibilité dans la gestion des indemnités de fin de carrière (Trattamento di Fine Rapporto – TFR). Les salariés peuvent demander un déblocage anticipé, à hauteur de 70% des capitaux accumulés au maximum, à titre exceptionnel en cas de problèmes de santé, de premier achat immobilier ou de congé parental. Depuis 2007, les salariés du secteur privé peuvent opter pour le versement de leurs cotisations au titre du TFR à un fonds de pension. De plus, une loi de 2015 permet aux salariés du secteur privé de recevoir leur TFR en avance sous forme de prêt bancaire.

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

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

(12) Better Finance, Long-Term and Pension Savings – The real return, 2021 Edition

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES ITALIENS EN 2021

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	1 205	20 335	25,7%	29,0%
Obligations	221	3 725	4,7%	0,6%
Actions cotées	136	2 303	2,9%	5,7%
Actions non cotées	514,9	8 693	11,0%	11,6%
Autres participations	485,9	8 203	10,4%	6,4%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	766,9	12 946	16,4%	4,5%
Provisions techniques d'assurance non-vie	31	517	0,7%	1,5%
Assurance-vie	887	14 969	18,9%	33,8%
Fonds de pension	300	5 063	6,4%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	141	2 375	3,0%	6,9%
Patrimoine financier total	4 687,3	79 129	100,0%	100,0%

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

COMPOSITION DE L'ACTIF DES COMPAGNIES D'ASSURANCE ITALIENNES

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	529,43	49,5%	-2,2%	31,4%
Obligations <i>corporate</i>	163,76	15,3%	0,2%	23,5%
Produits structures	11,86	1,1%	4,7%	3,7%
Obligations sécurisées	2,74	0,3%	27,0%	0,1%
Actions, fonds actions et autres participations	213,54	20,0%	19,9%	19,7%
Immobilier et infrastructures	31,23	2,9%	10,1%	5,9%
Liquidités	34,53	3,2%	1,8%	6,0%
Prêts	7,23	0,7%	0,0%	1,5%
Capital investissement	4,07	0,4%	42,7%	1,1%
Gestion alternative	8,32	0,8%	20,0%	0,5%
Autres	62,28	5,8%	7,7%	6,7%
Total des actifs	1068,99	100,0%	3,4%	100,0%

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

Comme en Espagne, les placements des compagnies d'assurance italiennes sont très largement concentrés sur les obligations (65%) et plus particulièrement en obligations d'État. Les actions, fonds actions et partici-

pations représentent une part non négligeable de l'ensemble des placements (20%). La part des liquidités dans l'actif total est la plus faible dans les pays de notre échantillon, seulement 2,9%.

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION ITALIENS

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020
Obligations	62,6	51,0%	-0,8%
Actions et autres participations	31,0	25,3%	12,3%
<i>dont actions cotées</i>	28,3	23,0%	14,2%
<i>dont actions non cotées</i>	2,7	2,2%	-3,1%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	20,2	16,5%	6,6%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	8,9	7,2%	17,8%
Total des actifs financiers	122,8	100,0%	4,7%

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

L'encours total des placements des fonds de pension, présentés comme tels dans la comptabilité nationale, ne représente que 10,3% du total des placements des investisseurs institutionnels italiens. Ceci s'explique en partie par le fait qu'une partie des fonds d'épargne retraite complémentaire est gérée par des compagnies d'assurance et des administrations publiques.

Contrairement à ce qui est observé dans les autres pays, les placements des fonds de pension italiens sont

relativement peu intermédiés. Les parts de fonds d'investissement représentent seulement 16,5% de leurs placements financiers contre 46,9% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue. C'est en même temps le pays dans lequel la part des obligations détenues en direct par les fonds de pension est la plus élevée, ce qui confirme, comme nous l'avons rappelé plus tôt, la prépondérance de l'investissement obligataire pour l'ensemble des agents économiques dans ce pays.

Pays-Bas

Les Pays-Bas se distinguent des autres pays de notre échantillon par un taux particulièrement élevé à la charge des salariés (20,6%) pour le financement des retraites professionnelles (quasi) obligatoires. Ainsi, le poids des fonds de pension est beaucoup plus important que dans les autres pays, aussi bien dans le portefeuille financier des ménages (59,1%) que dans le total des placements financiers des investisseurs institutionnels (80%).

Etant donné la place importante occupée par les fonds de pension, les contrats d'assurance-vie représentent en revanche, comme en Suède, une proportion plus faible de patrimoine financier des ménages : 5,9% au Pays-Bas et 6,4% en Suède contre 14,1% en moyenne dans les pays de notre échantillon.

Il est également intéressant de noter qu'au total les avoirs liquides (monnaie et dépôts) représentent dans ces deux pays une partie moins importante du patrimoine financier total (respectivement 17,4% aux Pays-Bas et 13% en Suède contre 27,8% en moyenne dans cet échantillon de pays).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES NÉERLANDAIS EN 2021

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	534	30 571	17,4%	29,0%
Obligations	6,7	385	0,2%	0,6%
Actions cotées	53	3 046	1,7%	5,7%
Actions non cotées	288	16 506	9,4%	11,6%
Autres participations	17,3	993	0,6%	6,4%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	109,6	6 270	3,6%	4,5%
Provisions techniques d'assurance non-vie	10,1	575	0,3%	1,5%
Assurance-vie	182	10 439	5,9%	33,8%
Fonds de pension	1 814	103 802	59,1%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	51,2	2 930	1,7%	6,9%
Patrimoine financier total	3 067	175 518	100,0%	100,0%

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

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	145,47	30,6%	-10,0%	31,4%
Obligations <i>corporate</i>	66,12	13,9%	0,7%	23,5%
Produits structures	0,70	0,1%	1,0%	3,7%
Obligations sécurisées	6,13	1,3%	-3,7%	0,1%
Actions, fonds actions et autres participations	53,56	11,3%	17,5%	19,7%
Immobilier et infrastructures	19,43	4,1%	13,3%	5,9%
Liquidités	21,56	4,5%	-10,6%	6,0%
Prêts	106,15	22,3%	-1,8%	1,5%
Capital investissement	2,72	0,6%	25,2%	1,1%
Gestion alternative	0,18	0,0%	6,1%	0,5%
Autres	53,35	11,2%	0,7%	6,7%
Total des actifs	475,38	100,0%	-1,9%	100,0%

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

Les compagnies d'assurance aux Pays-Bas détiennent moins d'obligations en direct ou intermédiées dans le total de leur actif (45,8%) que dans l'ensemble des pays sous revue (53,3% en moyenne).

Les prêts représentent par ailleurs une part beaucoup plus importante (22,3%) de l'actif des compagnies d'assurance qu'en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue (6,3%). Cela explique en partie le moindre poids des obligations, mais aussi des actions et fonds d'investissement.

COMPOSITION DE L'ACTIF FINANCIER DES FONDS DE PENSION AUX PAYS BAS

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020
Obligations	652,0	33,3%	15,6%
Actions et autres participations	292,4	14,9%	26,4%
<i>dont actions cotées</i>	<i>270,8</i>	<i>13,8%</i>	<i>28,4%</i>
<i>dont actions non cotées</i>	<i>21,5</i>	<i>1,1%</i>	<i>5,5%</i>
Parts de fonds d'investissement non monétaires	785,6	40,1%	-2,3%
Crédits	27,7	1,4%	18,0%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	62,2	3,2%	-0,1%
Autres	137,3	7,0%	-37,4%
Total des actifs financiers	1 957,2	100,0%	2,8%

Source : Eurostat, comptes financiers nationaux selon le SEC 2010, compilation et calculs IEM Finance. La part des fonds d'investissement monétaires dans l'actif financier total des fonds de pension est relativement faible en Europe (1% en moyenne dans la zone euro). Les fonds monétaires ont été ajoutés dans la catégorie liquidités.

Avec un encours total de placements financiers des fonds de pension égal à 1 957 milliards d'euros, les Pays-Bas, sont de loin le premier pays de la zone euro en termes de poids des fonds de pension. Les actifs financiers des fonds de pension néerlandais représentent plus de 60% du total des actifs financiers des fonds de pension de la zone euro. Ce montant reste inférieur au montant total des placements financiers des compagnies d'assurance en France (2 813 Md€) et en Allemagne (2 420 Md€) en valeur absolue, mais rapporté au nombre d'habitants il est plus de deux fois supérieur comparé à la France et plus de trois fois supérieur comparé à l'Allemagne. En 10 ans cet encours a plus que doublé, passant de 873 Md€ en 2011 à 1 957 Md€ en 2021. Il s'agit majoritairement de fonds de pension professionnels.

Comme dans les autres pays, les placements des fonds de pension aux Pays-Bas sont largement intermédiés. Les fonds d'investissement représentent 40,1% des placements financiers, soit plus du double que pour les compagnies d'assurance.

Suède

La Suède a un régime en capitalisation public obligatoire, qui s'ajoute au régime public géré en répartition. Aussi le poids des fonds de pension est important, même s'il reste moins élevé qu'aux Pays-Bas. En dix ans, le montant de l'actif total des fonds de pension a plus que doublé, passant de 282 Md SEK en 2011 à 708 Md SEK en 2021. Cette évolution fait notamment suite à une réforme importante des retraites dans le pays mise en place depuis 2001.

C'est par ailleurs le pays dans lequel les ménages détiennent le plus d'actions cotées de manière directe (7,9% de leur patrimoine financier contre 5,1% en moyenne dans les pays de notre étude) et de manière indirecte à travers les contrats d'assurance-vie (66% des provisions techniques concernent des supports

en unités de compte), les fonds de pension et les parts de fonds d'investissement. La part des fonds actions dans le total de l'actif net des fonds d'investissement suédois (69,6%, source EFAMA) est bien supérieure à ce qui peut être observé dans les autres pays de notre échantillon (42,6% en moyenne sur l'ensemble des pays).

Les performances des marchés actions ont contribué à une forte hausse du patrimoine financier des ménages suédois (+15%). C'est le pays dans lequel l'encours total des placements financiers des ménages a le plus progressé cette année (+15% contre +6,7% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES SUÉDOIS EN 2021

	En Md€	En € par habitant	En % du total	France en % du total
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	249	23 983	13,0%	29,0%
Obligations	9,9	953	0,6%	0,6%
Actions cotées	190,4	18 346	7,9%	5,7%
Actions non cotées	260,8	25 131	11,4%	11,6%
Autres participations	385,2	37 114	19,7%	6,4%
Parts de fonds d'investissement non monétaires	198,4	19 113	9,6%	4,5%
Provisions techniques d'assurance non-vie	10,0	962	0,5%	1,5%
Assurance-vie	132	12 671	6,4%	33,8%
Fonds de pension	606	58 378	29,0%	0,0%
Autres comptes à recevoir/ à payer	34	3 292	1,9%	6,9%
Patrimoine financier total	2 075	199 942	100,0%	100,0%

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

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020	France en % du total
Obligations souveraines et fonds obligataires	49,86	11,5%	4,4%	31%
Obligations <i>corporate</i>	48,17	11,1%	-2,0%	24%
Produits structures	1,25	0,3%	-1,6%	4%
Obligations sécurisées	0,05	0,0%	-3,7%	0%
Actions, fonds actions et autres participations	224,21	51,8%	35,4%	20%
Immobilier et infrastructures	9,21	2,1%	15,1%	6%
Liquidités	15,31	3,5%	-0,3%	6%
Prêts	9,63	2,2%	70,5%	2%
Capital investissement	6,17	1,4%	38,8%	1%
Gestion alternative	6,59	1,5%	-5,2%	0%
Autres	62,46	14,4%	8,0%	7%
Total des actifs	432,93	100,0%	19,6%	100,0%

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

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

	2021 Md€	2021 %	2021 vs 2020
Obligations	122,9	17,4%	-1,5%
Actions et autres participations	191,7	27,1%	33,3%
<i>dont actions cotées</i>	<i>137,8</i>	<i>19,5%</i>	<i>28,4%</i>
<i>dont actions non cotées</i>	<i>40,3</i>	<i>5,7%</i>	<i>45,1%</i>
<i>dont autres participations</i>	<i>13,6</i>	<i>1,9%</i>	<i>56,3%</i>
Parts de fonds d'investissement non monétaires	362,0	51,2%	25,2%
Crédits	10,1	1,4%	22,5%
Liquidités (monnaie, dépôts et fonds monétaires)	15,0	2,1%	2,9%
Autres	5,9	0,8%	-27,0%
Total des actifs financiers	707,7	100,0%	19,7%

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

Les investisseurs institutionnels suédois, aussi bien les compagnies d'assurance que les fonds de pension, se caractérisent par une part importante d'actions, fonds actions et autres participations. Ces actifs représentent plus de la moitié de l'ensemble des actifs pour les compagnies d'assurance (contre 20,9% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue) et 27,1% du portefeuille des fonds de pension (contre 15,6% en moyenne dans l'ensemble des pays sous revue).

Le poids des obligations est ainsi moins élevé que dans les autres pays et représente 22,6% de l'actif des compagnies d'assurance (contre en moyenne 53,3% dans les pays sous revue). De même pour les fonds de pension où les obligations représentent 17,4% de l'actif total contre 26,3% en moyenne dans tous les pays sous revue.

En 2021, du fait de la composition de leurs actifs, les investisseurs institutionnels suédois ont enregistré la plus forte progression de leur portefeuille, près de 20%, aussi bien pour les compagnies d'assurance, que pour les fonds de pension. Les portefeuilles des investisseurs institutionnels ont enregistré une performance positive trois années consécutives (avec une hausse de 33% sur 3 ans). C'est en Suède que la valeur du portefeuille financier des fonds de pension a le plus augmenté en 2020 (19,7%).



En conclusion : perspectives

En conclusion

PERSPECTIVES

À l'occasion de la campagne électorale 2022, l'Af2i a souhaité rappeler un certain nombre de sujets majeurs relevant de l'intérêt :

❶ Nécessité d'avoir un réseau diversifié d'institutions pour donner au pays une capacité d'investissement à long terme

L'orientation de l'épargne vers le financement de l'économie est une question récurrente qui met en évidence la nécessité d'une fonction de transformation assurée par des institutions intermédiaires, pour concilier l'épargne de précaution à court terme des ménages et l'investissement à moyen et long terme.

Cette fonction de transformation doit être assurée par des acteurs publics et privés ayant la capacité de détenir de façon permanente des capitaux afin notamment de satisfaire les besoins fondamentaux des ménages en matière d'épargne, de protection contre les aléas de la vie et de retraite. Le cadre réglementaire doit permettre à des acteurs diversifiés et résilients de se créer et se développer.

L'Af2i rappelle ainsi que toute réforme des retraites doit préserver une diversité des dispositifs, la liberté du choix d'investissement des réserves et la liberté du choix des modes de gestion, adaptés aux engagements pris envers les ayants droit et à la nécessaire prise en compte de la dimension « intergénérationnelle ».

❷ Adapter les réglementations comptables et prudentielles à l'investissement long terme

L'investissement de long terme doit être traité par des réglementations et des normes adaptées. Ce n'est pas le cas actuellement en raison de l'application de certaines règles européennes, voire internationales, pénalisant l'investissement de long terme. Leurs révisions doivent être poursuivies notamment celles concernant les normes comptables appliquées aux investissements (IFRS) et celle concernant les règles prudentielles des investissements (Solvabilité II). L'Af2i milite pour que soient lancés des travaux approfondis sur les fondements scientifiques des normes et règles.

Pour la résilience des institutions, en plus de la nécessité évidente de fonds propres minimums, si la liquidité des institutions ou des produits d'investissement est un sujet important pour réduire les effets de diffusion d'éventuels chocs, cette liquidité ne doit pas être un absolu. La résistance des institutions doit être recherchée dans la pérennité d'une diversité des acteurs en termes de modèle économique, de taille et d'organisation, et non pas dans l'uniformisation qui facilite la procyclicité et la survenance de crises aux causes endogènes.

3 Développer la responsabilité des acteurs économiques et financiers

► La responsabilisation individuelle des acteurs est indispensable pour la gestion financière comme pour l'analyse d'impact et l'ESG

La multiplication des normes, labels, indices de référence, notation, rapport d'experts, et le recours à ceux-ci souvent obligatoire pour les acteurs économiques, peuvent conduire ces derniers à s'en remettre totalement à ces critères. Ce constat frappe tous les secteurs de l'économie, y compris le secteur de l'investissement.

Cette situation a deux inconvénients :

1. une déresponsabilisation de l'acteur économique qui ne cherche plus à valider les analyses par une implication personnelle ;
2. une incitation à un comportement grégaire pro-cyclique qui peut être désastreux à terme pour l'épargnant.

L'Af2i rappelle donc que la liberté et la responsabilité des acteurs sont indispensables pour s'assurer de l'adaptabilité et de la résilience des organisations à long terme.

► Les mesures contre le réchauffement climatique et promotion de l'ESG

L'Af2i soutient de longue date les actions et les initiatives des investisseurs en matière d'ESG, et en particulier, de lutte contre le réchauffement climatique, de finance durable et de finance à impact.

L'Af2i, pour garantir la pérennité et de l'efficacité à long terme de ces démarches, considère qu'il est indispensable :

1. de s'assurer de la stabilité des solutions retenues ;
2. d'évaluer leurs impacts dans un cadre élargi ;
3. de prendre en compte les conséquences des transformations engagées, en planifiant les actions pour organiser les transitions, surtout dans les secteurs les plus concernés.

► Le partage de la valeur : un impératif social pour la stabilité

Le financement à long terme nécessite un environnement social et stratégique stable. Dans le cas spécifique des marchés financiers, et des sociétés cotées, il est nécessaire d'aborder le partage de la richesse de l'entreprise entre les salariés, les actionnaires, les dirigeants, les clients, les fournisseurs et les investisseurs. L'épargne salariale, la participation, les dispositifs de protection organisés par l'entreprise doivent être encouragés et développés.

4 Renforcer la souveraineté européenne réglementaire sur les normes et données

La réglementation européenne n'est pas une donnée exogène s'imposant de facto. Elle doit être le fruit de négociations entre les pays de l'Union européenne auxquelles la France participe activement.

Conçue pour le bien des européens, elle doit être l'expression de choix sociaux et stratégiques clairement établis et approuvés de façon exclusive par les instances politiques européennes. La recherche d'accords internationaux ne peut interférer dans cet objectif. Il faut rappeler que ce n'a pas été le cas pour certaines normes comptables et prudentielles.

Pour les données, il est urgent de retrouver une souveraineté européenne pour la définition et le traitement des données comptables et extra financières. L'Union européenne doit fournir un cadre réglementaire pour la définition et la mise à disposition de données facilement accessibles et comparables. C'est un impératif pour l'information transparente des investisseurs et la juste concurrence sur ces marchés en pleine expansion.

5 Paris 2030 : se donner les moyens d'installer une place financière dynamique à Paris

► Du financement des infrastructures

Ainsi, alors que la Place de Paris est un centre financier majeur pour le financement des infrastructures, avec la présence d'entreprises de rang mondial dans les secteurs de l'eau, de l'énergie, de l'environnement, des télécoms ou des transports, les investisseurs de long terme souhaitent que l'accès à des schémas de financement au bénéfice de ces infrastructures, produisant à terme des revenus réguliers et prédéfinis leur soit facilité par la réglementation sur les investissements éligibles.

► Du financement des licornes

L'Af2i soutient les initiatives et projets d'aménagements de la réglementation en matière de financement des PME/licornes et/ ou de financement de projets à caractère stratégique et, en particulier, le financement de l'innovation, indispensable pour la compétitivité à long terme de l'économie française et européenne et le progrès social.

► Relocalisation de fonctions stratégiques dans les opérations post-marchés

L'Af2i soutient que la Place de Paris doit se doter des infrastructures nécessaires à des ambitions clairement définies pour être une place financière incontournable en Europe.

En s'appuyant sur les expériences liées au Brexit, comme celles de la Covid-19, qui a mis en évidence que la numérisation n'est qu'une matérialisation différente des activités, il faut donc développer des services administratifs et financiers en lien avec les investissements, situés à Paris pour en assurer la pérennité et le développement. L'attractivité « intrinsèque » reconnue de la ville de Paris ne suffit plus à emporter les choix de localisation comme l'ont démontré les récentes décisions des institutions financières hors Union européenne souhaitant bénéficier du marché unique.

À cet égard les infrastructures post-marchés sont essentielles, notamment les trois opérations suivantes:

1. la compensation des opérations négociées sur des plateformes de négociation de produits *cash* (actions et obligations, produits monétaires, repos) et de produits dérivés ;
2. le règlement-livraison ;
3. la conservation.

► Recherche et formation

L'Af2i considère que les critiques sur une prise en compte insatisfaisante des investissements à long terme par les réglementations sont, en partie, liées aux limites des représentations théoriques qui justifient ces réglementations. L'Af2i soutient donc les projets de recherche visant à disposer des meilleurs outils scientifiques à cet effet, ainsi que, plus généralement, tout effort d'amélioration des outils et de la formation des intervenants.

Dans ce contexte, l'Af2i restera fidèle à ses missions, en synergie avec l'ensemble de ses Membres, Actifs et Partenaires, dans l'esprit de sa raison d'être :

« Placer le long terme au cœur des dispositifs économiques, sociaux et financiers »



Annexes

Annexes

Présentation de l'Af2i

Qui sommes-nous ?

L'association la plus représentative du monde institutionnel européen avec :

- **82 Membres Actifs**, entreprises et institutions, gérant plus de 3 000 Md€ d'actifs, quel que soit leur métier (assurance, retraite, prévoyance, mutuelle de santé, fonds de dotation, fondation, association, entité publique ou institution spéciale, entreprise à statut spécifique ...). **Tous ont le souci d'une gestion à long terme de leurs capitaux permanents.**
- **106 Membres Partenaires** exerçant les différents métiers de la gestion financière (sociétés de gestion de portefeuille, banques, courtiers, consultants, fournisseurs d'indices,...).



Association française des investisseurs institutionnels

36, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél. 01 42 96 25 36

af2i@af2i.org

www.af2i.org

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

Cinq axes d'action

- **Fédérer les acteurs économiques** concernés par les métiers de la gestion institutionnelle.
- **Être un centre de réflexions**, de propositions et d'informations pour ses membres, et lieu d'échanges réguliers avec les membres partenaires.
- **Représenter les membres auprès des diverses autorités** financières de régulation, de tutelle et de contrôle, nationales et européennes.
- **Recenser, synthétiser et faire connaître** les expériences et expertises institutionnelles dans les dimensions financières et extra-financières de leur gestion d'actifs.
- **Réunir les acteurs de tous niveaux pour partager** les interrogations, **réfléchir** aux pistes de solutions, promouvoir les expériences et **communiquer** sur les meilleures pratiques.

Nos activités

- Une **veille réglementaire** stratégique.
- Une **enquête annuelle** sur le monde institutionnel.
- Des **travaux de recherche, guides et dossiers pratiques**.
- Une **contribution active** dans les groupes de travail de la Place de Paris.
- Des **propositions constructives** auprès des autorités et des associations professionnelles françaises et européennes.
- Des **réponses aux consultations** des autorités européennes ou internationales.

Liste des Membres Actifs de l'Af2i

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

(Liste au 1^{er} juin 2022)



association française
des investisseurs
institutionnels

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

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

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

www.af2i.org

Président : Hubert Rodarie
Délégué général : Éric Sidot
Responsable Communication : Camille Scelles
Responsable administratif et financier : Christelle Pattegay
af2i@af2i.org

CONCEPTION GRAPHIQUE ET MAQUETTE SOPHIE CHATENAY • IMPRESSION C2PRINT
© ILLUSTRATIONS : STOCK.ADOBE.COM
© ILLUSTRATION EN COUVERTURE : STOCK.ADOBE.COM

ISSN 2781-4777
Prix public
3 500 € HT