

139/140

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE, N° 139/140
3^e et 4^e TRIMESTRES 2020

NUMÉRO
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE
ET L'ASSURANCE
APRÈS LA COVID-19

Risques
Les cahiers de l'assurance

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Président : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France,
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

Membres administrateurs : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

Délégué général de l'Association : Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Olivier Bailly

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.

LA GESTION D'ACTIFS, MOBILISATION DE L'ÉPARGNE FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

Pierre Bollon

Délégué général, Association française de la gestion financière (AFG)

Secrétaire général, Observatoire de l'épargne européenne

Vice-président, Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises

Membre, Comité économique et social européen

Thomas Valli

Directeur des études économiques, AFG

■ Dans un contexte de crise inédit, le surcroît d'endettement des acteurs publics et privés, inévitable, a été efficace à court terme. Mais pour relever les défis de demain, il est désormais nécessaire de mobiliser davantage l'épargne des particuliers et des investisseurs institutionnels vers le renforcement des fonds propres des entreprises. Pour cela, la gestion d'actifs, vecteur clé de mobilisation de l'épargne et force de propositions, souhaite que soient amplifiées les incitations en faveur de l'épargne durable/longue/en actions.

■ *ASSET MANAGEMENT, A BRIDGE FOR MOBILISING SAVINGS TO RESPOND TO THE COVID-19 CRISIS*

In an exceptional context of crisis, the inevitable increase in public and private sector debt has been effective in the short term. But to meet the challenges of tomorrow, it is now necessary to direct the savings from individuals and institutional investors more towards strengthening companies' equity. As a result, the asset management industry, a key driver of savings mobilisation, calls for scaling up incentives in favour of sustainable/long-term/equity savings.

Pour relever les défis de demain et soutenir la reprise de la croissance, les gestionnaires d'actifs ont un rôle majeur à jouer dans le développement et la diffusion de solutions d'épargne diversifiées favorisant la construction de patrimoines mieux rémunérés sur le long terme. L'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs politiques d'investis-

sement et d'engagement actionnarial s'inscrit véritablement dans la relance d'une économie plus durable. Du côté des pouvoirs publics français et européens, la confiance nécessaire des citoyens à la réussite de la réorientation de l'épargne demande aussi de lever les freins au développement et à la diffusion des produits d'épargne longue et d'amplifier les incitations récentes en faveur de l'épargne longue/en actions.

Un surcroît d'endettement des acteurs publics et privés efficace à court terme

La crise sanitaire a conduit à une baisse d'activité mondiale d'une ampleur inédite, du fait entre autres des mesures de confinement mises en place dans les différents pays et de l'arrêt ou du ralentissement dans les chaînes d'approvisionnement des biens et services. La baisse brutale de la demande, notamment de la consommation des ménages, a fragilisé l'ensemble des tissus économiques et menace la pérennité des entreprises. En France le PIB pourrait ainsi baisser de 9,5 % en 2020. Dans tous les pays, et particulièrement dans ceux ayant un modèle social protecteur, les stabilisateurs économiques ont joué leur rôle de premiers soutiens. En France, les administrations publiques devraient ainsi absorber les deux tiers des pertes de revenus des agents économiques sur l'année 2020. Partout, sous différentes formes, les Etats et les banques centrales sont intervenus massivement et rapidement, comme prêteurs/assureurs en dernier ressort. Leurs actions ont permis de limiter au mieux l'impact de la crise sur la liquidité et la solvabilité des agents économiques, dont la dégradation aurait eu pour conséquence des dégâts humains et économiques engendrés par les faillites et les pertes d'emploi, de compétences et de capitaux. En France, ces aides au bénéfice de l'ensemble des entreprises se sont concrétisées par le déploiement par les banques des prêts garantis par l'Etat, par les suspensions et exonérations de cotisations, et par l'adaptation des dispositifs dits de « chômage partiel ». Pris ensemble, ces mesures d'urgence et plans de soutien, combinés à la dégradation de la conjoncture, devraient conduire à un déficit record de l'ordre de 10 % du PIB cette année.

Cette crise intervient dans un contexte préexistant d'endettement public et privé très important, corolaire d'une baisse longue et continue des taux nominaux et réels, aujourd'hui parfois négatifs. Les causes structurelles et conjoncturelles permettant d'expliquer cette

situation sont encore d'une actualité intense aujourd'hui. Les facteurs démographiques, en particulier l'augmentation de la part de la population en âge de prendre sa retraite qui repose sur une population active moins nombreuse, et le ralentissement des gains constatés de productivité ont un impact majeur sur l'équilibre financier des régimes sociaux.

Les plans nécessaires de soutien et de relance, joints à la dégradation de l'activité, vont à court terme encore accentuer le poids des dettes dans le financement de nos économies. S'agissant des dettes publiques, dont les montants en France devraient approcher les 118 % du PIB à fin 2020 (contre 98,1 % à fin 2019), la question de leur soutenabilité et de la répartition de l'effort pour les rembourser s'appréciera au regard de la contribution des politiques de relance à l'amélioration de la croissance potentielle. La reprise souhaitable et nécessaire des investissements devra se dessiner dans le respect d'une trajectoire de croissance plus durable et moins intense en carbone, s'inscrivant dans le respect des engagements de l'accord de Paris de 2015 qui implique un basculement progressif mais soutenu des moteurs de la croissance en productions et consommations d'énergie moins émettrices de CO₂. Du côté des entreprises, leur structure bilantielle a été fragilisée par la crise du fait d'une accumulation des pertes et des dettes. A fin août 2020, leur endettement brut, bancaire et de marché, s'élève à près de 1 900 Md€, en hausse de 178 Md€ depuis le mois de mars. Dans le même temps, en cette période d'incertitude extrême sur la vigueur et le *timing* de la reprise, leur trésorerie a progressé de 174 Md€. Le remboursement des cotisations et impôts reportés devrait progressivement diminuer ces montants de trésorerie et des problématiques de solvabilité pourraient alors apparaître pour certaines entreprises.

La continuité du financement des entreprises s'est inscrite à juste titre au cœur des mesures d'urgence et des plans de soutien pour éviter les défaillances d'entreprises et les pertes d'emplois. Les montants des seuls prêts garantis par l'Etat français déployés sont ainsi estimés à fin septembre 2020 à 127 Md€. Le secteur bancaire a joué son rôle dans la diffusion de

ces prêts et le rééchelonnement des crédits en cours. En appui de ces efforts nationaux, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé un vaste programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) à destination des titres publics mais aussi de titres des entreprises, dont les billets de trésorerie du secteur non financier. A fin septembre 2020, 566 Md€ de titres européens ont été achetés dont 56 Md€ de titres d'entreprises. Mais, si la BCE peut maintenir des conditions financières avantageuses via notamment la fixation des taux courts, la relance de la croissance passera par un autre partage des risques et par plus d'investissement de long terme et donc de fonds propres.

Renforcer les bilans des entreprises pour relever les défis de demain

Répondre aux enjeux de demain par des offres compétitives nécessite une reprise des investissements productifs et un renforcement des fonds propres des entreprises, socle de la croissance. Le renforcement des fonds propres, en améliorant le ratio dettes/fonds propres, contribue à amortir les chocs à venir.

Dès aujourd'hui, le financement long aux entreprises est indispensable à la relocalisation d'une partie des capacités de production industrielle – en déclin en France depuis une vingtaine d'années – et à l'accélération de la diffusion à un plus grand nombre d'entreprises des innovations et des progrès technologiques, sources de compétitivité. Plus spécifiquement, le besoin en fonds propres des entreprises, particulièrement dans la phase critique de l'investissement en recherche et développement, n'est pas assez couvert par le financement de marché en Europe comparativement par exemple aux États-Unis. L'élargissement de la demande d'emplois à plus forte valeur ajoutée doit, en outre, s'accompagner de politiques publiques en faveur de la formation professionnelle et de la qualification de la population active aux nouvelles technologies.

Basculer progressivement d'une économie principalement financée par la dette à une économie plus financée par les fonds propres sera un vrai défi pour notre pays, comme pour d'autres pays européens. En comparaison des PIB respectifs, les marchés des capitaux, dont les marchés actions particulièrement, sont 1,5 à 2 fois moins développés en Europe qu'aux États-Unis. Cela concerne le capital investissement mais aussi, soulignons-le, les actions cotées.

Des progrès restent à réaliser pour une meilleure intégration du système financier européen. Celle-ci est d'autant plus cruciale dans un contexte « post-Brexit » où les acteurs financiers de la City ne bénéficieront plus du « passeport européen ». Le projet d'Union des marchés des capitaux (UMC) vise précisément à permettre le renforcement de l'investissement au sein de l'Union européenne (UE) en favorisant la mobilisation de l'épargne privée. De fait, la fragmentation des marchés en Europe limite encore la capacité des agents économiques à orienter une épargne abondante vers les besoins de financement, ce qui restreint l'activité et plus globalement la croissance économique. Cette meilleure diversification des modes de financement devrait également permettre de compenser le caractère inévitablement procyclique du financement bancaire. En Europe continentale, le système bancaire tient en effet un rôle de tout premier plan dans le financement de l'économie et le financement externe en dettes des entreprises se réalise principalement par le crédit. Le financement sur les marchés par l'émission d'obligations est plus limité et restreint aux grandes entreprises. De façon schématique, les crédits aux entreprises représentent moins de 30 % de leurs financements en dettes aux États-Unis et plus de 70 % en Europe.

Cette situation nuit aux entreprises mais aussi aux ménages. Une étude récente de l'European Fund and Asset Management Association [Efama, 2020] analyse le comportement d'investissement des ménages dans 25 pays européens et examine spécifiquement les progrès réalisés ces dernières années dans le transfert de la richesse financière des ménages des dépôts bancaires vers des instruments des marchés des capitaux.

Le rapport montre que le patrimoine financier des ménages européens aurait été de 1 200 Md€ supérieur s'ils avaient réduit progressivement la part des dépôts dans leur patrimoine de 41 % à 30 %, en investissant plus en fonds d'investissement en actions et en obligations entre 2008 et 2019. Au-delà de ce constat, le rapport présente des exemples de mesures qui pourraient être prises aux niveaux national et européen pour encourager les ménages à investir dans les instruments des marchés des capitaux. Les propositions se concentrent sur quatre enjeux : l'éducation financière, les politiques de financement de la retraite, les incitations fiscales et les indicateurs clés de performance (KPI) permettant d'évaluer l'évolution de l'allocation par les ménages de leur patrimoine financier depuis les dépôts et livrets vers les instruments des marchés des capitaux. L'analyse montre que ces indicateurs ont progressé, entre 2015 et 2019, pour les Pays-Bas, le Danemark, la Suède et l'Espagne. Ils ont en revanche baissé pour la Belgique, l'Italie, la France et l'Allemagne. Le rapport estime qu'en Europe environ 1 600 Md€ pourraient être transférés des dépôts et des livrets bancaires vers les marchés des capitaux, dont 219 Md€ issus du patrimoine financier des ménages français. Ce montant souligne l'important impact qu'une meilleure allocation de l'épargne vers des investissements de long terme et le développement de marchés des capitaux profonds et diversifiés pourraient avoir en termes de financement des entreprises européennes.

Des freins persistent à la constitution de l'épargne longue

L'épargne – et notamment l'épargne privée – dispose d'une masse de capitaux pouvant accompagner la transition vers une « économie de fonds propres » plus résiliente aux chocs conjoncturels et structurels et tournée vers l'investissement. Cependant, plusieurs freins en France limitent une réallocation de l'épargne.

Le premier frein est l'importance des flux captés par l'acquisition de biens immobiliers, qui est venue limiter la capacité des épargnants à effectuer des placements financiers. En France, du fait notamment d'une insuffisance d'offre de logements conjuguée à la baisse continue des taux d'emprunts, la trajectoire des prix de l'immobilier a suivi celle de l'endettement des ménages qui a été multiplié par trois sur les vingt dernières années. L'augmentation des prix de l'immobilier a contraint en pratique les épargnants à mobiliser davantage de ressources pour constituer leurs apports et pour rembourser le capital des emprunts. Sur cette période, le stock de dettes rapporté au revenu disponible brut des ménages a doublé représentant désormais une année. Selon l'Insee [2020], le patrimoine financier, qui représentait la moitié du patrimoine total des Français au début des années 2000, n'en représente plus que 40 % aujourd'hui.

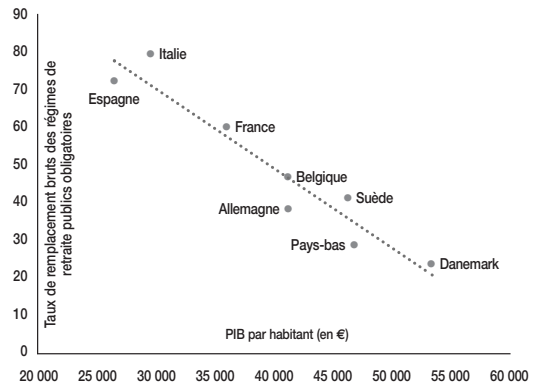
Le deuxième frein est l'orientation des placements financiers des ménages principalement vers des placements liquides, garantis et peu rémunérateurs, une tendance qui s'est fortement accentuée pendant le confinement. Au deuxième trimestre 2020, le taux d'épargne financière a certes quadruplé à 19,5 % du revenu disponible brut (contre 4,6 % à fin 2019) du fait d'une baisse de la consommation (-11,5 %) et d'un relatif maintien des revenus disponibles (-2,3 %), mais l'essentiel des placements se sont orientés vers les dépôts et livrets, dont les flux records cumulés entre mars et août 2020 atteignent 111 Md€. Les encours de ces produits de « trésorerie » dépassent désormais une année de revenus disponibles bruts des ménages. Le risque est qu'avec les taux bas, les ménages continuent d'accroître l'orientation de leurs placements vers les produits sécurisés ou garantis pour tenter de maintenir le niveau de rémunération de leur épargne. L'impact des incertitudes économiques et sociales, l'augmentation des dépenses publiques jouent respectivement sur les anticipations de baisse de revenus futurs et celles de hausse des prélèvements. L'adoption « rationnelle » d'un comportement extrêmement prudent en résultant serait préjudiciable à la fois à la reprise de la consommation et à l'épargne de long terme.

Le troisième frein pèse sur les investisseurs institutionnels. Leurs placements financiers sont contraints d'une part par la réglementation et les règles comptables et fiscales qui s'appliquent à eux, dont il faudra obtenir la révision dans le cadre de l'Union des marchés des capitaux, et d'autre part par leurs engagements à leur passif, c'est-à-dire les objectifs contractuels définis avec leurs clients (garantie de rendement minimal, couple rendement/risque, horizon de placement, benchmark). En France, l'assurance vie joue un rôle de substitut à l'épargne longue, et du fait de la maturité au passif et des garanties en capital, le poids des titres de taux est fortement représenté à l'actif des portefeuilles. Or dans un contexte persistant de taux bas, la rémunération des produits d'assurance vie, pour leur partie « en euro », est de plus en plus faible, et ce d'autant que les restrictions à l'investissement long, qu'elles soient réglementaires, prudentielles, comptables ou fiscales, tendent à réduire inéluctablement le poids des investissements « risqués » portés à leur bilan. La combinaison des normes IFRS et de Solvabilité II, en particulier, accentue un biais de court terme peu incitatif au financement en fonds propres des entreprises ou en infrastructures. Afin de relâcher partiellement cette contrainte sur les fonds propres des sociétés d'assurance, la loi Sapin II de 2016 a permis en France la création des Fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) non soumis aux règles les plus pénalisantes de la directive Solvabilité II. C'est un premier pas positif mais beaucoup reste à faire.

Enfin, culturellement, la présence d'un système de retraite par répartition très développé en France n'a pas incité les ménages à considérer leur épargne financière dans une optique de long terme, en dépit du très utile correctif que constitue le dynamisme de l'épargne salariale nourri en partie par une généralisation plus forte dans le cadre des entreprises des mécanismes de partage de la richesse que sont la participation et l'intéressement. Un système optimal devrait favoriser la constitution d'une épargne retraite par capitalisation en complément de celle en répartition, c'est l'un des objectifs de la loi Pacte ⁽¹⁾. La plus large diffusion des solutions d'épargne longue, épargne

retraite au sein des supports assurantiels ou comptables et épargne salariale, est la clé pour accroître la part actions dans les patrimoines financiers. Si en moyenne, la détention directe ou indirecte d'actions par les ménages français est estimée à un niveau faible de 13 % de l'encours des patrimoines financiers (hors titres représentatifs d'une activité professionnelle), ce niveau est encore nettement plus bas pour les générations les plus à même de bénéficier du potentiel sur le long terme d'actifs moins liquides et/ou présentant un profil rendement-risque plus rémunérateur (voir graphique 1).

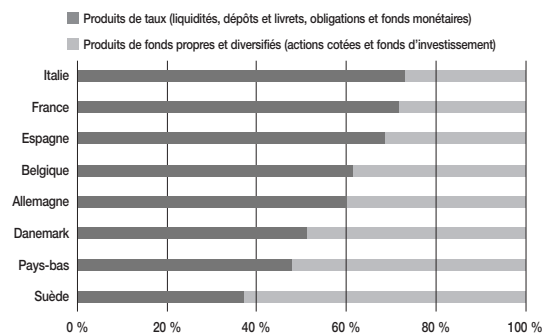
Graphique 1 - Comparaison pour des pays européens de variables économiques et financières



Sources : Eurostat, OCDE, données à fin 2019.

Une comparaison de la répartition du patrimoine financier des ménages, après mise en transparence estimée des produits d'assurance vie et des fonds de pension, entre produits de taux et de fonds propres ou diversifiés de quelques pays européens permet de donner une mesure du développement de cette épargne longue. Dans les pays où des dispositifs d'épargne retraite ont été portés par les partenaires sociaux et les pouvoirs publics, et où la fiscalité de l'épargne n'est pas historiquement favorable aux produits courts et « garantis », les ménages détiennent plus d'actifs financiers mesurés en proportion du PIB et le financement en fonds propres de l'économie par les ménages est beaucoup plus important (voir graphique 2, p. 144).

Graphique 2 - Répartition du patrimoine financier des ménages entre produits de taux et de fonds propres pour des pays européens



Sources : Eurostat, BCE, données à fin 2019.

La gestion entend mobiliser l'épargne pour une relance durable

Un rééquilibrage du financement de l'économie des dettes vers les fonds propres, en complément des banques, doit s'appuyer sur un recours beaucoup plus marqué à l'épargne longue des ménages par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs ou par des investissements directs.

Cette intermédiation financière non bancaire dans le patrimoine financier des ménages se réalise par la souscription d'offres de placements mutualisés que sont les organismes de placement collectif (OPC), via l'épargne salariale et l'épargne retraite, les plans d'épargne en actions et les contrats d'assurance vie en unités de compte. Ces placements sont orientés majoritairement vers les fonds actions et diversifiés. Une meilleure gestion des risques s'opère, par exemple, via la diversification des portefeuilles des ménages vers les émetteurs des pays de la zone euro, favorisant ainsi l'intégration financière européenne. Cette intermédiation résulte également des actifs confiés par les ménages aux investisseurs institutionnels, typiquement assureurs vie et fonds de pension, dont une large partie

est déléguée aux sociétés de gestion de portefeuille, souvent sous forme de mandats. Cette professionnalisation de la gestion des patrimoines contribue à corriger certains biais caractéristiques des comportements d'épargne individuels résultant notamment d'un manque de connaissance ou d'information financière et/ou d'une mauvaise perception des besoins d'accumulation. Pour la France, dans un marché globalisé où prédominent les acteurs non européens, l'existence d'une industrie domestique de la gestion d'actifs puissante est un atout de compétitivité et de souveraineté. En effet, l'existence d'un « biais domestique d'allocation » est favorable à la stabilité des financements des émetteurs locaux et à la souveraineté de leur gouvernance.

La réorientation d'une partie de l'épargne privée vers des solutions d'investissement plus diversifiées en termes d'exposition aux différentes classes d'actifs et moins liquides a été encouragée en France par les récentes réformes de la fiscalité de l'épargne (PFU (2), IFI (3), etc.) et la loi Pacte. L'implication des pouvoirs publics par l'institution d'une fiscalité remise en partie « à l'endroit », c'est-à-dire pénalisant moins l'épargne longue, est un progrès important qui donne une meilleure lisibilité aux individus et aux entreprises, facteur de confiance pour consommer et investir.

Les dispositifs fiscaux de soutien aux entreprises proposés dans le projet de loi de finances 2021 se concentrent surtout sur une baisse de 10 Md€ des impôts de production et la poursuite de l'alignement de l'impôt sur les sociétés sur les standards européens. Dans le cadre du plan de relance, les sociétés de gestion apporteront leurs expertises dans le développement et la distribution de fonds de créances refinançant des prêts participatifs (quasi-fonds propres) et des obligations convertibles, bénéficiant d'une garantie partielle de l'Etat.

C'est bien mais il faudrait aller plus loin pour rétablir des ponts entre l'épargne patrimoniale longue et les bilans des entreprises. Pour ces dernières l'enjeu est celui du renforcement des fonds propres. Pour les particuliers l'enjeu est d'accéder à des placements plus

rémunérateurs, qui permettent de construire un patrimoine sur le long terme. Certains dispositifs existent déjà, comme le PEA (4), le PEA PME, le PEA jeune et le PER (5). L'Association française de la gestion financière (AFG) recommande d'éliminer les freins à leur développement. Il faudrait également mettre en place une nouvelle catégorie française de fonds de long terme, préfigurant la réforme annoncée des fonds européens d'investissement de long terme (Eltif (6)) combinant des actifs liquides et illiquides, permettant à tous les épargnants d'accéder aux placements longs les plus rentables à terme.

Pour répondre à l'urgence de renforcer les secteurs économiques mis à mal par la crise sanitaire, l'AFG avait aussi proposé la création d'un compte épargne relance largement investi dans les fonds propres des entreprises, avec un régime fiscal aussi incitatif que celui de l'épargne réglementée. Les pouvoirs publics n'ont pas à ce stade retenu ce projet dans le cadre du plan « France Relance » présenté par Bruno Le Maire en octobre 2020, mais dans le même esprit, et c'est très positif, ils ont annoncé la création d'un label « Relance » qui sera attribué aux fonds d'investissement qui s'engagent à financer significativement et de façon durable des entreprises cotées et non cotées, et notamment des PME-ETI, en fonds propres et quasi-fonds propres. L'AFG et les sociétés de gestion d'actifs sont mobilisés pour participer à son succès.

Le financement de la relance, et notamment son volet relatif à la transition environnementale, se réalisera en grande partie par le développement des offres solidaires, responsables et durables. Les sociétés de gestion ont l'expertise dans la sélection et l'analyse des émetteurs, cette analyse intégrant de plus en plus les données extra-financières. L'inclusion des externalités dans les prix doit se poursuivre pour différencier le coût et la rentabilité des investissements, orientant les flux d'épargne vers les entreprises appliquant des mesures environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) les plus vertueuses. Le défi de la transition écologique impose de prendre en compte la fixation d'une trajectoire crédible du prix du carbone dans l'analyse des investissements et de préserver la compétitivité des

acteurs européens via l'instauration d'un prélèvement aux frontières de l'Union européenne. Les acteurs européens, émetteurs et investisseurs, ont une opportunité pour définir ensemble, gage de souveraineté, les normes et les pratiques qu'ils souhaitent mettre en place s'agissant des données extra-financières. Il s'agit de valoriser la dimension sociale de nos modèles de développement économique, en appui de la définition en cours d'une taxonomie des activités économiques durables sur le plan environnemental qui est, si elle est réalisée avec ambition et réalisme, une avancée très structurante dans l'atteinte des engagements de l'accord de Paris et des objectifs de développement durable.

Au niveau européen, l'importance croissante des données financières et extra-financières pour l'activité des émetteurs, investisseurs et gérants et l'influence de celles-ci sur les décisions d'investissement rendent crucial l'établissement au sein de l'Union européenne d'une stratégie ambitieuse permettant de se réapproprier ce « marché de la donnée » dominé aujourd'hui et de façon croissante par un nombre de plus en plus réduit d'acteurs non européens. L'ESG est un facteur de création de valeur sur le long terme. Les sociétés de gestion françaises ont su anticiper cette demande croissante des investisseurs qui orientent leurs placements selon leurs préoccupations ou engagements de citoyens et donnent du sens à leur épargne : elles redoublent aujourd'hui leurs efforts car la demande est enfin là. Favoriser le désir d'épargne longue passe en effet par la conviction que les investissements donnent du sens à celle-ci en contribuant à l'emploi, à l'innovation et à la transition écologique.

Enfin, dans le cadre de l'Union des marchés des capitaux pertinemment relancée par la Commission von der Leyen, la protection des investisseurs devra s'appuyer sur une nouvelle vision se concentrant sur leurs besoins réels et leur éducation financière. Ainsi, une révision des niveaux 2 et 3 de la réglementation Priips (7) devra veiller à rendre les documents d'informations clés moins anxiogènes qu'aujourd'hui pour les épargnants n'ayant pas une connaissance élevée de la matière financière. Il devra en aller de même pour de nombreux autres textes, d'Eltif à MIF 2 (8), en

passant naturellement par Solvabilité II ou les *pan-European personal pension products* (PEPP) récemment adoptés. Une information et une sensibilisation des épargnants aux enjeux de la gestion financière à long terme devraient permettre une meilleure valorisation de leur épargne et répondre ainsi à leurs besoins futurs. Plus globalement, il faudra changer de mode d'action, en intégrant aux études d'impact « repensées » deux questions mettant en exergue la compétitivité de l'Union européenne : 1. l'initiative favorise-t-elle l'investissement de long terme au sein de l'UE ? » et 2. l'initiative a-t-elle un impact négatif ou positif sur la compétitivité des entreprises financières de l'UE par rapport à celles non-UE ? »

La période des produits d'épargne qui offraient du rendement sans risque est terminée. Pour passer des produits aux « solutions » d'épargne, les sociétés de gestion sont à la fois acteurs et force de propositions. Elles ont un rôle majeur à jouer, comme les conseillers patrimoniaux grâce à la confiance et à la proximité qu'ils entretiennent avec leurs clients. Le développement d'une véritable éducation financière et le renforcement du conseil, dans un langage clair et compréhensible, sont nécessaires pour aider les épargnants à se déterminer en termes d'objectifs d'épargne. Il s'agit aussi de basculer d'une focalisation liée à la performance à court terme vers une vision positive de l'impact en termes environnemental, sociétal et de gouvernance de ses investissements sur l'économie.

Les assureurs français, sous l'égide de la Fédération française de l'assurance (FFA), viennent de montrer l'exemple en s'engageant pour soutenir l'économie affectée par la crise sanitaire. Ils apportent près de 2 Md€ sur les 2,2 Md€ du programme d'investissement « Assureurs – Caisse des dépôts Relance durable ». Mis en œuvre par les sociétés de gestion sélectionnées, il bénéficiera principalement aux ETI et PME, au secteur du tourisme et à celui de la santé.

En matière d'épargne, le risque est de ne pas agir. Si ces réformes sont menées à bien, les Français et les Européens deviendront plus qu'aujourd'hui détenteurs de leur économie et bénéficiaires de la croissance renforcée et durable.

Notes

1. *Loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.*
2. *Prélèvement forfaitaire unique.*
3. *Impôt sur la fortune immobilière.*
4. *Plan d'épargne en actions.*
5. *Plan d'épargne retraite.*
6. *Elitif*: European long-term investment fund.
7. *Priips*: packaged retail investment and insurance-based products.
8. *Deuxième version de la directive sur les marchés financiers.*

Bibliographie

- AFG, « 12 principes pour épargner et investir dans les placements financiers de moyen et long terme », Association française de la gestion financière, septembre 2020.
- AFG, « Education financière. Des épargnants éclairés, acteurs de l'économie de demain », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, septembre 2019.
- AFG, « Gestion d'actifs. Renforcer la compétitivité de la place de Paris », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, juin 2019.
- AFG, « Fiscalité de l'épargne », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, juillet 2017.
- AFG, « Financement des PME », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, mars 2017.
- AFG, « Epargne retraite », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, décembre 2016.
- AMF, « Comportement des investisseurs particuliers pendant la crise du Covid-19 », Autorité des marchés financiers, avril 2020.
- Amundi, « Personal Values, Responsible Investing and Stock Allocation », février 2020.

Ansa, « Agissons d'urgence pour la croissance », Livre blanc de l'Agence nationale des sociétés par actions, octobre 2016.

Banque de France, « L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises », août 2020.

Banque de France, « Développer l'Union des marchés des capitaux pour mobiliser l'épargne et stimuler l'investissement en Europe », septembre-octobre 2020.

CAE, « Une stratégie économique face à la crise », Conseil d'analyse économique, juillet 2020.

Direction générale du Trésor, « Rapport économique, social et financier », projet de loi de finances pour 2021.

Efama, "Household Participation in Capital Markets. Assessing the Current State and Measuring Future Progress", European Fund and Asset Management Association, septembre 2020.

Insee, note de conjoncture, Institut national de la statistique et des études économiques, octobre 2020.

Institut Montaigne, « Le capitalisme responsable : une chance pour l'Europe », septembre 2020.

Observatoire de l'épargne européenne, « Épargne et financement des entreprises. Un éclairage international », août 2018.

Paris Europlace, « Des intermédiaires financiers forts pour le financement de l'économie et une place financière de Paris compétitive », janvier 2014.

Paris Europlace, « Redonner sa compétitivité au pôle investisseurs de la place de Paris », septembre 2013.

Paris Europlace, « Financement des entreprises et de l'économie française. Pour un retour vers une croissance durable », février 2013.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobe, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII^e siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise

de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité :

une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489