

Déclaration de rentrée 2023

19 propositions et recommandations

pour tenir compte d'un environnement
géopolitique, économique et financier
radicalement nouveau

Le contexte—————

**Un environnement inédit
et radicalement nouveau
appelle de profonds changements
d'organisation**

———

L’Af2i, qui regroupe 82 membres gérant près de 3 000 milliards d’euros, souhaite s’adresser aux décideurs en ce début d’année 2023.

Cette déclaration s’appuie sur le constat qu’en 2022, à la suite du choc COVID et d’évènements géopolitiques majeurs, des changements ont bouleversé radicalement l’économie mondiale, les relations internationales et spécifiquement les conditions d’exercice des activités des acteurs français en charge des engagements de long terme qui structurent une large partie du pacte social dont ils assurent la pérennité.

Ces bouleversements sont notamment les suivants (liste non exhaustive)

- **Prise de conscience désormais radicale du risque climatique** et des limites de la planète en matière de ressources énergétiques et de matières premières. Cette prise de conscience, notamment chez les plus jeunes actifs, légitime des impératifs de production et de consommation sur des modes plus sains, moins consommateurs de matières premières et plus propres.
- **Multiplication de tensions tant commerciales que diplomatiques et militaires.** Pour les individus comme pour les dirigeants politiques ou d’entreprises, la période marque, avec les crises successives (COVID, ressources énergétiques), une prise de conscience des déséquilibres structurels de la mondialisation des trente dernières années. Pêle-mêle, on peut citer des dépendances dangereuses pour la fourniture de biens et services jugés essentiels, des déficits et endettements de niveaux historiques, des interrogations sur la compatibilité de la concentration des productions à l’échelle mondiale et de l’allongement sans fin des supply chains face à des politiques volontaristes de plus en plus partagées de réduction de CO2¹, uniformisation et massification des modes de vie, etc. Tout ceci permet de diagnostiquer la fin d’une phase de mondialisation présentée jusque là comme équilibrée ou jugée comme telle.
- **Retour des affrontements géostratégiques aux conséquences concrètes et ressenties.** Certes les rivalités existaient, ainsi la montée des tensions avec la Russie date des années 2010, la rivalité des Etats-Unis avec la Chine a pris un tour public avec les stratégies d’endiguement initiées par le Président Obama etc. Toutefois les évènements récents en font des sujets politiques majeurs. Leurs impacts sur l’activité économique sont aujourd’hui profonds : le choc énergétique à la suite des sanctions européennes de la Russie a mis en évidence l’inadaptation du marché de l’électricité qui déséquilibre toutes les activités, notamment industrielles.
- **Poussées multiples et fortes de l’inflation,** vraisemblablement durables même si elles connaîtront des phases d’accalmie, comme cela semble se dessiner pour 2023. Quelles que soient les causes, monétaires (excès de liquidité), chocs exogènes (guerre en Ukraine, rivalité USA-Chine), raisons endogènes (transition énergétique et sous-investissements durables depuis 20 ans dans certains pays), la modification des niveaux de prix qui en résulte affectera l’échelle des revenus des populations et provoquera des conflits de répartition entre agents économiques aux conséquences diverses.

¹ L’ADEME a diffusé ses scénarios économiques pour atteindre les objectifs des Accords de Paris. Deux d’entre eux mettent en avant le localisme ou une régionalisation plus forte des activités comme conditions structurantes.

- **Fin de l'illusion de disposer sans fin d'argent gratuit comme mode d'alimentation ordinaire des circuits économiques et financiers.** Ce retour aux réalités est imposé aux Banques centrales par l'inflation. L'excès de monnaie qui a facilité la hausse du prix des actifs est reconnu comme non « tenable » y compris par ceux qui l'ont promu. Ce qui impose que les moyens monétaires dont disposent les ménages et les entreprises redeviennent globalement la contrepartie d'une valeur ajoutée collective.

Sur le plan financier, cela se traduit par le dégonflement de bulles, et par le retour de problématiques comme la gestion de l'endettement des Etats, des entreprises, des particuliers, et de passifs sociaux des Etats.

Le retour à une conception de l'argent contrepartie d'efforts exacerbe le constat des inégalités grandissantes. Cette situation met en porte à faux les gouverneurs des banques centrales qui ont financé depuis 2019 des « quoi qu'il en coûte ». Cette situation commande aux banques centrales le retour à des politiques monétaires conventionnelles plus difficiles à assumer politiquement, face aux populations et à leurs représentants.

- **Fin de la période des taux négatifs**, cette aberration a disparu, mais, si l'institution / l'épargnant n'est plus taxé en nominal, la forte hausse de l'inflation le met dans une situation dangereuse de rendements réels actuellement fortement négatifs.

Cette situation a deux conséquences principales pour les Institutionnels :

- Risque accru de déséquilibres pour les institutions qui adossent avec leurs investissements des engagements longs sensibles à l'inflation (travaux, rentes...)
 - Réduction du stock d'épargne en valeur et donc du volume réel d'affaires et de la valeur réelle des commissions. Etc.
- **Mécontentements d'origines diverses qui se conjuguent et entraînent des déstabilisations sociales et politiques.** Cela se traduit par des tensions multiples qui s'expriment soit dans les urnes, soit dans des mouvements spontanés. Ainsi en Europe : élections italiennes, suédoises et danoises ; mouvements sociaux aux Pays Bas. Aux mécontentements et fractures diverses que connaissent les pays de l'OCDE historique, répondent des appels à la liberté dans plusieurs pays (Iran, Turquie, Maghreb, Chine). Cela marque la volonté des citoyens de reprendre en mains leur destin, alors qu'ils se sentent comme négligés par les pouvoirs en place. En réponse, se multiplient des radicalisations politiques dans des pays primordiaux (Chine, Russie, Turquie) avec des effets lourds sur l'économie de ces pays.
 - Etc.

Ainsi, assiste-t-on à la généralisation progressive du constat que tout est en train de changer pour les responsables d'engagements financiers de long terme. Et ce après une longue période de stabilisation mais aussi, paradoxalement de dégradation de la notion de long terme au profit d'un instantanéisme généralisé.

Les Etats et les organisations nationales ou internationales doivent donc faire face à de vrais sujets nouveaux par rapport aux décennies précédentes (taux d'intérêt, inflation, risque social, primauté de l'enjeu climatique, désadhésion d'une partie de plus en plus forte des populations « la grande démission »), et qui viennent ajouter aux difficultés existantes : dettes croissantes, productivité faible, investissements insuffisants, inégalités patrimoniales et de revenus, dégradations des services publics...

Dans ces conditions l'Af2i rend publique aujourd'hui la présente note synthétique d'analyse et de recommandations.

Un nouveau cadre macroéconomique est nécessaire

Pour assurer un cadre propice à l'investissement et aux fonctionnements des institutions qui gèrent les engagements à long terme de la société, et qui constituent plusieurs piliers de notre pacte social, **un nouveau cadre macroéconomique et financier est indispensable** pour assurer la pérennité de ce pacte et l'intégrer dans un pacte social européen conçu comme un progrès favorisant l'adhésion des populations.

Ce nouveau cadre doit avoir pour objectif central d'installer un **retour aux divers équilibres budgétaires et financiers** des grands systèmes qui constituent le dit pacte.

L'atteinte de ces équilibres, outre une évidente rigueur dans la gestion des dépenses publiques, suppose une augmentation résolue de la valeur ajoutée de l'économie française, par un **soutien à la réindustrialisation des activités** dans des secteurs à forte productivité. La poursuite de la désindustrialisation engagée depuis plusieurs décennies² rendra en effet impossible le financement de ses différents régimes et systèmes.

Une augmentation significative de l'activité industrielle productive, notamment énergétique, est ainsi la condition pour améliorer la productivité globale des emplois. Actuellement, cette productivité est tirée vers le bas par la masse des emplois à faible valeur ajoutée. La hausse de cette productivité est indispensable afin de faire face à l'ensemble des impératifs budgétaires liés aux politiques de santé (financement de la Sécurité Sociale, hôpitaux...), de retraite (solidarité intergénérationnelle et financement de la dépendance), ainsi que de développement de la population (famille, éducation et formation humaine et professionnelle).

Ces constats et ces objectifs conduisent à proposer 19 propositions et recommandations autour de 3 axes

- 1. Un plan de promotion de l'investissement institutionnel résolument dynamique et innovant**
- 2. Un rapprochement des Investisseurs Institutionnels et des entreprises pour assurer dans la durée une meilleur cohérence et efficacité des flux financiers**
- 3. Une innovation financière maîtrisée pour répondre aux défis actuels et assurer les ressources des besoins collectifs**

² Cf. Nicolas Dufourcq (DG de la BPI) : la désindustrialisation de la France 1995–2015, Odile Jacob

Partie 1

**Promotion de l'investissement
institutionnel
dynamique et innovant**

Promotion de l'investissement institutionnel dynamique et innovant

Objectifs majeurs

- Renforcer le rôle de l'investissement institutionnel comme intermédiaire entre les disponibilités des ménages et les besoins de l'économie et renforcer leur rôle de transformation.
- Utiliser la capacité de mutualisation des institutions par la reconnaissance de la permanence des capitaux investis.
- Faciliter le financement à long terme des infrastructures numériques et énergétiques pour assurer les approvisionnements des pays européens sans coupure et engager la transition climatique.
- Réduire les coûts de l'investissement dans les secteurs innovants.
- Faciliter la maîtrise des impacts ESG des entreprises...

Mesures phares

Pour les institutions

- Favoriser le risque du long terme par des mesures d'allègement des contraintes réglementaires et prudentielles dans les institutions financières réglementées (IFRS, Assurances : Solvency 2, Fonds de pensions)³.
- Donner de la visibilité aux investisseurs pour faciliter l'investissement par la relance de la planification pluriannuelle⁴ des grands équipements de production d'énergie.

Pour les ayants-droits et clients des institutions

- Pour faciliter la fonction de transformation des institutions : inciter le placement à long terme notamment en adaptant la fiscalité des revenus⁵ des supports d'épargne à long terme (8 ans et au-delà) de toutes natures, OPC, FCPR, assurance vie⁶...
- Renforcer le rôle de la capitalisation (retraites, prévoyance).

Pour faciliter l'action des institutions en faveur de l'ESG et de la transition climatique

- Promotion d'un standard européen de données ESG, et de bases de données gratuites.
- Promotion de la double matérialité.

³ Réduction des coefficients de risque (idem propositions britanniques), réduire les contraintes du « *on going business* » et de la vision liquidative des modèles prudentiels de Solvabilité 2.

⁴ L'on entend ici par planification : « la projection dans un horizon temporel d'une demi-douzaine d'années ; l'adoption d'une vision globale touchant à la totalité de l'action publique et à l'ensemble des enjeux sociaux, visant à la prise en compte de diverses externalités ; l'organisation d'une large concertation d'experts et de parties prenantes dans une perspective d'intérêt général ; le déploiement de ressources publiques importantes et coordonnées, autour de priorités définies ; la coordination étroite, dans sa mise en œuvre, de nombreux acteurs publics et privés. » (Point de vue La planification : idée d'hier ou piste pour demain ? 17 juin 2020, France Stratégie)

⁵ Des revenus (IR ou IS) principalement pour faciliter le portage et inciter aux distributions

⁶ Sans contrainte d'affectation pour augmenter les encours potentiels et faciliter la mutualisation des situations d'épargne. Pour l'épargne-retraite dans le cadre, le PERE existe déjà et peut être renforcé.

Partie 2

Rapprochement des investisseurs institutionnels et des entreprises pour assurer dans la durée une meilleure cohérence et efficacité des flux financiers

Rapprochement des investisseurs institutionnels et des entreprises pour assurer dans la durée une meilleure cohérence et efficacité des flux financiers

Objectifs majeurs

- Les normes comptables et prudentielles ont conduit à une réduction de l'investisseur au rôle de « trader » ou porteur d'actifs valorisés en permanence sur les marchés. Il faut donc redonner aux Investisseurs Institutionnels les moyens d'agir dans un cadre long terme et faire reconnaître le caractère structurel de leur liquidité.
- Il faut redonner du temps et promouvoir la stratégie de participations industrielles (fonds à long terme).
- Saisir l'occasion de nouvelles relations au sujet de l'ESG pour établir un dialogue plus fructueux...

Mesures phares

Pour les institutions

- Création d'une catégorie FCPR Long terme (20 ans) accessible au plus grand nombre⁷.
- Faciliter la création de sociétés d'investissement de participations industrielles au sein et entre les institutions⁸.
- Faciliter la comptabilisation des investissements à long terme en coûts amortis.
- Faciliter la mutualisation des performances des portefeuilles.
- Création de compartiments dans les portefeuilles institutionnels non soumis aux calculs et suivis prudentiels dédiés aux interventions dans les entreprises.
- Faciliter le financement des activités à caractère stratégique et de souveraineté⁹.

Pour les ayants-droits et clients des institutions

- Adaptation de la fiscalité sur les revenus¹⁰ de fonds de toutes natures dont les objectifs sont le financement de la réindustrialisation, de la transition climatique et de l'innovation.

Pour les entreprises

- Renforcement des dispositifs de rémunération différée appuyés sur des résultats de stratégies mesurés à moyen terme pour aligner les intérêts entre les parties prenantes de l'entreprise, dirigeants, salariés et des investisseurs de long terme.
- Amélioration de l'information financière sur les entreprises transmise avant leur introduction en Bourse (IPO) pour faciliter des investissements à long terme¹¹.

⁷ Cf. proposition n° 13 du rapport CDC Investir à long terme, urgence à court terme janvier 2022

⁸ C'est-à-dire ne nécessitant pas la création de FIA et de Société de gestion ad hoc ;

⁹ Cela inclue les activités dites duales c'est-à-dire pouvant être à usage militaire, propositions à venir d'un Groupe de Travail de l'Af2i.

¹⁰ Remarque idem note 4 ci-dessus.

¹¹ Vers des data room, par exemple.

Partie 3

**Innovation financière maîtrisée
pour répondre aux défis actuels
et assurer les ressources des
besoins collectifs**

Innovation financière maîtrisée pour répondre aux défis actuels et assurer les ressources des besoins collectifs

Constats majeurs

Depuis la crise financière de 2008

- Pour les institutions privées, les innovations financières ont été limitées. Les produits phares du début des années 2000 tels que les titrisations se sont ajustées. Le modèle de financement OTD (originate to distribute) s'est effacé au profit du financement plus classique par l'intermédiaire de fonds de prêts, d'autant plus dynamiques que les contraintes qui pèsent sur le secteur bancaire, se sont alourdies. En revanche, pour répondre aux besoins d'investissement ESG, les *green bonds* à court et à long terme ont notamment émergé.
- Pour les Etats, le financement se fait toujours par l'impôt et la dette à court, moyen et long terme. Au sein de l'Europe l'union monétaire s'est logiquement renforcée sous la pression des événements des années 2011/2012, avec l'installation de dispositifs d'urgence : Fonds de résolution unique (FRU) pour mutualiser les défaillances bancaires, et plus largement le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) pour intervenir en soutien du FRU et des besoins des Etats.

Mesures phares

Pour les agents économiques

- Création d'une Caisse semi-publique de réassurance et/ou de garantie pour des investissements à long terme ciblés (énergie, infrastructures, innovations technologiques et pour la transition climatique).
- Lancement d'une Monnaie numérique de banque centrale (MNBC) de gros, à destination des institutions avec un objectif de sécurisation des liquidités et de facto un allègement des contraintes liées au risque de contrepartie.

Pour les Etats

- Adoption de TVA sociales et environnementales pour les produits importés, calculées sur la base de critères simples, notamment climatiques, par exemple les écarts de production nationale de carbone par unité de PIB.
- L'inflation actuelle réduit les montants de dettes, mais l'élévation des taux rend plus problématique le refinancement du stock, et réduit les capacités des Etats à financer l'adaptation des activités au contexte actuel et aux objectifs climatiques. Une recherche de solution spécifique pour les dettes publiques détenues par la Banque centrale Européenne doit être trouvée et si possible au niveau de la zone euro.

¹² Idem proposition n°14 du rapport CDC cité

En une page : 19 mesures pour la promotion de l'investissement institutionnel face aux changements majeurs

Aider l'investissement institutionnel

- Favoriser l'investissement long terme par l'**allègement des contraintes réglementaires** (IFRS, Assurances : Solvency 2, Fonds de pensions).
- Donner de la visibilité aux investisseurs par **la relance de la planification pluriannuelle** des grands équipements notamment de production d'énergie.
- **Faciliter la fonction de transformation** des institutions : inciter le placement à long terme en adaptant la fiscalité des revenus, des supports d'épargne à long terme (8 ans et au-delà) de toutes natures, OPC, FCPR, assurance vie, sans contrainte d'affectation...
- **Renforcer le rôle de la capitalisation** (retraites, prévoyance).
- **Promouvoir un standard européen de données ESG**, et de bases de données gratuites.
- Promouvoir la double matérialité.

Rapprochement des Investisseurs Institutionnels et des entreprises

- **Créer une catégorie FCPR Long terme (20 ans)** accessible au plus grand nombre.
- **Permettre des sociétés d'investissement industriels** au sein et entre les institutions¹³.
- **Faciliter la comptabilisation** des investissements à long terme en coûts amortis.
- **Faciliter la mutualisation** des performances des portefeuilles
- **Créer des compartiments** dans les portefeuilles institutionnels non soumis aux calculs et suivis prudentiels dédiés aux interventions dans les entreprises.
- **Faciliter le financement des activités à caractère stratégique et de souveraineté.**
- **Adapter la fiscalité** de fonds de toutes natures dont les objectifs sont le financement de la réindustrialisation, de la transition climatique et de l'innovation.
- **Renforcer les dispositifs de rémunération différée** appuyés sur des résultats de stratégie mesurés à moyen terme pour aligner les intérêts entre les parties prenantes
- **Améliorer l'information financière** sur les entreprises transmise avant leur IPO.

Innovation financière maîtrisée

- **Créer une Caisse semi-publique de réassurance et/ou de garantie** pour des investissements à long terme ciblés (énergie, infrastructures, innovations technologiques et pour la transition climatique).
- **Lancer une Monnaie numérique de banque centrale (MNBC) de gros.**
- **Adopter des TVA sociales et environnementales** pour les produits importés.
- **Traiter les stocks de dettes publiques détenues par la BCE** par des solutions innovantes.

¹³ C'est-à-dire ne nécessitant pas la création de FIA et de Société de gestion ad hoc



association française des
investisseurs institutionnels

58 rue de Lisbonne
75008 Paris
www.af2i.org