POINT DE VUE

A l'heure des grandes transitions, comment positionner l'épargne ?

Par :

- **Maxime Ricomes**, Gérant-analyste multigestion diversifiée chez Aviva Investors

Septembre 2021

Interview de Maxime Ricomes, gérant - analyste de fonds, Aviva Investors France.

Que pensez-vous des investissements à long-terme en général et de la place de l'Europe dans cette dynamique ?

Je crois foncièrement que lorsque l'on parle d'investissement, on doit se placer dans une optique de long terme, et non de spéculation. *Le discours de Mark Carney, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, sur la tragédie des horizons*[1] *est éclairant, notamment pour l'orientation de l'épargne et des placements. Il ne parle pas de la spéculation à la seconde, ni même à la semaine. Les cycles d'affaires ou les échéances électorales (de 3-5 ans) semblent déjà trop courts face aux enjeux climatiques.*

Les marchés font l'objet de critiques sur leur court-termisme. Ce genre de comportement peut être éclairé par l'analyse psychologique et la finance comportementale peut aider à le comprendre.

Il y a un exemple que j'aime citer lorsqu'il s'agit de discipline entre les bénéfices à long terme et nos actions à court terme. Read et Leeuwen[2] ont laissé des pommes et des chocolats à la sortie d'une conférence sur la nutrition et bien que chacun sache qu'il est préférable de manger une pomme pour sa santé à long terme, c'est tous les chocolats qui ont disparu. Il a été montré qu'il en va de même pour la capacité d'épargne et d'investissement à long-terme par Thaler et Benartzi[3]. Ainsi, on sait qu'il faut épargner (plutôt que consommer) pour préparer sa retraite ou que les actions offrent un meilleur rendement à long terme, pour autant, il est difficile de refuser une satisfaction dans le présent. Dès lors, les auteurs ont développé un « nudge » (une technique simple d'influence) afin de contrecarrer la tendance humaine à la procrastination et au manque de discipline dans le présent pour son bien être futur. Ils ont proposé leur « save more tomorrow[tm] » (épargne plus demain) permettant de prendre une décision aujourd'hui sur l'augmentation de son taux d'épargne à l'avenir (demain par simplification). Dans ce cadre, on ne se prive pas aujourd'hui et on s'engage librement à un taux d'épargne croissant avec le temps (ce qui est bon pour maximiser son capital au moment de la retraite).

Ces études nous viennent des Etats-Unis où il y a déjà des données sur l'épargne et l'investissement à travers des plans de retraite (IRA, 401k en DC) capitalisant (à contribution définie). Les PER (Plans d'Epargne Retraite issus de la loi PACTE) nous invitent à penser l'épargne et l'investissement de long terme de même que l'érosion des rendements des fonds en euro des assureurs vie qui invitent à s'orienter sur les unités de compte.

L'Europe cumule une masse d'épargne significative, des solutions nouvelles (PER) et pourra bénéficier de l'expérience d'autres zones géographiques. Le vieillissement et les questions de dépendance pourraient toutefois venir éroder cette épargne. En outre, il faut noter qu'en Europe, cette épargne est encore principalement investie dans des dépôts bancaires ou des fonds euro moins exposés aux actifs de long terme que dans d'autres zones, ce qui laisse une marge de progression importante.

Certes, mais encore faut-il que cette épargne trouve à s'investir dans des projets de long terme ?

Ce n'est pas ce qui manque, notamment dans le cadre des 3 thématiques qui dressent un bon tableau des enjeux de long terme de notre monde : la transition écologique et le changement climatique, la transition technologique et la transition démographique.

Le thème des nouvelles technologies et de leurs promesses est bien connu, que l'on s'en inquiète ou qu'on y voit des solutions d'avenir. Il génère de nombreux investissements, de la part d'investisseurs institutionnels et particuliers ou d'acquéreurs dans une logique industrielle.

Le sujet le plus saillant est celui de l'écologie. Face au dérèglement climatique dont l'urgence ne fait plus aucun doute avec le dernier rapport du GIEC[4] et confrontés aux désastres écologiques relatés dans les médias, les projets se multiplient et deviennent un enjeu pour le secteur financier. Parmi eux, il y a, entre tant d'autres, la rénovation énergétique des bâtiments, la transition énergétique vers la production d'énergie moins carbonée…

Au-delà de ces enjeux, l'investissement de long terme doit aussi servir une transformation fondamentale, c'est-à-dire impliquer une véritable évolution des business models des entreprises. On voit de plus en plus d'évolutions vers une économie circulaire[5] au sein des entreprises existantes ou comme source de création d'entreprise. La création d'entreprises dans les domaines de la transition technologique et de la transition écologique en est une belle illustration et on y trouve « les licornes[6] » de demain qui attireront les futurs investissements.

Il y a des projets mais qui peut faire ces investissements ?

Je ne sais pas si cela sera suffisant mais la prise de conscience est grande et il existe des investisseurs de long terme (compagnies d'assurance, fonds de pension,) qui peuvent orienter l'épargne en intégrant des considérations qui dépassent l'unique logique financière (investissement à impact, incubateurs, initiatives de place en partenariat public/privé…).

L'Europe est à ce titre bien placée. L'épargne n'est pas le seul moyen puisque les banques peuvent et doivent également créer la monnaie sur des projets plus durables. C'est nécessaire et ça commence à prendre forme comme en attestent les discussions sur la fin de la neutralité de marché de la BCE et la prise en compte de considérations « climat » utilisées dans le cadre du plan de rachat d'actifs en cours (cf. Dossier de la Revue Banque : BCE : le verdissement qui vient[7]).

A travers le déploiement de cette épargne via les marchés, l'épargnant/investisseur est également sensibilisé en tant que citoyen (ou comme consommateur de produit d'investissement). Une offre d'investissement, notamment au travers de fonds collectifs, se constitue et la part des fonds ISR – Investissement Socialement Responsable (ou intégrant des critères ESG, environnement, social et gouvernance) augmente. Les fonds actions ont ouvert la voie et on trouve maintenant également de nombreux fonds obligataires et diversifiés.

Il y a des critiques marquées et légitimes à ce type d'argument. Le mathématicien, essayiste, Nicolas Bouleau rappelle ainsi que les marchés financiers n'ont pas été pensés pour gérer la planète[8].

Clairement, il y a certainement une remise en cause paradigmatique à opérer. Beaucoup d'acteurs financiers ont conscience du défi et tentent de progresser en utilisant différemment des outils existants ou en cherchant des solutions dans d'autres sciences. En outre, sous l'impulsion de la communauté internationale, on voit se développer des incitations fiscales et des réglementations « vertes » qui viennent soutenir cette évolution.

On parle des externalités, des défaillances de marché. Je constate clairement une différence entre aujourd'hui et 2007 lorsque j'ai commencé ma carrière, mais il est possible qu'un conformisme en remplace un autre.

Les économistes Saez et Duflo ont montré que la décision de nos semblables vis-à-vis d'un plan de retraite a une influence[9] – on choisit par rapport aux autres. Associés aux théories mimétiques, les investissements thématiques (particulièrement sur le thème du climat) peuvent s'orienter vers des actifs favorables à la transition énergétique et écologique.

Pour les particuliers, en plus de cet effet d'imitation, l'éducation financière aura un rôle à jouer. La France n'est pas championne en la matière mais d'autres pays d'Europe s'en sortent plutôt bien[10]. Pour épargner et investir à long terme, il y a de la pédagogie à faire. Pour aligner ses placements avec ses convictions aussi.

Que peut-on dire de la profitabilité de ces projets et donc de la rémunération de l'épargne ?

C'est la question financière par excellence. J'aimerai faire une remarque liminaire. Aujourd'hui déjà, l'incertitude quant aux perspectives de rentabilité existe lorsque les entreprises financent tel ou tel projet. De même, lorsqu'un gérant choisit tel ou tel titre (ou fonds), il espère apporter de la surperformance mais rare sont ceux qui parviennent à faire mieux que le marché, particulièrement à long terme. On lira « The Loser's Game » de Charles D. Ellis pour s'en convaincre.

Dès lors, pourquoi ne devrions-nous nous concentrer que sur cet objectif ?

L'analyse se fondant exclusivement sur la profitabilité financière est de plus en plus questionnée, même au sein de l'industrie de la gestion. Et de nombreux fonds intègrent désormais des critères ESG et visent un impact sur ces piliers environnementaux, sociaux et de gouvernance. Le récent article de Caseau et Grolleau[11] montre qu'il n'est pas possible de conclure que l'impact ESG crée ou détruit de la performance financière relative. Il existe un biais de perception qui veut « qu'on ne peut courir deux lièvres à la fois » mais qui peut être mitigé. Obtenir à la fois une rémunération de son placement et un impact ESG n'est pas nécessairement incompatible. Je vois ici une grande tendance de la gestion d'actifs.

Que voulez-vous dire par là ?

La rentabilité financière est une chose mais il y a d'autres bénéfices apportés par l'investissement de l'épargne, comme viabiliser l'activité humaine sur la planète (économie durable). D'ailleurs ces bénéfices se reflètent de plus en plus dans la valorisation des actifs.

Avec l'avènement de la finance comportementale et la prise de conscience que la performance financière seule ne peut (et ne doit) pas être l'unique critère de choix d'investissement, des stratégies marketing sont mises en œuvre afin de valoriser ces démarches et ces valeurs auprès des investisseurs. L'article de Statman et McQuarrie[12] – How Investors Become Consumers (Comment les investisseurs sont devenus des consommateurs) l'illustre bien.

Dans l'industrie de la gestion, on voit fleurir les offres thématiques. La thématique technologique est presque exclusivement l'apanage des Etats-Unis même si quelques initiatives commencent à voir le jour en France et en Europe. L'un des points forts de l'Europe reste la lutte contre le dérèglement climatique. La taxonomie européenne va s'appliquer d'ici quelques mois, la règlementation SFDR (Sustainable Finance Disclosure) oblige les sociétés de gestion à positionner leurs fonds sur l'intégration ESG ou l'impact et les labels ont fleuri dans différents pays. Un label européen verra peut-être le jour.

Le positionnement thématique et les labélisations visent à accompagner les investisseurs dans leurs choix de placements. On sait avec Lyengar et de Lepper[13] que « trop de choix tue le choix » et donc les labels aident lorsqu'il s'agit de se positionner dans l'esprit des consommateurs/investisseurs.

Comment l'investisseur peut-il s'assurer que ses placements sont cohérents avec la thématique et quels sont des risques de « greenwashing » ?

En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, l'analyse ne se limite bien sûr pas à des indicateurs quantitatifs (performance-risque) et/ou variables qualitatives dichotomiques (label ou non…). Il s'agit ici pour les professionnels de l'investissement de se former à l'ESG, de travailler en proximité avec des experts au sein des sociétés de gestion et d'élargir leurs horizons en écoutant des physiciens, des biologistes, des ingénieurs écologues, des anthropologues… Cela vient compléter la grille d'analyse qualitative habituelle (équipe, taille, philosophie, processus…). La taxonomie et les différents labels peuvent aiguiller et définir un langage commun. Les notations ESG restent encore disparates comme l'indique une équipe de MIT (Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings[14]), ainsi les investisseurs doivent clarifier leur approche et leurs critères mais ne peuvent se dispenser ensuite d'aller regarder dans les détails. L'impact est visible sur les actifs cotés mais également sur les marchés de dettes privées ou dans le private equity. L'Europe est d'ailleurs bien positionnée, notamment sur la dette privée.

Concernant les investisseurs particuliers, ils n'ont pas nécessairement le temps de rentrer dans les détails. Ainsi, une proposition de valeur sincère (par exemple, thématique) et les labels peuvent aider. C'est dans la constitution de l'offre au sein des institutions financières qu'il y a un travail à mener dans le choix des fonds à entrer/sortir des gammes. Ce travail est en cours.

Un mot en guise de conclusion ?

Le combat en faveur du développement durable est universel. Il concerne toute l'humanité et pas seulement l'Europe. La coopération internationale est un facteur clé de succès. Dans ce cadre, il faut avoir une vision d'investisseur global et pas géographique pour orienter l'épargne vers des projets de développement durable.L'Europe a pris le chemin du développement durable et il faut continuer et accélérer en ce sens. Les Etats-Unis sont mieux disposés à l'égard de ces sujets et la Chine n'a pas attendu pour mesurer l'ampleur de l'enjeu puisqu'elle dispose d'une taxonomie depuis 2015 (pour les obligations « vertes »).

L'Europe a historiquement des niveaux d'épargne significatifs, ils se sont accrus récemment à l'aune de la crise sanitaire. Même s'il existe des critiques et des risques sur l'impact des marchés dans la gestion des grandes transitions, particulièrement la transition écologique, nous, acteurs de marché et de l'industrie financière pouvons (même devons) contribuer à améliorer les choses. Cela ne contredit pas notre devoir fiduciaire, bien au contraire, cela le renforce. Après la prise de conscience, il nous faut le courage de changer certaines habitudes, faire évoluer nos outils et nos façons de penser à l'aune des grands défis à venir. D'autant qu'en Europe particulièrement, la prise de conscience est de plus en plus grande au sein des pouvoirs politiques et au niveau des citoyens. En Europe, l'offre se constitue avec des soutiens règlementaires notables. Il est souhaitable que nous partagions ces ambitions avec les autres grandes zones.

Maxime Ricomes est intervenu lors de la 8ème université d'été de l'asset management (UeAM 2021) le 26 août dernier à l'université Paris Dauphine - PSL. La table ronde à laquelle il participait, dont l'objectif était de recueillir le témoignage d'investisseurs de différents horizons, s'intitulait « Europe : Une zone propice aux investissements à long terme ? »

Références

1. https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stabi
2. Daniel Read & Barbaravan Leeuwen - **Predicting Hunger: The Effects of Appetite and Delay on Choice**
   Organizational Behavior and Human Decision Processes Volume 76, Issue 2, November 1998, Pages 189-205
3. Richard H. Thaler & Shlomo Benartzi - **Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving** Journal of Political Economy, Volume 112, Number S1, February 2004 (Volume Supplement)
4. https://www.ipcc.ch/languages-2/francais/
5. L'économie circulaire vise à changer de paradigme par rapport à l'économie dite linéaire, en limitant le gaspillage des ressources et l'impact environnemental, et en augmentant l'efficacité à tous les stades de l'économie des produits. (Source : Ademe.fr)
6. Startups avec une valorisation d'un milliard de dollars ou plus.
7. http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/dossier/verdissement-qui-vient
8. Financial Markets Were Not Designed to Manage the Planet | Public Books

   http://www.nicolasbouleau.eu/videos/les-marches-financiers-nont-pas-ete-concus-pour-gerer-la-planete/
9. Esther Duflo & Emmanuel Saez (2004) - Implications of Pension Plan Features, Information, and Social Interactions for Retirement Saving Decisions, in Pension Design and Structure : New Lessons from Behavioral Finance (dir. Olivia S. Mitchell and Stephen P. Utkus)
10. Allianz International Pension Papers 1/2017 - When will the penny drop? Money, financial literacy and risk in the digital age – academic supervision by Annamaria Lusardi.
11. Cornelia Caseau & Gilles Grolleau (2020) **Impact Investing: Killing Two Birds with One Stone?**, Financial Analysts Journal, 76:4, 40-52
12. McQuarrie, E. F. and Statman, M. (2016) **How Investors Became Consumers**, Journal of Macromarketing, 36(3), pp. 243–271
13. Sundaravarathan R. Iyengar & M. R. de Lepper - **When choice is demotivating: can one desire too much of a good thing?** Journal of personality and social psychology, 2000, Vol. 79, No. 6, Pages 995-1006
14. Berg, Florian, Julian Koelbel, and Roberto Rigobon. 2019. **"Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings."** MIT Sloan Working Paper 5822-19. MIT Sloan School of Management (August)

Contacts presse

Marion Duchêne
marion.duchene@shan.fr
Tél : + 33 (0)6 46 47 09 79

Anne-Marie Cravero
Tél : +33 (0)6 11 19 20 68

INFORMATION IMPORTANTE :

Les informations et opinions reflétées dans le présent document sont exclusivement destinées à être utilisées par la presse et les médias financiers.

Ce document est établi par Aviva Investors France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est sis 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229.

Il ne saurait être assimilé à une activité de démarchage, à une quelconque offre de valeur mobilière ou instrument financier que ce soit ou de recommandation d'en acheter ou d'en vendre.

Il contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Aviva Investors France considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Aviva Investors France, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.