

QUELLE POLITIQUE D'INVESTISSEMENT APRES LA CRISE SANITAIRE ?

Il est sans doute prématuré de faire des plans pour la période qui suivra une crise sanitaire planétaire dont on ne peut encore mesurer ni l'étendue ni l'impact. Il semble pourtant possible de relever certains éléments pouvant nourrir la réflexion qui devra inspirer les plans d'action à venir. Tel est l'objet de cette note qui s'inscrit dans le prolongement des travaux menés depuis 10 ans par la Place de Paris sur le thème de l'investissement de long terme.

1.- Un effort massif d'investissement sera nécessaire

Déjà les besoins d'investissement apparaissaient considérables dans l'environnement pré-crise, déterminés par les exigences du développement durable, les évolutions démographiques et l'aiguillon de la compétition internationale : voir le rapport « Les Assises Nationales du Financement de Long Terme » (novembre 2011)

Lightement impactée par la crise financière de 2008 et les régulations subséquentes, l'Europe d'avant la pandémie restait à la traîne dans le domaine de l'investissement, et notamment de l'investissement de long terme : voir le rapport « Osez le Long Terme » (novembre 2018)

La crise sanitaire que nous subissons, bien loin d'infirmier ce diagnostic, va considérablement amplifier le besoin d'investissement au regard des impératifs de changement qui se dessinent à la lumière de l'expérience actuelle :

- Renforcement des infrastructures sociales dans tout ce qui touche à la santé : hôpitaux, cliniques, maisons de retraite, transports sanitaires, matériels et équipements
- Recherche médicale dans le domaine de l'épidémiologie : vaccins – tests – médicaments – matériels de protection et de soins
- Généralisation des dispositifs de traçage et mise en place de bases données sanitaires
- Refonte et numérisation du système éducatif
- Automatisation des chaînes de production et développement du télétravail
- Relocalisation de certaines activités jugées critiques

Il faut également s'attendre à une révision drastique des choix d'urbanisation, des dispositifs de commercialisation, des schémas d'organisation des loisirs pour réduire les risques de contagion qui vont désormais être positionnés au premier rang de l'échelle des risques économiques et sociaux. La politique du logement devra également intégrer les nouveaux besoins de protection par le cloisonnement tout autant que les économies d'énergie.

Dans certains domaines, comme celui du transport, le besoin d'investissement pourra peut-être se réduire par rapport aux tendances antérieures mais cela sera loin de compenser l'émergence des nouveaux besoins.

2.- Un investissement de long terme et en fonds propres

La nature des investissements à prévoir les classe de manière évidente dans la catégorie des investissements longs. Dès lors qu'il s'agira de repenser les structures de production et de consommation, de revisiter les systèmes de prise en charge de la santé publique, d'imaginer de nouvelles approches de la vie en société, seuls des plans d'action déployés sur plusieurs années, voire même plusieurs décennies, pourront produire les mutations nécessaires.

Le besoin d'investissement se situera clairement du côté des fonds propres. D'abord parce que la panne économique mondiale résultant de la crise sanitaire impliquera un effort très substantiel de reconstitution des fonds propres des entreprises dans toute l'échelle des tailles ; seul ce relais de financement en fonds propres permettra de pérenniser les activités qui auront été dépannées dans l'urgence par des dispositifs exceptionnels de crédit.

Ensuite parce que les transformations profondes du tissu économique et de la vie en société ne pourront être réalisées qu'au moyen d'un investissement à risque, avec un retour attendu qui pourra se trouver différé pendant de longues périodes jusqu'à la complétion du nouvel ordre visé, et une approche de tâtonnement qui multipliera les pistes de recherche avant de trouver les bonnes solutions.

3.- Pour une planification publique de l'investissement

Du fait de l'ampleur de l'effort à conduire, il faut souhaiter que de véritables politiques d'investissement soient mises en œuvre, basées sur une coopération active des Etats, particulièrement au sein de l'Union Européenne. En remettant en vigueur des techniques éprouvées de planification stratégique on pourra viser à la fois l'optimisation de l'emploi des ressources, la cohérence des choix et la continuité de l'action au-delà des échéances politiques courtes.

Cette planification doit être indicative pour ne pas stériliser l'initiative des acteurs économiques et reconstituer « l'ardente obligation » qui accompagnait nos anciens plans quinquennaux. A la lumière des deux dernières décennies, la référence au thème du développement durable montre que le tribunal de l'opinion peut désormais jouer un rôle de gardien de la ligne de priorité beaucoup plus efficace que le contrôle de l'autorité publique pour garantir la continuité et l'efficacité des démarches qui s'inscrivent dans de tels plans.

4.- La mobilisation du secteur privé

S'il appartient à la puissance publique, gardienne de l'intérêt général, de fixer les objectifs et d'orchestrer les mouvements, elle devra se garder de se positionner comme acteur direct de l'investissement. De toutes façons elle n'en aura pas les moyens dans la mesure où les finances publiques se trouveront chargées par les effets de la crise d'une montagne de dettes.

Les politiques d'investissement seront donc dessinées à l'usage des acteurs du secteur privé seuls capables de mobiliser les ressources nécessaires, de choisir les champs d'application les plus pertinents et de procéder à l'évaluation correcte du couple risque/rendement.

Les investisseurs institutionnels sont les vecteurs-clé d'une politique ordonnée d'investissement de long terme ; toute l'attention sera donc portée sur leur participation à l'effort d'ensemble. Mais la plupart des acteurs économiques, entreprises et banques notamment, peuvent avoir une certaine capacité d'investissement long au sein de leurs activités ordinaires ; il conviendra donc de ne pas les oublier dans la mobilisation générale.

5.- Employer l'épargne des ménages

L'épargne des ménages constitue, notamment en Europe continentale, un gisement puissant de financement pour l'investissement, même en laissant de côté l'épargne immobilière. Le contexte

actuel, bien loin de remettre en cause la propension à l'épargne, a toute chance de l'accroître aux dépens de la consommation immédiate ; ce sera d'ailleurs un des obstacles à une reprise rapide de l'activité.

L'épargne financière des ménages est structurellement une épargne longue, même si elle ne l'est pas toujours en termes contractuels. Elle est en effet mise au regard des besoins fondamentaux d'une vie familiale qui a elle-même tendance à s'allonger : logement – éducation – retraite – dépendance – transmission. Elle devrait donc avoir vocation à s'investir sur le moyen et le long terme, mais l'aversion au risque et la préférence pour la liquidité ont pour résultat de stériliser une partie importante de cette épargne dans des placements de court terme. L'un des enjeux majeurs du financement de l'investissement post-crise sera donc de réorienter cette capacité de financement vers les emplois longs.

Il s'agira de revisiter l'ensemble des produits d'épargne et des canaux de collecte pour stabiliser l'épargne financière des ménages en la faisant mieux servir à la fois aux besoins des familles et aux exigences de l'intérêt général. Une meilleure évaluation de la réalité des besoins de liquidité, une tarification sérieuse des options de sortie anticipée, une présentation plus soignée des couples rendement/risques de la part des conseillers financiers, devraient y contribuer. Les obligations artificielles de valorisation quotidienne et les options de liquidité non tarifées devraient être éliminées pour les produits qui ont vocation à collecter une épargne longue ; la protection du consommateur ne peut pas consister à favoriser des produits qui ne répondent pas à la réalité des besoins. Des formules de rémunération calées sur la durée de l'investissement seront à promouvoir ; la fiscalité devrait également se recalculer sur la durée de l'épargne investie pour être au moins neutre plutôt que désincitative comme c'est le cas actuellement.

6.- Libérer l'investissement professionnel

Dans un univers économique diversifié et complexe soumis à de très fortes tensions et dominé par des marchés hypervolatiles, la décision d'investissement est devenue difficile et n'est plus à la portée de la plupart des épargnants individuels. D'où le besoin d'intermédiation pour employer efficacement l'épargne des ménages.

Or les bilans financiers ont été soumis dans la foulée de la crise de 2008 à un faisceau de réglementations et de contraintes qui les empêchent de jouer pleinement ce rôle indispensable d'intermédiation. Une focalisation excessive sur le très court terme, les valeurs de marché et l'exigence de liquidité privent les banques et les assurances des flexibilités nécessaires pour inscrire leur activité et le service de leurs clients dans des perspectives longues.

Les réglementations prudentielles et les standards comptables doivent impérativement faire l'objet d'une révision en profondeur pour les aligner sur la nouvelle réalité des risques et des enjeux, sans remettre en cause les principes de prudence et de transparence qui les sous-tendent. Cette révision est particulièrement critique pour tout ce qui concerne l'investissement en actions eu égard à la nature et à l'ampleur des besoins de l'économie ; il faut absolument cesser de diaboliser le placement en actions qui constituera sans aucun doute le meilleur vecteur de l'investissement structurant de demain.

7.- Pour un statut de l'investisseur de long terme

Une solution pratique pour permettre au secteur financier de se préparer aux engagements qu'on lui demandera, serait de créer, en marge de la complexité des régulations européennes ou internationales, qui constituent un écheveau difficile à démêler, une case vierge pour y loger les institutions ayant vocation à déployer dans tout ou partie de leur activité une stratégie d'investissement long. Ce statut ad hoc s'appliquerait au compartiment de long terme de leur activité, sans modifier le traitement prudentiel et comptable du reste de ces activités.

Le critère d'admission dans cette catégorie reposerait sur la structure des passifs : dès lors qu'un bilan financier est alimenté par des ressources longues ou stables son obligation fiduciaire est de les employer sur des horizons adaptés à la durée de ses ressources. Dans ce cas le critère-clé de qualité de la gestion cesse de facto d'être celui de la liquidité ou de la valeur instantanée des actifs, pour devenir celui de la cohérence continue entre les actifs et les passifs (ALM).

Il doit en résulter une modification radicale de l'analyse prudentielle du risque et donc des bornes et précautions qui doivent encadrer cette activité de gestion pour compte de tiers. Même effet dans le domaine du reporting : ce qui compte pour l'apporteur de capitaux c'est la valeur projetée à terme des actifs acquis en représentation des engagements souscrits et non leur fluctuation quotidienne plus ou moins erratique sur les marchés financiers.

Les ressources et les outils dont nous aurons besoin pour nous relever de la crise que nous subissons existent. Faisons confiance à la sagesse humaine pour trouver des solutions qui marcheront et au courage collectif pour les porter à terme, mais n'hésitons pas à nous débarrasser des vieux démons dogmatiques qui pourraient nous paralyser...

Le covid-19 : la fin de la géographie de l'hypermobilité ?

Par le Recteur Gérard-François Dumont
Professeur à l'Université de Paris-Sorbonne,
Président de la revue *Population & Avenir* (www.population-et-avenir.com)
Administrateur de la Société de Géographie

Wuhan, une ville vulnérable	2
Le système spécifique des migrations internes, facteur aggravant de la diffusion du covid-19 en Chine.....	3
Mobilité et diffusion du virus en Chine.....	5
Mobilité et diffusion asiatiques	5
Les logiques de mobilité en Europe	6
L'interruption de l'hypermobilité.....	7
Un nouveau type de migration, les « corona-migrants ».....	7
Le droit à la mobilité numérique	8

Depuis le progrès des transports aériens et notamment la très forte diminution du besoin d'escaliers techniques, puis l'essor de la globalisation dans les années 1990, le monde était entré dans une ère d'hypermobilité¹. Les thuriféraires d'une planète nomade, dédaigneux de ceux qui, tout en aimant le monde, demeureraient attachés à une identité territoriale, s'en réjouissaient. Effectivement, le droit accru à la mobilité, ensuite accentué dans les années 2000 par le développement des compagnies aériennes à bas coût, décelait des avantages, par exemple pour les pays sachant valoriser leurs atouts économiques et touristiques. Mais la pandémie de covid-19 a révélé que l'hypermobilité avait également des inconvénients.

Le 23 janvier 2020, le Chine inverse son discours officiel en reconnaissant la transmission interhumaine du coronavirus et recommande les dépistages à la sortie des aéroports. Le risque épidémique lié à la mobilité humaine devient enfin reconnu. Certes, Taïwan² l'avait déjà décelé en décidant, dès le 31 décembre 2019, de contrôler les passagers en provenance de Wuhan dès l'atterrissage de leurs avions afin d'y détecter la présence de fièvre et de symptômes de type pneumonie. Mais Taïwan n'étant pas un État internationalement reconnu, et en conséquence, non-membre de l'Organisation mondiale de la santé (OMS), sa parole ne fut pas entendue bien que Taïwan soit probablement le territoire le mieux informé de la réalité

¹ Cf. par exemple : Moriniaux, Vincent (direction), *Les mobilités*, Paris, Éditions Sedes, 2010.

² Où le covid-19 est appelé la « pneumonie de Wuhan », une dénomination bien antérieure aux choix de covid-19 pour dénommer ce coronavirus.

de la situation en Chine. Sa clairvoyance a donc malheureusement été ignorée, puisque l'Île n'est considérée que comme « une province de la Chine ». Fin 2019, les complaisances diplomatiques primaient encore sur les impératifs militaires. On était à des années-lumière de vols de masques entre pays occidentaux qui se sont déclenchés seulement trois mois plus tard, en mars 2020.

Mais, au fil des semaines, les uns après les autres, les dirigeants des différents pays du monde ont reconnu le lien entre la mobilité et la diffusion du coronavirus qui s'effectue lorsque des personnes porteuses en rencontrent d'autres. Des décisions de restriction des mobilités sont donc intervenues selon des modalités différentes : partielle puisque uniquement pour les personnes infectées dans des pays effectuant des tests de dépistage, temporaire dans des pays – notamment africains - ayant mis en œuvre un couvre-feu devant les difficultés à imposer un confinement plus généralisé ; totale dans les autres à l'exception des personnes dont l'activité est essentielle pour assurer l'alimentation, l'hygiène publique et la santé des populations.

Quelle que soit la variété des décisions prises et des calendriers retenus selon les pays, l'épidémie témoigne d'un invariant, la corrélation entre sa diffusion et la géographie des mobilités, à l'intérieur de la Chine d'abord, hors de Chine ensuite.

Wuhan, une ville vulnérable

Déjà, l'apparition à Wuhan du coronavirus n'est pas seulement le fruit du hasard. Certes, le commerce des animaux sauvages, pour l'alimentation, pour la pratique de la médecine traditionnelle chinoise ou pour des bienfaits attribués – souvent à tort – à leur consommation, n'est pas propre à cette ville. Mais Wuhan présente un niveau de pollution atmosphérique particulièrement élevée en Chine. Ceci s'explique, comme dans les autres villes chinoises, par le développement de l'usage de l'automobile et l'importance du recours à des énergies polluantes, notamment pour produire de l'électricité. Or ses besoins ont fortement augmenté puisque la population de l'agglomération de Wuhan est évaluée à 8,4 millions d'habitants en 2020³ contre 2,4 en 1979, l'année où la Chine entame sa politique d'ouverture économique. Cette multiplication par 2,4 de la population en un demi-siècle est sans doute légèrement inférieure à celle de Shanghai, l'agglomération la plus peuplée⁴, ou de Beijing⁵, la deuxième agglomération du pays, mais il s'agit pour la première de la grande ville portuaire ayant bénéficié dès 1979 du statut de zone économique spéciale⁶ et, pour la

³ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2018). World Urbanization Prospects: The 2018.

⁴ Une population de 27,0 millions d'habitants évalués en 2020, soit un peuplement multiplié par 3,7 depuis 1979.

⁵ Une population de 20,5 millions d'habitants évalués en 2020, soit un peuplement multiplié par 2,9 depuis 1979.

⁶ Donc attractif pour les investissements étrangers y bénéficiant d'incitations fiscales, de droits de douanes favorables, des procédures douanières simplifiées et des réglementations moins contraignantes que dans le reste du pays.

seconde, de la capitale politique qui se veut une vitrine du régime et une tête de réseau économique et touristique.

Le niveau élevé de pollution de Wuhan se trouve accentué par un autre élément, la part considérable des industries. Bien entendu, Shanghai ou Beijing comptent également de nombreux établissements industriels, mais la part du secteur tertiaire y est nettement plus importante. Il en résulte à Wuhan, ces dernières années, souvent plus que dans les autres métropoles chinoises, une augmentation des maladies respiratoires et donc, en moyenne, un affaiblissement des défenses immunitaires face à ce qui est, fin 2019, vu comme une pneumonie atypique.

En outre, les conditions d'hygiène et sanitaires d'une partie importante des populations urbaines chinoises ne peuvent être jugées satisfaisantes car ce sont des populations « flottantes »⁷. Elles travaillent et sont en ville, mais sans y disposer d'une carte de résident permanent, donc sans bénéficier d'une certitude de protection sociale.

Le système spécifique des migrations internes, facteur aggravant de la diffusion du covid-19 en Chine

En Chine, les réformes économiques entamées en 1979 se traduisent par un relâchement du contrôle des migrations internes qui donne lieu à une émigration rurale massive évoquant le proverbe chinois : « L'eau s'écoule vers le bas ; l'homme, lui, recherche les places élevées ». Cette émigration rurale se traduit par l'apparition de ce qu'il est convenu d'appeler une « population flottante », c'est-à-dire de personnes qui, selon leur livret de résidence (*Hukou*), devraient habiter à la campagne mais qui, en réalité, vivent en ville. Selon le dernier recensement, en 2010⁸, cette population flottante peut être estimée à 300 millions, soit près d'un Chinois sur cinq.

La pauvreté est un élément explicatif central de cette émigration rurale qui se dirige donc vers des territoires urbains à meilleur niveau de développement pouvant offrir des possibilités d'emploi ou de formation à des personnes sans qualification ou peu qualifiées.

La population flottante⁹ appartient aux catégories socioprofessionnelles les moins favorisées. Elle comprend d'abord les travailleurs migrants saisonniers, appelés *min gong*. Ils font penser aux oiseaux migrateurs, se déplaçant selon les mois de l'année pour trouver du travail ; ils peuvent ainsi être employés dans une région lors de la saison de la cueillette du coton, puis dans une autre pour la saison des récoltes

⁷ Dumont, Gérard-François, Yiliminuer, Tuerxun, « Les migrations internes accentuent l'inégalité historique du peuplement de la Chine », *Informations sociales*, n° 185, septembre-octobre 2014, p. 24-32.

⁸ Sachant que la Chine effectue un recensement tous les dix ans, le gouvernement chinois a annoncé que le 7ème recensement de la population aura lieu le 1 novembre 2020.

⁹ Sa mobilité résidentielle juridiquement illégale, mais en fait admise, explique les faibles coûts de main-d'œuvre en Chine et contribue à la compétitivité de ses exportations. Le gouvernement a périodiquement annoncé la fin du *hukou*, mais il est toujours en vigueur.

agricoles, et ensuite dans une ville à la période la plus intense des constructions d'immeubles. L'autre composante de la population flottante travaille dans des métiers à faible qualification dans la construction ou l'industrie, dans de petites activités commerciales ou des activités de services comme la réparation de bicyclettes, les salons de coiffure, les restaurants et les hôtels, le ménage ou la garde d'enfants.

La population flottante se caractérise par de moins bonnes conditions sociales que les urbains bénéficiant d'une carte de résident en ville. Ceux-ci l'acceptent souvent mal, la rendant responsable de l'augmentation de la criminalité ou de la surcharge des infrastructures urbaines qui n'arrivent pas à suivre le rythme de la rapide croissance du taux d'urbanisation. On reproche aussi souvent à la population flottante d'avoir une prévalence élevée du sida, liée à l'utilisation de seringues pour la consommation de drogue ou à l'exercice de la prostitution.

En 2003, le gouvernement central chinois a bien lancé le « nouveau paradigme pour le développement », une politique destinée à améliorer le bien-être des immigrants ruraux qui vivent dans les villes. Mais la plupart des gouvernements locaux sont loin d'avoir mis pleinement en place cette politique. Ainsi, bien que la loi prévoit d'améliorer l'accès à la santé et au logement, l'assurance au travail et le droit à la retraite pour la population flottante, ces objectifs ne sont pas atteints, d'autant moins qu'il n'y a guère de contrôle ni d'évaluation de la mise en œuvre de cette nouvelle politique.

Illustrons la situation de la population flottante par des ouvriers migrants venus travailler dans les usines de Wuhan pour de faibles salaires, malgré tout supérieurs aux revenus qu'ils pouvaient tirer de la terre. Tout souligne la dureté de leurs conditions de travail : bas salaire, long temps de travail, faible durée de congés annuel, travail à la chaîne, répétitif et très fatigant. Et surtout, la plupart des ouvriers de la population flottante résident dans l'enceinte de leur entreprise, dans des dortoirs surpeuplés et mal isolés... Il en résulte à la fois une forte promiscuité et donc une possibilité élevée de diffusion des épidémies.

En outre, puisque ces populations flottantes ne sont pas censées être des résidents permanents, le sous-équipement hospitalier est incontestable, les structures du système de santé chinois - hôpitaux et des dispensaires et guère de généralistes disséminés - ne présentant prioritairement leur offre que pour les populations disposant d'un certificat de résidence.

La combinaison d'un haut niveau de vulnérabilité à la transmission humaine d'un virus, d'une importante population flottante et d'une offre médicale insuffisante faisait de Wuhan une ville particulièrement risquée face à un tel virus. Une telle vulnérabilité et la manière dont les différents niveaux du Parti Communiste Chinois contrôlent la diffusion de l'information font que les statistiques officielles chinoises ap-

paraissent comme très peu crédibles, d'autant plus une fois comparées à celles d'autres Etats affectés par l'épidémie¹⁰.

Mobilité et diffusion du virus en Chine

Il était également inévitable que la mobilité au sein de la province du Hubei y diffuse la pandémie née à Wuhan. En effet, la mobilité a toujours été le vecteur des pandémies que l'humanité a connu précédemment, qu'il s'agisse de la grande peste du XIVe siècle ou de la façon dont le sida s'est répandu en Afrique¹¹.

En outre, Wuhan est une ville reliée à la Chine et au monde. Son aéroport a dénombré 25 millions de passagers en 2018, donc probablement plus de 3 millions entre le début de l'épidémie et le confinement mis en œuvre le 23 janvier. L'importance de sa gare TGV, inaugurée en 2009, peut être estimée par le fait qu'elle dispose de 20 voies pour les trains à grande vitesse qui relient les grandes villes du pays : Beijing, Guangzhou (Canton)... Comme le premier cas suspect a été officiellement déclaré le 8 décembre 2019, et date probablement du 17 novembre, et que le début du confinement à Wuhan et en province de Hubei n'a été effectif que le 23 janvier 2020, le virus a bénéficié de plusieurs semaines pour se diffuser en Chine et au-delà.

Mobilité et diffusion asiatiques

Cet au-delà a concerné d'abord les pays proches dont les relations avec la Chine sont intenses. Le 20 janvier 2020, la Corée du Sud atteste d'un premier cas confirmé sur une femme chinoise¹². Le 21 janvier 2020, Taïwan détecte un premier cas sur une femme d'affaires taïwanaise basée à Wuhan de retour sur l'île. Parallèlement, sont touchés en Asie le Japon, Hong Kong et Singapour dont la vulnérabilité était élevée puisque la ville-État était la première destination aérienne en provenance de Wuhan.

L'OMS n'a reconnu l'existence d'une transmission du virus d'homme à homme que le 23 janvier 2020, alors que ce dernier ne cessait d'accompagner les mobilités de personnes infectées depuis plusieurs semaines. Et, après ce 23 janvier, nombre de mobilités ont continué comme avant dans la majorité des pays du monde, puisque l'OMS, dont les directives sont utiles puisque les pays peuvent justifier leurs actions sur la base de ses directives, ne déclarait pas une pandémie, ce qu'elle n'a fait que le 11 mars 2020.

¹⁰ Au lieu des 3 305 morts dans toute la Chine continentale et 2 500 à Wuhan selon les chiffres officiels du gouvernement chinois, certaines estimations évoquent environ 60 000 morts pour Wuhan et près de 100 000 pour la Chine ; cf. www.caijinglengyan.com

¹¹ Amat-Roze, Jeanne-Marie, Dumont, Gérard-François, « Le Sida et l'avenir de l'Afrique », *Ethique*, n° 12, 1994, p. 37-60.

¹² Ceci est suivi fin janvier d'une mobilisation de la population pour une interdiction d'entrée de tous les voyageurs chinois, avec une pétition signée par environ 540 000 Sud-Coréens^[1].

Les logiques de mobilité en Europe

Le virus ne pouvait demeurer asiatique puisque l'Asie, et notamment la Chine, entretient de multiples relations avec les autres continents. Le fait que l'Italie du Nord ait été la première région européenne à être particulièrement touchée était logique compte tenu de l'importance des diasporas chinoises et des mobilités entre Milan et la Chine. En revanche, l'Italie du Sud, beaucoup plus à l'écart de la mondialisation, s'est trouvée en quelque sorte protégée.

Du côté de la France, la logique de mobilité comme facteur de diffusion du covid-19 est également attestée. C'est évidemment l'Île-de-France qui enregistre le plus de mobilité aérienne avec Wuhan, ville où de nombreuses entreprises françaises se sont installées comme Renault, PSA, d'où, jusqu'au début du premier trimestre 2020, des liaisons aériennes quotidiennes entre Roissy-Charles de Gaulle et la capitale du Hubei.

Mais une autre diffusion est intervenue en raison d'un rassemblement international (autorisé) de prières de 2 300 fidèles à Mulhouse de l'église évangélique « Porte ouverte chrétienne^[SEP] ». Ce rassemblement s'est présenté comme une double opportunité pour le virus covid-19 ravageur. D'abord, la durée du rassemblement, du 17 au 24 février, a favorisé une large diffusion. Ensuite, les personnes revenues chez elles, en France et en Allemagne, ont rapporté, bien entendu sans le savoir, le virus. C'est ainsi que la Corse, *a priori* relativement isolée en la période hivernale, s'est trouvée très tôt durement touchée par deux personnes ayant participé au rassemblement¹³.

En conséquence, depuis, le gouvernement français et les médias ont asséné l'importance de l'épidémie dans la région « Grand Est ». C'est heureusement largement erroné. Encore à la date où nous écrivons, les seuls départements de cette région touchés avec une forte intensité sont ceux ayant connu le plus de mobilité, en raison du foyer initial à Mulhouse, et des dizaines de milliers de travailleurs frontaliers, soit le Haut-Rhin, le Bas-Rhin, donc l'Alsace, et la Moselle. Pour les sept autres départements de cette nouvelle et vaste région créée, par fusion de trois anciennes, le 1^{er} janvier 2016, les chiffres sont comparables à ceux du sud-ouest de la France, dans un contexte où les mobilités socio-économiques sont fort différentes. Plus généralement, la carte de la géographie de l'épidémie en France distingue très nettement, comme territoires les plus touchés, les régions frontalières, y compris l'Île-de-France qui est, par ses liaisons aériennes et ferroviaires internationales, la première région frontalière de France.

¹³ Notons qu'un phénomène équivalent, mais juridiquement différent, s'est déroulé en Corée du Sud avec une diffusion liée à un rassemblement en février 2020 de la secte Shincheonji, suspectée d'avoir transmis le virus à des centaines de personnes dans la ville de Daegu. Le 1er mars 2020, le Gouvernement municipal de Séoul a déposé une plainte pénale contre le chef de la secte Shincheonji, pour meurtre et violation de la loi sur le contrôle des maladies.

Ainsi, au 28 mars 2020, quatorze départements français¹⁴ ne comptaient aucun décès dû au covid-19 : les Alpes-de-Haute-Provence, les Ardennes¹⁵, l'Ariège, le Cantal, la Creuse, la Dordogne, les Landes, le Lot, la Lozère, la Nièvre, le Puy-de-Dôme, la Guyane, la Réunion et Mayotte. La plupart de ces départements ne possèdent pas d'aéroport ou lorsqu'ils en possèdent¹⁶, l'intensité de leurs liaisons aériennes internationales est limitée.

L'interruption de l'hypermobilité

La géographie de la mobilité explique donc clairement la diffusion initiale en Chine du covid-19, puis son intensité internationale variable selon les territoires, et ceci à toutes les échelles géographiques. Elle justifie les politiques d'isolement des personnes infectées¹⁷, dans les pays où l'on effectue un nombre significatif de tests, ou le confinement systématique dans des pays où les tests demeurent insuffisants.

L'interruption de l'hypermobilité, et même souvent de la mobilité tout court, engendre un développement inédit du télétravail, comme si, sous la contrainte du covid-19, la préférence pour la proximité l'emportait sur celle pour la mobilité¹⁸. La géographie de la mobilité se trouve réduite à son minimum vital. Ceci est attesté par ces milliers d'hôtels (et de restaurants) fermés. Et mieux encore par la mise à disposition de milliers de chambres d'hôtels inoccupés à des soignants dont le domicile est éloigné de leur établissement hospitalier.

Un nouveau type de migration, les « corona-migrants »

En outre, au sein des mobilités, les migrations internationales se trouvent, en quelque sorte, figées sous les conséquences du covid-19. Ceux qui envisageaient de changer de pays, soit pour quitter leur pays de naissance, soit pour y retourner, soit pour aller dans un autre pays ne peuvent plus le faire. Il y a même eu des situations particulières de personnes disposant effectivement d'un visa pour un pays de destination, qui, s'étant trouvées bloquées dans un aéroport de transit, n'ont pu que constater que leur visa avait échoué. Les migrations internationales les plus spectaculaires sont celles organisées par les pays, du Nord ou du Sud, comme le Sénégal, qui s'organisent pour rapatrier leurs ressortissants¹⁹.

¹⁴ Géodes, Santé publique France.

¹⁵ Département frontalier, mais dont les mobilités avec la Belgique voisine sont faibles par apport aux multiples mobilités entre la Moselle, la Sarre et surtout le Luxembourg.

¹⁶ Comme l'aéroport Bergerac Dordogne Périgord.

¹⁷ Dont la pertinence a été aussi confirmée par Jacques Gonzales, « Covid-19 : des chiffres », Société de Géographie, 26 mars 2020.

¹⁸ Farinelli, Bernard, « Territoires : préférer la mobilité ou la proximité ? », *Population & Avenir*, n° 728, mai-juin 2016.

¹⁹ Par exemple, parmi les premiers pays se mobilisant, dès le 31 janvier 2020, la Corée du Sud a évacué 700 ressortissants sud-coréens de Wuhan, pour les accueillir dans deux centres d'isolement.

Bref, les « corona-migrants », terme que nous proposons pour les migrants internationaux à l'heure du covid-19, sont beaucoup moins nombreux que les migrants, toutes causes confondues, de la période antérieure. On peut même se demander si le nombre d'immigrants dans le monde²⁰ ne va pas diminuer compte tenu des rapatriements.

Le droit à la mobilité numérique

Au-delà, le covid-19²¹ montre des possibilités nouvelles de télétravail, incite à la régionalisation des chaînes de valeur²², invite à développer davantage l'économie circulaire et la souveraineté territoriale sur des biens essentiels comme la santé : une véritable révolution de la géographie de la mobilité s'avère nécessaire. En France, c'est l'inverse des politiques de « déménagement » du territoire mises en œuvre, dont le grand Paris Express est l'un des symboles par les moyens financiers considérables (38 milliards d'euros au minimum) qu'il représente par rapport à ce qui est proposé aux autres territoires français. Une part importante de Franciliens, sachant que tous appellent un meilleur fonctionnement des transports publics existants, ne demandent pas davantage de mobilités en Île-de-France, mais souhaitent quitter l'Île-de-France²³. Cette révolution de la mobilité exige, plus que jamais, de réaliser l'égalité numérique pour tous les territoires²⁴, donc le droit à la mobilité numérique, afin de permettre à tous de communiquer autant tout en permettant à chacun un meilleur ancrage territorial.

Le mythe de l'hypermobilité, donc d'un monde de nomades détachés de toute identité territoriale, c'est-à-dire celui d'une humanité dont l'avancée n'est exclusivement possible que dans le développement d'une mobilité toujours plus intense, se trouve fondamentalement remis en cause. Saurons-nous faire de cette nécessité conjoncturelle une vertu structurelle ? Car moins de déplacements entre et au sein de ter-

²⁰ Rappelons la définition de l'ONU : un immigrant est une personne qui habite dans un autre pays que celui de sa naissance pour une durée d'au moins un an.

²¹ Un risque épidémique que la prospective conduisait à ne pas ignorer comme il est écrit dans : Dumont, Gérard-François, *Géographie des populations. Concepts, dynamiques, perspectives*, Paris, Armand Colin, 2018, p. 89: "Les causes d'insuffisance sanitaire résumées ci-dessus existeraient aussi dans le futur, sans oublier des épidémies aujourd'hui inconnues que le monde ne saura peut-être pas ou insuffisamment juguler ». Puis cette hypothèse est approfondie dans la partie du livre sur la prospective du vieillissement.

²² Par exemple, la production par des entreprises européennes d'automobiles électriques signifie que près de la moitié de leur coût de fabrication provient de batteries importées de Chine.

²³ Aspirations et projets de mobilité résidentielle des franciliens, étude du forum vies mobiles réalisée par l'Obsoco, avril 2018. Cette intention n'est pas seulement affichée, puisque le solde migratoire de la région Île-de-France est déficitaire depuis les années 1990 à hauteur d'environ 50 000 personnes par an, différence négative entre les personnes qui viennent habiter dans cette région et celles qui la quittent. Autrement dit, la croissance démographique de l'Île-de-France ne s'explique que par le mouvement naturel, soit l'excédent des naissances sur les décès dans un contexte où la composition par âge du système migratoire de la région concourt à son rajeunissement et donc à une proportion élevée de personnes en âge de féconder, les immigrants ayant en moyenne une fécondité nettement supérieure à la moyenne nationale.

²⁴ Dumont, Gérard-François, « Quel aménagement du territoire ? Face aux enjeux du développement durable, de la décentralisation et de la mondialisation », *Les analyses de Population & Avenir*, mars 2020

ritoires toujours plus denses, c'est un risque plus limité de pandémies mais également un des leviers de la réduction des émissions de particules fines et de gaz à effet de serre. Le Covid-19, finalement, sera-t-il un mal ponctuel pour un bien durable ?

Cahier 43 - Article 3
Recherche Médicale : l'expérience CLINATEC
par Jean-Pierre MAUREAU

Cofondé en 2012, à l'initiative du Pr Alim-Louis BENABID, Neurochirurgien, Docteur en physique, Prix LASKER et Jean THERME, Ingénieur, à l'origine entre autres de CEA Tech, CLINATEC rassemble, sur le site très puissant de R&D du CEA à Grenoble, toutes les compétences humaines et scientifiques, de cliniciens, de chercheurs des différents horizons nécessaires au traitement par la technologie des pathologies souvent sans réponse, et ce, en mettant le patient au cœur de la vision.

La vocation première de Clinatec est, sur la base de besoins patients identifiés par les médecins, d'imaginer, mettre au point, grâce à la technologie, et livrer à ces derniers, de nouveaux dispositifs de diagnostic et de traitement contre les maladies neuro dégénératives ; les cancers et le handicap moteur.

Impliquant soixante-dix collaborateurs, roboticiens, mathématiciens, électroniciens, informaticiens biologistes, neurologues, chirurgiens et personnels de soins, issus d'organismes publics (CEA, CHU de Grenoble Alpes, Université de Grenoble Alpes, INSERM), CLINATEC est devenu une réussite humaine exceptionnelle et féconde. Bénéficiant d'équipements scientifiques pré cliniques et cliniques à l'état de l'art mondial, CLINATEC est un outil de pointe unique, il dispose, pour la première, fois hors d'un secteur géographique CHU, d'un bloc opératoire et de chambres de patients à disposition des cliniciens.

Afin d'accélérer les recherches et les transferts des innovations au bénéfice des patients, CLINATEC a innové en créant en 2014 un Fonds de Dotation, dirigé par Thierry BOSC, chargé de lever des fonds privés pour les affecter à ses programmes de recherche. Il est appuyé par un comité de campagne, lancé par Alain MÉRIEUX et maintenant présidé par Thibault LANXADE Celui-ci regroupe des personnalités de la Science et de la Santé, de la Retraite et de la Prévoyance, de l'Assurance et de la Banque ainsi que d'importants mécènes qui se mobilisent pour faire avancer une campagne ciblant d'autres grands donateurs. Ces financements jouent un rôle majeur dans le développement de travaux dont l'objectif est d'explorer de nouvelles voies, de trouver des prolongations en alimentant une industrie nationale assurée de la visibilité de l'impact mondial des résultats cliniques de CLINATEC.

Plusieurs projets accompagnent la vague d'expression des micro et nanotechnologies dans la médecine. J'en présente ici rapidement trois et Thierry BOSC (ancien du CEA), dans un article plus détaillé, en développera deux autres dont les perspectives sont majeures.

- 1er. Chacun a entendu les échos donnés à une publication majeure parue dans « The Lancet Neurology ». Cette revue scientifique internationale la qualifie de première mondiale présentant l'interface cerveau-machine. La presse a salué ce *brain computer interface (BCI)* dont l'objet est de rendre la mobilité des quatre membres à des patients tétraplégiques soutenus par un exosquelette animé par la pensée. Le premier patient tétraplégique opéré il y a deux ans, a fait la démonstration que le programme fonctionne. Ce concentré de technologie doit être aujourd'hui, encore simplifié, allégé, sécurisé afin de rendre envisageable l'autonomisation de patients tétraplégiques à la maison et au travail. La qualité des implants ouvre la voie à de nombreuses coopérations avec d'autres chercheurs travaillant sur différentes pathologies et ayant besoin d'interface cerveau-machine (maladie de la vision, Locke-in syndromes, rééducation post AVC, myopathie) ...

Cahier 43 - Article 3
Recherche Médicale : l'expérience CLINATEC
par Jean-Pierre MAUREAU

- 2e. Dans un autre domaine les équipes de CLINATEC avancent dans l'étude du rôle du refroidissement dans le traitement de l'épilepsie (*cooling*) et des projets annexes sont apparus comme, notamment, des stylets refroidissants à destination des neurochirurgiens effectuant du repérage de zones motrices avant opération. Un projet en rupture dans le monde de la cancérologie est en phase de démarrage avec pour objectif de créer un implant et un gel capable de délivrer localement des traitements chimiothérapeutiques et du froid pour empêcher la récurrence tumorale.
- 3e. Les travaux sur la stimulation cérébrale profonde (*Deep Brain Stimulation (DBS)*), à la suite des inventions des Professeurs Benabid et Pollack dans les années 1980 au CHU de Grenoble, participent à l'ADN de CLINATEC et sont la base de recherches poursuivies avec succès (cf. article Th. BOSCH). Les symptômes de la maladie de Parkinson sont momentanément arrêtés par cette voie technologique. La *DBS*, avec la mise à disposition des cliniciens de nouvelles cibles, traitera demain : l'obésité morbide, les Tics, les acouphènes, la dépression mélancolique profonde etc..., Elle offre un large champ d'expérimentation et espère répondre à de nombreuses impasses médicales.

L'augmentation du nombre de médecins impliqués, le développement de leurs travaux en fertilisation croisée avec ceux des technologues permet d'augmenter le nombre de patients traités, de conforter les premiers succès, de faire apparaître de nouvelles solutions de rupture et probablement de révolutionner la Santé et ses coûts associés, notamment en limitant l'utilisation de médicaments. Les nano et les micro technologies apportent déjà des solutions non médicamenteuses à des pathologies et les convergences Biologie/Technologies sont prometteuses.

Ces avancées majeures sont hautement stratégiques, elles permettent de contribuer à la souveraineté française et européenne.

Jean-Pierre MAUREAU
Administrateur du Fonds de Dotation CLINATEC

D'abord focalisé sur les neurosciences, du fait de sa création par un illustre neurochirurgien docteur en physique, Clinec s'est mis à la disposition de toutes les thématiques médicales. Il suffit pour cela que le « besoin Patient » identifié par un clinicien puisse être traité par une technologie CEA. Mission est alors donnée au Fonds de dotation Clinec de l'amener à la « clinique » !

Le Fonds de dotation Clinec poursuit les pistes défrichées et s'ouvre à de nouvelles thématiques scientifiques. En conséquence, pour répondre aux besoins d'analyses de haut niveau qu'impliquent des projets « en rupture » désormais financés hors des neurosciences, il enrichit son Conseil Scientifique international en l'ouvrant aux cliniciens de nouvelles thématiques. Les pistes d'expression de la technologie dans la santé sont récentes mais s'amplifient et sont très prometteuses.

Après ses premiers résultats, le Fonds de dotation Clinec initie de nouveaux travaux au sein de Clinec, financés ou à financer :

1) La neuro illumination infrarouge dans la maladie de Parkinson

De récentes études de l'équipe NIR de Clinec, ont démontré le potentiel neuroprotecteur d'une illumination proche infra-rouge (Near infra-red, NIR) dans des modèles animaux d'une maladie neurodégénérative : la maladie de Parkinson. Ceci a conduit l'équipe au développement du projet NIR pour appliquer ce traitement chez l'Homme. Ce projet a pour but, d'utiliser l'illumination NIR comme thérapie neuroprotectrice pour les malades parkinsoniens, via un implant qui amène la lumière NIR directement au plus près des Substances Noires, siège principal de la neurodégénérescence. Le mécanisme d'action envisagé de la lumière NIR repose sur son absorption par la cytochrome C oxydase, conduisant à une production plus importante d'ATP, molécule énergétique de la cellule, favorisant ainsi son état fonctionnel et sa survie

Fort de ces résultats publiés, le Professeur Benabid avec l'aide des équipes de Clinec a déposé un protocole d'essai clinique pour passer chez l'homme. Cet essai clinique a été validé très récemment par la DRCI (Délégation de la Recherche Clinique et de l'Innovation du CHU de Grenoble) et par l'ANSM (Agence National de Sécurité du Médicament et des produits de santé). Cet essai clinique qui portera sur 14 patients débutera en milieu d'année 2020. Les cliniciens identifient actuellement les patients qui intégreront ce protocole et constitueront la cohorte expérimentale. Ce protocole suscite de forts espoirs et, peut-être, une seconde « première mondiale » verra le jour au sein des équipes de Clinec.

De plus, le mécanisme de neuroillumination identifié n'étant pas dépendant de la structure cérébrale, dès à présent, le Fonds de Dotation Clinec teste le potentiel neuroprotecteur de la lumière NIR pour traiter une autre maladie neurodégénérative : la maladie d'Alzheimer (MA).

2) La thématique « Diabète » : 2 projets à initier

A l'échelle mondiale, le diabète figure parmi les 10 principales causes de décès et l'actualité nous rappelle cruellement l'impact du coronavirus sur les personnes impactées par cette maladie.

Avec des projections récentes il est estimé que 578 millions de personnes vivront avec le diabète en 2030. On atteindra 700 millions en 2045.

Les effets résultants de cette pathologie sont importants :

- 1) Espérance de vie diminuée de près de 10 ans pour les patients diabétiques,
- 2) Rétinopathie définitive,
- 3) Affections graves du rein,
- 4) Problèmes cardiologiques, dont l'infarctus
- 5) AVC précoces,
- 6) Amputation des membres.

Face à ces défis, plusieurs projets peuvent être soumis à l'étude du Conseil Scientifique du Fonds de Dotation Clinathec.

Projet 1 : Croissances cellulaires sur puces

Actuellement les ilots de Langerhans* peuvent être isolés du corps de donneurs, ou créés à partir de cellules souches et faire l'objet de « greffes ». Ces ilots fonctionnent in vitro, fournissent de l'insuline, et survivent alors près d'un mois. In vivo, ils peuvent survivre plus de 10 ans, mais cela suppose un traitement immunodépresseur majeur pour éviter les rejets et porte en cela de grandes fragilités. Le projet 2 aurait pour but d'encapsuler ces ilots de Langerhans afin de leur permettre de jouer leur rôle sans traitement antirejet et permettre de varier les sources de cellules en les encapsulant. L'encapsulation protège les cellules mais pose le problème de la mort des cellules par hypoxie. Des pistes existent pour résoudre technologiquement cette difficulté.

**Ilots de Langerhans : cellules du pancréas fabriquant et diffusant l'insuline*

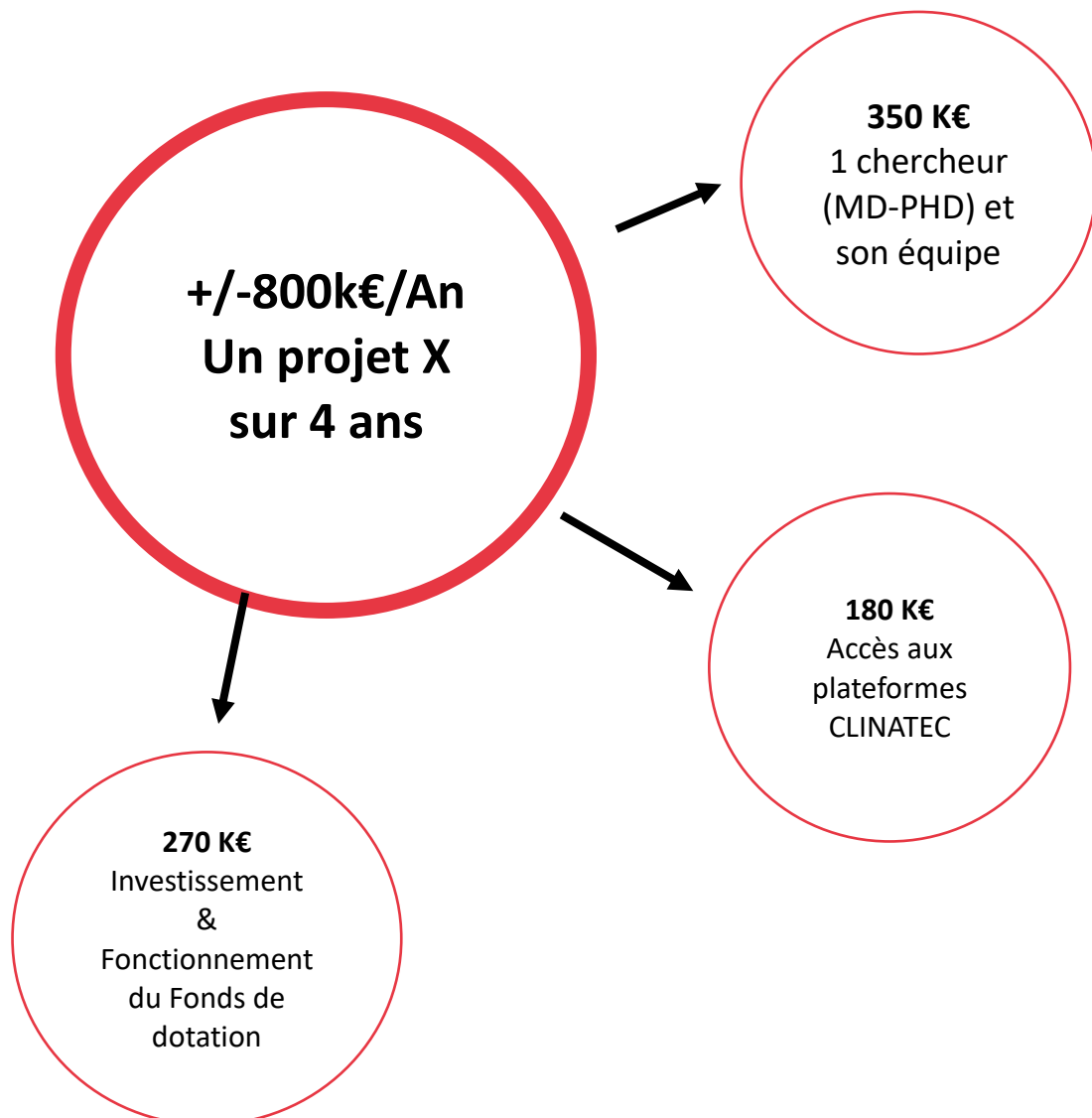
Projet 2 : La Neuro-illumination infra rouge dans la rétinopathie diabétique

La neuro-illumination infrarouge est au cœur des travaux de Clinathec. Les effets positifs de la neuro illumination infrarouge contre la maladie de Parkinson ont été validés en préclinique et l'ANSM a accepté le protocole clinique permettant d'expérimenter les actions de la neuro-illumination infrarouge chez le patient parkinsonien asymptomatique. Ces illuminations infrarouges traitent de dégradations cellulaires qui sont également à l'origine de la dégénérescence des cellules de la rétine dans le diabète. L'adaptation de ce traitement infrarouge à la rétinopathie diabétique s'insérerait parfaitement dans la thématique portée par le Fonds de dotation Clinathec sur la neuroillumination infrarouge. L'illumination infrarouge de la rétine pourrait faire l'objet de protocoles pré cliniques

Schéma du Mode d'intervention du Fonds de Dotation Clinattec

- 1) Construire une solution technologique répondant à un « besoin patient » identifié par un clinicien,
- 2) Elaborer un projet incluant des équipes technologiques CEA et académiques du CHU,
- 3) Valider la faisabilité technologique avec le CEA et la compatibilité avec la plateforme Clinattec,
- 4) Valider l'ensemble avec le Conseil scientifique du Fonds de dotation Clinattec,
- 5) Identifier un financement,
- 6) Rechercher un chercheur de niveau international qui portera le projet dans le Fonds de dotation Clinattec,
- 7) Initier la constitution de l'équipe et le démarrage du projet.

A titre indicatif, voici un exemple des enjeux organisationnels sur un projet X : Mobilisation de chercheurs internationaux de haut niveau, équipes et moyens scientifique et technologique de pointe, objectif « clinique » à 4 ans.



Le CEA, de par la large palette des technologies et des moyens dont il dispose, offre un moyen d'expression puissant pour la technologie au service de la Santé.

Les capacités de mobilisation de l'organisme et de son personnel sont connues et bien identifiées.

Très récemment, on a vu l'importante capacité d'adaptation des technologues du CEA dans la mise au point, avec une Start-up nantaise, de respirateurs adaptés aux pathologies du Covid 19 ! Passer en un mois de la conception à l'opérationnel chez l'homme est une véritable aventure humaine et scientifique qui a démontré la réactivité et l'efficacité du CEA.

Le CEA, le CHU et l'Université forment, à Grenoble, une alliance de pointe au service des patients.

Thierry Bosc
Directeur du Fonds de Dotation Clinattec

Cahiers du Centre des Professions financières

Contribution de Robert Ophèle, Président de l'autorité des marchés financiers

La crise du COVID-19, un défi inédit pour les professions financières et leur régulateur

Ces mois de mars et avril ont posé au régulateur financier des problèmes classiques en période de stress sur les marchés (fonctionnement des coupe-circuits, adaptation des modèles de risques des chambres de compensation, apurement des suspens par les dépositaires centraux, pression sur la liquidité des fonds ouverts ...) mais ils ont également soulevé un certain nombre de problèmes largement nouveaux, liés aux conditions exceptionnelles de fonctionnement des marchés en période de confinement ou liés au caractère très incertain des conséquences économiques des mesures prises en matière de prévention de la crise sanitaire. Ce sont ces questions nouvelles et les réponses qui leur ont été apportées par l'AMF qui font l'objet de cette contribution.

Le confinement a eu de multiples conséquences opérationnelles et s'il a conduit à tester – avec succès - la robustesse des organisations, il a également conduit à adapter le cadre réglementaire à la situation tout en gardant les principes essentiels. Je citerai deux cas emblématiques : celui de la fermeture des salles de marché avec les opérateurs travaillant depuis leur domicile et celui des assemblées générales tenues à huis-clos.

Dans le premier cas, la problématique est de préserver l'intégrité du marché sans disposer de l'environnement sécurisé des salles de marché. Dans le second cas, le défi est de conserver une bonne qualité de dialogue actionnarial malgré l'impossibilité d'avoir une présence physique aux assemblées générales.

Si aucune disposition n'interdit le télétravail pour les opérateurs de marchés, il est clair que ce type d'organisation pose de manière nouvelle les problèmes qui sont gérés de façon habituelle dans les salles de marché. Il s'agit en particulier :

- des problématiques de conflit potentiel d'intérêts avec les autres personnes présentes au domicile,
- de la difficulté à surveiller les activités de trading en temps réel en cas de latence dans la transmission des informations,
- du maintien d'une piste d'audit de qualité avec un enregistrement des conversations.

Même si des solutions techniques permettant de respecter en situation de télétravail toutes les obligations réglementaires, leur déploiement était, mi-mars, variable selon les établissements. L'AMF a indiqué, de façon concertée avec les autres régulateurs européens, qu'elle attendait des établissements qu'ils prennent bien des mesures

appropriées leur permettant de respecter ces obligations dans des conditions opérationnelles dégradées du fait de l'éloignement géographique des équipes.

L'ordonnance du 25 mars a comporté plusieurs dispositions pour simplifier et adapter les règles de convocation, d'information, de réunion et de délibération des assemblées générales afin de « *faire face aux conséquences de la propagation du covid-19 et des mesures prises pour limiter cette propagation* ». Il s'agissait bien évidemment de dérogations temporaires permettant la tenue de ces assemblées générales sans que les actionnaires puissent y participer physiquement. Or cette absence signifie de facto, l'impossibilité au cours de l'AG de proposer des résolutions nouvelles ou, très généralement, de poser des questions ; c'est également l'obligation d'un vote à distance à exprimer avant l'AG avec une gestion plus complexe des mandats de vote.

L'AMF a accompagné les émetteurs, les teneurs de compte conservateurs et les investisseurs dans la bonne mise en place de ce cadre en diffusant des bonnes pratiques et en faisant les rappels au respect des principes fondamentaux.

Parmi les nombreuses bonnes pratiques mise en avant dans les communications¹ de l'AMF, on peut relever, au-delà de la mise en place, le plus tôt possible en amont de l'assemblée générale, d'une communication claire, précise et accessible à l'attention de l'ensemble des actionnaires concernant les modalités de tenue de l'AG,

- la création d'une adresse email dédiée aux questions des actionnaires relatives à l'AG et l'acceptation de recevoir et traiter, dans la mesure du possible, les questions écrites des actionnaires qui sont envoyées à l'émetteur après la date limite prévue par les dispositions réglementaires ;
- la retransmission en direct de l'AG, en format audio ou vidéo, aisément accessible à l'ensemble des actionnaires à partir du site Internet de l'émetteur puis le maintien sur le site en libre accès pour les actionnaires de cette retransmission.

De fait, on a observé un succès inattendu des retransmissions en direct des AG avec un nombre de connexion sans rapport avec le nombre d'actionnaires physiquement présents lors des AG des années précédentes ou, pour les sociétés qui retransmettaient déjà leurs AG, à la somme des présences physiques et des connexions.

Mais l'AMF a également dû faire un rappel au règlement², le confinement et les problèmes opérationnels qui y sont liés (notamment pour les titres au nominatif) ne devant pas se traduire in fine au détriment du droit fondamental des actionnaires d'exprimer leur vote en AG ni du principe d'égalité des actionnaires

¹ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/covid-19-lamf-informe-les-actionnaires-et-les-societes-cotees-des-mesures-exceptionnelles-prises>

² <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-rappelle-le-droit-fondamental-des-actionnaires-dexprimer-leur-vote-en-ag>

Mais le confinement et plus généralement l'ensemble des mesures de prévention prises pour maîtriser l'épidémie ont eu des conséquences économiques lourdes dont la portée était (et reste) particulièrement difficile à mesurer alors même que cette évaluation est indispensable au bon fonctionnement des marchés. Là encore le régulateur financier s'est efforcé d'accompagner les acteurs dans une mise en œuvre de la réglementation adaptée aux circonstances. Ce fut ainsi le cas en matière de communication financière des émetteurs, ou de gestion d'actifs.

Une communication financière claire, précise et non trompeuse est particulièrement importante dans des périodes de bouleversements profonds, qui sont propices à la constitution d'informations privilégiées et aux fausses rumeurs et où les investisseurs ont besoin d'une guidance actualisée ; elle est décisive lorsqu'on sollicite le marché par des émissions d'obligations ou d'actions. Or l'exercice est particulièrement difficile quand l'émetteur n'est pas à même d'analyser de façon fiable l'impact d'une telle crise sanitaire sur son activité et sur sa situation financière. Cet impact dépend en effet de multiples facteurs et notamment des réponses apportées par les autorités publiques à la crise.

Dans ce contexte très particulier, l'AMF a insisté pour que l'information permanente soit actualisée, en actualisant notamment les « facteurs de risques » et les perspectives financières du document d'enregistrement universel. Naturellement la portée de cette actualisation dépend des émetteurs, de leur secteur d'activité et du moment où cette actualisation est faite. La révision des perspectives financières antérieurement communiquées au marché, qui peut se traduire par leur confirmation, leur modification ou une simple suspension en attente d'une analyse future, constitue un élément essentiel de la démarche. Une modification doit d'ailleurs donner lieu à un communiqué de presse à diffusion effective et intégrale.

S'agissant des publications périodiques, la déclinaison de façon homogène et adaptée aux circonstances des informations financières est clef car c'est sur cette base que le marché peut être sollicité, notamment dans la perspective du renforcement des fonds propres. Le bon équilibre doit être trouvé entre la permanence des méthodes, la prise en compte sans procyclicité exagérée de l'environnement récessif et les scénarios possibles de sortie de crise. L'AMF a décliné, avec l'Autorité des normes comptables en France et l'ESMA au niveau européen, l'approche comptable des pertes attendues pour le système bancaire (IFRS 9) et précisé le recours aux indicateurs alternatifs de performance dans le cadre de l'arrêté trimestriel qui est, je le rappelle, facultatif. Dans le même registre, elle travaille avec ses partenaires habituels sur les problématiques qui doivent notamment être tranchées dans le cadre des comptes semestriels : élaboration des tests de résistance sur les goodwill, prise en compte des loyers, prévisions de fonds de roulement ...

Les sociétés de gestion d'actifs ont également rencontré des problèmes du même ordre, notamment pour valoriser les actifs gérés et prendre les décisions adaptées aux conséquences des fermetures administratives.

Lorsque le marché ne fournit pas de prix permettant de valoriser les actifs, soit on utilise un modèle pour les valoriser, soit on suspend cette valorisation. La problématique est tout particulièrement sensible dans les fonds ouverts pour qui la valorisation détermine les prix d'entrée et de sortie et où l'absence de prix de marché peut également être le signe d'un problème potentiel de liquidité pour le fonds si les sorties étaient significatives. Il importe à la fois d'assurer l'égalité de traitement entre les porteurs de parts – ceux qui restent, ceux qui sortent, et ceux qui rentrent – et de garantir la continuité des opérations en n'ayant recours aux suspensions que lorsque cette égalité de traitement ne peut être obtenue par d'autres moyens. Ce problème a conduit l'AMF à encourager le recours aux mécanismes divers d'adaptation du coût des entrées et sorties aux conditions de marché (swing pricing et anti-dilution levies), à finaliser le cadre réglementaire de la séparation en deux compartiments d'un fonds dont la poche d'actifs illiquides devient significative (side pocket), et à accompagner la suspension de fonds investissant en actions non cotés dont la valorisation par un expert s'avérait impossible (certains fonds d'épargne d'entreprise et certains fonds de private-equity). L'harmonisation des méthodes de valorisation par modèle, entre sociétés de gestion et entre les sociétés de gestion et les banques, reste cependant encore un chantier à conduire.

Les sociétés de gestion sont tenues d'agir dans l'intérêt de leurs porteurs. Dans la mesure du possible, lorsqu'une question similaire se pose à l'ensemble des sociétés de gestion, il est souhaitable d'y apporter une réponse identique. Or la crise sanitaire a des conséquences économiques qui frappent de façon similaire certains secteurs et posent les mêmes questions aux gestionnaires. Ainsi les établissements ayant fait l'objet d'une fermeture administrative ont mécaniquement rencontré des difficultés pour honorer leurs loyers. Le Ministre de l'économie et des finances a incité les grands propriétaires immobiliers à annuler trois mois de loyers. Sollicitée par les associations professionnelles sur la question de la compatibilité d'un tel abandon par les SCPI et les OPCI avec l'obligation d'agir dans l'intérêt des porteurs l'AMF a conclu qu'une telle mesure, réservée aux TPE de moins de 10 salariés et limitée aux seuls loyers, permettrait de préserver le taux d'occupation des immeubles et était bien compatible avec cette obligation.

Au total, au cours de cette période, l'AMF s'est efforcée de répondre avec pragmatisme aux défis inattendus posés au secteur financier par la crise sanitaire. Garder les marchés ouverts constituait un objectif fondamental pour assurer la continuité du financement de l'économie ; pour ce faire il convenait d'adapter la déclinaison de la réglementation aux circonstances sans en trahir les principes fondamentaux. Ce sont les lignes directrices qui ont guidé son action.

11 mai 2020

Casser la Glace ?

La situation économique ressemble à un lac gelé (au taux dit « naturel » de l'ordre de 3 % en terme réel si la croissance est à son rythme normal historique moyen, (de 3 % également si l'on se range à l'analyse historique de Milton Friedman). Il y a, au dessous de la glace, une couche d'air permettant aux poissons d'aspirer de l'oxygène. Au dessous encore il y a de l'eau dans laquelle les poissons vivent dans un contexte défini par la « N.M.T » (New Monetary Theory) . Dans ce monde aquatique les règles d'économie que l'on a mis quatre siècles à établir ne s'appliquent pas .On peut augmenter la masse monétaire mais la théorie quantitative ne s'applique pas car il n'y a pas d'inflation. Il paraît y avoir des bulles dues aux excès d'achats à crédit et les théories de Minsky sur l'inévitabilité des crises ne s'appliquent toujours pas.

Arrive le Coronavirus qui vient menacer de casser la glace. Cela pose des problèmes importants puisque si la glace est cassée toutes les analyses classiques reviennent au pouvoir : dangers de crise, d'inflation etc. Or les dettes issues du « confinement » sont telles dans le monde que le problème des taux commence à se poser. Un pays comme l'Italie par exemple subit des taux à 10 ans de l'ordre de 2 à 2,5%, notablement supérieurs à ceux des pays voisins. Tant qu'il s'agit d'un cas isolé le danger n'est pas très grand mais il faut faire deux remarques :

a) Durant les deux premiers mois de confinement la dette publique des pays riches atteint 66 trillions de dollars en hausse de 6 trillions (au cours des deux derniers mois) et pourrait atteindre 122% du PNB mondial en fin d'année .

b) Le Coronavirus a l'effet heureux de réduire la pollution dans le monde vu l'absence des gros utilisateurs de pétrole que sont les moyens de transport : les avions et les autos. Cela donne à certains écologistes l'idée qu'un « retour à la terre » serait une bonne solution pour lutter contre les miasmes divers.

Dans ce contexte où il faudrait trouver des solutions pour développer à la fois la croissance qui permet aux individus de mieux vivre et l'écologie qui leur permet de survivre. Mais on se préoccupe d'abord d'étudier le problème financier. Ce sont ces tentatives de solution qu'il nous faut analyser.

1. La solution classique

Comme en 1925 en grande -Bretagne (The economical consequences of Mr Churchill) cette solution consiste à rechercher un retour à la situation d'avant la pandémie. Chaque pays évalue son déficit engendré par les arrêts d'activité, le coût du chômage et celui du soutien aux entreprises en difficulté. Chaque pays cherche à emprunter sur les marchés internationaux au plus long terme possible. Conjointement sur le plan interne il tente d'augmenter à la fois l'activité pour assurer le plus fort rendement de l'impôt et, dans la mesure du « politiquement possible », les taux d'imposition des particuliers et des entreprises.

Cette solution a l'avantage d'être facilement compréhensible et acceptée par le public surtout par les individus qui ne sont pas imposables. Elle a l'inconvénient de pousser à la faillite les entreprises marginales et gêner le développement des entreprises innovantes qui

sont , malgré des échecs inévitables, les sociétés qui assureront l'avenir du pays. En outre il ne faut pas oublier que nous sommes dans la partie ascendante de la courbe de Kondratieff et par conséquent que c'est le développement de ces startups actuelles qui doit assurer l'avenir des pays.

2.La solution de facilité

Cela consiste pour les pays trop endettés à « renoncer » à une partie de leurs dettes en faisant une faillite partielle. Celle ci peut être interne par un échange de billets en ne redonnant aux particuliers qu'une part de leurs dépôts liquides (exemple la réforme du 20 Juin 1948 en Allemagne où les liquidités ont été échangées au taux de 1 deutsche mark pour 10 reichsmarken sauf pour un petit montant échangé à hauteur de 1 pour 1)

Cette faillite peut être internationale mais elle pose des problèmes politiques, certains pays comme l'Allemagne résistant de toute sa force à ce genre d'opération (exemple les abandons de créance des organismes européens et des banques privées à l'égard de la Grèce par les accords du 27 Octobre 2011 et 21 Février 2012).Il est certain que ces solutions ne devraient intervenir qu'en cas d'échec des autres solutions.

On peut rapprocher de la « renonciation à des dettes » des mesures assez voisines comme un impôt « de solidarité » payé sous forme d'augmentation de Capital par les entreprises et en espèces par les particuliers.(exemple l'Impôt de Solidarité Nationale (I.S.N.) d'Août 1945 payé sur les avoirs des contribuables et sur leur augmentation de fortune entre le 1/1/1940 et le 4 /6/1945) Les titres ainsi acquis par l'Etat sont réunis sous la forme d'une société d'Investissement la S.N.I. revendus progressivement au public.

On voit tout de suite l'intérêt de cette solution, surtout l'abandon des dettes internationales mais cela a un coût :la diminution de réputation d'une monnaie, la baisse de son « rating » et donc l'augmentation qui peut être considérable des taux des futurs emprunts.

3.la solution neo keynésienne

Elle repose sur plusieurs principes :

a)l'année 2020 doit être considérée comme une année anormale ,la vie « classique » ne commençant qu'au 1^{er} janvier 2021.Aussi on doit pouvoir admettre que les banques Centrales émettront suffisamment d'argent pour que les déficits budgétaires puissent être couverts par des emprunts très longs et à taux très bas.

b) Il faut compenser pour les entreprises le manque d'activité par des subventions de tous types .Les Allemands l'ont parfaitement compris en compensant à 100% les pertes des entreprises tandis que nous commettons l'erreur de ne garantir nos prêts bancaires qu'à 90 % ce qui pousse les banques à faire des choix dans les prêts garantis par l'Etat. En outre il s'agit de prêts et non de subventions ce qui handicapera les sociétés dans les années à venir

c) Il faut de la même façon compenser à peu près les pertes que représentent pour le public les difficultés du confinement. Mais le paiement du chômage partiel en France est une assez bonne solution.

Conclusion

Dans la pratique on va vers un mixte des trois solutions envisagées ; des déficits budgétaires importants pour 2020, des soutiens hésitants aux entreprises et aux particuliers privés

d'activité ,une disparition de l'Europe si elle ne parvient pas à mettre en commun ses possibilités économiques .En tout cas si tous les pays du Monde pratiquent des politiques de relance, il y a un risque d'inflation si les banques Centrales ne soutiennent pas les économies en créant suffisamment d'argent mais à contrario cette masse monétaire accompagnée d'un désir de relocalisation d'industries stratégiques, est capable de faire sauter la « couche de glace » de notre lac et de créer une inflation forte péniblement contrôlable .Par contre cette inflation peut détourner l'actuel envie de thésaurisation monétaire et inciter à aller vers des actifs réels le plus utile étant le financement des entreprises, le moins efficace étant l'Or avec entre les deux l'immobilier dont dans un pays comme la France les besoins sont insatisfaits. Pour assurer le développement économique, il faut que le taux d'emprunt soit inférieur au taux de croissance de l'économie. Il est certain qu'en période d'inflation c'est en général le cas, le taux réel devant être corrigé par celui de l'inflation. De toute façon le développement économique mondial dépendra de la durée de l'épidémie de Coronavirus.

Jean-Jacques Perquel

5 Mai 2020