



ACTIFS GÉRÉS POUR COMPTE DE TIERS : *CITIUS, ALTIUS, FORTIUS ?*

PIERRE BOLLON *

CARLOS PARDO **

« *P*lus loin, plus haut, plus fort ». Une référence, bien entendu révérencieuse, à la devise des Jeux olympiques peut-elle être de mise dans un papier d'ouverture d'un numéro de la *Revue d'économie financière* dont la parution est prévue au moment même où sera connue la ville organisatrice des Jeux d'été 2012 ? Nous savons bien, en réalité, qu'en matière de prix des actifs, les « arbres ne montent pas au ciel » : l'éclatement de la bulle TMT vient, si besoin était, de nous le rappeler. Nous savons bien, aussi, que la concurrence sur le marché de l'épargne est - et sera - rude. Pourtant, des mouvements de fond nous semblent plaider, tout en raison gardant et sans exclure des reculs passagers, en faveur d'une poursuite de la croissance de l'industrie de la gestion d'actifs. Reste, évidemment, que si tous les centres de gestion « participent » à ce mouvement, tous ne monteront pas, en 2012, sur le podium¹.

13

UN RÔLE CRUCIAL DANS LE FINANCEMENT DES ÉCONOMIES ET DANS LES PATRIMOINES DES MÉNAGES

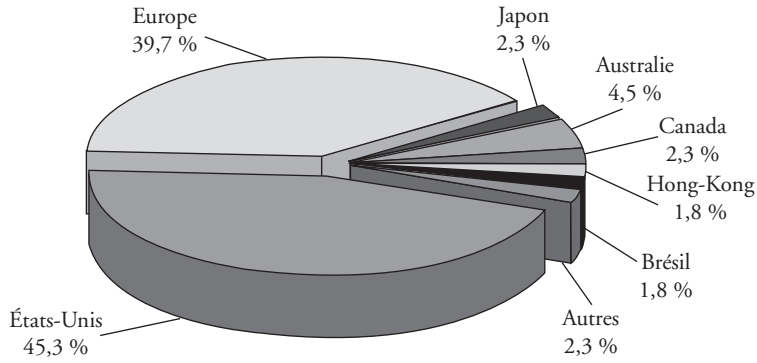
La gestion pour compte de tiers traite au niveau mondial un volume de capitaux (actifs nets des fonds d'investissement et des mandats discrétionnaires réunis) de l'ordre de 35 000 Md€ - dont plus de 12 000 Md€ en Europe, 2 000 en France...-, soit des multiples égaux

* Délégué général de l'Association française de gestion financière (AFG).

** Directeur des Études Économiques de l'AFG.



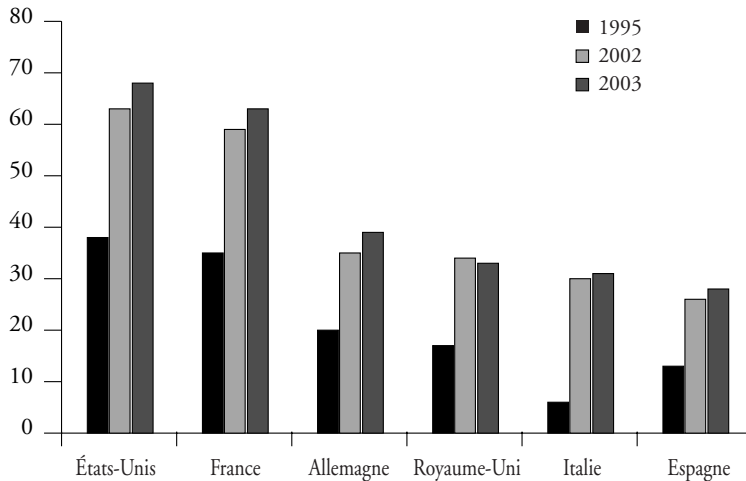
Graphique n°1
Marché mondial des fonds d'investissement
 (actif net de 12 780 Md€ fin 2004)



Source : EFAMA / ICI.

Graphique n°2
Ratio actif net OPCVM/PIB
 (montants en monnaie nationale - hors effets de change)

14



Source : EFAMA / ICI / AFG / OCDE.

ou supérieurs au PIB dans les pays et les régions concernées. En 2005, les fonds d'investissement réglementés de type OPCVM gèrent, à eux seuls, des actifs pour un montant de 13 000 Md€ (cf. graphique n° 1).





De manière plus spécifique, le graphique n° 2 montre qu'en moins d'une décennie la part des fonds d'investissement par rapport au PIB a quasiment doublé dans certains pays, et plus que triplé dans d'autres (Italie...). Pour l'Irlande et le Luxembourg, qui n'y figurent pas en raison de la taille « réduite » de leurs PIB relativement aux actifs gérés, la progression a été encore plus spectaculaire. Ce graphique met aussi en évidence le poids et le dynamisme des OPCVM en France.

Dans les pays à marchés de capitaux développés, les fonds d'investissement, qu'ils soient détenus directement, ou indirectement *via* notamment les organismes d'assurance ou les fonds de pension, représentent désormais de 10 % à 30 % du patrimoine financier des ménages, et leur poids dans les capitalisations boursières peut atteindre, dans certains cas, jusqu'à 20 % ou 30 %.

Partout dans le monde, ou presque, la gestion pour compte de tiers contribue activement à la liquidité des marchés en favorisant la mobilisation d'une partie croissante de l'épargne et des patrimoines des agents économiques. Elle est l'un des moteurs majeurs de la « marchandisation » du financement de l'économie et de la désintermédiation bancaire, mettant directement face à face épargne et investissement.

UN MARCHÉ EUROPÉEN DES FONDS D'INVESTISSEMENT DYNAMIQUE

15

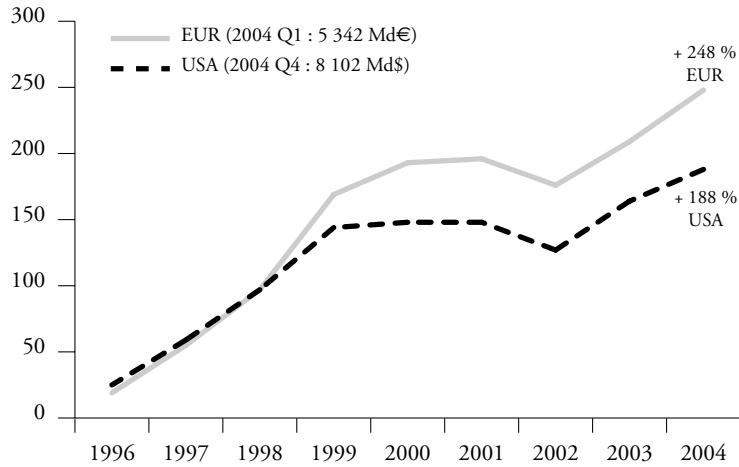
Depuis 1995, bien qu'irrégulier, le rythme de croissance des actifs nets des industries de fonds d'investissement américaine et européenne est significatif, avec globalement à partir de 1999 un avantage non négligeable pour l'Europe. Arrivée à maturité du marché américain ou effet de rattrapage pour le marché européen, en l'espace de 10 ans, le volume d'actifs de ce dernier a été, en effet, multiplié par un facteur d'ordre 2,5, contre 1,9 tout de même pour les États-Unis (cf. graphique n° 3).

Sur la dernière décennie, entre 1995 et 2004, le taux moyen de croissance annuelle s'établit à + 10,6 % pour l'Europe et à + 7,3 % pour les États-Unis. Sur pratiquement tous les marchés européens, la croissance rapide des actifs s'explique par l'effet conjugué de marchés financiers dynamiques (en dehors, pour les actions, des années 2000-2002) et de souscriptions nettes positives, et qui le sont d'ailleurs parfois restées - c'est en particulier le cas de la France - pendant les années de crise boursière. Ces deux dernières années, les souscriptions nettes sont redevenues la principale composante de la croissance des encours. Elles expliquent à hauteur de 60 % la croissance des actifs, face à un effet de marché de l'ordre de 40 %.

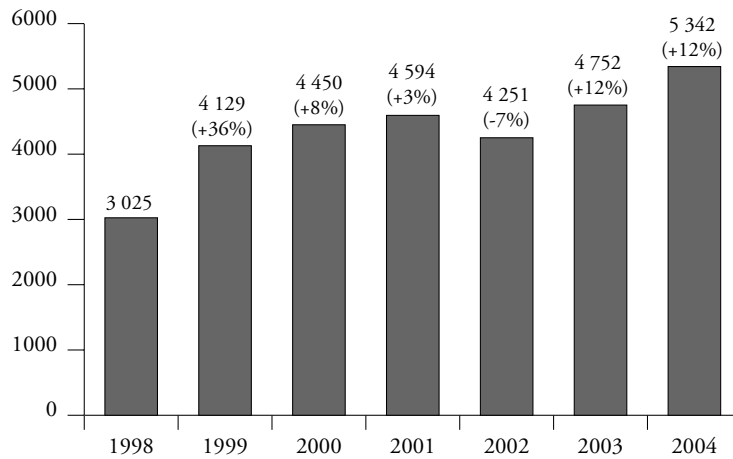
La financiarisation des patrimoines, plus particulièrement en Europe Continentale du fait de son retard en la matière, et la préférence accrue



Graphique n°3
Fonds d'investissement : accélération de la croissance en Europe
 (1998 = 100% - volumes en monnaie nationale)



Graphique n°4
Évolution de l'actif net des fonds d'investissement en Europe
 (en Md€)



Source : EFAMA.

des épargnants pour les fonds d'investissement semblent être les moteurs de cette progression sans précédent des marchés de la gestion collective (cf. graphique n° 4). Reste toutefois un long chemin à parcourir en Europe Continentale où, en raison principalement de la faiblesse et parfois même de l'absence de structures longues de placement (notam-





ment des dispositifs de retraite par capitalisation), plus de 40 % du patrimoine financier reste encore investi dans des instruments courts à dominante bancaire, contre un maximum de l'ordre de 15 % aux États-Unis. Toujours est-il que, selon certaines estimations, le marché européen de la gestion de fonds d'investissement devrait continuer dans sa lancée et approcher les 8 000 Md€ d'actifs sous gestion à l'horizon 2010, ce qui revient à faire l'hypothèse raisonnable d'un taux de croissance annuelle de l'ordre de 7 %.

Selon toute vraisemblance, certains marchés devraient progresser à des taux au-dessus de la moyenne (Irlande, Luxembourg, France, Espagne...), alors que d'autres pourraient assister au ralentissement de leur taux de croissance (Allemagne, Italie, mais la France n'est pas à l'abri d'une telle évolution), en raison de la concurrence d'autres produits moins réglementés que les OPCVM et/ou de l'attrait pour les fonds de droit étranger. Soulignons que, globalement, ce dernier phénomène ne signifie nullement une désaffection du mode de placement en fonds d'investissement, mais plutôt une spécialisation et probablement une concentration des activités autour de certaines places de domiciliation européennes, notamment celles présentant des avantages comparatifs pour les acteurs.

LA FRANCE ET LE LUXEMBOURG LEADERS SUR LE MARCHÉ EUROPÉEN

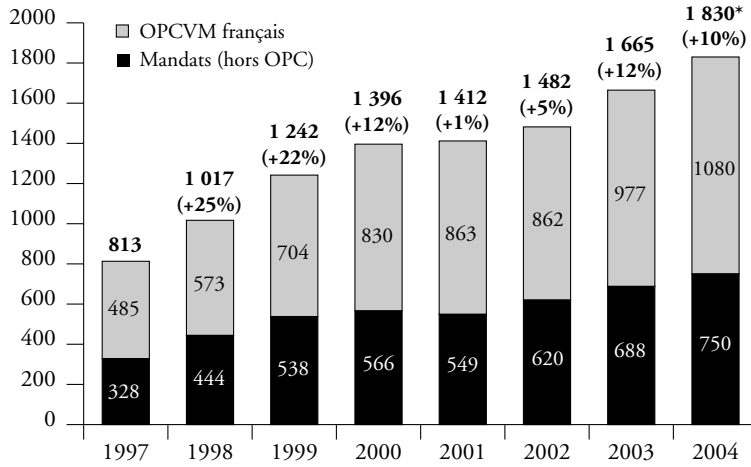
17

La France, revenue depuis 2003 à un taux de croissance des encours à deux chiffres, est le premier marché européen des fonds d'investissement et largement en tête pour la gestion financière. Il est à noter que, même pendant les années de crise du marché actions, entre 2000 et 2002, à la différence des autres grands marchés européens, les actifs nets des fonds d'investissement français ont continué de croître, modestement certes, le caractère innovant et diversifié de l'offre et la confiance des investisseurs ayant permis le maintien de souscriptions nettes positives (cf. graphique n° 5).

En matière de domiciliation, la place luxembourgeoise est au premier trimestre 2005 passée en tête par une étroite marge. Celle-ci constitue un cas particulier de marché *off-shore*, *leader* en Europe, spécialisée dans la gestion administrative et comptable alors que la gestion financière est le plus souvent réalisée dans le pays d'origine du promoteur (*roundtrip funds* - cf. graphique n° 6).

Notons, également, la percée remarquable de l'Irlande, qui se hisse à la cinquième place, devant l'Italie et l'Espagne, avec une part de marché supérieure à 8 %, alors qu'elle était inférieure à 2 % à fin 1998. Cette réussite est due à la montée en puissance de son centre *off-shore* de Dublin, fortement liée à la souplesse et à l'efficacité de sa

Graphique n°5 Actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français (en Md€)

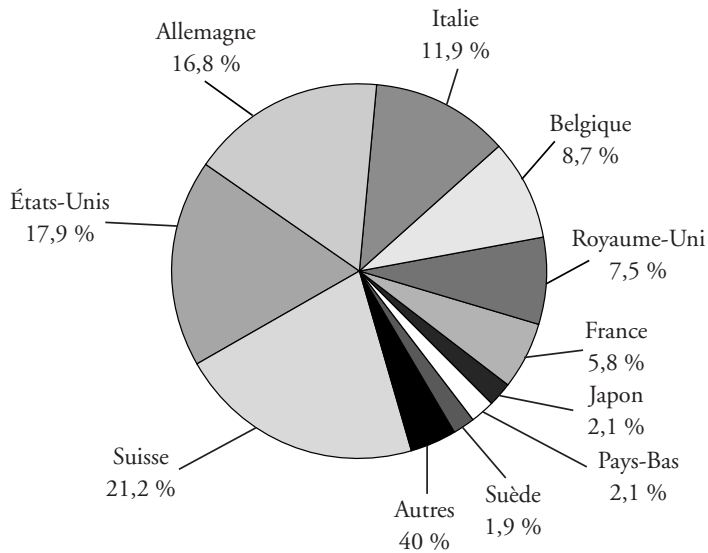


* AFG, estimations à fin 2004 : mandats, FCPE

Source : AMF / AFG.

18

Graphique n°6 Origine des promoteurs des fonds luxembourgeois (actif net au 31/12/2004 : 1 106 Md€)



Source : CSSF Luxembourg.

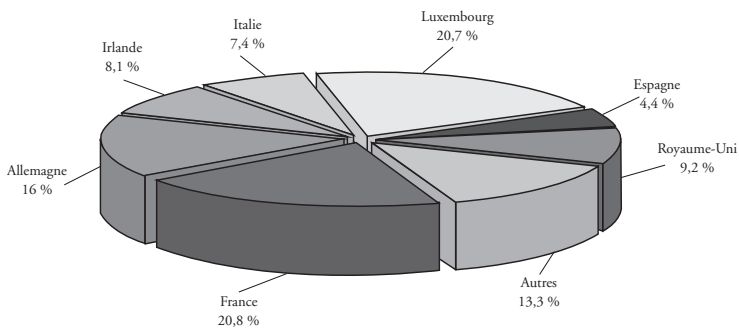


réglementation, qui lui confère un avantage certain en matière d'innovation et d'offre de produits, notamment à gestion alternative. C'est donc une place à comparer au Luxembourg plus qu'aux autres pays.

Soulignons, enfin, que la place du Royaume-Uni en matière d'OPCVM (490 Md€), relativement modeste, n'est pas à la hauteur du poids de ce pays en matière de gestion pour compte de tiers dans son ensemble, estimée à près de 2 800 Md€.

Au total, le marché européen de la gestion de fonds d'investissement est concentré, six pays - la France, le Luxembourg, l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Italie - qui en représentent les quatre cinquièmes (cf. graphique n° 7).

Graphique n°7
Marché européen de fonds d'investissement
(actifs gérés à fin 2004 : 5 342 Md€ - EFAMA)



*LA DEMANDE DE FONDS ACTIONS OU ORIENTÉS ACTIONS
DEVRAIT SE CONFIRMER COMPTE TENU DES BESOINS
DES MÉNAGES EN MATIÈRE DE PLACEMENTS LONGS*

Malgré les sévères corrections qu'ont subi les marchés boursiers entre 2000 et 2002, le fait marquant de ces dix dernières années sur le marché européen reste l'expansion vigoureuse des fonds orientés actions et/ou à gestion structurée dans certains pays (France, Belgique, Espagne...) et l'essor de la multigestion. Singularité de l'offre, notamment sous forme de fonds profilés en direction des particuliers, mais aussi des investisseurs institutionnels comme les sociétés d'assurance, ou reflet d'une demande qui se caractérise par une faible tolérance face au risque de l'investissement en fonds « actions pures », certains pays d'Europe Continentale ont développé, à la différence à ce stade du marché américain², un vaste marché de fonds diversifiés et toute une gamme de fonds à capital protégé ou à rendement garanti. La part des fonds





diversifiés est ainsi de 13 % en Europe à fin 2004 (contre 6,5 % aux États-Unis). Soulignons, cependant, que si les fonds américains sont majoritairement investis en actions (à hauteur de 55 %), on constate en revanche une certaine convergence de ces deux marchés en termes de proportion de fonds à revenus variables (fonds actions, fonds diversifiés et fonds garantis ensemble) par rapport à l'actif total, le marché européen approchant les 50 %, contre 60 % aux États-Unis.

Résultat de l'intérêt renouvelé pour les fonds actions ou orientés actions, dans pratiquement tous les pays européens, le poids de ce marché par rapport aux actifs totaux a tendance à augmenter : dans une demi-douzaine de ces pays, le poids des fonds actions est même désormais supérieur à celui qui prévaut aux États-Unis. Les différences sont toutefois encore importantes à l'intérieur de l'Europe, les marchés britannique et portugais se situant aux extrêmes, avec respectivement 70 % et 7 % des actifs totaux investis en OPCVM actions.

La confiance dans les marchés actions revenue, les fonds à revenus variables devraient se placer, dans l'avenir, à l'intérieur d'une fourchette entre 60 % et 70 % des actifs nets de l'industrie européenne de fonds.

UN FORT POTENTIEL DE CROISSANCE

20

Le marché européen de la gestion dans son ensemble recèle un potentiel de croissance significatif. Selon différentes études, à l'horizon 2010, l'encours des fonds devrait, toutes choses égales par ailleurs, progresser dans une fourchette entre 30 % et 50 %. Outre l'effet positif de la construction d'un marché financier harmonisé, plus large et plus liquide, permettant de réaliser des économies d'échelle, trois types de facteurs favorables devraient se conjuguer pour rendre possibles cet « objectif de croissance » et la poursuite de cette expansion :

- *des facteurs « exogènes »* : maintien de taux d'épargne relativement élevés ; poursuite de la marchandisation des patrimoines financiers des ménages et de la désaffection pour les placements à revenus fixes, notamment bancaires et dans le cas de la France majoritairement rémunérés à des taux réglementés ; succès de l'assurance-vie en unités de compte ; développement et extension du troisième pilier des retraites sous la forme de contrats à cotisations définies et, en parallèle, réforme des retraites par répartition avec constitution et/ou abondement de fonds de réserve, généralisation de mécanismes d'épargne salariale à l'ensemble de l'Europe...

- *des vecteurs propres à l'industrie de la gestion* : adaptation aux préférences des investisseurs en matière de performance et de sécurité des placements par un renforcement et une diversification de la qualité des styles de gestion ; renouveau de la gestion active et percée de la multi-gestion et des gestions dites alternatives (*hedge funds*, capital investis-



sement, immobilier...) ; rationalisation de la gamme de produits afin de contrôler les coûts et consolider les marges, véritable gage d'indépendance économique pour les sociétés de gestion et de qualité du service rendu aux épargnants ; structuration et régulation du métier de la distribution des produits d'épargne en Europe en vue de créer un métier puissant de prestation de conseil en gestion financière, à ce jour insuffisamment développé ; meilleure éducation financière de nos concitoyens européens, condition *sine qua non* d'une gouvernance en phase avec les nouveaux risques pris par les investisseurs individuels ;

- *du côté des épargnants/investisseurs* : en lien avec cette meilleure éducation, changement d'attitude vis-à-vis du risque, les « épargnants » devenant progressivement des « investisseurs » pour lesquels le pire des risques est la non prise de risques, qui entraîne une forte sous-performance ; du fait du développement des marchés « individuels », effet induit de ce changement d'attitude sur la politique de placement de certains investisseurs institutionnels dont les actifs sont aujourd'hui majoritairement investis en produits de taux ; pour maximiser le rendement des patrimoines, recours accru à la gestion collective, comme à la gestion sous mandat, afin de bénéficier davantage du professionnalisme et de la diversification des risques, phénomène d'ailleurs très net depuis plusieurs années aux États-Unis où la détention en direct d'actions recule au profit des *mutual funds* et autres comptes « gérés ».

21

Plus que des projections/prédictions de croissance, qui seraient forcément démenties par les faits, ces facteurs ne constituent-ils pas un véritable programme pour l'industrie de la gestion, tant dans la phase actuelle que dans les années à venir ?

Connaissant de nouveau des progressions à deux chiffres, la croissance du marché mondial des fonds d'investissement a su retrouver sa dynamique, notamment pour les fonds investis en actions, les diversifiés, les produits à capital protégé et les gestions dites alternatives. Outil privilégié de placement, les services de gestion financière doivent poursuivre leur marche vers encore plus de professionnalisme, de transparence et d'accessibilité pour qu'ils puissent contribuer de façon décisive au financement des revenus de remplacement des épargnants et, plus globalement, de leurs projets d'avenir. Souhaitons, pour conclure, que les régulateurs sachent conjuguer leur objectif naturel de police de marché avec une volonté affermie de ne pas entraver ce développement par des interventions « préventives » ayant pour effet de réduire le dynamisme innovateur de l'industrie mondiale de la gestion d'actifs pour compte de tiers, l'empêchant de répondre pleinement aux besoins de ses clients qui lui demandent d'aller *citius, altius, et fortius...* sur le long terme.



NOTES

1. L'industrie française de la gestion, pour sa part, est dans la course. Cf. Bollon P. (2000), « Gestion : Paris peut-il être le « Boston de l'Europe » ? », *Revue d'économie financière* n° 57, pp. 137-149.
2. Soulignons cependant qu'aux États-Unis les fonds protégés ou à horizon (*life cycle*) font désormais l'actualité à l'heure où l'arrivée à l'âge de la retraite des *baby-boomers* n'est plus une lointaine perspective.