

2.3 ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DU SECTEUR DES OPC AU PLAN INTERNATIONAL ET AU LUXEMBOURG¹

Au cours des dix dernières années, l'industrie luxembourgeoise des organismes de placement collectif a connu un succès considérable qui l'a propulsée au deuxième rang mondial derrière les Etats-Unis, devançant ainsi la France.

L'objectif est, d'une part, de comparer l'évolution de l'industrie des organismes de placement collectif (OPC) aux Etats-Unis et en Europe et, d'autre part, d'analyser plus en détail le développement des OPC luxembourgeois dans le contexte européen.

La comparaison de l'industrie des OPC de différents pays se heurte à un obstacle qui, sans rendre une comparaison impossible, la handicape sensiblement. Sans analyser plus en détail les divergences des règles comptables qui, contrairement à celles d'application pour l'industrie bancaire, ne sont que peu harmonisées entre les divers pays sujets à cette analyse, la simple collecte de données comparables est un casse-tête.

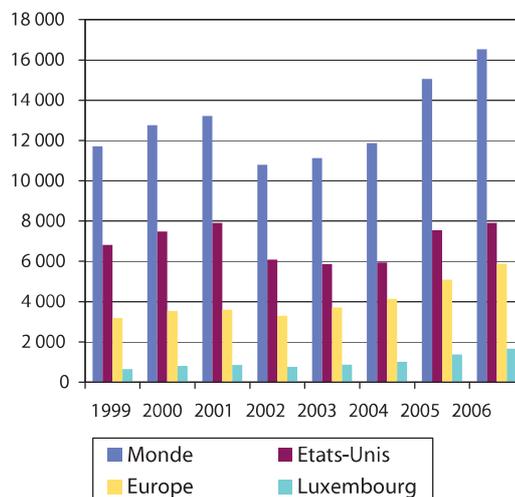
En effet, alors que certains pays publient des informations sur les fonds d'investissement sans autre distinction, d'autres publient seulement des informations sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM ou UCITS) et d'autres encore des statistiques très détaillées en fonction de critères légaux et ou économiques tels que la politique d'investissement par exemple.

2.3.1 Le développement des OPC aux Etats-Unis et en Europe

L'analyse du développement des OPC aux Etats-Unis et en Europe est effectuée sur base de données portant exclusivement sur les OPCVM puisque celles-ci sont disponibles pour les deux zones géographiques.

Graphique 1

Les OPCVM dans un contexte mondial



Source: ICI Investment Company Institute

Tel qu'il ressort du graphique ci-dessus, qui reflète l'évolution des actifs nets sous gestion des organismes de placement collectif dans les principales zones mondiales au cours des dernières années, l'industrie des fonds de placement maintient sa croissance depuis l'année 2003.

Au 31 décembre 2006, l'Europe et en particulier l'industrie luxembourgeoise des OPCVM ont atteint à nouveau des positions record; alors que les actifs nets des OPCVM européens ont atteint 5 880 milliards d'euros, ceux du Luxembourg s'élevaient à 1 662 milliards d'euros. Toutefois, l'industrie américaine des OPCVM confirme sa position de leader mondial avec des actifs nets de 7 609 milliards d'euros. Les Etats-Unis représentent 47,5% des actifs nets face à l'Europe dont la part s'élève à 34,2%; au sein de l'Europe, le Luxembourg représente 9,6% des actifs nets suivi de la France avec 7,7%. On notera cependant que l'industrie européenne des OPCVM a augmenté sa part de marché dans les actifs nets totaux recensés au détriment de celle des Etats-Unis. En effet, alors que la part de marché des pays européens est passée de 27,2% à 35,6% entre fin 1999 et fin 2006, celle des Etats-Unis a reculé de 58,2% à 47,8%. Celle des autres pays a légèrement augmenté passant de 14,6% à 16,6%.

¹ Note rédigée par Xavier Harnick.

Dans ce contexte, il importe de mentionner que ce graphique ne fait pas clairement ressortir la croissance de l'industrie américaine des OPCVM, notamment pour ce qui est de la période allant de 2002 à 2006. Alors que le cours de change USD / EUR moyen pour l'année 2002 était de 1,05, celui de l'année 2006 était de 1,31. Dans la mesure où les actifs nets sont exprimés en euros il importe de mentionner qu'au cours de la période précitée la seule détérioration du cours de change du USD vis-à-vis de l'EUR implique que le volume des actifs nets des OPCVM américains, exprimés en euros, affiche un taux de croissance (29,8%) plus faible alors que ces mêmes actifs exprimés en USD affichent un taux de croissance nettement plus soutenu (62,9%). Notons finalement qu'au cours de la même période, c'est-à-dire de fin 2002 à fin 2006, les actifs nets des OPCVM européens ont augmenté de 78,1%.

La croissance observée dans l'industrie des OPCVM à la fin des années 1990 a été nettement interrompue à la suite de la baisse des marchés boursiers, survenue au début de l'année 2001, qui a par la suite été accentuée par les attaques terroristes en septembre 2001. Ainsi, la fin de l'année 2001 tout comme l'année 2002 ont été marquées par une baisse sensible de la valeur nette des actifs sous gestion.

Cette baisse s'explique, d'une part, par une valorisation moins favorable des actifs, due à la baisse globale des marchés financiers et, d'autre part, par des apports nets moindres en capital, voire des retraits nets de capital. En effet, face à la perte de valeur des actifs sous gestion, les investisseurs moins avertis ont souvent tendance à choisir la voie sûre, à savoir le désinvestissement, même si ce dernier implique la réalisation de moins-values. Ce comportement des investisseurs s'explique tant par la volonté de vouloir «limiter» les moins-values que par la recherche d'investissements moins rémunérateurs mais également moins risqués tels que les dépôts en banque et/ou les titres publics.

Par contre, lorsque la reprise s'amorce et que les marchés financiers affichent des performances parfois très importantes, les investisseurs reprennent confiance et procèdent de nouveau à des apports nets en capital dans le but de participer aux bénéfices réalisés sur les marchés financiers. Ainsi, dès 2003, la reprise des marchés et la perspective d'un rendement supérieur aux produits d'épargne classique ont réduit l'aversion au risque dans le chef des épargnants qui ont à nouveau recherché la voie des investissements en bourse.

Les comportements décrits ci-dessus touchent souvent les investisseurs qui ne disposent que de moyens limités et qui souhaitent participer aux bénéfices réalisés sur les marchés boursiers sans réellement prendre en considération les risques inhérents aux investissements en bourse. Bien souvent, ces investisseurs n'apprécient pas à juste titre le fait que les marchés financiers connaissent des hauts et des bas, que les investissements sur ces marchés sont davantage des investissements à long terme et qu'ils doivent être effectués avec des fonds dont l'investisseur n'a pas besoin pour financer son existence dans le court, voire le moyen terme. Le besoin de moyens de financement, parfois combiné à la peur d'une dégradation additionnelle et/ou durable de la valeur des investissements, oblige parfois ces placeurs à désinvestir lorsque les marchés sont à la baisse. Ainsi, ces investisseurs encourent souvent des moins-values qu'ils auraient pu éviter s'ils avaient maintenu leurs investissements en attendant l'embellie sur les marchés.

2.3.2 L'industrie européenne des OPC

La seconde partie s'attache à l'analyse plus détaillée de l'industrie européenne des OPC, et plus particulièrement celle des pays membres de l'Union monétaire dans sa composition actuelle. Cette restriction qui écarte la Suisse et le Royaume-Uni est choisie délibérément parce que les pays membres de l'Union monétaire sont tenus de fournir des statistiques très fines sur le secteur des OPC à l'Eurosystème. Ainsi, la limitation de l'analyse à ces pays permettra d'effectuer une analyse plus fine par sous-catégories d'OPC, définies en fonction de leur politique d'investissement. On notera également que l'analyse ne sera plus limitée aux seuls OPCVM, mais on analysera par la suite l'ensemble de la population des OPC.

Au 30 juin 2007, le volume des actifs nets des OPC des 13 pays membres de la zone euro s'élevait à 6 749 milliards d'euros se décompose essentiellement en 2 056 milliards d'euros pour le Luxembourg et 1 609 milliards d'euros pour la France. Tel que précisé ci-dessus, le Luxembourg est donc le centre financier européen le plus important en matière de fonds d'investissement avec 30,5% de parts de marché, suivi par la France avec une part de marché de 23,8%.

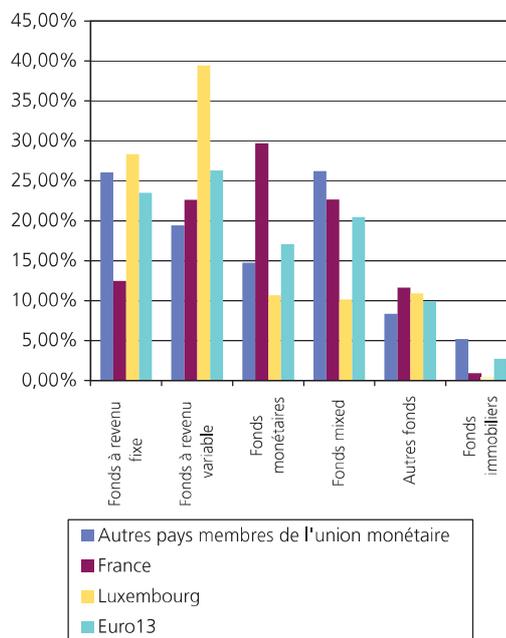
Dans ce contexte, on notera que les OPC des deux pays précités se sont disputés la prédominance au niveau européen pendant plusieurs années. Depuis l'année

2004, l'industrie luxembourgeoise des OPC a confirmé sa position de leader européen face à celle de la France. Ce développement s'explique essentiellement par la composition du secteur des OPC dans ces deux pays. En effet, d'une part, la part des OPC monétaires est très importante en France (29,7%), alors qu'elle est relativement limitée au Luxembourg (10,7%), et d'autre part, la part des OPC d'actions est très importante au Luxembourg (39,4%), alors qu'elle est plus limitée en France (22,6%). De plus, on notera également que la part des OPC d'obligations se limite à 12,5% en France contre 28,3% au Luxembourg.

Ces différences s'expliquent en partie par les caractéristiques des deux centres financiers. Les OPC luxembourgeois sont majoritairement orientés vers une clientèle internationale, qui peut certainement être considérée comme sophistiquée et qui est habituée à accepter certains risques lors de sa quête de rendements supérieurs à ceux du marché monétaire. Par contre, les OPC français sont fortement orientés vers une clientèle plus variée qui se compose aussi bien d'investisseurs avertis que de clients «normaux» dont l'aversion au risque est nettement plus marquée. De plus, il faut rappeler dans ce contexte, que la France a une longue tradition des SICAV monétaires qui étaient défiscalisées pendant longtemps et donc fort attractives pour les «petits épargnants». Bien que la défiscalisation n'existe plus, ce véhicule d'investissement reste un outil d'investissement privilégié en France.

Graphique 2

Politique d'investissement en juin 2007



Sources: BCE, CSSF

Compte tenu des caractéristiques des deux marchés, il est évident que les OPC luxembourgeois ont su davantage profiter de l'essor boursier au cours des dernières années. La valeur nette de leurs actifs a donc fortement augmenté en raison de l'évolution des cours des valeurs en bourse mais également par un apport net considérable en capital. Ce dernier est évidemment motivé par les performances remarquables des OPC luxembourgeois qui génèrent la confiance du public. Dans ce contexte, on notera que les émissions nettes en France s'élevaient au total à 253,4 milliards d'euros pour l'année 2006². Au Luxembourg, la situation étant presque identique, les émissions nettes se chiffraient à 241,3 milliards d'euros en 2006 et pour la première moitié de l'année 2007 à 131 milliards d'euros.

Le graphique suivant confirme l'analyse qui précède, à savoir que la part des OPC d'actions dans l'ensemble des OPC luxembourgeois est proportionnellement plus élevée que celle occupée par les OPC d'actions dans les autres pays européens. De plus, le graphique révèle également que la part des différentes sous-catégories

² Les chiffres pour l'année 2007 ne sont pas encore disponibles.

d'OPC est plus équilibrée au Luxembourg que dans la majorité des autres pays de la zone euro et aux Etats-Unis. En effet, en termes d'actifs nets les OPC d'actions représentent plus de 55% du total des OPC au Etats-Unis alors que les OPC d'obligations représentent moins de 15%.

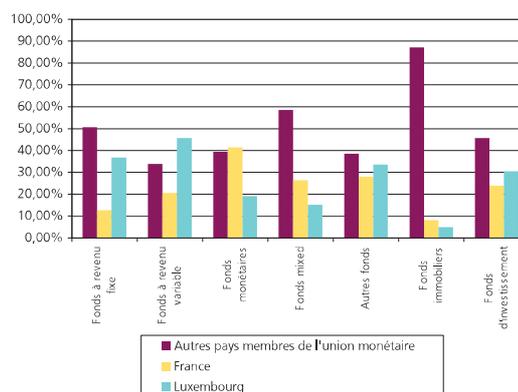
Ce constat n'est guère surprenant et peut s'expliquer par divers facteurs. En ce qui concerne la différence entre le Luxembourg et les autres pays européens, cette disparité s'inscrit dans l'analyse faite ci-dessus suivant laquelle les OPC luxembourgeois s'adressent à une clientèle, en moyenne, plus fortunée et plus sophistiquée qui est prête à courir des risques accrus pour des rendements plus importants. Par contre, la disparité observée entre les Etats-Unis et l'Europe s'explique sans doute par des facteurs plus complexes. D'abord, la tradition «entrepreneuriale» des américains est nettement plus marquée que celle des européens qui témoignent d'une plus grande aversion au risque. Cet esprit entrepreneurial constitue la toile de fond d'un marché d'actions dont la taille excède évidemment celle du marché européen d'actions, ceci d'autant plus qu'aux Etats-Unis la création d'entreprises passe davantage par l'émission d'actions, alors qu'en Europe elle passe souvent par le financement bancaire. Dans ce contexte, on notera également que les actions américaines sont traditionnellement émises avec une valeur nominale nettement inférieure à celles des émissions européennes, ce qui les rend accessibles même à la petite épargne. Ensuite, les Etats-Unis se caractérisent par une propension à épargner nettement inférieure à celle observée en Europe; bien que cet élément en soi n'explique pas le fait que les américains investissent davantage en actions, soit directement soit par l'intermédiaire d'OPC d'actions, il peut témoigner du fait que les américains ont une aversion au risque moins nuancée que les européens et sont partant prêts à effectuer des investissements plus risqués pour autant que la perspective d'un rendement supérieur soit donnée. Finalement, il importe de noter que les Etats-Unis disposent d'un marché qui utilise depuis toujours une monnaie unique, à savoir le dollar américain. Ainsi, les placements des investisseurs ne sont pas cantonnés dans leur Etat d'origine, mais ils ont la possibilité de rechercher des placements dans des sociétés situées dans différents Etats membres de l'Union monétaire sans encourir un risque de change. En Europe, par contre, les investisseurs qui ont recherché des placements hors de leur pays d'origine ont jusqu'à la fin du siècle dernier été exposés au risque de change, ce qui évidemment constitue un frein aux investissements transfrontaliers.

Ce dernier élément d'explication est d'autant plus intéressant qu'il contribue également à expliquer la diminution de la part de marché des Etats-Unis dans l'industrie mondiale des OPC au profit de l'Europe au cours des 7 dernières années (cf. ci-dessus). En effet, l'introduction de la monnaie unique en Europe a éliminé les risques de change stimulant ainsi les investissements transfrontaliers. De plus, il va de soi que la libre circulation des capitaux ainsi que l'intégration des marchés financiers européens à la suite de l'introduction de la monnaie unique ont également contribué à promouvoir l'industrie européenne des OPC.

On notera également la forte concentration des OPC immobiliers au niveau des autres pays membres de l'Union monétaire. Ces fonds immobiliers s'élevaient à un total de 184,5 milliards d'euros au 30 juin 2007. Il s'agit essentiellement de fonds allemands à hauteur de 102,8 milliards d'euros. Cette concentration de fonds immobiliers en Allemagne est entre autre le résultat de la réunification de l'Allemagne en 1989. A partir de l'année 1990, afin de stimuler le développement de l'ex République Démocratique Allemande, l'Etat allemand cherchait à attirer des investisseurs par le biais de subventions et d'avantages fiscaux. De plus, à la suite de l'effondrement du «Neuer Markt» en 2000 beaucoup de petits épargnants ont cherché refuge dans des valeurs de placement moins risquées, c'est-à-dire dans des fonds de placement immobiliers.

Graphique 3

Parts de marché en juin 2007



Sources: BCE, CSSF

2.3.3 L'évolution des OPC luxembourgeois

Les premiers OPC luxembourgeois ont été créés dans les années 1950 sur base de législations existantes et partant principalement de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales et de la loi du 31 juillet 1929 sur les sociétés holdings.

Bien que le législateur ait doté les OPC d'un régime juridique spécifique dès 1983 l'industrie des OPC a pris son véritable essor à la suite de la transposition en droit luxembourgeois par la loi du 30 mars 1988 de la directive CE/85/611.

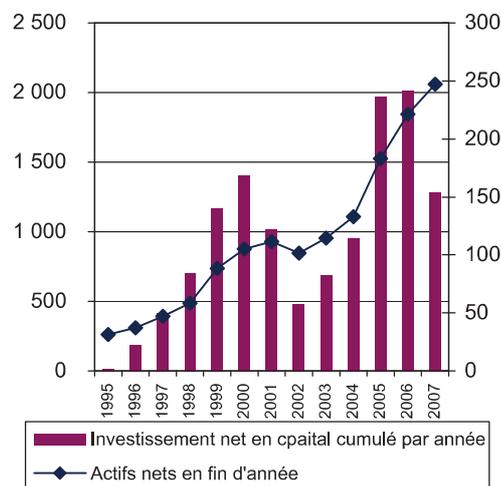
La nouvelle législation, complétée le 19 juillet 1991 par la loi sur les OPC dont les parts étaient réservées aux investisseurs institutionnels, a rapidement porté ses fruits parce que le Luxembourg fut le premier pays à transposer la directive. Ainsi, contrairement aux OPC d'autres pays européens, les OPC luxembourgeois ont pu pleinement profiter du «passeport européen» qui leur facilitait la commercialisation de leurs parts dans les autres pays membres.

Le développement, initié par un avantage législatif certain, a permis aux différents acteurs luxembourgeois intervenant dans l'industrie des OPC de développer un volume d'activité critique qui est d'une importance capitale dans le domaine de la commercialisation des parts, la garde des actifs, etc.. La masse critique n'a pas seulement permis à l'industrie luxembourgeoise de mettre en place les structures et les processus de travail nécessaires aux activités des OPC mais également d'en parfaire l'efficacité dans le but de limiter les frais administratifs qui revêtent une importance certaine dans ce domaine d'activités. De plus, cette phase initiale a également permis au Luxembourg de développer la compétence nécessaire pour cette nouvelle activité et de gagner au fil du temps la confiance des investisseurs.

Ces divers éléments relevant du domaine législatif et du domaine économique ont permis à l'industrie luxembourgeoise des OPC de connaître un essor considérable au cours des dix dernières années. Toutefois, on notera aussi que cet essor a été interrompu à deux reprises, à savoir en 2001-2002 à la suite des perturbations sur les marchés financiers, générés notamment par les attentats du 11 septembre 2001 et, sur base des informations disponibles, en 2007 par la crise de l'immobilier américain.

Graphique 4

Evolutions des actifs nets et de l'apport net en capital (en milliards d'euros)



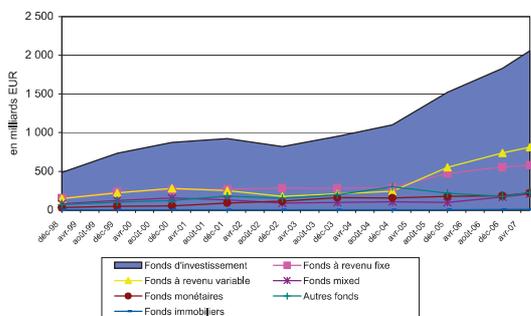
Source: CSSF

Le graphique qui suit illustre le développement des OPC, ventilés en fonction de leur politique d'investissement.

Il confirme l'analyse intuitive que les OPC investissant dans des valeurs mobilières à revenu variable ont connu des fortunes contrastées en fonction des développements des marchés financiers alors que les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu fixe ont été nettement moins influencés par ces développements. Ainsi, les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu variable ont connu en 2001-2002 un recul plus prononcé que les OPC investissant dans des actifs moins sensibles aux fluctuations des marchés financiers. Par contre, dans la phase de croissance des marchés boursiers au cours des années 2005 à mi 2007, les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu variable ont témoigné d'un développement très important qui s'explique non seulement par l'essor des indices boursiers mais aussi par des apports nets en capital importants. En effet, en phase de croissance forte, les investisseurs ont tendance à «oublier» leur aversion au risque et à vouloir profiter du développement pour maximiser le rendement de leurs placements.

Graphique 5

Evolution annuelle des fonds d'investissement au Luxembourg

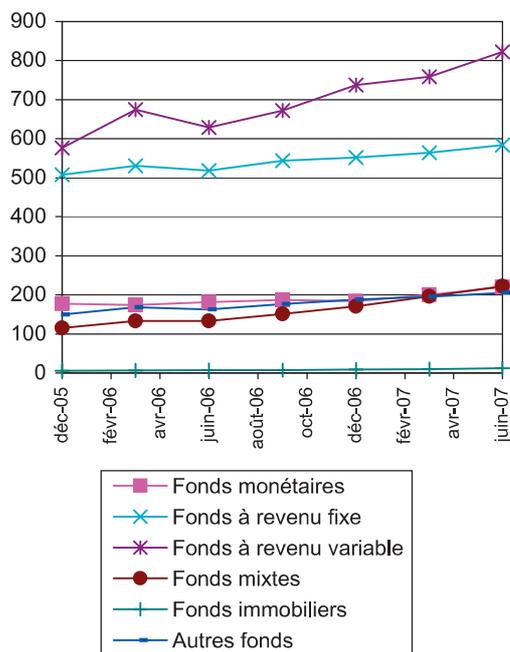


Source: CSSF

La bonne tenue des marchés financiers en 2006 s'est évidemment répercutée sur le développement des fonds d'investissement qui ont connu une hausse de 20,26% au Luxembourg en termes de variation des actifs nets. Si on observe de plus près les politiques d'investissement, tout en considérant leur poids relatif dans le total, on remarque une forte augmentation au niveau des fonds à revenu variable, des fonds mixtes et des autres fonds. Au courant de l'année 2007, cette évolution à la hausse, au total 11,6%, s'est poursuivie.

Graphique 6

Evolution trimestrielle des fonds d'investissement au Luxembourg



Source: CSSF

Tableau 1 Les émissions nettes en pourcentage

	Fonds d'investissement	Fonds monétaires	Fonds non monétaires	Fonds à revenu fixe	Fonds à revenu variable	Fonds mixtes	Fonds immobiliers	Autres fonds
Mär-06	7,0%	-0,8%	8,0%	5,9%	9,2%	11,0%	8,2%	8,1%
Jun-06	2,8%	6,7%	2,3%	2,4%	-0,2%	9,7%	26,9%	5,8%
Sep-06	2,0%	3,4%	1,8%	0,3%	1,8%	7,3%	6,3%	2,2%
Dez-06	3,2%	-0,5%	3,6%	1,4%	4,2%	9,3%	17,7%	2,4%
Mär-07	3,6%	8,6%	3,0%	2,0%	1,7%	11,7%	4,8%	3,4%
Jun-07	3,3%	5,6%	3,1%	3,2%	0,4%	10,2%	18,4%	5,2%

Source: CSSF

Tableau 2 L'effet de marché en pourcentage

	Fonds d'investissement	Fonds monétaires	Fonds non monétaires	Fonds à revenu fixe	Fonds à revenu variable	Fonds mixtes	Fonds immobiliers	Autres fonds
Mär-06	3,2%	-0,9%	3,7%	-1,3%	7,8%	4,2%	0,8%	4,5%
Jun-06	-6,0%	-2,6%	-6,4%	-4,7%	-6,5%	-9,6%	-4,8%	-8,8%
Sep-06	4,5%	-0,2%	5,1%	4,5%	5,2%	6,6%	-5,9%	6,2%
Dez-06	2,8%	-1,2%	3,2%	0,0%	5,5%	3,8%	4,9%	3,9%
Mär-07	0,9%	0,6%	0,9%	0,2%	1,1%	2,7%	2,5%	0,3%
Jun-07	4,0%	4,0%	4,0%	0,3%	8,0%	3,5%	2,1%	-0,1%

Source: CSSF

Toutefois, on notera que contrairement aux sept premiers mois de l'année 2007, l'apport net en capital est peu élevé en août avec 166 millions d'euros alors que qu'au mois de septembre nous constatons un retrait net en capital de 607 millions d'euros. Ainsi, la crise de l'immobilier américain a donc également touché les OPC luxembourgeois par le biais des perturbations générées sur les marchés financiers.