

Encadré 1.3

LES OPC NON MONÉTAIRES AU LUXEMBOURG

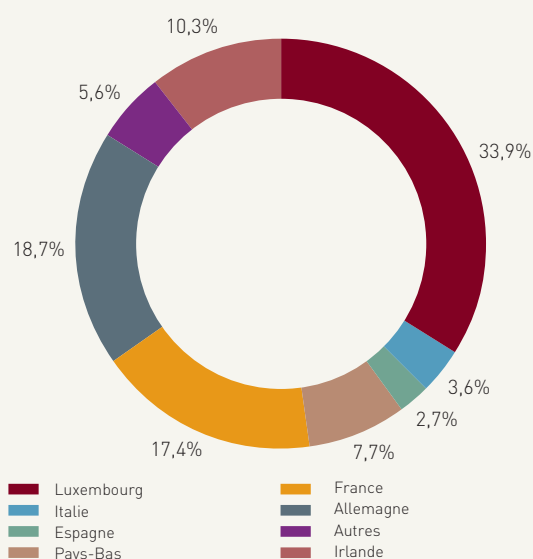
Dans l'ensemble, le secteur des fonds d'investissement (hors OPC monétaires) a rapidement évolué au Luxembourg au cours des deux dernières décennies (i.e. depuis l'adoption en 1988 de la première directive européenne sur les OPCVM) pour représenter, à la fin de l'année 2010, un peu plus d'un tiers de l'ensemble des actifs détenus par les fonds d'investissement (hors OPC monétaires) de la zone euro.

Les fonds d'investissement, qui sont répertoriés dans la catégorie des *autres intermédiaires financiers*, avec d'autres institutions financières telles que les véhicules de titrisation et les sociétés de prises de participations, représentaient par ailleurs, à la fin de l'année 2010, plus de 40% du total des actifs du secteur financier luxembourgeois, avec près de 2 120 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

L'ampleur de l'encours d'actifs sous gestion des OPC non monétaires domiciliés au Luxembourg met en exergue l'importance de premier plan que revêt une analyse approfondie du comportement de ce secteur, non seulement du point de vue des développements économiques au Grand-Duché, mais également sur le plan international et, plus particulièrement, celui de la zone euro. Dans cette perspective, la nouvelle collecte statistique *Titre par Titre* (TPT) et de bilans, en mettant à disposition une base de données détaillée sur l'actif et le passif des fonds d'investissement, présente de nombreux avantages analytiques, notamment en ce qui concerne l'influence des comportements de portefeuille des OPC non monétaires sur l'évolution des marchés financiers, le processus d'intermédiation financière ou encore les mécanismes de transmission de la politique monétaire¹.

L'objectif principal de cet encadré est de poser les jalons d'une analyse plus approfondie de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg sur la base des données compilées par la BCL. La méthodologie statistique de la nouvelle collecte TPT et de bilans à laquelle les fonds d'investissement de la zone euro sont désormais assujettis est tout d'abord présentée dans un premier temps. La structure du bilan des fonds d'investissement luxembourgeois, leur rôle dans le financement des différents secteurs institutionnels de la zone euro et les mouvements de portefeuille qui ont été effectués depuis le début de la crise financière sont ensuite analysés dans un second temps.

Graphique 1
Actif total détenu par les fonds d'investissement de la zone euro (ventilation par pays, 2010T4)



Sources : BCL, BCE

Tableau 1

Part des fonds d'investissement dans le secteur financier luxembourgeois (encours en milliards d'euros, 2010-T4)

	IMFs ¹⁾		Assurances et fonds de pension	AIFs ²⁾		Total
	Total	dont OPC monétaires		Total	dont OPC non monétaires	
Actif total	1 053,8	284,6	159,0	4 073,4	2 136,9	5 286,2
% du total	19,9	5,4	3,0	77,1	40,4	100

Source : BCL

1) Institutions monétaires et financières.

2) Autres intermédiaires financiers.

1 Pour de plus amples détails, voir ECB (2010) « Harmonized ECB Statistics on Euro Area Investment Funds and Their Analytical Use for Monetary Policy Purposes », Monthly Bulletin, August, pp.109-22, et GODFREY B., J. McNEILL et A. MENTON (2010) « The Investment Funds Industry in Ireland - A Statistical Overview », Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Quarterly Bulletin n°1, January 2010, pp.81-98.

APERÇU DE LA MÉTHODOLOGIE APPLIQUÉE POUR L'ÉTABLISSEMENT DES STATISTIQUES DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Depuis fin 2008, les fonds d'investissement (hors OPC monétaires) sont sujets à un nouveau recensement dans le cadre duquel ils rapportent des informations détaillées sur leurs actifs et, dans une moindre mesure, leurs passifs. Cette collecte de données résulte du règlement BCE/2007/8 concernant la collecte par la BCE d'informations statistiques sur les actifs et les passifs des fonds de placement.

L'objectif de limiter la charge sur les déclarants a largement été pris en compte, ce qui a amené la BCL à concevoir un système de production statistique complexe pour répondre aux exigences du règlement de la BCE, mais aussi aux besoins des statistiques de balance des paiements et de position extérieure globale ainsi que pour les comptes financiers. L'utilisation d'une même source pour diverses statistiques permet de limiter la charge sur les déclarants et d'améliorer dans le même temps la cohérence entre ces statistiques.

Ainsi, parmi les possibilités offertes par ce règlement, la BCL, après consultation de l'ALFI, a mis en place une collecte qui comporte trois rapports : un rapport titre par titre mensuel, un bilan statistique trimestriel et un rapport mensuel sur les revalorisations des produits dérivés et des actifs immobilisés.

Pour chaque fonds soumis à la collecte, la BCL établit un bilan trimestriel en intégrant le bilan collecté et le rapport TPT, enrichi des caractéristiques statistiques au niveau de chaque titre.

La BCL établit des bilans mensuels pour les mois qui ne sont pas des fins de trimestre en utilisant les rapports TPT mensuels et la structure des bilans trimestriels. Dans ces bilans mensuels, les positions des titres détenus, des titres vendus et des parts émises sont celles que les fonds d'investissement ont transmises, les autres rubriques du bilan étant quant à elles estimées. La BCL calcule également des transactions pour répondre à l'orientation de la BCE et pour l'établissement des statistiques de la balance des paiements.

Les statistiques de positions sont de bonne qualité. Cependant, les données concernant les périodes les plus récentes sont provisoires et des révisions sont donc régulièrement effectuées, y compris au niveau des données historiques. En effet, certaines données doivent être en partie estimées lorsque les fonds d'investissements ont un délai de calcul de la VNI supérieur au délai d'établissement des statistiques. De plus, les fonds d'investissement qui commencent leurs activités ne rapportent pas toujours dans les délais en raison de la possibilité de début d'activité avant l'autorisation officielle. De même, ceux qui cessent leurs activités peuvent continuer à rapporter des statistiques en attente de la confirmation de la date officielle de fermeture.

Les statistiques de transactions nécessitent quant à elles davantage de précaution puisqu'elles dépendent de la qualité des rapports transmis par les fonds d'investissement. En effet, si un fonds isolé n'exerce en général pas un grand impact sur le total des bilans de tous les fonds, les données erronées pour un mois peuvent *a contrario* entraîner un biais d'estimation des transactions qui peut être significatif en comparaison des transactions réalisées par l'ensemble des fonds au cours du mois.

Après avoir présenté un bref aperçu de la méthodologie statistique de la collecte TPT, il convient à présent de mettre en évidence l'apport de cette nouvelle base de données du point de vue de l'analyse économique. Ces nouvelles statistiques permettent notamment d'analyser la structure du bilan des fonds d'investissement, leur rôle en matière de financement des différents secteurs de la zone euro et les mouvements de portefeuille qui se sont produits depuis le début de la crise financière.

LA STRUCTURE DU PORTEFEUILLE DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Le Tableau 2 présente la structure détaillée du bilan agrégé des fonds d'investissement (hors OPC monétaires) domiciliés au Luxembourg et son évolution depuis la fin de l'année 2008. Dans l'ensemble, au cours de la période étudiée, l'*actif total* des fonds d'investissement luxembourgeois a augmenté de 55,1 %, soit environ 775 milliards d'euros. Cette évolution, qui a été principalement tirée par le portefeuille d'actions (+315,8 milliards d'euros) et d'obligations (+292,6 milliards d'euros),

est non seulement attribuable à l'évolution du prix des actifs financiers, mais aussi, au dynamisme des émissions de parts, témoignant ainsi de la confiance apportée par les investisseurs internationaux et de l'attractivité du Luxembourg pour l'implantation de nouveaux fonds.

Tableau 2

Bilan agrégé des fonds d'investissement (hors OPC monétaires). Encours en fin de période, milliards d'euros

	2008-T4	2009-T4	2010-T4	2011-T1	2011-T2
Actifs					
Dépôts et créances	129,2	104,8	125,1	126,0	130,3
Titres autres que les actions					
émis par des résidents de la ZE	298,0	338,1	356,4	358,5	361,1
émis par des non résidents de la ZE	200,7	269,2	407,0	413,6	430,2
Actions et autres participations					
émis par des résidents de la ZE	129,4	169,6	172,7	182,5	177,3
émis par des non résidents de la ZE	291,1	437,8	586,9	564,2	559,0
Parts d'OPC					
émis par des résidents de la ZE	131,6	157,9	204,0	207,0	210,8
émis par des non résidents de la ZE	44,3	37,6	45,0	44,7	40,2
Actifs non financiers	7,9	6,8	12,0	10,9	9,4
Autres actifs	172,1	175,7	227,9	264,3	260,0
Passifs					
Parts émises	1 233,8	1 545,4	1 933,7	1 927,4	1 929,2
Emprunts	41,3	20,9	25,2	31,3	28,4
Autres passifs	129,3	131,2	177,9	213,0	220,7
Total Actifs/Passifs	1 404,4	1 697,5	2 136,9	2 171,8	2 178,2

Source : BCL

De manière plus détaillée, l'encours des *titres autres que les actions* et l'encours des *actions et autres titres de participations* a respectivement augmenté de 58,7% et de 75,1% entre le quatrième trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2011. A la fin de la période sous revue, la structure du portefeuille des fonds d'investissement luxembourgeois était ainsi relativement équilibrée du point de vue de la détention d'actions et d'obligations, avec une part de l'actif total s'élevant respectivement à 33,8% et 36,3%. Cependant, force est de constater que la proportion de titres émis par des contreparties en dehors de la zone euro a significativement augmenté depuis le quatrième trimestre de 2008, reflétant par là une restructuration de portefeuille en faveur des économies émergentes assortie d'importants effets de revalorisation sur cette classe d'actifs (cf. infra).

Les détentions de *parts d'OPC* ont pour leur part augmenté de 42,7% au cours de cette période, soit de 75,1 milliards d'euros. Cette classe d'actifs, qui a pour principale contrepartie la zone euro, avec une forte contribution du Luxembourg, est principalement détenue par les *fonds de fonds*. Les *autres actifs et instruments financiers dérivés*, qui concernent notamment les contrats à terme sur opérations de change, ont quant à eux augmenté de 51,1% au cours de la période étudiée, soit de près de 88 milliards d'euros².

Du point de vue du passif, le dynamisme affiché par les parts émises, qui ont augmenté de plus de 56% entre 2008T4 et 2011T2, témoigne de l'intérêt affiché par les investisseurs pour les fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg. Les autres passifs, qui prennent essentiellement en compte la contrepartie des contrats à terme sur opérations de change³, ont pour leur part connu une hausse de 70,7% au cours de la période considérée⁴. Ils représentaient ainsi plus de 10% du total du passif des OPC non monétaires à la fin du deuxième trimestre de 2011, contre seulement 1,3% pour les emprunts réalisés auprès des banques.

2 Les contrats à terme sur opérations de change permettent de couvrir le risque de change des OPC non monétaires luxembourgeois dans le cadre de leur activité d'intermédiation financière, une grande partie des investissements n'étant pas réalisée dans la même monnaie que les émissions de parts. Au deuxième trimestre de 2011, moins de 40% des actifs détenus dans le portefeuille des OPC non monétaires luxembourgeois étaient libellés en euros.

3 De fait, l'évolution de la position nette pour ce type de titres est relativement stable sur l'ensemble de la période.

4 L'augmentation des positions sur les pays émergents a entraîné une couverture des opérations réalisées en devises locales, contribuant ainsi à expliquer l'augmentation des contrats à terme sur opérations de change aussi bien pour les autres actifs que pour les autres passifs.

LA CONTRIBUTION DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS AU FINANCEMENT DE LONG TERME DE LA ZONE EURO

La contribution détaillée des fonds d'investissement au financement de marché de long terme des secteurs de la zone euro est présentée dans le Tableau 3.

Tableau 3

Contribution des fonds d'investissement luxembourgeois au financement de la zone euro (ventilation par secteur).
Encours en fin de période, milliards d'euros

	IMFs	Administrations Publiques	AIFs	Assurances et fonds de pension	SNFs ¹⁾	Total
Actions						
2011-T2	17,4	-	13,6	7,2	139,1	177,3
% du total	9,8	-	7,7	4,1	78,5	100
2009-T4	21,3	-	11,4	6,5	130,5	169,6
% zone euro	3,2	-	0,5	1,2	1,1	1,0
Obligations						
2011-T2	91,7	166,6	61,8	2,2	38,8	361,1
% du total	25,4	46,1	17,1	0,6	10,7	100
2009-T4	94,8	159,2	51,4	1,8	30,9	338,1
% zone euro	2,4	3,1	2,0	4,3	5,9	3,4

Sources : BCL, BCE

1) Sociétés non financières.

En valeur absolue, les fonds d'investissement luxembourgeois détenaient, au deuxième trimestre de l'année 2011, la majeure partie de leur portefeuille de titres émis par des résidents de la zone euro sous forme d'actions de sociétés non financières et d'obligations d'Etat, pour un montant respectif de 139,1 et 166,6 milliards d'euros. Alors que, pour le dernier trimestre de l'année 2010, la contribution des OPC non monétaires luxembourgeois au financement par obligation des IFMs, des administrations publiques et des SNFs apparaissait conforme à leur poids relatif dans l'industrie de la zone euro, leur rôle dans l'intermédiation financière des IMFs et des SNFs sur le marché des actions apparaissait quant à lui relativement limité, avec une contribution respective de 3,2% et 1,1% de l'encours total des actions émises par ces secteurs, contre 15% en moyenne pour l'ensemble de l'industrie de la zone euro⁵. Enfin, à noter qu'en termes d'évolution, les fonds d'investissement luxembourgeois ont plutôt eu tendance à se désengager du financement de long terme des IMFs au cours de la période sous revue, pour se reporter davantage sur les titres émis par les SNFs, les AIFs et, dans une moindre mesure, les administrations publiques (cf. infra).

LE COMPORTEMENT DE PORTEFEUILLE DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Les données TPT permettent également d'analyser les transactions en fonction du type d'actifs et, de manière plus détaillée, de la zone géographique et du secteur dans lesquels les parts émises par les fonds ont été investies. L'objectif de cette section est d'analyser l'évolution du portefeuille des fonds d'investissement luxembourgeois depuis la fin de l'année 2008, en distinguant l'influence des comportements de portefeuille des effets de revalorisation inhérents à l'évolution du rendement du prix des actifs et du taux de change.

Dans l'ensemble, au cours de la période étudiée, les investisseurs ont restructuré leur portefeuille dans un environnement de taux d'intérêt faibles et d'augmentation de la prise de risque en faveur d'actifs à plus long terme. Les OPC monétaires ont ainsi connu une baisse d'activité importante tandis que des flux nets substantiels ont été enregistrés en faveur des OPC actions, des OPC obligataires et, plus récemment, des OPC mixtes. Ces développements se sont étroitement reflétés dans les achats nets d'actifs réalisés par les fonds d'investissement luxembourgeois.

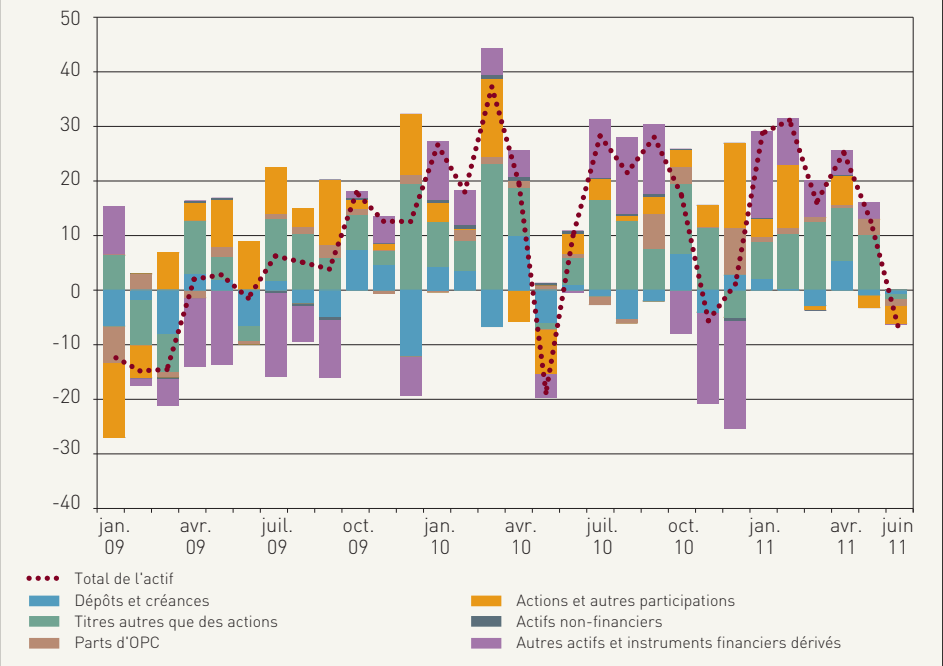
⁵ Voir ECB (2010), op.cit., pour une présentation de la contribution des fonds d'investissement de la zone euro au financement de marché des différents secteurs institutionnels.

En effet, sur l'ensemble de la période étudiée, les achats nets d'actifs ont atteint plus de 320 milliards d'euros, pour porter essentiellement sur les actions et autres participations (+98 milliards d'euros) et les titres autres que les actions (+209 milliards d'euros)⁶. Depuis le début de l'année 2009, les OPC non monétaires luxembourgeois ont seulement enregistré deux périodes de décollecte significative de la part des investisseurs : (1) de janvier à mars 2009, période marquée par l'incertitude et l'aversion au risque qui a suivi la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, et (2) en mai 2010, avec le regain de tension observé sur la crise de la dette publique grecque.

La collecte statistique TPT fournit également des détails sur la contrepartie sectorielle et géographique concernée par les achats d'actions et d'obligations réalisés par les fonds d'investissement (Graphiques 3 et 4).

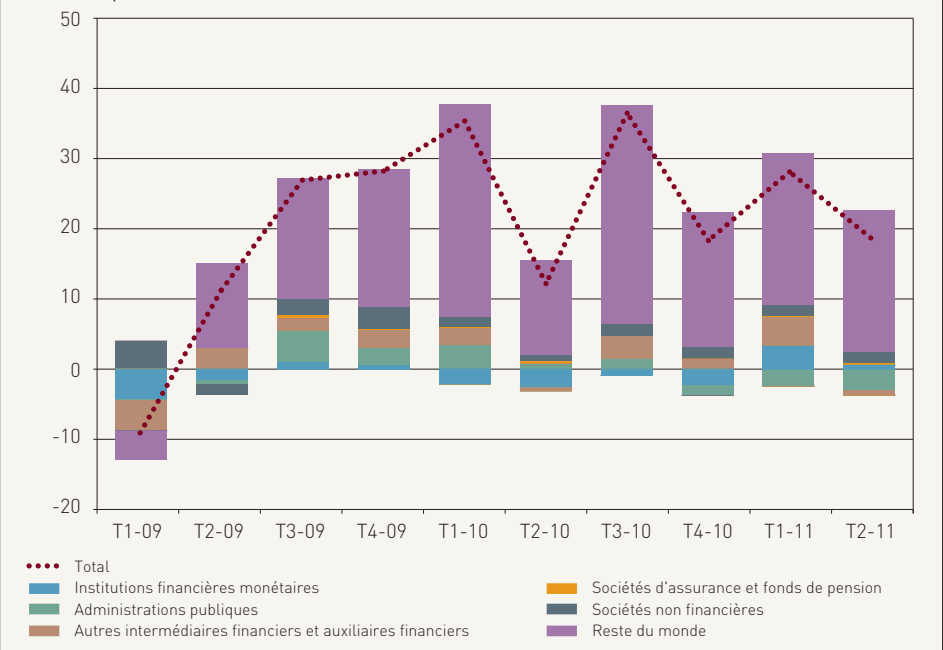
Sur l'ensemble de la période étudiée, les parts émises par les fonds d'investissement luxembourgeois ont largement été utilisées pour l'achat de titres émis en dehors de la zone euro, avec des montants respectifs de près de 89 et 181 milliards d'euros pour les actions et les obligations entre janvier 2009 et juin 2011. Les achats nets sur les marchés

Graphique 2
Achats nets d'actifs par les fonds d'investissements luxembourgeois
(en milliards d'euros)



Source : BCL

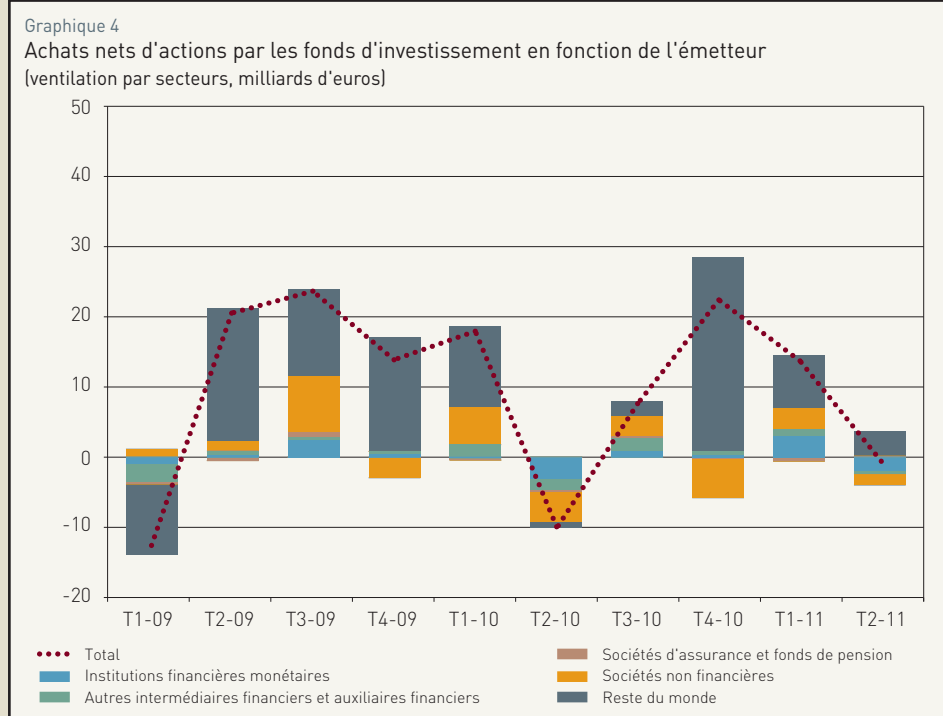
Graphique 3
Achats nets d'obligations par les fonds d'investissement en fonction de l'émetteur
(ventilation par secteur, milliards d'euros)



Source : BCL

6 A noter que sur l'ensemble de la période étudiée, les autres actifs ont affiché une forte volatilité sans pour autant influencer significativement sur le montant des achats nets d'actifs par les fonds d'investissement luxembourgeois.

actions et les marchés obligataires de la zone euro ont ainsi seulement représenté 13,4 % des flux totaux effectués par les OPC non monétaires luxembourgeois sur ces classes d'actifs au cours de cette période. De manière plus détaillée, les fonds d'investissement se sont dans l'ensemble désengagés des institutions financières et monétaires (-7 milliards d'euros) au profit, notamment, des sociétés non financières (+24,4 milliards d'euros) et des autres intermédiaires financiers (+15 milliards d'euros), et dans une moindre mesure, des administrations publiques (+5,2 milliards d'euros). Les acquisitions nettes d'obligations des administrations publiques ont toutefois essentiellement concerné la période précédant le quatrième trimestre de 2010.



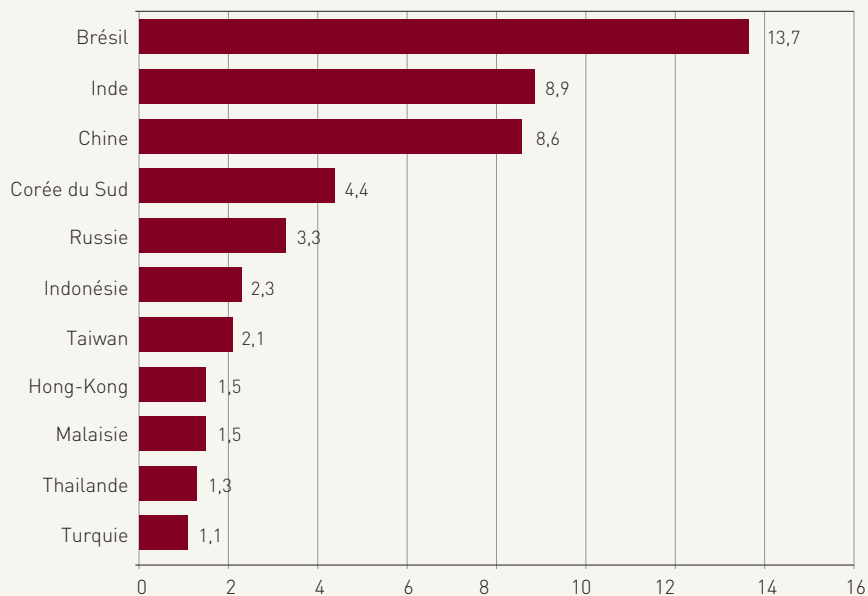
Source : BCL

Du point de vue des marchés actions, les achats effectués par les fonds d'investissement luxembourgeois aux Etats-Unis et dans les pays de l'UE non membres de l'Union monétaire ont certes été significatifs, avec 24 % des flux nets totaux enregistrés sur l'ensemble de la période, mais l'essentiel des transactions s'est traduit par une restructuration du portefeuille en faveur des pays émergents, à la faveur des perspectives de rendement prometteuses anticipées par les opérateurs sur cette classe d'actifs. Les économies représentées dans le graphique suivant ont ainsi enregistré à elles seules des flux nets de capitaux sur les marchés actions de la part des OPC non monétaires luxembourgeois de près de 50 milliards d'euros entre janvier 2009 et juin 2011.

Enfin, le marché américain est quant à lui demeuré le principal destinataire des fonds d'investissement luxembourgeois pour les achats d'obligations, avec des acquisitions nettes à hauteur de 66 milliards d'euros, soit près d'un tiers de l'ensemble des transactions réalisées sur cette classe d'actif sur l'ensemble de la période considérée. Les pays de l'UE non membres de l'Union monétaire ont quant à eux enregistré des flux nets de capitaux sur les marchés obligataires de près de 38 milliards d'euros, le Royaume-Uni et la Suède concentrant à eux seul plus de 60 % de ce montant.

Graphique 5

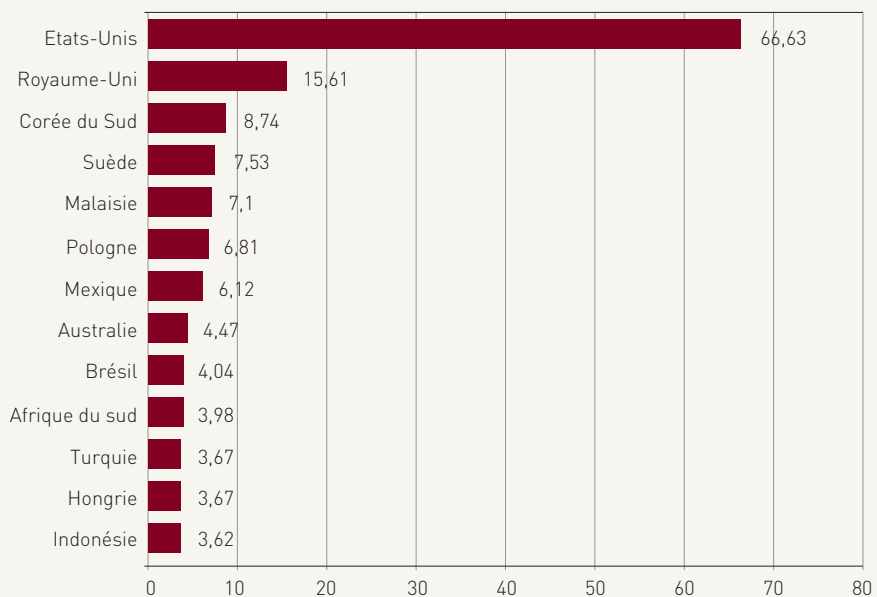
Achats nets d'actions vers les pays émergents
(ensemble de la période, milliards d'euros)



Source : BCL

Graphique 6

Achats nets d'obligations en dehors de la zone euro selon le pays émetteur
(ensemble de la période, milliards d'euros)



Source : BCL