

Un examen de la politique de placement des investisseurs institutionnels au plan international

INTRODUCTION

Les investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance, organismes de placement collectif) font l'objet depuis quelques années d'une attention particulière au sein de la communauté financière. Schématiquement, trois questions sont souvent posées. La première porte sur leur rôle dans le gouvernement des entreprises, avec en toile de fond l'affirmation en Europe continentale d'un modèle d'inspiration anglo-saxonne de type *Shareholder value*. La deuxième est en relation avec le fonctionnement des marchés de titres. L'organisation de la gestion institutionnelle (concurrence entre les gérants, etc.) pourrait entraîner des effets indésirables sur les prix d'actifs financiers (volatilité excessive, écarts durables relativement aux valeurs fondamentales). La troisième, plus macro-économique, envisage les investisseurs institutionnels à travers leur rôle dans le financement de l'économie (apport en fonds propres aux entreprises, etc.) et la manière dont ils réalisent leur activité d'intermédiation financière (transformation du risque, etc.). L'étude présentée ici se focalise sur ce dernier aspect. Précisément, nous essayons d'analyser les choix de portefeuille opérés par les grands types d'investisseurs institutionnels dans les principaux pays de l'OCDE, en mettant en évidence les motivations de ces choix et les tendances remarquables en cours.

Les placements réalisés par les investisseurs institutionnels ne peuvent être correctement appréhendés sans prendre en compte les contraintes auxquelles doivent faire face les gestionnaires. C'est pourquoi nous commençons cette étude par une présentation de ces contraintes, en distinguant les contraintes économiques (nature des engagements, offre d'actifs financiers) et celles résultant de la réglementation.

1. LES CONTRAINTES ÉCONOMIQUES

Les contraintes économiques sont tout d'abord directement fonction de la nature des engagements pris par les investisseurs institutionnels à l'égard des épargnants (**tableau 1**)¹. Les fonds de pension se trouvent de ce point de vue dans des situations opposées selon que l'on considère les fonds à prestations définies ou les fonds à cotisations définies. Les premiers ont pour objectif le versement à échéance d'une pension de retraite définie par référence au salaire (parfois le dernier) des individus. Le fonds de pension (ou plus précisément l'entreprise qui le sponsorise) est alors soumis à trois principaux risques : le risque financier découlant de l'incertitude dans la performance des placements, le risque de longévité découlant de l'incertitude en matière de durée de vie, enfin le risque d'inflation dans la mesure où le niveau de la rente à servir dépendra du salaire nominal au moment du départ à la retraite.

¹ Sur ces aspects, une réflexion détaillée est disponible dans Davis, E.P. (2001): *Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds*, OCDE.

Les fonds de pension à cotisations définies n'ont quant à eux aucun engagement à l'égard des salariés épargnants, hormis une obligation de moyens consistant à assurer de la manière la plus efficace possible la gestion des fonds qui leur sont confiés ; ils échappent donc à l'ensemble des risques précédents, qui sont assumés par les salariés. Cette situation est également celle des organismes de placement collectif (hormis ceux présentant une garantie), qui répercutent aux détenteurs l'intégralité des gains ou des pertes découlant de leur politique de placement.

Les contraintes économiques auxquelles sont soumises les compagnies d'assurance-vie dépendent de la nature exacte de leur activité et plus précisément des produits qu'elles commercialisent. Les contrats d'assurance-vie traditionnels en monnaie nationale sont assortis de garanties assez fortes portant sur la valeur nominale du capital et le niveau de rémunération (existence d'un plancher). Elles exposent l'assureur à un risque de marché. Une baisse des taux d'intérêt et, plus généralement, de la rentabilité du portefeuille de l'assureur, peut détériorer sa capacité à honorer ses engagements². A ce risque se superpose un risque de liquidité découlant de la possibilité pour l'assuré de "racheter" son contrat (avant ou après l'échéance fiscale). Dans le cas des contrats en unités de compte, les compagnies d'assurance ne garantissent en théorie aucune rémunération minimum ni valeur de capital, de telle sorte que le risque de marché est transféré intégralement aux assurés. Mentionnons également que les compagnies d'assurance commercialisent des contrats en rentes (comme le Plan d'épargne retraite populaire) ; dans ce cas, un risque supplémentaire apparaît, le risque de longévité.

Tableau 1 : Engagements et risques des investisseurs institutionnels

	Engagements de l'investisseur institutionnel	Risques portés par l'investisseur institutionnel
Fonds de pension		
Prestations définies	Versement d'une rente à échéance	Risque de marché, risque d'inflation, risque de longévité
Cotisations définies	Néant	Néant
Compagnies d'assurance-vie		
Contrats en monnaie nationale	Garantie du capital, revenu régulier	Risque de marché, risque de liquidité
Contrats en unités de compte	Néant	Néant
Contrat en rentes	Versement d'une rente	Risque de marché, risque de longévité
OPCVM		
Tous types (hors fonds garantis)	Néant	Néant

² Les faillites des compagnies d'assurance-vie japonaises à l'issue des années quatre-vingt-dix montrent bien les risques engendrés par les contrats d'assurance à taux garantis. Dans le courant des années quatre-vingt, de nombreuses compagnies d'assurance ont commercialisé des contrats assortis de taux de rendement garantis élevés. Cette politique était en partie soutenue par un marché d'actions porteur, engendrant de confortables plus-values sur le portefeuille parfois important des assureurs. Au début des années quatre-vingt-dix, le contexte macrofinancier a soudainement été bouleversé. A une tendance globalement haussière pour les taux d'intérêt, les marchés d'actions et les prix de l'immobilier, s'est substitué un mouvement long et puissant de déflation financière, qui a laminé le rendement du portefeuille des compagnies d'assurance. Il en a résulté une dégradation de la rentabilité des compagnies d'assurance, qui a atteint son paroxysme dans la seconde partie des années quatre-vingt-dix, lorsque la banque du Japon accentua l'assouplissement de sa politique monétaire. En 1997, la première faillite est celle de Nissan Mutual Life ; elle fut suivie par plusieurs autres (Toho Life en 1999, Daihyaku Life en 2000, etc). Sur les mécanismes de la crise de l'assurance-vie japonaise, voir Lacu C. (2000) : La crise de l'assurance-vie, *Economie internationale*, n° 84, 4^{ème} trimestre.

Les engagements mentionnés doivent conduire les fonds de pension à détenir un montant d'actions important. D'une part, contrairement aux titres à revenu fixe, leur rémunération est indexée sur l'inflation et elles permettent de ce fait une couverture du risque de hausse des salaires nominaux. D'autre part, elles présentent à long terme des propriétés statistiques intéressantes, à savoir une espérance de rendement élevée pour un risque atténué. Le poids accordé aux actions peut d'ailleurs être modulé en fonction de la maturité du fonds : un jeune fonds (beaucoup de cotisants relativement aux pensionnés) investira plus massivement en actions qu'un fonds mature, plus soucieux de sécuriser le capital accumulé et d'obtenir une distribution régulière de revenu auquel adosser le paiement des pensions. Ce dernier objectif est justement celui que visent les compagnies d'assurance dans le cadre de leur activité traditionnelle (contrats en monnaie, rentes garanties) ; il les porte à investir en obligations l'essentiel des cotisations perçues. Dans le cadre des contrats en unités de compte, la politique d'investissement est déterminée par les assurés, qui supporteront les conséquences financières de leur choix. La répartition du portefeuille entre actions et obligations dépend alors fondamentalement des préférences des individus. Au total, l'actif des compagnies d'assurance dépend de la composition de leur portefeuille d'activités, l'inclinaison à investir en obligations étant d'autant plus forte que les activités traditionnelles jouent un rôle important au sein des engagements.

Les contraintes économiques susceptibles d'altérer la politique de placement se trouvent également du côté de l'offre d'actifs financiers. Les grands choix de structures financières au niveau national déterminent la quantité et la qualité des actifs disponibles. Dans les pays où les financements se font en majorité par des prêts bancaires, les marchés financiers ou certains de leurs segments peuvent être insuffisamment liquides pour permettre des placements opérés par des investisseurs de taille importante. On peut prendre l'exemple du marché des obligations privées, et tout particulièrement celles émises par les entreprises non financières, qui est de taille négligeable dans beaucoup de pays d'Europe continentale. On peut noter toutefois qu'à long terme, le développement des marchés financiers est indissociable de celui des investisseurs institutionnels, et que la demande de titres est à même de susciter une offre plus abondante.

2. LES CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES

La politique de placement des investisseurs institutionnels fait l'objet d'une réglementation dont la philosophie et les contours diffèrent d'un pays à l'autre. Pour ce qui concerne les organismes de placement collectif, l'absence de contrainte de passif implique qu'une politique réglementaire différente de celle qui s'applique aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance. L'essentiel de la réglementation vise d'une part à donner à l'épargnant une information exhaustive et fiable sur la nature de la gestion mise en œuvre par l'organisme, d'autre part à encadrer l'usage de pratiques ou d'instruments considérés comme exagérément risqués (gestion alternative, dérivés de crédit, etc). Pour ce qui concerne les fonds de pension et les compagnies d'assurance, deux grands types de réglementation ont été mis en place dans les pays développés³. Le premier pose comme exigence que le gestionnaire doit adopter une gestion dite de "l'homme prudent". Une gestion est dite prudente lorsqu'elle repose sur le principe de diversification des placements et qu'elle prend pleinement en compte la nature des engagements à l'égard des épargnants. Une marge de manœuvre importante est laissée aux gestionnaires, au sens où sa gestion doit s'inspirer d'une analyse globale de l'actif et du passif, du contexte financier, etc.

³ Voir Leflaive V. (2001) : *The supervision of insurance solvency: comparative analysis in OECD countries*, OCDE.

Mais ces conditions ne sont pas suffisantes ; le gestionnaire prudent doit pouvoir justifier d'un contrôle interne satisfaisant et mettre en place un processus d'allocation d'actifs garantissant à la fois l'efficacité et la sécurité la plus grande de la politique de placement.

Le second type de réglementation est plus directif, puisqu'il s'agit de fixer des plafonds de détention pour certaines grandes classes d'actifs ou certains titres. De telles contraintes quantitatives portent sur les actifs présentant un risque élevé et/ou une faible liquidité, comme par exemple les actions non cotées. Elles peuvent également porter sur des titres d'un même émetteur, de manière à éviter une trop forte concentration du risque, ou sur des titres en monnaie étrangère, de manière à assurer une concordance minimum entre la monnaie de libellé des éléments de l'actif et celle des éléments du passif (règle de congruence).

Les informations collectées par l'OCDE et auprès des autorités nationales de régulation montrent une grande diversité des règles gouvernant la politique de placement des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Schématiquement, deux groupes de pays se distinguent. Le premier est composé des pays dont le système financier est orienté vers les marchés (*market-based* pour reprendre la terminologie anglo-saxonne), c'est-à-dire les États-Unis, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Ces trois pays adoptent comme principe de base la règle de l'homme prudent aussi bien pour les fonds de pension que pour les compagnies d'assurance-vie. Cependant, cette règle de l'homme prudent est complétée par des règles quantitatives portant sur l'auto-investissement (c'est-à-dire l'investissement d'un fonds de pension en titres de l'entreprise *sponsor*) ou la détention de titres émis par un même émetteur. Par exemple, aux États-Unis, un fonds de pension à prestations définies ne peut pas consacrer plus de 10 % de ses actifs à la détention de titres de l'entreprise *sponsor*.

Dans le second groupe de pays, on trouve l'Allemagne, la France, l'Italie le Japon, c'est-à-dire des pays dont le système financier est davantage orienté vers les banques (*bank-based*). Ces pays fixent des règles quantitatives pour la détention d'actions, de biens immobiliers, de créances diverses. Logiquement, pour ce qui concerne les actions, il semble que ce soit dans les pays où les marchés sont les plus étroits que la contrainte est la plus forte. Ainsi, les compagnies d'assurance-vie françaises peuvent, au regard de leurs engagements traditionnels (c'est-à-dire hors contrats en unités de compte), détenir jusqu'à 65 % de leurs actifs en actions cotées, tandis que le même plafond n'excède pas 35 % en Allemagne (après avoir été augmenté de 5 points en 2002) et 20 % en Italie⁴. L'existence de plafonds de détention pour les différents actifs ne dispense toutefois pas les gestionnaires d'une appréciation globale de leur allocation d'actifs et d'une mise en cohérence avec les contraintes de passif.

Les contraintes réglementaires portant sur l'évaluation des éléments de passif et la solvabilité sont également susceptibles d'influencer la politique de placement. Toute réglementation ayant pour conséquence de limiter à tout instant les écarts admissibles entre la valeur de marché du portefeuille de titres des investisseurs institutionnels et la valeur des engagements qu'ils sont censés couvrir peut conduire les gestionnaires à alléger leur position en actifs présentant une forte volatilité (afin de limiter les risques de sous-financement et donc les risques pour le sponsor de devoir alimenter le fonds). On retrouve ici le débat qui a entouré la réforme des fonds de pension au Royaume-Uni, avec l'introduction en 1995 du *Minimum Funding Requirement* et en 2000 de nouvelles normes comptables.

⁴ Ces plafonds s'appliquent aussi bien aux compagnies d'assurance-vie qu'aux fonds de pension.

⁵ Ces évolutions réglementaires ont consisté, d'une part en une prise en compte plus importante des conditions de marché dans la comptabilisation des éléments d'actif et de passif des fonds de pension, d'autre part en un durcissement des exigences de refinancement en cas de situation de sous-financement. Globalement, elles ont constitué une incitation à la détention d'obligations (au détriment des actions), stratégie permettant aux trustees de limiter les risques de se trouver en situation d'insuffisance d'actifs en cas d'évolution défavorable des marchés d'actions. Les propos qui suivent montrent que les fonds de pension britanniques ont significativement réalloué dans cette direction leur portefeuille de titres. Cf. Blake D.: *UK pension fund management: how is asset allocation influenced by the valuation of liabilities ?*, Pensions Institute, Birkbeck College, February 2001.

3. LE PORTEFEUILLE DES COMPAGNIES D'ASSURANCE-VIE

De manière générale, le portefeuille des compagnies d'assurance-vie est davantage porté vers les produits de nature obligataire, mais là encore on est en mesure de constater des différences très marquées (**tableau 2**). Pour une bonne part, elles proviennent de positionnements différents en matière d'offre de produits financiers. Au Royaume-Uni, les compagnies d'assurance commercialisent très largement des produits d'assurance-vie et d'épargne retraite à rendement variable, qui lèvent la contrainte de garantie en capital et de rendement minimum propres aux contrats d'assurance-vie traditionnels⁶. De ce fait, leurs investissements en actifs risqués sont plus massifs. En 2003, d'après les statistiques fournies par l'*Office for National Statistics*, le portefeuille d'actions représentait 36,2 % du total de l'actif financier des compagnies d'assurance-vie britanniques. Dans les autres pays, le poids des contrats d'assurance-vie traditionnels est plus important, et cela se retrouve dans la place accordée au portefeuille obligataire, qui représente plus des deux tiers de l'actif en France et en Italie, et 56 % aux États-Unis.

Tableau 2 : Portefeuille des compagnies d'assurance-vie (2003, %)

	Allemagne	France	Italie	Pays-Bas	Royaume-Uni	Etats-Unis
Dépôts	28,6	1,4	1,7	3,3	3,1	1,3
Prêts	35,3	1,4	0,4	23,0	1,5	9,7
Titres de dette	8,4	66,5	70,7	37,4	43,8	56,3
Actions	1,5	7,0	7,2	31,4	36,2	24,4
Parts d'OPCVM	25,3	23,2	17,0	0,6	8,9	6,4
Autres	0,9	0,5	3,0	4,3	6,6	2,0

Sources : Banques centrales, ONS, CCAMIP, GDV, AMF

L'Allemagne présente une situation véritablement atypique, au sens où les assureurs-vie y détiennent un portefeuille d'obligations très faible comparativement aux pratiques observées dans les autres pays. En 1992, ce portefeuille équivalait à moins de 10 % de l'actif total des assureurs outre-Rhin. Une part importante des investissements des compagnies d'assurance-vie est composée d'instruments financiers spécifiques (les *registered bonds*) émis par les établissements de crédit et qui sont d'ailleurs assimilés par la *Bundesbank* à des dépôts à terme⁷. On trouve également dans le bilan des compagnies d'assurance allemandes une forte proportion de prêts (plus du tiers). Pour l'essentiel, il s'agit également de prêts accordés aux établissements de crédit. On a donc finalement en Allemagne une interconnexion très forte entre l'activité des assureurs et celle des banques, les secondes captant la majeure partie des placements effectués par les premiers.

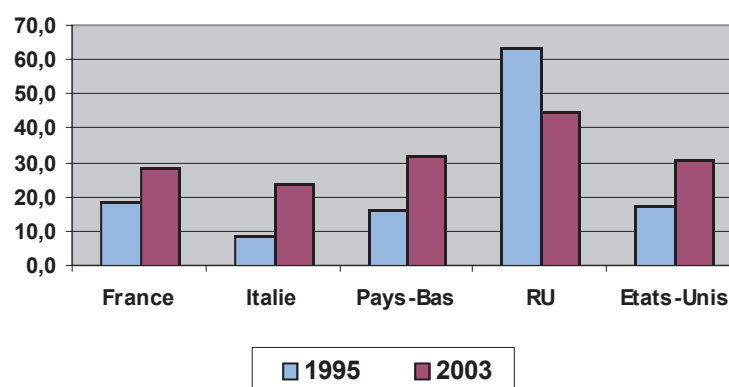
⁶ D'après l'*Association of British Insurers*, à la fin de l'année 2000, 37 % des encours de contrats d'assurance-vie (au sens large, i.e. y compris épargne retraite) correspondaient à des contrats à rendement variable (*linked policies*). Par ailleurs, ces derniers contrats étaient investis à hauteur de 72 % en actions (contre 46 % pour les *non-linked policies*).

⁷ Cette particularité du système financier allemand aboutit à ce que le marché obligataire est dans ce pays un marché très largement interbancaire, les banques apparaissant massivement aussi bien du côté de l'offre (notamment à travers l'émission de *Pfandbriefe*) que du côté de la demande.

On peut remarquer que dans les trois pays d'Europe continentale, les assureurs détiennent un montant assez important de parts d'OPCVM. En France et en Italie, la présence de ce type d'actifs au bilan découle pour l'essentiel des engagements des compagnies d'assurance-vie au titre des contrats en unités de compte⁸. En Allemagne, où ce dernier type de contrat est beaucoup moins répandu, elle reflète l'acquisition par les compagnies d'assurance de fonds qui leur sont spécialement dédiés (les *Spezialfonds*), soit pour profiter des économies d'échelle dégagées par la gestion collective, soit pour profiter des règles comptables et fiscales attachées à l'investissement en parts d'OPCVM⁹. La montée en puissance des fonds d'investissement au bilan des compagnies d'assurance du Sud de l'Europe, tout comme d'ailleurs le poids plus important des actions aux États-Unis, est un phénomène assez récent (**graphique 1**). Elle traduit une tendance des compagnies d'assurance à détenir plus massivement des actifs risqués, dans un contexte où l'offre de produits financiers tend de plus en plus à faire supporter par l'épargnant le risque de marché. Le cas des États-Unis est à cet égard exemplaire. Au début de la décennie quatre-vingt-dix, le poids des actions et parts d'OPCVM à l'actif des compagnies d'assurance-vie était dans ce pays assez négligeable, de l'ordre de 6%. L'effort commercial entrepris par les assureurs pour contrer la concurrence des *Mutual Funds* s'est traduit par le développement des *variable life insurance* et des *variable annuities*, avec comme conséquence une augmentation très significative des supports risqués au sein du portefeuille d'actifs.

Le Royaume-Uni a connu une évolution sensiblement différente des autres pays. En particulier, le retournement des marchés d'actions au début des années 2000 s'est traduit par une remontée de la collecte sur les supports présentant le risque le plus faible, avec comme conséquence des flux d'achats d'actions plus modestes relativement à l'ensemble des investissements des compagnies d'assurance. Ce mouvement, combiné aux moins-values (potentielles) enregistrées sur le portefeuille d'actions au cours de la période 2001-2002, a impliqué un recul très marqué de la part des actions dans le portefeuille des assureurs, de l'ordre de 18 points.

Graphique 1 : Part des actions et titres d'OPCVM à l'actif des compagnies d'assurance-vie* (%)



Sources : Banques centrales, OCDE, ONS, GDV, AMF

* Pour la France, il s'agit de l'ensemble des compagnies d'assurance et les actions considérées sont les actions cotées (statistiques issues du tableau des opérations financières élaboré par la Banque de France).

⁸ En France, par exemple, les contrats d'assurance-vie en unités de compte représentaient en 2003 environ un cinquième de l'ensemble des provisions mathématiques.

⁹ Cf. Bundesbank (2004): *The insurance sector as a financial intermediary*, Monthly Report, December.

4. LE PORTEFEUILLE DES FONDS DE PENSION ET DES OPCVM

Dans les pays anglo-saxons et aux Pays-Bas, les fonds de pension investissent largement sur les marchés d'actions, conformément aux principes précédemment évoqués (**tableau 3**). Le poids des actions dans l'ensemble du portefeuille est d'ailleurs du même ordre dans les trois pays, les Pays-Bas constituant le point haut, avec 48,4 %. Si l'on tient compte des actions détenues à travers les parts d'OPCVM (dont la présence dans le portefeuille témoigne de l'existence de fonds de pension à cotisations définies), alors les États-Unis et le Royaume-Uni présentent une exposition au risque des marchés d'actions plus importantes. En Allemagne et en Italie, le portefeuille d'actions des fonds de pension est presque négligeable et l'on peut remarquer que le plafond de détention fixé par les autorités de régulation est loin d'être atteint. On retrouve probablement ici les effets de l'étroitesse des marchés d'actions domestiques, qui empêchent de mettre en œuvre une véritable politique de gestion sur ce type de titres et qui contraignent les fonds de pension à se cantonner à la détention d'actifs à revenu fixe (obligations pour l'essentiel en Italie, prêts, etc.).

Tableau 3 : Portefeuille des fonds de pension* (année 2003, %)

	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Royaume-Uni	Etats-Unis
Dépôts	2,0	12,3	3,9	2,6	4,0
Prêts	40,5	11,3	5,7	0,0	0,5
Titres de dette	57,4	51,8	39,0	23,1	22,6
Actions	0,1	10,4	48,4	45,4	43,0
Parts d'OPCVM	0,0	14,3	0,0	16,1	18,0
Autres	0,1	0,0	3,0	12,7	11,9

Sources : Banques centrales, OCDE, ONS, AMF

* Pour l'Allemagne, les statistiques (émanant de l'OCDE) portent sur l'année 2001. Elles couvrent les Pensionskassen.

On peut ici aborder les éventuelles différences entre le comportement financier des fonds de pension à prestations définies, qui font face à une véritable contrainte de gestion de bilan et dont les choix en matière financière sont de la responsabilité de managers professionnels, et les fonds de pension à cotisations définies, dont le portefeuille global n'est souvent que l'agrégation de choix et de portefeuilles individuels¹⁰. Aux États-Unis, les statistiques fournies par la *Federal Reserve* pour l'année 2003 suggèrent que les fonds à cotisations définies sont sensiblement plus exposés au risque des marchés d'actions que leurs homologues à prestations définies (**tableau 4**).

¹⁰ Ce propos doit certainement être nuancé dans le cas du Royaume-Uni. Le rapport Myner, daté de mars 2001 et consacré à la gestion institutionnelle, souligne que, dans les faits, de nombreux salariés délèguent au trustee la gestion de leur épargne en choisissant, parmi les options d'investissement disponibles, celle ne présentant pas de profil particulier (default option).

En effet, si l'on retient que les parts de *Mutual Funds* détenues dans le cadre des plans de retraite d'entreprise sont investies pour l'essentiel en actions (à plus de 70 % d'après l'*Investment Company Institute*), alors la part des actions (détenues de manière directe ou indirecte) dans le total des actifs est de l'ordre de 60 % (contre environ 20 % pour les titres de dette). Cela a un caractère peut-être un peu surprenant, dans la mesure où l'on aurait davantage anticipé une aversion au risque plus forte des ménages comparativement à celle des *trustees* responsables de la gestion des fonds à prestations définies.

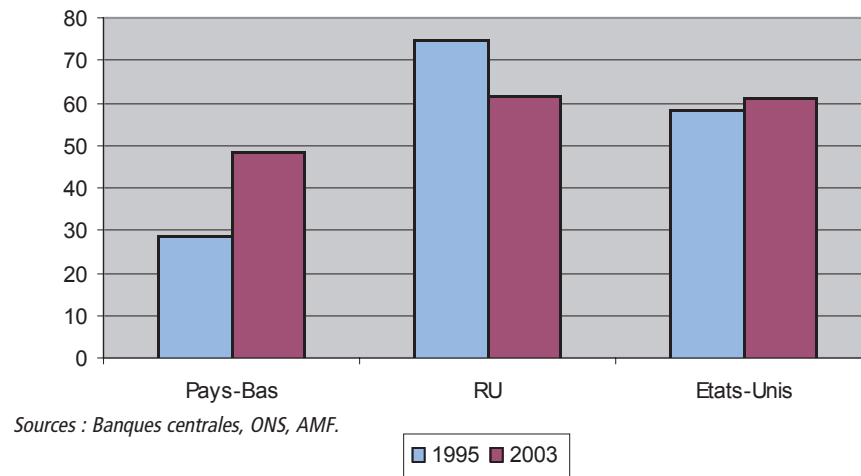
Tableau 4 : Portefeuille des fonds de pension à prestations définies et à cotisations définies - États-Unis (année 2003, %)

	Fonds de pension à prestations définies	Fonds de pension à cotisations définies
Dépôts	9,1	1,7
Titres de dette	29,8	7,1
Actions	38,3	36,2
Parts de Mutual Funds	11,0	38,1
Contrats d'assurance	4,9	10,7
Autres	6,9	6,2

Source : Federal Reserve

L'actif des fonds de pension a connu des évolutions assez marquées dans certains pays depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Aux Pays-Bas, la mise en place de l'euro a permis aux fonds de pension d'accéder largement aux marchés d'actions étrangers, et il en a résulté une augmentation sensible des actifs risqués au sein des portefeuilles (**graphique 2**). Ce changement d'allocation d'actifs s'est réalisé principalement au détriment des prêts, dont l'encours a très sensiblement diminué sur l'ensemble de cette période, passant de 88 milliards d'euros en 1995 à seulement 27 milliards en 2003. Au Royaume-Uni, on a observé une évolution opposée en ce qui concerne la détention d'actifs risqués puisque, sur la même période, le poids des actions et des parts d'OPCVM au sein du portefeuille des fonds de pension britanniques a reculé de plus de 13 points. Le durcissement de la réglementation des fonds de pension à prestations définies (introduction du *Minimum Funding Requirement* en 1995, cf. supra) constitue une première justification de ce désintérêt relatif pour les actifs risqués. La crainte des gestionnaires de ne pas respecter les exigences en matière de solvabilité (situation possible en cas de recul de la valeur de marché des actions) a en effet certainement dopé la demande d'actifs présentant une exposition plus faible au risque de marché. La montée en puissance des fonds de pension à cotisations définies constitue probablement un deuxième facteur explicatif du changement de la composition des portefeuilles. Précisément, les *trustees* ont géré de manière très "conservatrice" les fonds importants placés par les salariés sur les fonds laissant à ces mêmes *trustees* la responsabilité de l'allocation d'actifs (*default option*, cf. supra).

Graphique 2 : Part des actions et titres d'OPCVM à l'actif des fonds de pension (%)



On peut mettre en relation les résultats précédents portant sur l'actif des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension avec la composition du portefeuille des OPCVM, afin d'obtenir une vision aussi complète que possible de l'ensemble du "recyclage" opéré par les investisseurs institutionnels. On peut approcher l'allocation d'actifs des OPCVM à partir de la répartition, dans chaque pays, par grands types de fonds (**tableau 5**)¹¹. En l'absence de contraintes de gestion de bilan, on retrouve globalement la même différence que pour les fonds de pension et les compagnies d'assurance : dans les pays à marchés financiers développés, les ménages tendent à investir massivement sur les marchés d'actions. Inversement, dans les autres pays, la proportion d'actions dans les portefeuilles est plus modeste, au profit d'une détention plus importante de produits de taux. On doit toutefois nuancer le propos en remarquant que la détention d'actions est très importante en Allemagne et en France ; dans le premier pays, les fonds actions représentent plus de la moitié des encours sous gestion, contre seulement 38 % pour les fonds obligataires ; dans le second, 72 % des fonds ont un fort contenu en actions dès lors que l'on prend en compte les fonds actions mais également les fonds diversifiés.

Tableau 5 : Répartition des OPCVM de long terme (année 2003, % de l'encours)

	Allemagne	France	Italie	Pays-Bas	Royaume-Uni	Etats-Unis
Actions	54,0	36,8	26,4	61,8	75,1	68,7
Diversifiés	7,9	35,1	20,3	12,6	7,9	8,1
Obligataires	38,1	28,2	53,3	25,6	17,1	23,1

Source : EFAMA

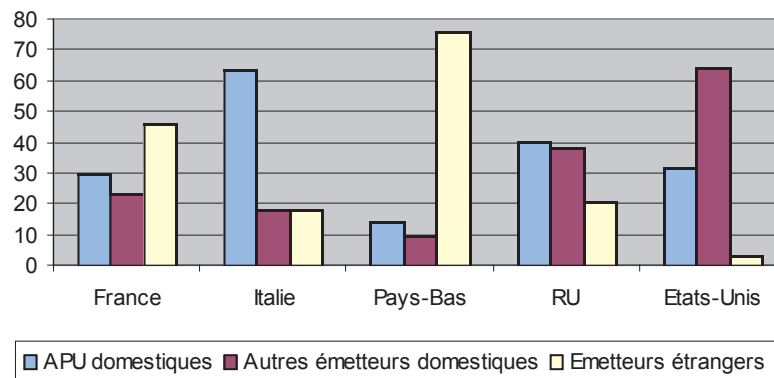
¹¹ Nous négligeons les OPCVM monétaires, dans la mesure où l'objet est ici la gestion de l'épargne de long terme.

En Allemagne et en Italie, il est intéressant de remarquer que la majorité des actions détenues sont des actions étrangères. Cela conforte bien l'interprétation en termes d'étroitesse des marchés de capitaux domestiques pour justifier la très faible détention d'actions dans ces deux pays par les compagnies d'assurance et les fonds de pension. D'après la Banque d'Italie, en 2003, les actions de sociétés italiennes représentaient moins de 20 % de l'ensemble du portefeuille d'actions des fonds d'investissement. Pour ce qui concerne l'Allemagne, le poids des émetteurs domestiques ne dépasse pas le tiers selon la *Bundesbank*.

5. FOCUS SUR LES PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES

L'examen du portefeuille de titres de dette des investisseurs institutionnels permet d'apporter des éléments d'information sur la nature du risque porté par l'intermédiaire et sur l'organisation des circuits de financement. L'absence de statistiques portant sur la nature exacte des agents sur lesquels les investisseurs détiennent une créance rend l'analyse difficile. Le **graphique 3** présente une décomposition du portefeuille obligataire des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension ; sont distingués les émetteurs domestiques, *corporate* (entreprises non financières et institutions financières) ou administrations publiques, et les émetteurs étrangers. De manière assez peu surprenante, c'est dans les pays anglo-saxons que le portefeuille est le plus largement composé de titres de la dette privée. Aux États-Unis, leur part s'élève à près des deux tiers. Les compagnies d'assurance et les fonds de pension jouent donc directement un rôle important dans le financement du secteur privé, que ce soit à travers l'acquisition de titres émis par les entreprises non financières ou à travers l'achat de titres émis par des institutions financières. Étant donné le rôle très modeste des intermédiaires financiers traditionnels du côté offre du marché obligataire américain, l'essentiel des créances que les compagnies d'assurance détiennent sur le secteur financier provient certainement d'achats de titres émis par les *Issuers of asset backed securities* dans le cadre d'opérations de titrisation¹².

Graphique 3 : Portefeuille obligataire des assureurs et des fonds de pension (année 2003, %)



Sources : Banques centrales, ONS, AMF

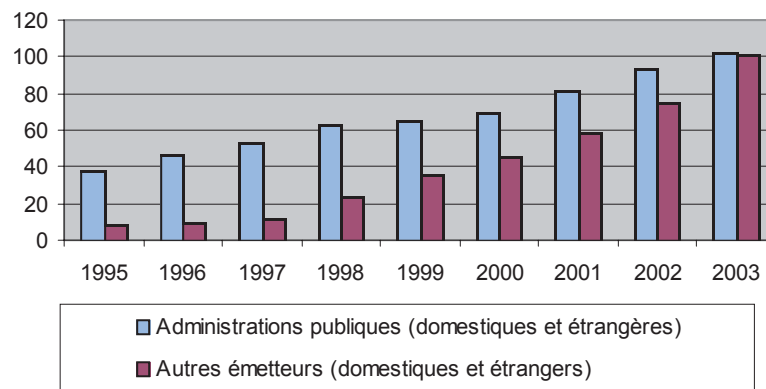
NB : Pour ce qui concerne l'assurance, les statistiques se réfèrent au portefeuille de l'ensemble des compagnies d'assurance, et non pas des seules compagnies d'assurance-vie, sauf pour les États-Unis. Les autres émetteurs domestiques correspondent aux institutions financières (établissements de crédit, sociétés financières, fonds communs de créance, etc.) et aux entreprises non financières. Aux États-Unis, la Federal Reserve donne la seule détention globale de "corporate and foreign bonds" par les compagnies d'assurance et les fonds de pension, sans distinction entre ces deux types de titres. Sur la base d'informations disponibles par ailleurs, nous avons supposé que ce portefeuille se décomposait en 95 % d'obligations corporate domestiques et 5 % d'obligations étrangères.

¹² Les banques commerciales américaines ne recourent que de manière modeste au financement obligataire.

Les autres pays présentent tous des configurations spécifiques. En France, on est loin de la vision, largement héritée du passé, selon laquelle les assureurs financent exclusivement de la dette publique domestique. Les compagnies d'assurance consacrent en effet seulement le tiers de leur portefeuille aux titres de l'État français ; l'essentiel du portefeuille est composé de titres obligataires étrangers, vraisemblablement libellés en euro. Des informations complémentaires émanant de la CCAMIP permettent d'affirmer que les obligations étrangères détenues par les compagnies d'assurance-vie françaises sont largement des créances sur des émetteurs privés, de telle sorte que l'ensemble du portefeuille obligataire n'est dominé que modestement par les émetteurs publics (français ou appartenant à la zone OCDE).

En Italie, le portefeuille de titres de la dette publique domestique est beaucoup plus important, puisqu'il représente 64 % des actifs obligataires, contre seulement 18 % pour les titres de la dette privée domestique et les titres étrangers. Des informations complémentaires fournies par la Banque d'Italie suggèrent toutefois qu'il faut distinguer en la matière le cas des compagnies d'assurance vie et celui des autres acteurs (autres assurances et fonds de pension). Lorsque l'on distingue au sein des obligations étrangères celles émises par des acteurs de la sphère publique et celles émises par des acteurs de la sphère privée, on obtient en effet qu'en 2003, après un mouvement de rééquilibrage, les compagnies d'assurance vie italiennes partageaient leur portefeuille obligataire à parts à peu près égales entre ces deux types d'émetteurs (**graphique 4**)¹³. Enfin, les Pays-Bas ont un portefeuille obligataire composé pour l'essentiel de titres étrangers, ce qui reflète l'écart entre la capacité de placement des investisseurs institutionnels et la capacité d'accueil des marchés domestiques.

Graphique 4 : Portefeuille obligataire des compagnies d'assurance-vie Italie (milliards d'euros)

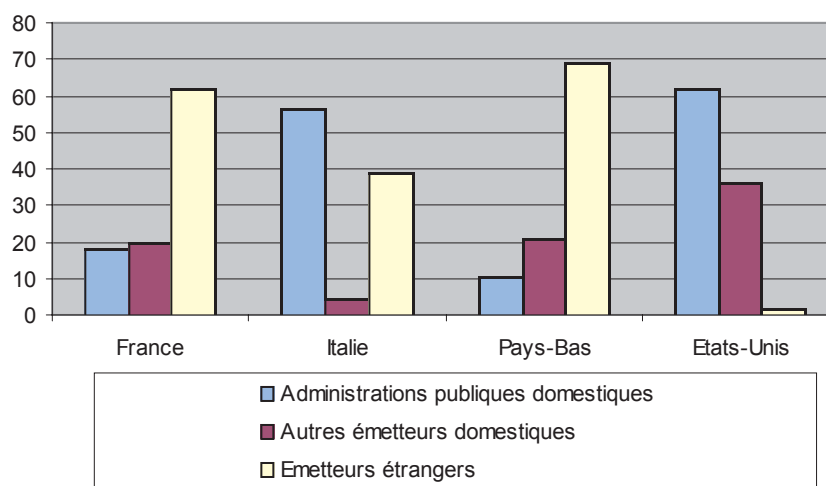


Source : Banque d'Italie

¹³ Le développement de la détention de titres corporate en Italie s'explique par l'érosion de l'offre de papier de la dette publique, le recours plus important des banques aux financements obligataires, et enfin par l'avènement de la monnaie unique européenne, qui a ouvert des horizons de placements nouveaux aux compagnies d'assurance italiennes.

Un examen du même type réalisé pour les OPCVM aboutit dans l'ensemble à des résultats assez proches quant à la composition des portefeuilles (**graphique 5**). On peut toutefois souligner certaines différences. En France et en Italie, les portefeuilles obligataires des OPCVM présentent une ouverture internationale significativement plus importante que ceux des assureurs, au détriment de la détention de titres de la dette publique. Aux Etats-Unis, on peut au contraire remarquer la très forte demande de titres de la dette publique par les *Mutual Funds*, au détriment cette fois des émetteurs *corporate*.

Graphique 5 : Portefeuille obligataire des OPCVM (année 2003, %)



Source : Banques centrales

SYNTHÈSE

Les portefeuilles des investisseurs institutionnels des grands pays de l'OCDE présentent une grande diversité. Elle résulte pour l'essentiel des choix en matière d'organisation des circuits de financement, qui conditionnent l'offre d'actifs financiers (marchés d'actions étroits en Allemagne et en Italie, etc.), des engagements des investisseurs institutionnels à l'égard des épargnants, et enfin des dispositifs spécifiques en vigueur dans chaque pays (état de la réglementation, etc.). Au-delà de ces différences, certains faits marquants méritent certainement d'être soulignés. En particulier, on assiste depuis le milieu des années quatre-vingt-dix (point de départ de l'étude) à une augmentation de la part des actifs risqués au bilan des compagnies d'assurance-vie, dans le cadre de l'émergence et du développement des contrats d'assurance-vie à rendement variable. Le Royaume-Uni, très en avance sur ce mouvement et dont la détention d'actions était extrêmement importante en 1995, fait cependant exception à cette règle, puisque les assureurs, comme d'ailleurs les fonds de pension (pour des raisons d'ordre réglementaire), y ont très sensiblement allégé leur portefeuille d'actions.

Ce constat sur l'évolution du bilan des assureurs appelle une remarque plus générale : la tendance des investisseurs institutionnels à faire supporter davantage de risques aux épargnants tout en leur faisant assumer les choix en matière d'allocation d'actifs (à travers certes le développement des contrats d'assurance en unités de compte mais également à travers l'érosion des fonds de pension à prestations définies) conduit à une distinction de moins en moins nette entre les grands types d'investisseurs institutionnels (en termes de transformation du risque, d'engagements à l'égard des épargnants). L'érosion des contraintes de passif spécifiques à chacun d'eux et le rôle croissant des individus dans les décisions d'allocation (au détriment des managers professionnels) pourraient impliquer à terme une convergence des structures de portefeuilles.

L'examen des portefeuilles obligataires a montré l'implication importante des investisseurs institutionnels dans le financement du secteur privé (institutions financières et entreprises), dans les pays anglo-saxons mais également en France ou en Italie (cas des compagnies d'assurance-vie). Un autre élément remarquable, d'ailleurs lié au précédent, est la très forte internationalisation des portefeuilles obligataires en Europe, particulièrement dans des pays comme la France ou les Pays-Bas.

Étude réalisée par Fabrice Pansard

Direction de la régulation et des affaires internationales de l'AMF