

La gestion collective aux États-Unis

INTRODUCTION

La gestion d'actifs s'est considérablement développée dans les pays industrialisés au cours des quinze dernières années. Installée de longue date dans les pays anglo-saxons, notamment en raison de l'existence de systèmes de retraite par capitalisation, elle n'a fait son apparition que beaucoup plus tardivement en Europe continentale, au fur et à mesure que les pouvoirs publics décidaient de promouvoir les marchés financiers comme mode alternatif de financement de l'économie. Si elle admet des formes variables, avec notamment l'existence d'acteurs spécifiques dans certains pays, elle se concentre pour l'essentiel au sein des organismes de placement collectif, des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie. L'étude qui suit porte spécifiquement sur les États-Unis. Après une présentation assez large de la gestion institutionnelle dans ce pays, elle se focalise sur le segment qui en a été le plus dynamique, en l'occurrence celui de la gestion collective.

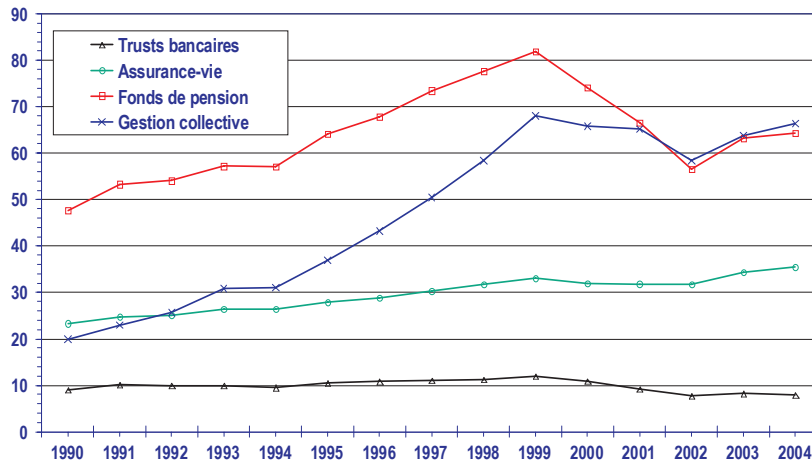
1. PANORAMA DE LA GESTION INSTITUTIONNELLE

L'épargne gérée par les investisseurs institutionnels a connu une progression extrêmement rapide au cours de la dernière décennie aux États-Unis. En 2004, l'ensemble composé des compagnies d'assurance-vie, des fonds de pension (publics et privés), des *trusts* bancaires¹ et des différentes formes de gestion collective (*Mutual Funds*, fonds fermés et ETFs) gérait un actif de 20,4 billions de dollars (ou 20 400 milliards de dollars)², soit une progression de l'ordre de 9% par an en moyenne depuis le début des années quatre-vingt-dix. Le rythme de croissance a été largement supérieur à celui de l'activité économique, et il traduit à ce titre une accentuation de l'accumulation patrimoniale aux États-Unis. En 1990, l'actif global des investisseurs institutionnels représentait 100% du Produit intérieur brut ; en 2004, cette même statistique est de 174% (**graphique 1**).

¹ Les *trusts* constituent une particularité du système financier américain : créés par des particuliers ou des sociétés pour leurs bénéfices propres ou celui de tiers, ils sont dotés de la personnalité morale et se voient confier l'administration de fonds et/ou de biens immobiliers sur la base de conventions personnalisées qui reflètent les besoins de leur constituant et fixent les modalités du retour des fonds gérés. Les données considérées au sein des *Flows of Funds* sont celles des *trusts* bancaires (*Bank Personal Trusts and Estates*) établis par les particuliers dans les banques et dans les sociétés de *trust* non-dépositaires non-assurées.

² Billion = mille milliards

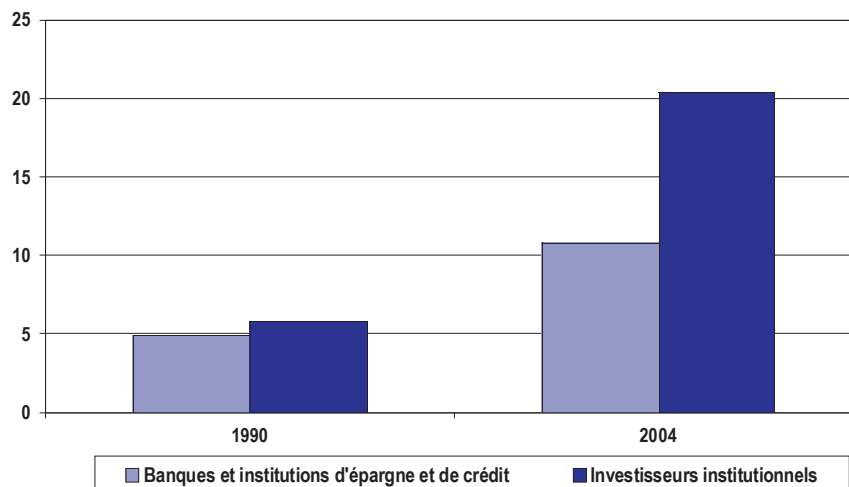
Graphique 1 : Actifs des investisseurs institutionnels - États-Unis (en % du PIB)



Source : Federal Reserve

Il est également possible d'apprécier le développement de la gestion institutionnelle en la comparant à l'intermédiation plus traditionnelle, à savoir celle mise en œuvre par les banques commerciales, les caisses d'épargne et les institutions de crédit. La progression des bilans bancaires a été rapide au cours des quinze dernières années, mais elle a été nettement inférieure à celle de la gestion institutionnelle, de telle sorte que l'on a assisté à une diminution du poids de l'intermédiation traditionnelle (du type crédits-dépôts), au profit d'une intermédiation davantage tournée vers les marchés financiers (**graphique 2**).

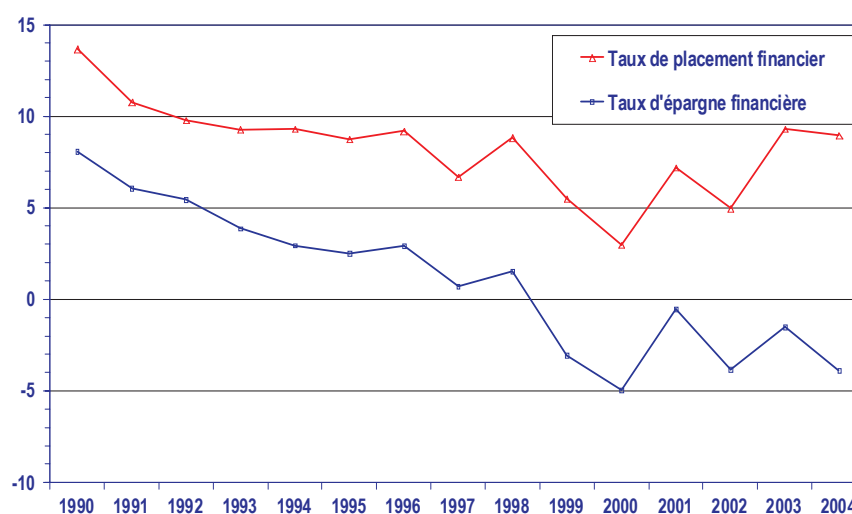
Graphique 2 : Intermédiation financière aux États-Unis (taille de l'actif en milliards de dollars)



Source : Federal Reserve

La montée en puissance de la gestion institutionnelle a bien entendu été en partie tirée par des phénomènes de valorisation importants, dans un contexte de forte hausse du cours des actions sur l'ensemble de la période (effet prix) ; mais elle a également résulté de flux de placements massifs (effet volume). On a souvent insisté par le passé sur le niveau très faible du taux d'épargne financière des ménages aux États-Unis. Cette situation résulte cependant pour une bonne part d'un endettement élevé et n'exclut pas que des montants importants soient investis en actifs financiers (**graphique 3**), comme en témoigne un taux de placements financiers des ménages (placements financiers rapportés au revenu disponible brut), certes en diminution par rapport à son niveau de 1990, mais qui a été globalement assez élevé sur l'ensemble de la période.

Graphique 3 : Épargne financière et placements financiers des ménages - États-Unis (%)



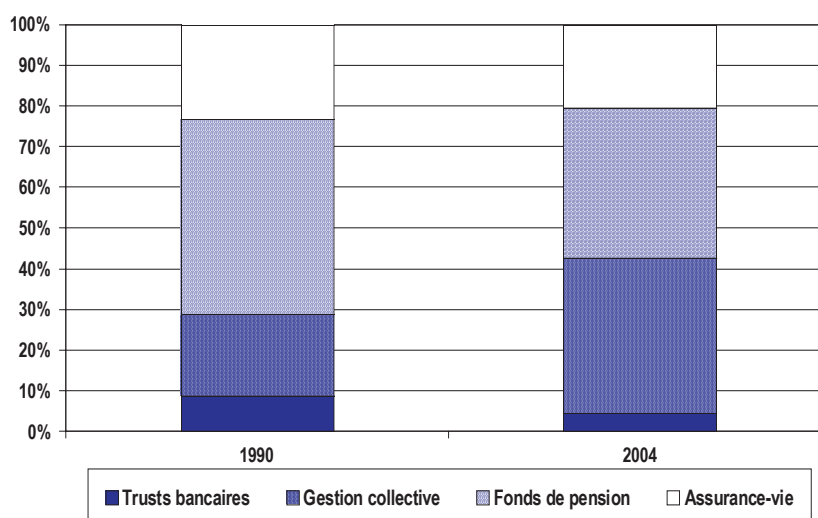
Source : Federal Reserve

La complexité croissante des relations entre les acteurs de la sphère financière est une autre explication du développement de la gestion institutionnelle. Par exemple, de nombreux fonds de pension sont investis en parts d'OPCVM (*Mutual Funds*, fonds fermés et ETFs) ou en produits proposés et gérés par les compagnies d'assurance, de telle sorte que les montants initialement investis par les ménages se trouvent comptabilisés deux fois, une première à l'actif du fonds de pension et une seconde à l'actif de l'OPCVM ou de la compagnie d'assurance. Le gonflement des encours ne doit donc pas nécessairement être interprété comme un enrichissement dans des proportions identiques des prêteurs initiaux.

Une approche désagrégée, considérant les investisseurs institutionnels par grandes catégories, permet de montrer que l'augmentation importante des encours s'est accompagnée d'une déformation significative des rapports de force entre les différents acteurs. Le mouvement le plus évident a été la montée en puissance des OPCVM et l'érosion des compagnies d'assurance vie et des fonds de pension (**graphique 4**). En 1990, les OPCVM géraient 19 % de l'épargne institutionnelle ; en 2004, cette part est de l'ordre de 38 %. *A contrario*, le poids des assureurs et des fonds de pension a reculé respectivement de 3 et 11 points. On peut noter que les pays européens présentent des rapports de force sensiblement différents.

En particulier, que ce soit en Europe continentale ou au Royaume-Uni, les compagnies d'assurance jouent un rôle quantitativement plus important. Dans ce dernier pays, les assureurs ont tiré largement profit de la réglementation applicable à l'épargne retraite individuelle. En imposant une sortie obligatoire en rentes sur les plans d'épargne retraite, la réglementation en effet crée un monopole de fait des compagnies d'assurance sur une partie importante de l'épargne des ménages britanniques.

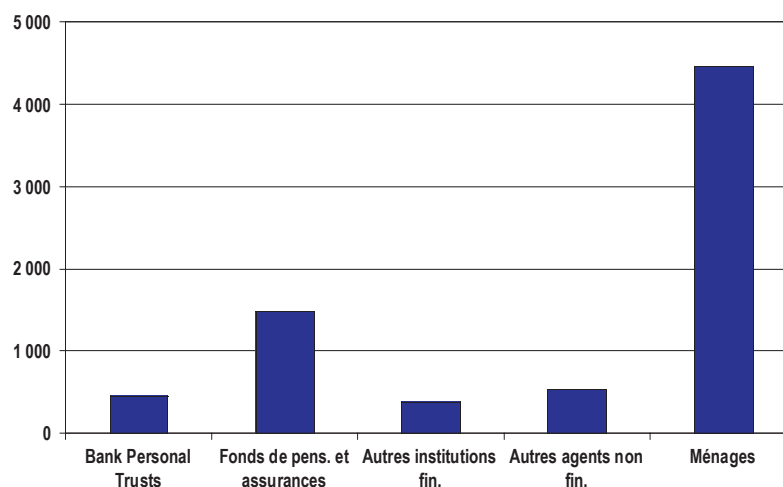
Graphique 4 : Épargne institutionnelle - États-Unis (%)



Source : Federal Reserve

2. LE MARCHÉ DES MUTUAL FUNDS

En 2004, le montant des parts de *Mutual Funds* (y compris fonds monétaires) s'élevait à 7 300 milliards de dollars. Le portefeuille est détenu directement par les ménages à hauteur de 4 500 milliards de dollars. Le solde, soit 2 800 milliards, est détenu par des investisseurs institutionnels (fonds de pension et compagnies d'assurance), d'autres institutions financières ou encore d'autres agents non financiers entreprises, etc. (**graphique 5**). On peut remarquer qu'une partie non négligeable de la détention émane des compagnies d'assurance et des fonds de pension, qui détiennent 1 500 milliards de dollars. On retrouve, pour l'essentiel ici, le rôle des plans d'épargne salariale/retraite mis en place au début des années quatre-vingt dans les entreprises du secteur privé, et qui font l'objet par leurs bénéficiaires d'un investissement important en parts ou actions d'OPCVM (*cf. infra*).

Graphique 5 : Détention de parts de *Mutual Funds* - États-Unis (Mds de dollars)

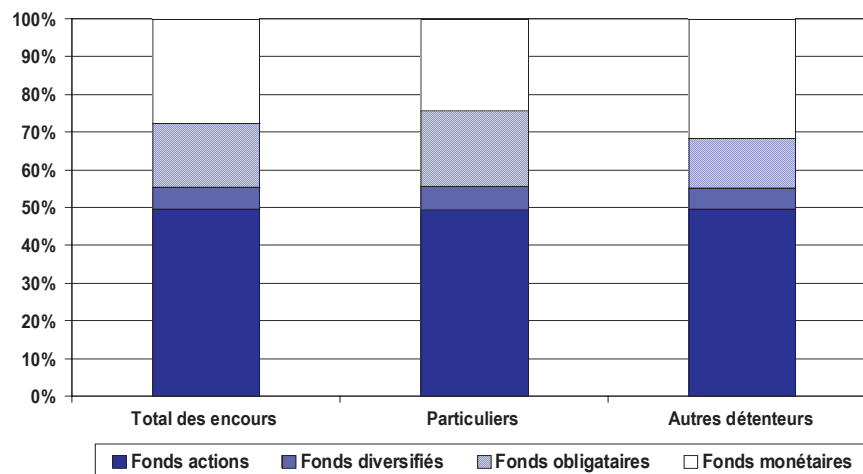
Source : Federal Reserve

La répartition des *Mutual Funds* entre catégories de supports d'investissement telle qu'elle est donnée par l'*Investment Company Institute* permet de dresser en première lecture trois constats. Le premier est qu'il existe aux États-Unis une large préférence collective pour les fonds actions, puisque ces derniers représentaient en 2003 environ 50 % des encours de la gestion collective (**graphique 6**). On peut d'ailleurs remarquer que l'épisode de bulle des marchés d'actions au tournant des années 2000 n'a pas sensiblement modifié cette part des fonds actions, puisqu'elle était en 1995 de l'ordre de 44 %. Le deuxième élément remarquable est que le poids des fonds obligataires est très faible comparativement à ce que l'on observe dans beaucoup de pays d'Europe continentale, où les OPCVM sont largement utilisés pour détenir des instruments de dette (c'est le cas notamment en Allemagne ou en Espagne). En 2003, ce type de fonds représentait environ 17% des actifs sous gestion. Le dernier constat est qu'il existe une large demande de parts d'OPCVM monétaires. En 2003, les fonds monétaires s'élevaient à 2 100 milliards de dollars, soit près de 28 % du total des encours. Ce développement des fonds monétaires, qui est également visible en France, a été rendu possible par l'existence d'un très large marché des titres de créance négociables, qui accueille aussi bien les titres émis par les administrations publiques et les institutions financières que le *commercial paper* émis par les entreprises non financières pour satisfaire leurs besoins de financement à court terme³.

³ En France, la création d'un véritable marché monétaire au milieu des années quatre-vingt s'est traduite rapidement par des émissions importantes de titres de créance négociables (TCN) par l'État, mais également par les institutions financières et les entreprises. Les OPCVM monétaires représentent dans ce pays 35 % de la gestion collective. Dans certains autres pays européens, le papier de court terme est beaucoup moins abondant, et de ce fait la gestion collective y est beaucoup plus réduite. Par exemple, en Allemagne, les fonds monétaires représentaient en 2003 environ 12 % du total des fonds domestiques. En Italie, les fonds monétaires occupaient jusqu'au début des années 2000 une place très modeste ; ils connaissent depuis un développement rapide, au point qu'en 2003 ils équivalaient environ au quart de la gestion collective italienne.

La répartition de ces actifs ne diffère pas fondamentalement si l'on isole le portefeuille des investisseurs particuliers et celui des institutionnels considérés dans leurs ensemble (fonds de pension, entreprises, institutions financières diverses). Tout au plus peut-on remarquer que les institutionnels détiennent moins de fonds obligataires et davantage de fonds monétaires. On retrouve ici le rôle des entreprises, qui utilisent la gestion collective quasi-exclusivement dans le cadre de la gestion de leur trésorerie.

Graphique 6 : Décomposition des *Mutual Funds* - États-Unis (année 2003, %)



Source : Federal Reserve

3. LA GESTION COLLECTIVE ET L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

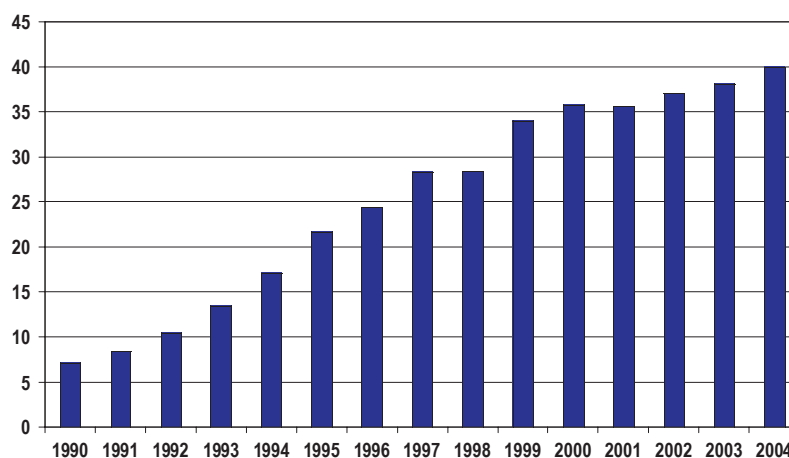
Le développement important de la gestion collective aux États-Unis a reposé tout d'abord sur l'évolution des dispositifs de retraite d'entreprise. En la matière, le premier changement important a été la substitution des fonds de pension à cotisations définies aux fonds de pension à prestations définies. Ce mouvement a été suscité aussi bien par les entreprises, afin de limiter les coûts et les risques engendrés par la gestion de leurs dispositifs de retraite, que par les salariés, soucieux de pouvoir récupérer un capital en cas de mobilité professionnelle⁴. Fin 2004, les fonds à cotisations définies géraient un montant d'actifs sensiblement supérieur à celui géré par leurs homologues à prestations définies, respectivement 2 600 milliards de dollars contre 1 800 milliards. Les flux de placement sur les fonds de pension à cotisations définies se sont portés pour l'essentiel sur les plans 401(k). Créés en 1978 par le *Revenue Act* mais entrés réellement en vigueur en 1981 (année où leur réglementation a été clarifiée), ils ont suscité un engouement très rapide des entreprises et des salariés, à tel point qu'en 2004 ils possédaient à leur actif 71 % du total des fonds de pension à cotisations définies⁵.

⁴ Sauviat C. (2003) : *Etats-Unis : les effets conjugués des faillites et de la baisse de la bourse sur les régimes complémentaires de retraite par capitalisation*, Chroniques internationales de l'IREs, N°81, mars.

⁵ Les plans d'épargne salariale 401(k) permettent aux salariés du secteur privé de contribuer à un fonds mis en place par l'entreprise. Moyennant application d'un plafond annuel, les contributions aux plans 401(k) sont exonérées d'impôt. Les revenus du capital perçus durant la phase d'accumulation ne subissent aucune imposition jusqu'à la sortie du plan. En cas de retrait anticipé (ie. avant 59½ ans), le salarié doit s'acquitter de pénalités, sauf si ce retrait donne lieu à un transfert des fonds dans un IRA ou un autre plan 401(k) (par exemple en cas de changement d'entreprise). Les cotisations peuvent être abondées par l'employeur. En matière d'investissement, les employeurs proposent une pré-sélection d'options, incluant, en général, un fonds actions, un fonds obligataire et un fonds monétaire.

Ces évolutions majeures dans le paysage de l'épargne retraite ont été un facteur essentiel dans le développement de la gestion collective aux États-Unis. Les promoteurs de plans 401(k) au sein des entreprises ont largement recouru à la gestion collective pour offrir aux salariés des options d'investissement de leur épargne retraite. La composition de l'actif des fonds de pension à cotisations définies du secteur privé montre ainsi que les parts d'OPCVM représentaient 40 % du total des actifs de ces plans à la fin de l'année 2004 (**graphique 7**).

Graphique 7 : Part des titres d'OPCVM à l'actif des fonds de pension à cotisations définies - États-Unis (%)



Source : *Federal Reserve*

La détention de parts ou actions d'OPCVM n'a pas transité uniquement par les dispositifs d'épargne retraite d'entreprise. Les ménages ont également massivement acquis ce type de titres dans le cadre d'une accumulation financière individuelle. L'examen de la composition du patrimoine financier des ménages donnée par la *FED* permet de mettre en évidence la détention de parts d'OPCVM à travers des comptes titres ordinaires ou des comptes d'épargne retraite du type *Individual Retirement Account* (IRA). Sur la période 1990-2004, le portefeuille de titres d'OPCVM des ménages a augmenté en moyenne de près de 13 % par an, soit un encours multiplié par plus de cinq sur l'ensemble de la période.

Tableau 1 : Patrimoine financier des ménages - États-Unis (%)

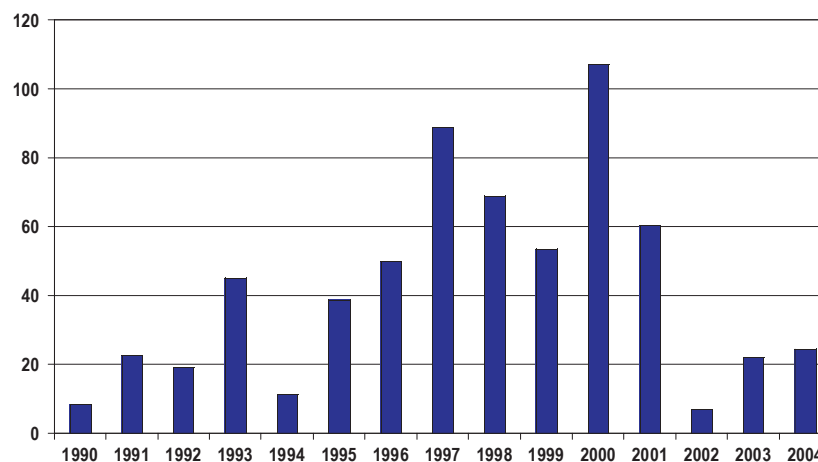
	1990	1995	2000	2004
Dépôts	24,8	15,8	11,7	15,6
Titres de dette	13,3	10,8	8,1	7,3
Actions	15,2	22,9	27,1	21,2
OPCVM monétaires	3,2	2,5	3,4	2,9
OPCVM de long terme	3,9	6,4	9,8	11,6
Assurance-vie	3,4	3,1	2,8	3,6
Fonds de pension	28,9	31,5	30,6	31,3
Bank personal trusts	4,7	4,5	3,8	3,1
Autres	2,6	2,5	2,7	3,5
Total	100	100	100	100

Source : Federal Reserve

NB : En tenant compte de la détention indirecte de parts d'OPCVM à travers des contrats d'assurance-vie, des fonds d'épargne retraite ou encore des *Bank Personal Trusts*, on obtient que les parts d'OPCVM représentent près de 21 % du patrimoine financier des ménages, soit un encours de 6 400 milliards de dollars.

Les statistiques portant sur les seuls flux (donc en excluant les phénomènes de valorisation découlant des mouvements des prix d'actifs) montrent bien l'intensité des achats réalisés par les ménages. Entre 1995 et 2001, période au cours de laquelle l'intérêt pour la gestion collective a été le plus prononcé, les ménages ont consacré en moyenne chaque année près des deux tiers de leurs placements financiers à l'acquisition de parts d'OPCVM (**graphique 8**). Les fonds placés au sein des IRA ont joué un rôle significatif dans cette croissance. Par exemple, sur cette même période, les achats de parts d'OPCVM à travers ces comptes d'épargne retraite se sont élevés à 570 milliards de dollars, soit un montant équivalent à 29 % du total des acquisitions de cette catégorie de titres.

Graphique 8 : Part des flux de placement des ménages consacrés aux parts d'OPCVM - États-Unis (%)



Source : Federal Reserve

L'examen de la composition du patrimoine financier des ménages permet de comprendre le rôle assez modeste que jouent au sein du système financier américain les compagnies d'assurance-vie comparativement aux fonds de pension et aux OPCVM. Les compagnies d'assurance développent deux grandes catégories d'activités. La première est l'activité traditionnelle d'assurance-vie, pratiquée en Europe continentale ; la seconde activité est celle d'épargne retraite, à travers la commercialisation et la gestion de produits en rente (*les annuités*⁶). L'orientation de l'épargne financière en direction de la gestion collective s'est manifestement réalisée au détriment des produits d'assurance vie, qui représentent une part très modeste du patrimoine financier des ménages (3,6 % en 2004). Quant aux *annuités*, leur place dans l'ensemble des dispositifs d'épargne retraite est également assez faible, même si, en cours, elles ont affiché une progression importante au cours de la décennie quatre-vingt-dix. Si l'on considère, par exemple, la composition des IRA, on constate que les contrats en rentes ont une part de seulement 12,3 % du total des montants investis par les ménages (contre 41,6 % pour les parts d'OPCVM)⁷.

4. LES FACTEURS DE DÉVELOPPEMENT

L'augmentation de la demande de parts d'OPCVM trouve des premiers éléments d'explication dans le contexte macrofinancier. En l'occurrence, la performance élevée des marchés d'actions au cours de la précédente décennie a très certainement joué un rôle important dans les choix d'allocation d'épargne des ménages, en les incitant à détenir davantage d'actifs risqués. Les statistiques de détention au niveau individuel suggèrent, en effet, que beaucoup de ménages ont eu recours à la gestion collective pour pénétrer sur le marché d'actions. A la fin des années quatre-vingt, environ un quart d'entre eux étaient détenteurs de parts de *Mutual Funds* ; en 2003, la proportion a doublé puisque la détention concerne près d'un ménage sur deux.

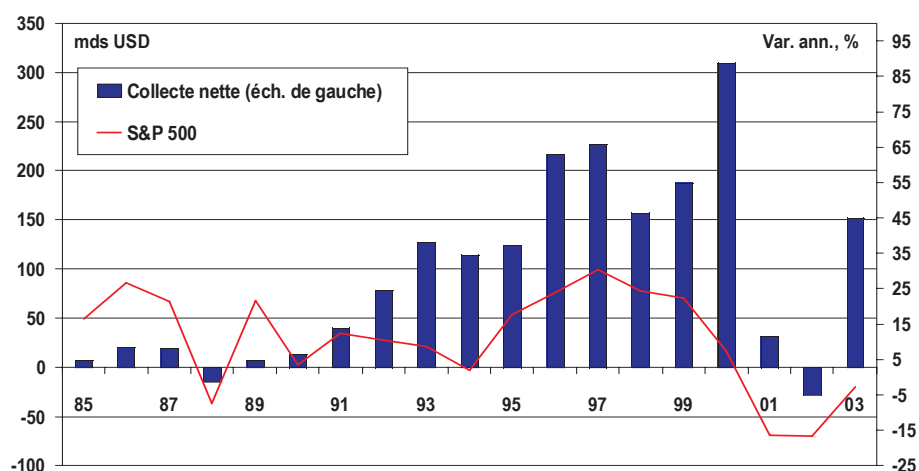
La relation positive entre le rendement et la demande peut être montrée simplement en rapprochant les flux de collecte des OPCVM actions et la performance du S&P 500 (**graphique 9**). Il apparaît clairement que la période où la collecte a été la plus importante est celle où les marchés d'actions ont été les mieux orientés, c'est-à-dire la seconde partie des années quatre-vingt-dix. La relation "flux-performances" a d'ailleurs fait l'objet de travaux académiques au cours de la période récente.

⁶ Les annuités sont des contrats d'épargne possédant les mêmes propriétés fiscales que les plans 401(k), à l'exception qu'il n'y a pas exonération des contributions versées. Les modalités de sortie sont multiples : rente, versement d'un capital (ou lump sum) ou encore versement d'un revenu régulier pendant une période déterminée. On distingue deux grands types d'annuités : les annuités fixes donnent la garantie du capital et d'un minimum de rémunération. Elles font donc porter le risque de marché à l'assureur. Les annuités variables -qui ont eu un succès significatif depuis une dizaine d'années- proposent au bénéficiaire un certain nombre d'options d'investissement sur lesquelles il conserve un contrôle total (il peut changer dans le temps son allocation d'actifs) mais lui font porter le risque de marché.

⁷ Le poids au bilan des compagnies d'assurance de l'activité de gestion d'épargne retraite est beaucoup plus important que celui de l'activité d'assurance vie. A l'issue de l'année 2004, les pension funds reserves inscrites au passif des assureurs-vie se montaient à 2002 milliards de dollars, contre 1067 milliards pour les life insurance reserves. En France, la situation est complètement opposée puisque les engagements au titre de l'épargne retraite occupent une place presque négligeable comparativement aux engagements au titre de l'assurance-vie (en 2003 respectivement 70 milliards d'euros pour les premiers et 771 milliards pour les seconds).

Certains résultats suggèrent une procyclicité assez marquée de l'investissement des ménages en parts d'OPCVM, ces derniers conditionnant leurs placements à la rentabilité historique dégagée par l'OPCVM⁸. L'hypothèse de procyclicité ne fait cependant l'unanimité. Notamment, Engen et Lehnert (2000)⁹ montrent que ce ne sont pas les performances passées qui "causent" la collecte des OPCVM, mais que ces deux événements sont liés à l'information exogène à disposition des investisseurs : toute information nouvelle tendrait ainsi à entraîner une révision des anticipations des investisseurs, avec des effets induits sur l'intensité de la collecte et le niveau des prix d'actifs.

Graphique 9 : Flux de placement en parts d'OPCVM actions et performance des marchés d'actions - États-Unis



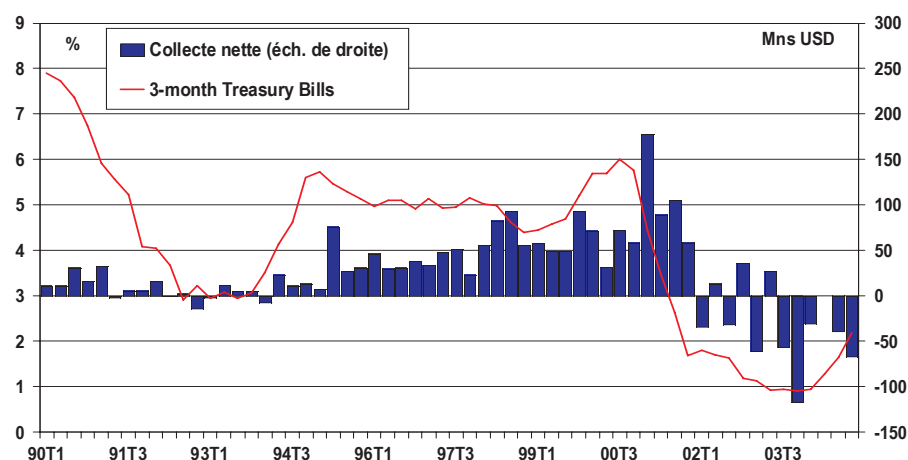
Source : Investment Company Institute

Le rôle des rendements comme déterminant de la collecte ne se borne pas aux seuls OPCVM de long terme. La demande de parts d'OPCVM monétaires est ainsi également fortement corrélée avec les conditions de prix en vigueur sur le marché monétaire ; les pics de collecte sur les fonds monétaires correspondent aux périodes où les taux du marché monétaire ont atteint leur plus haut niveau, soit au tournant des années 2000 (**graphique 10**). En particulier, au cours de l'année 2000 (période où les taux directeurs sont montés à 6,5%), les ménages ont acquis pour 146 milliards de dollars de titres d'OPCVM monétaires, sur un montant total de placements financiers de 214 milliards.

⁸ Le caractère pro cyclique des placements peut également être démontré à partir d'études en "coupe instantanée" : les ménages tendent à investir dans les fonds dont la performance récente a été la plus élevée. Ce type de comportement contredit l'hypothèse théorique traditionnelle de rationalité, dans la mesure où les rendements passés ne sont pas un indicateur de la rentabilité future. Voir Chevalier J., Ellison G. (1997) : Risk-Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives, *Journal of Political Economy*, vol. 105.

⁹ Engen E.M., Lehnert A: *Mutual Funds and the U.S. Equity Market*, *Federal Reserve Bulletin*; dec. 2000.

Graphique 10 : Flux de placement des ménages en parts d'OPCVM monétaires et taux d'intérêt à 3 mois - États-Unis



Source : Federal Reserve

La recherche de rendements élevés (et la prise de risque qu'elle suppose) a, par ailleurs, peut-être été soutenue par la durée et l'intensité de la phase de croissance économique aux États-Unis. Cette dernière a pu entraîner une hausse de la confiance des ménages et une diminution du risque portant sur leurs revenus salariaux, avec comme conséquence une inclinaison plus grande à prendre des risques sur leurs placements financiers.

Parallèlement à ces arguments liés à l'environnement économique, on évoque également souvent des facteurs d'ordre démographique, voire sociologique. En particulier, l'arrivée à l'âge mûr - qui correspond à l'âge auquel l'épargne financière est la plus abondante - des générations nombreuses du *baby boom* a pu mécaniquement doper la demande macroéconomique d'actifs de long terme et risqués. Ce phénomène a pu, par ailleurs, être renforcé par l'élévation du niveau d'éducation financière permis par une communication plus importante des intermédiaires financiers. Il est bien entendu difficile d'évaluer le rôle de ce type de facteurs dans les comportements d'épargne ; les estimations disponibles semblent leur accorder une importance assez mineure, en tout cas eu égard à l'ampleur des déformations patrimoniales observées au cours de la période considérée.

Les facteurs de demande (rendements, croissance économique) doivent être complétés par des facteurs d'offre. Comme nous l'avons mentionné, le développement de la gestion collective a été stimulé par le choix fait par les entreprises de recourir largement à la gestion collective pour accueillir l'épargne retraite de leurs salariés. Plus fondamentalement, la réduction des coûts de détention de parts d'OPCVM (*via* une baisse des commissions, des frais de gestion etc.) est également un facteur qui doit être avancé pour expliquer l'adhésion massive des ménages à ce type de supports¹⁰. Une telle baisse des coûts pourrait justifier le basculement observé de la détention directe d'actions vers la détention indirecte pour les ménages disposant d'un patrimoine élevé et participant déjà de ce fait au marché d'actions. Elle pourrait également justifier l'entrée, pour la première fois sur le marché d'actions, de ménages disposant d'un patrimoine plus modeste et pour qui les coûts de transaction (de la détention directe ou indirecte) constituaient une véritable barrière à l'entrée.

Étude réalisée par Laurent Grillet-Aubert et Fabrice Pansard

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

¹⁰ Cet argument est repris notamment par J. Duca (2004) : *Why Have U.S. Households Increasingly Relied on Mutual Funds to Own Equity ?*, Federal Reserve Bank of Dallas.