



OPC non monétaires français : un net recul des encours en 2018

En 2018, les organismes de placement collectifs (OPC) non monétaires français et de la zone euro ont enregistré, pour la première fois depuis 2011, une baisse d'encours (de respectivement $-7,9\%$ et $-2,4\%$). Cette contraction s'explique surtout par une baisse de la valorisation ($-5,2\%$ de l'encours pour la France et $-5,3\%$ pour la zone euro). Les fonds français ont en outre enregistré une décollecte de $2,7\%$ de l'encours en raison d'opérations de fusions transfrontières au sein de la zone euro, processus qui participe de l'intégration progressive des marchés de l'épargne en Europe.

Maxime PONSART

Direction des Statistiques monétaires et financières
Service de l'Épargne financière et de la Titrisation

Codes JEL
G11, G23

1 198 milliards d'euros

l'encours des OPC non monétaires français en 2018

- 68 milliards d'euros

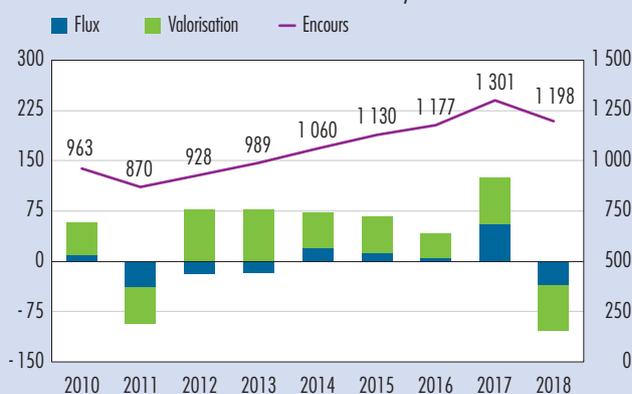
la baisse de valorisation

- 36 milliards d'euros

le montant des flux nets, dont -41 milliards d'euros liés aux fusions transfrontières

Évolution des OPC non monétaires français depuis 2010

(milliards d'euros ; échelle de gauche : flux et valorisation, échelle de droite : encours à fin décembre)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.

Source : Banque de France.



I La contraction des encours provient à la fois de la valorisation et de la collecte nette

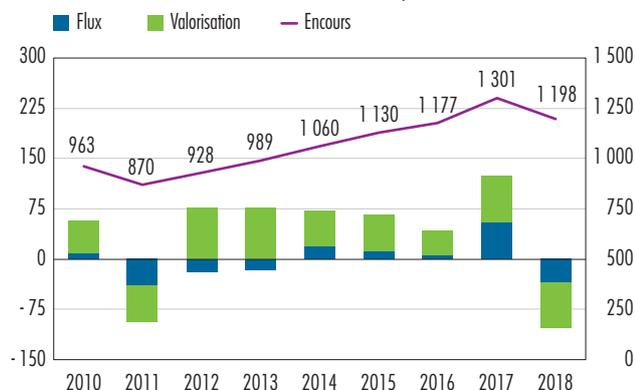
Une baisse des encours de 7,9 %, principalement liée à celle de leur valorisation

À fin décembre 2018, l'encours des organismes de placement collectifs (OPC) non monétaires français s'établit à 1 198 milliards d'euros (soit 80 % de l'encours total des OPC monétaires et non monétaires). Après une année 2017 de forte croissance (134 milliards d'augmentation dont 55 milliards de flux nets), les OPC non monétaires accusent un recul important en 2018 : 103 milliards, soit - 7,9 % par rapport à décembre 2017. Les OPC non monétaires détenus par les ménages constituent 3,7 % de leur patrimoine financier en 2018, loin derrière les contrats d'assurance-vie (38 %) et les produits d'épargne réglementée (15 %).

Ce repli, le premier depuis 2011, s'explique pour un tiers par un effet de périmètre (- 36 milliards sur l'année) en raison des fusions transfrontières de fonds (cf. partie 2). Mais pour les deux tiers, il s'explique par des flux de valorisation négatifs (- 68 milliards soit 5,2 % de l'encours), en raison de l'évolution sur la période des principaux indices de marché et de la performance

G1 Évolution des OPC non monétaires depuis 2010

(milliards d'euros ; échelle de gauche : flux et valorisation, échelle de droite : encours à fin décembre)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.
Source : Banque de France.

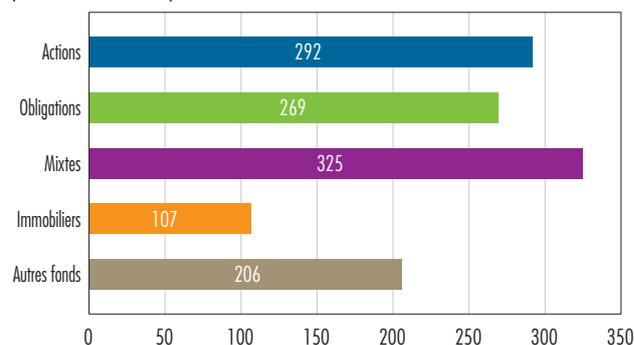
moyenne des fonds d'investissement de la zone euro (cf. partie 3).

Une baisse qui touche quasiment toutes les catégories de fonds

Toutes les catégories ¹ de fonds non monétaires voient leur encours baisser en 2018, sauf les fonds immobiliers et les fonds d'épargne salariale. Les fonds actions expliquent plus de la moitié de la variation totale d'encours (- 63 milliards) en raison à la fois d'effets de valorisation fortement négatifs et de fusions transfrontières (cf. partie 2). Les fonds obligataires et mixtes, pénalisés

G2 Actif net des OPC non monétaires à décembre 2018

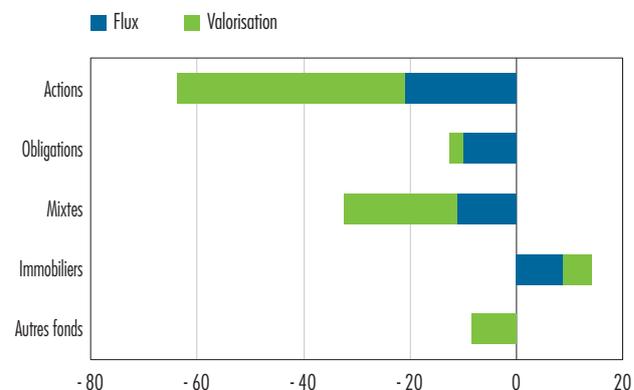
(milliards d'euros)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.
Source : Banque de France.

G3 Décomposition de la variation annuelle par type de fonds en 2018

(milliards d'euros)



Source : Banque de France.

¹ Les catégories retenues sont les fonds actions, obligations, mixtes, immobiliers, *hedge funds* et les autres fonds. Ces derniers regroupent les fonds d'épargne salariale, les fonds de capital investissement et les fonds à formule.



également par une valorisation à la baisse sur l'année (- 1 % et - 6 % de leur encours) subissent des retraits nets de près de 21 milliards. Les fonds immobiliers, dont l'actif net atteint 107 milliards fin 2018 (cf. graphique 2), font figure d'exception en enregistrant des souscriptions nettes et des gains de valeur (respectivement + 8 % et + 5 % de croissance annuelle). Parmi la catégorie des « autres fonds » (+ 0,1 milliard de flux nets sur l'année), seuls les fonds d'épargne salariale bénéficient de souscriptions nettes positives (+ 3 milliards).

Les cessions concentrées sur les actions et les titres de dettes émis par des non-résidents

Les cessions de titres à l'actif de l'ensemble des fonds concernent principalement les actions, avec - 34 milliards sur l'année dont la quasi-totalité émise par des non-résidents (cf. tableau 1). L'encours des actions détenues baisse de 18 % par rapport à décembre 2017. S'agissant des titres de créance, malgré la baisse générale de 10 milliards concentrée également sur des émetteurs non résidents, on observe une réallocation entre titres de court terme (+ 5 milliards) et titres de long terme (- 15 milliards). Ces retraits cumulés de - 44 milliards en actions et titres de créance portent par ailleurs

essentiellement sur des titres émis par les sociétés non financières (- 39 milliards). Seuls ceux émis par les administrations publiques enregistrent des flux positifs en 2018 à hauteur de 5 milliards.

Inversement, les dépôts et la détention de parts d'OPC étrangers augmentent de 8 milliards (+ 10 % de l'encours) au détriment des parts d'OPC français (- 3 milliards).

Les institutions financières et monétaires de la zone euro à l'origine des principaux retraits

Les sociétés d'assurance, les administrations publiques (APU) et les sociétés non financières (SNF) résidentes restent investisseurs nets de part d'OPC sur l'année 2018 (respectivement + 9 milliards, + 6 milliards et + 1 milliard ; cf. graphique 4). Les autres secteurs sont vendeurs nets, notamment les institutions financières et monétaires (IFM) non résidentes de la zone euro dont les retraits importants représentent 30 % de l'encours (- 30 milliards).

Près de la moitié (47 %) des souscriptions de parts d'OPC proviennent des sociétés d'assurance (462 milliards) et des ménages résidents (241 milliards ; cf. graphique 5).

T1 Principaux postes d'actif du bilan des OPC non monétaires

(milliards d'euros)

	Encours Décembre 2018	Flux 2018	Variation de l'encours 2017-2018
Dépôts	51	2	2
Titres de créance	383	- 10	- 15
Résident	116	0	- 1
Zone euro	173	- 2	- 4
Reste du monde	94	- 8	- 9
Actions	411	- 34	- 86
Résident	213	- 2	- 26
Zone euro	109	- 21	- 40
Reste du monde	88	- 11	- 20
Part d'OPC	299	4	- 14
Résident	206	- 3	- 13
Zone euro	87	8	1
Reste du monde	6	0	- 1

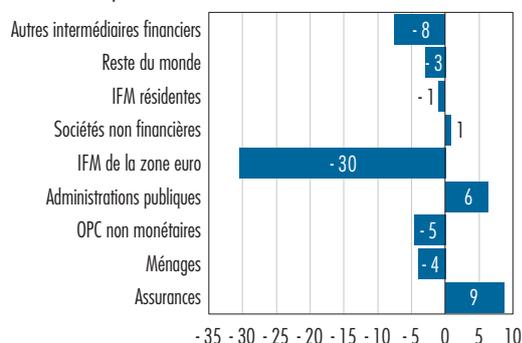
Note : OPC – organismes de placement collectifs.

Source : Banque de France.



G4 Flux 2018 des OPC par secteurs détenteurs

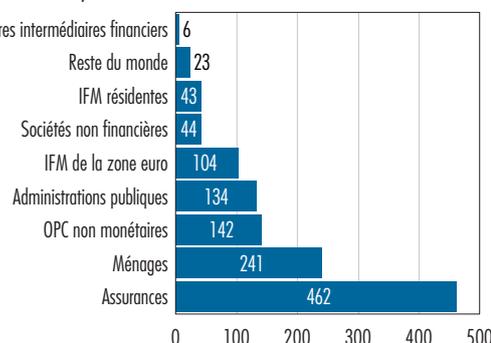
(milliards d'euros)



Note : OPC – organismes de placement collectifs, IFM – institutions financières et monétaires.
Source : Banque de France.

G5 Encours des OPC par secteurs détenteurs à décembre 2018

(milliards d'euros)



Note : OPC – organismes de placement collectifs, IFM – institutions financières et monétaires.
Source : Banque de France.

2 Les fusions transfrontières ont pesé dans l'évolution de l'encours des fonds français

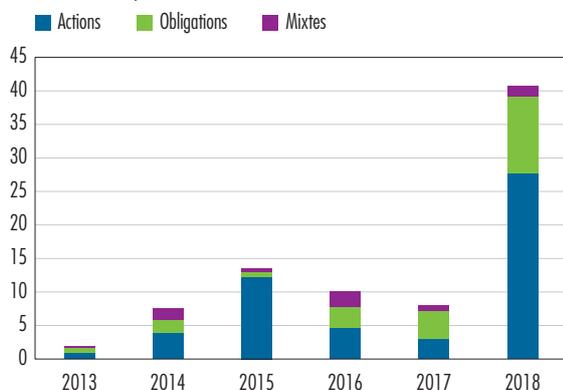
Les opérations de fusions expliquent la totalité de la décollecte

Les fusions transfrontières de fonds au sein de la zone euro constituent une modalité d'intégration des marchés financiers européens. Celle-ci se traduit par l'augmentation de la taille des fonds, qui vise à renforcer la liquidité et faire diminuer la part relative des coûts fixes de gestion de l'épargne, notamment de l'épargne des ménages

(cf. encadré 1 *infra* pour les incidences statistiques de ces fusions transfrontières). Si ces opérations représentaient depuis 2014 une dizaine de milliards d'euros par an, l'année 2018 est exceptionnelle avec 41 milliards de flux (cf. graphique 6). Depuis 2013, le cumul des fusions – qui se traduit en pratique par le changement de pays de résidence du fonds – a représenté 82 milliards. Ces fusions sont donc venues diminuer d'autant les souscriptions nettes des OPC résidents. Sur la période 2013-2018, la collecte nette cumulée est de 41 milliards, mais elle s'élève à 123 milliards en retraitant ce phénomène de fusion (cf. graphique 7).

G6 OPC français : fusions transfrontières par catégorie de fonds

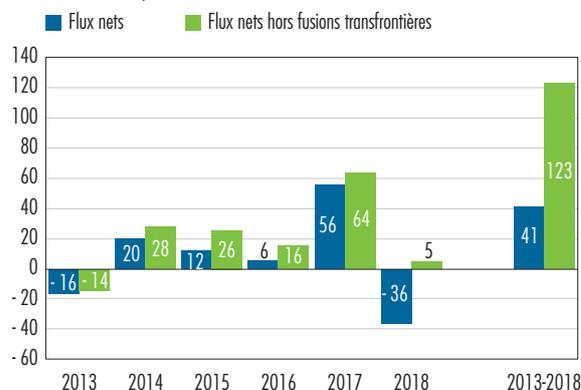
(milliards d'euros)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.
Sources : Banque de France et Autorité des marchés financiers (fusions transfrontières).

G7 Flux nets des OPC non monétaires, retraités des fusions transfrontières

(milliards d'euros)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.
Sources : Banque de France et Autorité des marchés financiers (fusions transfrontières).



ENCADRÉ 1

Enregistrement des fusions transfrontières en comptabilité nationale et impact sur la mesure de l'épargne financière

En comptabilité nationale, les fusions avec des fonds étrangers sont enregistrées en flux négatifs dans le pays du fonds absorbé et en flux positifs dans le pays du fonds absorbant. Pour autant, le flux négatif enregistré ne correspond pas nécessairement à des retraits de la part des investisseurs, ces derniers pouvant rester les mêmes malgré le changement de domiciliation du fonds. Dans le cas d'investisseurs particuliers, s'ils restent détenteurs de parts du fonds étranger, l'impact sera neutre sur le montant global de leur épargne mesuré en comptabilité nationale : seule sa structure sera modifiée (augmentation de titres d'OPC étrangers détenus et baisse de titres d'OPC français). Les transferts de fonds sont transparents ¹ pour les investisseurs, la société de gestion pouvant rester basée à Paris ² et la fiscalité sur les revenus issus des placements demeurant celle du pays de résidence de l'investisseur.

¹ Ils doivent toutefois faire l'objet d'une information aux investisseurs.

² Seul le dépositaire doit être domicilié dans le même pays que le fonds.

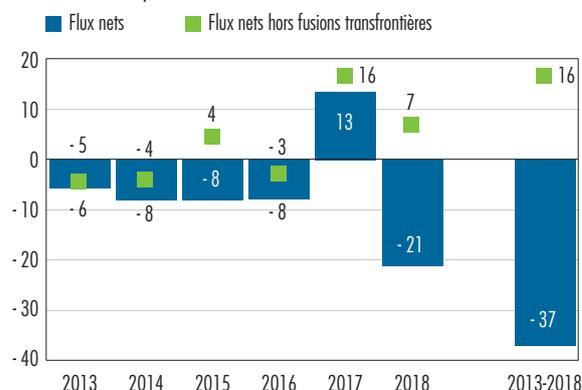
Les fonds actions (en particulier ETF) sont les plus concernés par ces fusions

En cumul depuis 2013, les fusions ont principalement touché les fonds actions (53 milliards) et les fonds obligations (18 milliards) dont respectivement 28 milliards et 11 milliards pour l'année 2018. Ainsi, retraits de ces fusions, les souscriptions nettes sur les fonds actions s'élevèrent à 7 milliards en 2018 (contre - 21 milliards au total ; cf. graphique 8).

Les fonds concernés sont majoritairement des fonds négociés en bourse (*exchange-traded funds* – ETF) avec 27 milliards de délocalisations en 2018 (pour 30 milliards depuis 2013). Par conséquent, l'encours d'ETF français a baissé de moitié sur l'année (intégrant les effets de valorisation).

G8 Flux nets annuels des fonds actions

(milliards d'euros)



Sources : Banque de France et Autorité des marchés financiers (fusions transfrontières).

Les fusions s'expliquent principalement par la rationalisation des gammes de fonds

Plusieurs facteurs sont à l'origine de la multiplication des fusions transfrontières, impliquant très souvent les fonds luxembourgeois.

- Le Luxembourg a développé au fil des ans un environnement réglementaire et fiscal (règles de gestion administrative, conventions fiscales avec les pays tiers, etc.) qui en fait un point d'entrée important en Europe pour les investisseurs non européens.
- Les gestionnaires d'actifs sont engagés dans un processus de rationalisation et de concentration des gammes des fonds. Il s'agit d'une réponse à la pression concurrentielle de gestionnaires d'actifs non européens qui sont souvent de plus grande taille. La taille elle-même permet des gains d'échelle car un plus grand nombre de clients permet d'amortir les frais fixes (et d'abaisser éventuellement les frais de gestion facturés à la clientèle). Par exemple, les nouvelles réglementations plus exigeantes en matière de documentation commerciale à destination des investisseurs et de transparence sur les frais notamment (directive sur les marchés d'instruments financiers – MIF2, règlement européen produits d'investissement « packagés » de détail et fondés sur l'assurance – PRIIPs [*Packaged retail investment and insurance-based products*]) augmentent les coûts fixes des sociétés de



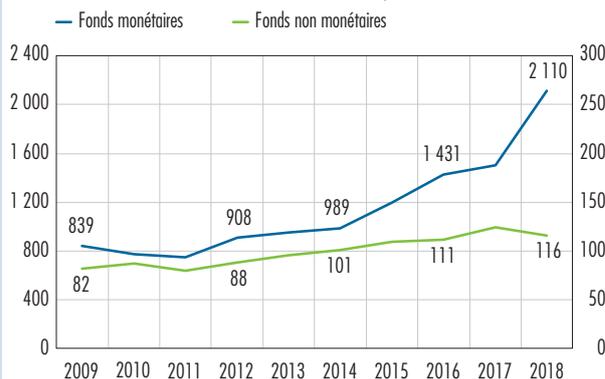
ENCADRÉ 2

Hausse de l'encours moyen sous gestion des organismes de placement collectifs

Le processus de concentration des gammes de fonds s'est traduit par une augmentation de l'encours moyen sous gestion des fonds français : pour les fonds non monétaires, le nombre de fonds a légèrement baissé en tendance sur les dix dernières années (-7%), contrairement à l'encours global qui a cru parallèlement. En moyenne, un fonds non monétaire gère ainsi près de 120 millions d'euros (cf. graphique) en 2018 soit une augmentation de 40% par rapport à 2009. L'augmentation de l'encours moyen sous gestion des fonds monétaires est encore plus visible avec la réduction importante du nombre de fonds observé sur les dix dernières années (divisé par trois). En 2018, un fonds monétaire gère en moyenne plus de 2 milliards, soit une croissance de 150% par rapport à 2009.

OPC monétaires et non monétaires : encours moyen sous gestion depuis 2009

(millions d'euros ; échelle de gauche : fonds monétaires, échelle de droite : fonds non monétaires)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.
Source : Banque de France.

gestion et les inciteraient à augmenter leur taille critique afin de limiter leurs frais de gestion. Cette rationalisation se fait à l'avantage des fonds luxembourgeois puisqu'ils couvrent à la fois la clientèle française et internationale.

Pour faire face à la concurrence des fonds étrangers², la Place financière française a fait des efforts importants ces dernières années pour améliorer sa compétitivité. L'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Association française de la gestion financière (AFG) ont ainsi lancé en 2016 un groupe de travail appelé FROG (« *French Routes and Opportunities Garden* »), afin de renforcer l'attractivité de la Place de Paris en matière de gestion d'actifs. Depuis 2017, un ensemble de mesures concrètes ont été mises en œuvre afin d'accroître la visibilité et la distribution des fonds d'investissement français à l'étranger en matière de structure juridique, de commercialisation et de transparence sur les frais notamment. En outre, la loi Pacte contient un ensemble de dispositions qui modernisent les

règles applicables à la gestion d'actifs afin de renforcer encore la compétitivité de la Place de Paris.

3 Une année également atone dans la zone euro

L'encours des OPC non monétaires en baisse pour la première fois depuis 2011

L'encours des OPC non monétaires de la zone euro atteint 10990 milliards d'euros à la fin de 2018, contre 11257 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes dans la zone euro s'élèvent à 364 milliards (cf. graphique 9 *infra*), en net ralentissement par rapport à 2017 (+900 millions). Ces flux nets additionnés à l'effet de valorisation³ de -5,3% sur l'année se traduisent par une baisse globale de l'encours, de 266 milliards (soit -2,4%), une première depuis 2011. Il faut remonter à 2008 pour trouver une baisse d'ampleur comparable.

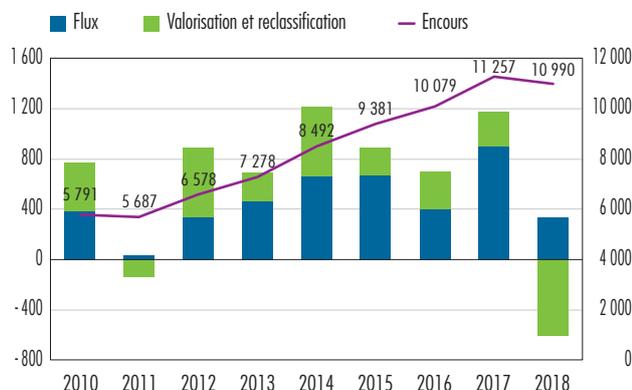
2 D'après l'Association française de la gestion financière, l'encours d'OPC de droit étranger géré en France atteint 450 milliards d'euros fin 2018, un montant qui a triplé sur les dix dernières années.

3 Valorisation et reclassification (changement de méthodologie/nouvelle collecte), etc. Nous supposons que cet effet « reclassification » est faible, mais nous ne pouvons le calculer.



G9 OPC non monétaires en zone euro

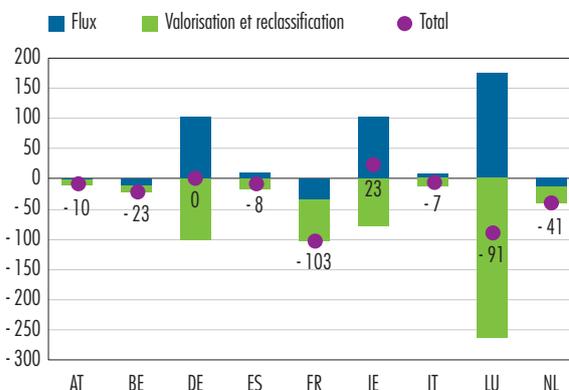
(milliards d'euros ; échelle de gauche : flux, valorisation et reclassification, échelle de droite : encours à fin décembre)



Note : OPC – organismes de placement collectifs.
Source : Banque de France.

G10 Évolution des OPC non monétaires sur douze mois par pays en 2018

(milliards d'euros)



Notes : OPC – organismes de placement collectifs.
AT : Autriche, BE : Belgique, DE : Allemagne, ES : Espagne, FR : France, IE : Irlande, IT : Italie, LU : Luxembourg, NL : Pays-Bas.
Source : Banque centrale européenne.

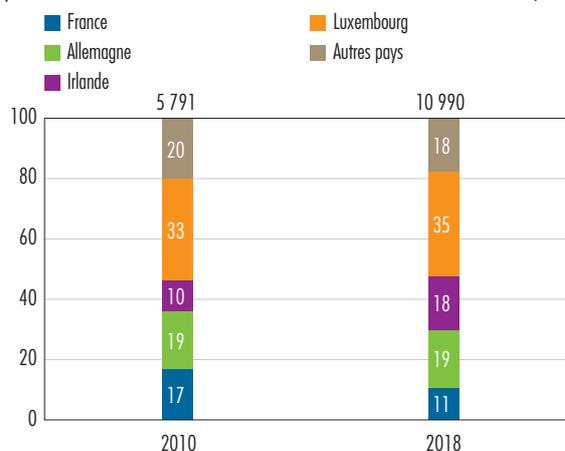
Des dynamiques contrastées selon les pays

À la suite des baisses de valeur, tous les pays enregistrent une diminution de leur encours en 2018 (cf. graphique 10), excepté l'Irlande (+ 23 milliards). La France, la Belgique et les Pays-Bas pâtissent également ensemble de flux de 72 milliards de décollecte, dont 50% pour la France (cf. *supra*). Des flux de souscriptions positifs sont cependant enregistrés dans cinq pays, essentiellement le Luxembourg (+ 174 milliards), l'Irlande (+ 102 milliards) et l'Allemagne (+ 101 milliards). Au Luxembourg, les souscriptions sont majoritairement tournées vers les fonds actions (50%) qui ont pesé dans la valorisation très négative de l'encours de ce pays (- 265 milliards). En Irlande et en Allemagne, les souscriptions ont été davantage diversifiées : 70% des flux irlandais sont orientés vers les fonds mixtes, *hedge funds* et autres fonds, tandis que 95% des flux nets allemands s'orientent vers les fonds mixtes, immobiliers et autres fonds.

Les évolutions de part de marché entre 2010 et 2018 (cf. graphique 11) montrent un transfert entre la France, qui perd 6 points de pourcentage (pp), de 17% fin 2010 à 11% en 2018, et l'Irlande, qui gagne 8 pp, à 18% fin 2018. La situation évolue peu pour l'Allemagne et

G11 Répartition des encours d'OPC non monétaires au sein de la zone euro en 2010 et 2018

(répartition en %, montant en milliards d'euros en décembre)



Notes : OPC – organismes de placement collectifs. Les quatre pays représentés détiennent les encours d'OPC les plus élevés de la zone euro.
Source : Banque centrale européenne.

le Luxembourg. Ce dernier reste le leader européen avec 35% de part de marché. Ces quatre pays concentrent 72% du total des encours de la zone euro. Parmi les autres pays où la gestion d'actifs est significative figurent les Pays-Bas (8% à fin 2018), l'Italie (3%), l'Espagne (3%), l'Autriche (2%) et la Belgique (1%).



Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Caroline Corcy

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

