

Financement de l'économie par les gestions françaises

Ou comment les émetteurs domestiques
bénéficient d'une gestion développée

Principaux résultats

- Caractère substantiel des investissements réalisés par les SGP : près de 1 400 milliards d'euros investis directement en titres d'entreprises (financières et non-financières), dont plus de 40% françaises (17% hors zone euro).
- Des taux d'emprise significatifs sur le stock de titres émis montrant le caractère central de l'apport des financements par les gestions aux acteurs économiques français. Les gestions détiennent ainsi :
 - Près de 20% des actions cotées françaises
 - 25% des small-mid caps français
 - Un quart des obligations « corporate » français
 - Un cinquième des obligations émises par l'Etat français
 - 40% du stock de certificats de dépôt des banques françaises
 - 30% des billets de trésorerie français...
- Par le pouvoir d'influence sur la gouvernance des émetteurs qu'elle peut exercer à travers l'exercice des droits de vote et le dialogue, la gestion est un vecteur de progrès social et économique. Elle a un impact significatif, dans le moyen-long terme, aussi bien sur le comportement des entreprises que sur la qualité des actifs.
- Un fort « biais domestique d'allocation » privilégie le placement local ; base de capital élargie et facteur de stabilité pour notre économie.
- La France n'est pas le seul pays développé à connaître des biais domestiques significatifs : plus les pays ont une place financière forte, où la gestion est développée, et des marchés financiers larges et profonds, plus les investisseurs ont tendance à placer leurs économies dans des titres locaux.
- Près de la moitié des encours investis en actions sont au bénéfice des entreprises françaises. De même, on observe depuis 2007 un fort basculement des investissements obligataires en faveur des entreprises non-financières françaises.
- Les gestions, à la recherche de diversification des risques, au-delà des grandes entreprises, aujourd'hui principales émettrices de titres de dette, constituent un facteur susceptible de favoriser l'élargissement progressif du marché obligataire aux ETI/PME.
- Un autre biais domestique favorise des maturités longues des titres des émetteurs obligataires français et permet grâce à la gestion française de compenser, en partie, les flux vendeurs des non-résidents. Ce biais contribue largement à la stabilité des financements des entreprises et de l'Etat français.
- On assiste enfin à une convergence des maturités résiduelles des obligations privées, qui résulte de la prise en compte de l'évolution simultanée des contraintes réglementaires, de la demande des investisseurs et également de la rotation sectorielle des titres en portefeuille.

La gestion française, acteur clé du financement de l'économie « réelle »

La gestion d'actifs joue un **rôle micro-économique** en offrant à l'ensemble des épargnants/investisseurs une large variété de profils de placement et différentes allocations, permettant d'allier rentabilité et diversification des risques. Un gérant investit les capitaux qui lui sont confiés dans l'intérêt exclusif de ses clients, et ce en adéquation avec leurs besoins tant en termes de liquidité, d'horizon de placements, que du couple risque/rentabilité... L'activité de gestion recouvre aussi bien la gestion de trésorerie pour les entreprises, que celle à moyen-long terme des réserves des investisseurs institutionnels, de même que la gestion d'une partie des patrimoines financiers des ménages.

Cette **activité à forte valeur ajoutée**, opérant dans un environnement extrêmement régulé, est assurée par un ensemble de métiers, allant du front et middle office des sociétés de gestion (gestion financière, contrôle et *reporting* des opérations), en passant par le back office et d'autres fonctions (commercialisation, conformité...) au sein de celles-ci, jusqu'à des services et fonctions exercés par un écosystème performant (distributeurs, dépositaires...). Ceci sans oublier le rôle du régulateur en matière de protection des investisseurs et de l'intégrité des marchés.

Au niveau macroéconomique, en allouant des ressources financières aux entreprises - et notamment à celles identifiées comme les plus dynamiques ou ayant un potentiel de croissance - aux Etats et à d'autres organismes, les gestions contribuent de manière substantielle au financement de l'économie¹. La gestion d'actifs est en effet l'un des moteurs majeurs de la « marchandisation » ordonnée d'un financement sain de l'économie, mettant face à face épargne et investissement. Dans le cadre de leurs allocations, **les sociétés de gestion fournissent des capitaux à court, moyen et long terme aux différents acteurs de l'économie**, sur les marchés primaire et secondaire ([section 1](#)). Cette contribution au financement de l'économie française se traduit par une forte emprise des gestions relativement aux stocks de capitaux propres des entreprises et de titres de dettes émis sur les marchés par les différents agents économiques ([section 2](#)). Dans une vision dynamique sur données d'OPC, cette note montre enfin l'existence d'un **fort biais domestique d'allocation, favorable à l'investissement en titres émis en France, et en zone euro** ([section 3](#)). Enfin, une analyse de l'évolution des maturités de titres de dette contenus dans les portefeuilles des OPC montre l'existence d'un second « biais domestique » : les titres obligataires français détenus par les gestions ont en moyenne une maturité plus longue que celle des titres émis eux-mêmes ([section 4](#)).

* Les auteurs remercient : le service « Guichet OPCVM » de la Banque de France qui a fourni des données sur la maturité résiduelle des titres de dette ; Marie Brière (Amundi), Eric Bertrand (CPR AM) et Thierry Million (Allianz GI France) pour leurs commentaires et conseils avisés en matière de gestion de taux ; Pierre Bollon (AFG) pour sa lecture critique et constructive. Les erreurs ou omissions restent, bien entendu, celles des auteurs.

¹ Cette note a été construite à partir de données à fin 2013, de la Banque de France pour les OPC et de données d'enquête pour les mandats discrétionnaires collectées par l'AFG auprès de ses membres.

1. Allocation des gestions : un financement direct substantiel bénéficiant à l'ensemble des agents économiques

Au global, les **sociétés de gestion de portefeuille (SGP) françaises investissent directement près de 2 200 milliards d'euros en valeurs mobilières²** (dont 1 500 mds € en obligations ; 400 mds € en actions cotées ; et le solde en titres monétaires), qui se répartissent dans des proportions relativement similaires entre les trois grandes catégories d'émetteurs, français et étrangers : Etats/secteur public, institutions financières et entreprises. Ainsi, les gestions contribuent directement, en permanence et pour des montants conséquents, au financement des acteurs économiques et sociaux, en souscrivant leurs titres lors des émissions nouvelles et en assurant la liquidité de leurs titres via leurs interventions sur les marchés secondaires.

Concernant le **caractère substantiel des investissements réalisés par les SGP**, à titre d'exemple, sur les **670 mds € alloués au financement des entreprises (non financières)**, environ 300 mds d'euros sont investis en obligations (« *corporate* »), 45 mds en titres monétaires et 325 mds en actions cotées ayant été émis par ces entreprises elles-mêmes. Concernant les titres d'Etat, une très large majorité (95% des 740 milliards d'euros) est investie en titres longs.

Principaux émetteurs dans le portefeuille des gestions en France (mandats et OPC)

(En milliards d'euros à fin décembre 2013)

Sous jacent	Nature des émetteurs				TOTAL	
	Etats et secteur public	Institutions financières	Entreprises non financières	Autre	en %	en mds. €
Obligations	47%	30%	20%	3%	100%	1 500
Titres monétaires	13%	67%	17%	3%	100%	260
Actions cotées	--	19%	81%	--	100%	400
Total gestions	34%	32%	31%	2%	100%	2 160
Total en mds. €	740	700	670	50	2 160	

Source : Banque de France et estimations AFG

Sous un autre angle, et au global, la **composition des portefeuilles** (OPC et mandats), apparaît **très favorable aux titres de la zone euro et tout particulièrement à ceux émis en France**.

Allocation géographique des titres en portefeuille (mandats et OPC)

(En milliards d'euros à fin décembre 2013)

Sous jacent	Zone géographique (origine de l'émetteur)				TOTAL	
	France	Zone euro hors France	OCDE hors zone euro*	Reste du monde	en %	en mds. €
Obligations	38%	47%	14%	1%	100%	1 500
Titres monétaires	64%	24%	12%	0,1%	100%	260
Actions cotées	45%	27%	22%	6%	100%	400
Total gestions	42%	41%	15%	2%	100%	2 160
Total en mds. €	915	875	330	40	2 160	

Source : Banque de France et estimations AFG

² Le marché français de la gestion pour compte de tiers est estimé à plus de 3 000 mds € à fin 2013. Cette étude ne tient pas compte des valeurs mobilières logées dans les portefeuilles des fonds de droit étranger, de certains fonds à vocation spécifique (FCT, OPCI...), ainsi que d'autres actifs (liquidités, produits dérivés...).

Au total, le portefeuille des gestions est diversifié selon une logique de cercles concentriques. D'abord à l'intérieur de la zone euro (plus de 80% des actifs considérés), où la France occupe une place prépondérante (42%), puis les autres régions (pays de Union européenne hors zone euro, autres pays de l'OCDE, émergents...). Les investissements en zone euro hors France (875 milliards) sont composés pour plus de leur moitié de titres souverains. La décomposition des **915 milliards d'euros investis en titres d'émetteurs français** fait ressortir un investissement de 570 milliards en obligations, 180 milliards en actions cotées, et 165 milliards en titres monétaires. Le portefeuille obligataire des sociétés de gestion françaises (1 500 milliards d'euros) est investi à plus de 85% en titres d'émetteurs de la zone euro (dont 38% en titres français). De même, leur portefeuille actions (400 milliards) est investi à 72% dans la zone euro dont 45% en actions françaises.

2. Un apport important : contribution nette des gestions au financement des acteurs économiques

De façon générale, la contribution des gestions peut être mesurée par le taux d'emprise, indicateur qui met en relation l'encours des titres détenus dans leurs portefeuilles par les sociétés de gestion et, de manière spécifique, le stock de capitaux propres des entreprises et de titres de dette émis sur les marchés (français en l'occurrence) par les différents agents économiques. Ainsi le tableau ci-dessous montre que **les portefeuilles des sociétés de gestion détiennent 21% du total des valeurs mobilières** examinées (actions cotées, obligations et titres monétaires) émis en France.

Taux d'emprise des gestions sur le stock de titres émis par des résidents en France

(En milliards d'euros à fin décembre 2013)

Titres	Total SGP (Mandats et fonds)	Encours total émis	% détenu dans le portefeuille des SGP
Titres de dettes à court terme *	165	495	33%
Titres de dettes à long terme	570	2 830	20%
Titres d'actions cotées (flottant)	180	1 010	18%
TOTAL	915	4 335	21%

Sources : Agence France Trésor, Banque de France (Stat Info)

* Certificats de dépôts, billets de trésorerie, et bons du trésor à taux fixe

Plus en détail, les SGP ont en portefeuille un cinquième du stock de dettes en titres à moyen et long terme des émetteurs français, constitué majoritairement d'OAT émis par l'Etat français et de titres des entreprises (avec une emprise respective à hauteur de 20% et 25%). Suite à la crise de 2008, et au repli anticipé des financements bancaires, les gestions prennent le relai, contribuant de plus en plus aux besoins en capitaux des entreprises. Concernant les titres à maturité inférieure à un an, l'emprise des gestions est encore plus importante (environ un tiers des titres émis). Les gestions sont de loin les principaux détenteurs de certificats de dépôt des banques (40% du stock) et des

billets de trésorerie (30%)... Leur demande en continu de ces titres à maturité courte apporte à ces acteurs économiques des liquidités nécessaires à leur activité.

Concernant le financement en actions, les gestions détiennent dans leurs portefeuilles **près d'un cinquième (18%) de la capitalisation flottante des entreprises françaises**. Ce poids s'étend en moyenne de plus de 17% pour le CAC 40 et le SBF 250, presque un cinquième pour le CAC MID 100, et **un quart pour le CAC Small 90**. On constate ainsi que les gestions, principalement via les OPC, accordent une place relativement importante aux petites et moyennes capitalisations dans leurs portefeuilles, contribuant ainsi à l'emploi et à la croissance dans ces entreprises. Ces niveaux de détention confèrent aux gestions, bien entendu à un niveau agrégé, un rôle de premier plan dans le capital des entreprises, et laissent entrevoir, entre autres, l'influence que peuvent exercer les SGP sur les émetteurs en termes de gouvernance, notamment à travers l'exercice des droits de vote et le dialogue qu'elles engagent avec ceux-ci. A cet égard, **la gestion** peut être considérée comme **un vecteur de progrès social et économique** dans la mesure où elle peut avoir un impact significatif, dans le moyen-long terme, aussi bien sur le comportement des entreprises que sur la qualité des actifs, et donc sur la performance des placements d'investisseurs et épargnants.

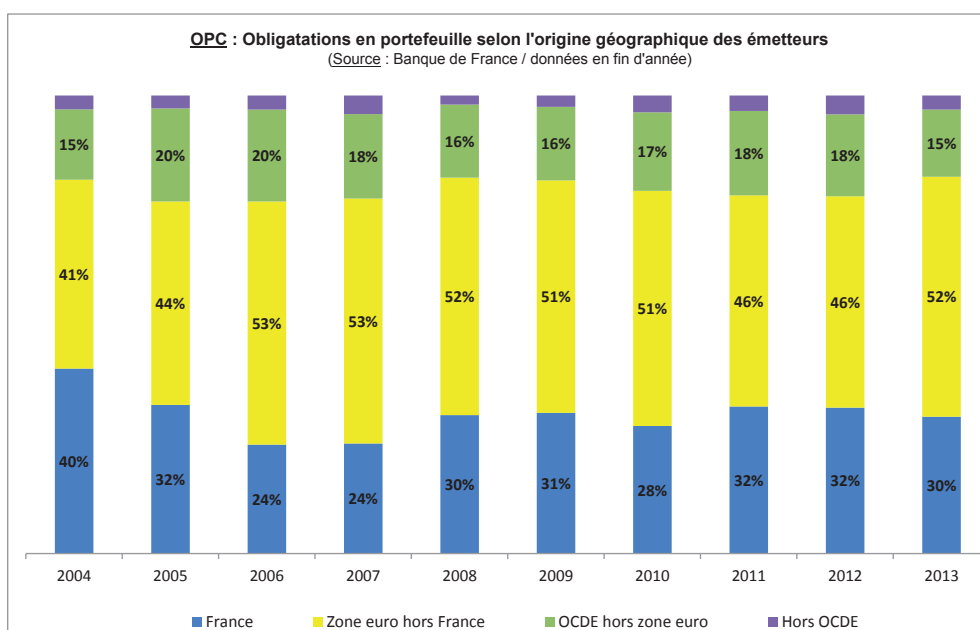
3. Un « biais domestique d'allocation » facteur de stabilité pour nos économies : les fonds d'investissement privilégient le « placement local »

L'analyse dynamique de l'allocation géographique des fonds d'investissement français confirme **l'existence d'un double biais domestique³, français et zone euro**, et ce pour pratiquement toutes les valeurs mobilières examinées dans cette étude (Cf. [annexe 1](#)).

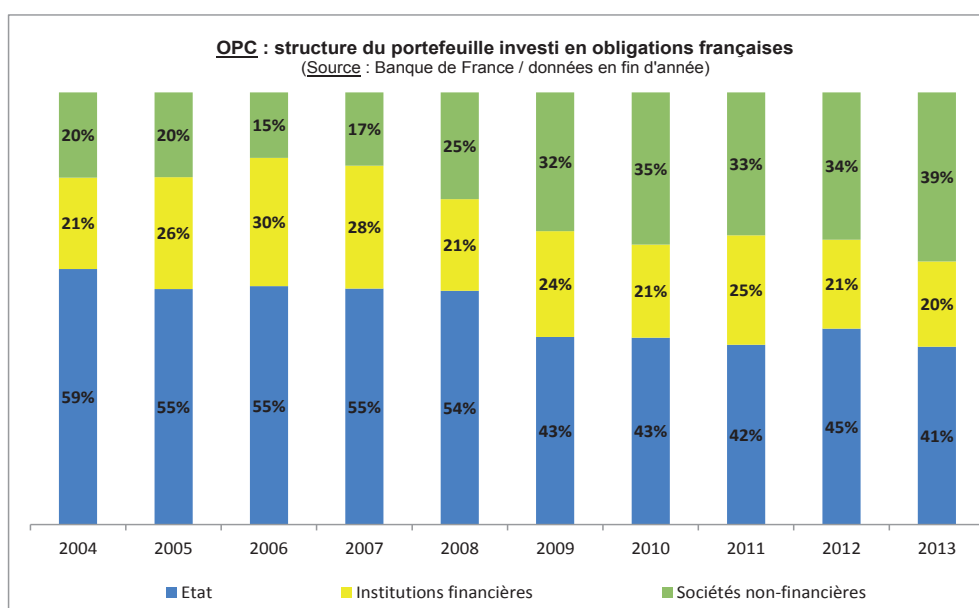
Le tableau ci-dessous met en évidence une réallocation, en faveur de la zone euro (hors France), à l'intérieur des portefeuilles investis en obligations. En effet, entre 2004 et 2013 la part des investissements en zone euro est passé de 41% à 52%⁴. Pendant cette période, résultat d'une offre plus internationale, la part de la France, tout en restant très significative, s'était progressivement réduite pour atteindre son point le plus bas en 2007 (24%, contre 40% en 2004). Depuis, on assiste à un net renforcement du poids des obligations françaises, autour de 30%, consécutif probablement aux effets de la crise des dettes souveraines en zone euro et révélateur de la confiance accordé à la signature des émetteurs de la France.

³ Le sujet étant complexe, nous avons choisi de nous référer à la notion de biais domestique en tenant compte de la proportion des actifs domestiques d'une certaine nature par rapport à la valeur du portefeuille global investi dans ce même type d'actifs (titres étrangers compris). Ceci comparé au poids du PIB du pays considéré par rapport au PIB mondial permet de se faire une idée de la force de ce biais.

⁴ Pour rappel, le PIB de zone euro (hors France) représente environ 12-13% du PIB mondial.



Concernant le portefeuille investi en obligations françaises (cf. graphique ci-dessous), en parallèle avec le phénomène de préférence pour les titres locaux, on observe également, et ce depuis 2007, un fort **basculement des investissements en faveur des entreprises françaises** (hors sociétés financières), qui en effet représentent près de 40% de l'encours total, alors que leur niveau oscillait entre 15% et 20% avant 2007⁵. Cette évolution semble refléter simultanément le changement du mode de financement des entreprises non financières, qui en raison des contraintes pesant sur les crédits bancaires ont (et auront à l'avenir) davantage recours aux marchés, et une demande accrue de leurs titres par des gérants à la recherche de diversification des risques, et surtout d'un surplus de rendement.

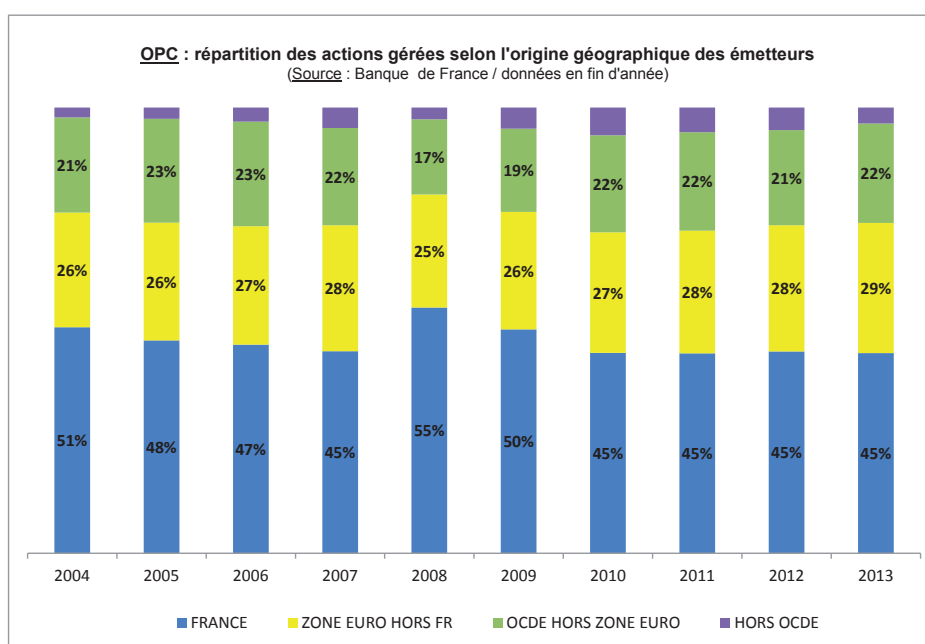


⁵ Il en est de même pour les « corporate » de la zone euro dont le poids s'accroît de 5% à 15% sur la même période.

Profitant d'un volume important d'émissions des entreprises non-financières, cette réallocation vers le risque de crédit affecte par ailleurs de manière différenciée la part des titres des émetteurs français et ceux de la zone euro. Ce mouvement de réallocation se traduit par un retrait relatif de l'investissement en obligations publiques françaises (de 59% à 40%). S'agissant du portefeuille investi en valeurs de la zone euro, ce sont les titres des sociétés financières, dont la perception du couple rendement/risque s'est fortement dégradée avec la crise, qui voient leur poids s'amenuiser.

Soulignons enfin que **les gestions de taux**, à la recherche de diversification des risques, **constituent un puissant vecteur d'élargissement progressif du marché obligataire aux ETI/PME**, au-delà des grandes entreprises, aujourd'hui principales émettrices de titres de dette.

De même, l'analyse selon l'origine géographique des émetteurs des actions contenues dans les OPC présente un profil d'évolution similaire à celui observé pour les produits de taux. On observe dans le long terme, bien qu'en moindre mesure, une **réallocation progressive des portefeuilles en faveur des actions cotées de la zone euro** (hors France), dont le poids passe de 26% en 2004 à 29% à fin 2013. Le poids des actions françaises se stabilise à un niveau important autour de 45% depuis 2007, avec un pic en 2008 et 2009.



Parallèlement, le capital investissement joue, notamment à travers les FCPR (fonds communs de placement à risque), les FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) et les FIP (fonds d'investissement de proximité), un rôle clé d'apport de capitaux aux sociétés non-cotées.

* * *

La France n'est pas le seul pays développé à connaître des biais domestiques significatifs. De manière générale, **plus les pays ont des marchés financiers larges et profonds, plus les investisseurs ont tendance à placer leurs économies dans des titres locaux**. Les acteurs pensent non seulement mieux connaître les valeurs qui leur sont proches, ont plus facilement accès à leurs dirigeants, mais de plus disposent de marchés domestiques bien diversifiés, structurés et efficaces, ce qui les amène tout naturellement à privilégier l'investissement local.

En effet, à titre d'exemple, dans le cas du Royaume-Uni⁶ on constate également un surpoids des titres britanniques dans le portefeuille investi en actions, compte tenu du fait, notamment, que le PIB du Royaume-Uni représente 3,8% du PIB mondial, et près de 7% de la capitalisation mondiale. En effet, 35%-40% du portefeuille global de leurs fonds actions est investi « in house ». A cela il faut rajouter une proportion croissante, à hauteur de 20%, d'actions de l'Union européenne. Ainsi, environ 55%-60% du portefeuille de ces fonds est investi en Europe. Le biais domestique est encore plus prononcé s'agissant des obligations. En effet, les obligations britanniques ont un poids supérieur aux deux tiers du portefeuille investi dans ces actifs, sous la forme d'obligations d'Etat britanniques (avec 21% du total) ; *Sterling corporate* (25%) ; et d'autres titres de taux (22%), dont la principale composante sont les UK index-linked bonds.

4. Un biais de maturité favorise la stabilité des financements des émetteurs de titres de taux français

Cette section met en évidence de manière spécifique l'évolution de la maturité résiduelle des titres de taux (obligations et BMTN) contenus dans les portefeuilles des OPC⁷ dans une période caractérisée par la baisse des taux et donc des rendements de ces valeurs mobilières. Face à cet environnement, on observe une modification du niveau des maturités proposées en lien avec une offre de produits de taux en adéquation avec les besoins des investisseurs.

Les graphiques ci-dessous présentent l'évolution des maturités résiduelles moyennes⁸ des titres de taux, des émetteurs français et de la zone euro, dans les portefeuilles des OPC (toutes catégories confondues), calculées à chaque fin d'année sur la période 2009 à 2013.

Concernant les titres d'Etats, la maturité résiduelle moyenne des obligations d'Etat⁹ varie de manière contrastée, les obligations françaises évoluant entre 9,0 et 10,2 ans, et celles de la zone euro (hors France) entre 7,2 à 6,0 ans. Plus précisément, depuis 2010 on constate d'une part une certaine

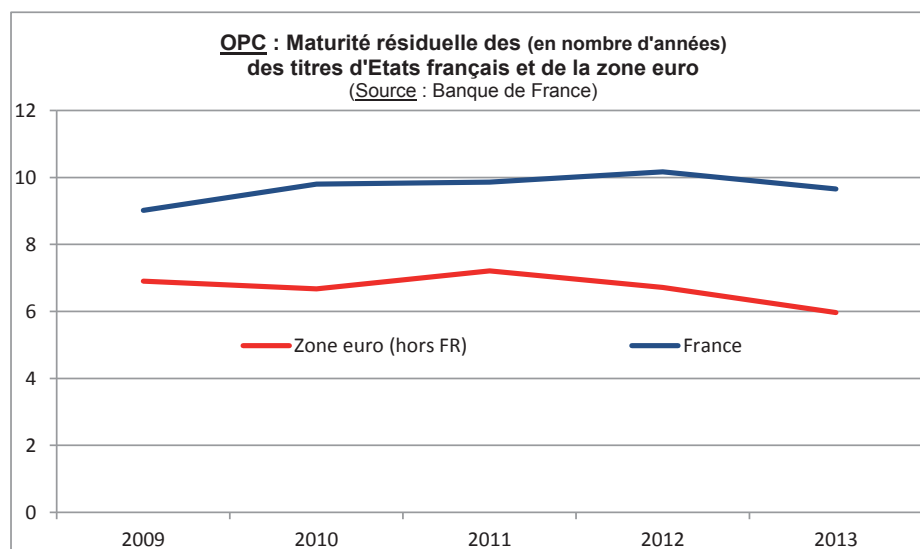
⁶ Asset Management Survey de l'IMA (Investment Management Association) et statistiques de l'EFAMA.

⁷ Notons que 3/4 de l'encours des titres de créances longs (majoritairement des obligations) gérés par les sociétés de gestion sont logés dans les mandats, notamment pour l'assurance vie. La maturité de ces titres n'est donc pas analysée ici.

⁸ Ces maturités résiduelles sont obtenues en sommant la maturité résiduelle individuelle de chaque titre en portefeuille pondérée par son encours.

⁹ A fin 2013 les volumes des obligations françaises et de la zone euro (hors France) étaient respectivement de 25 Mds € et de 57 Mds €.

stabilité de la maturité moyenne des titres d'Etat français en portefeuille, alors que d'autre part les titres d'Etat de la zone euro connaissent une tendance baissière. Au global, cette évolution se traduit par un **biais positif en faveur des obligations d'Etat français**, découlant du net élargissement des écarts de maturité, par rapport à celles des émetteurs de la zone euro, qui s'accroît de 2 ans à fin 2009 à près de 4 ans en 2013.



Dans une autre optique, s'agissant toujours des **obligations d'Etat françaises** (hors BTAN) dans les portefeuilles des OPC, à fin 2013, leur maturité résiduelle moyenne est supérieure à la durée de vie moyenne des OAT émises par l'Etat français (d'environ neuf ans selon nos estimations¹⁰). Cette **surreprésentation des gestionnaires d'OPC sur la partie longue des émissions de l'Etat français** s'explique probablement par des spécificités de leur offre : notamment fonds à formules et structurés moyennant le démembrement d'OAT en zéro coupons, fonds indexés sur l'inflation via les OATi... Par le truchement de ce biais également lié à la maturité des titres, les gestions, en investissant régulièrement et de manière conséquente, notamment sur la partie longue des émissions, offrent un véhicule utile au refinancement sûr de la dette de l'Etat, et ce tout particulièrement en période de stress sur ces marchés. En effet, les tensions observées ces dernières années sur la dette de certains pays de la zone euro permettent de mettre en évidence **l'importance de disposer en France d'investisseurs domestiques en mesure de compenser les flux vendeurs des non-résidents**.

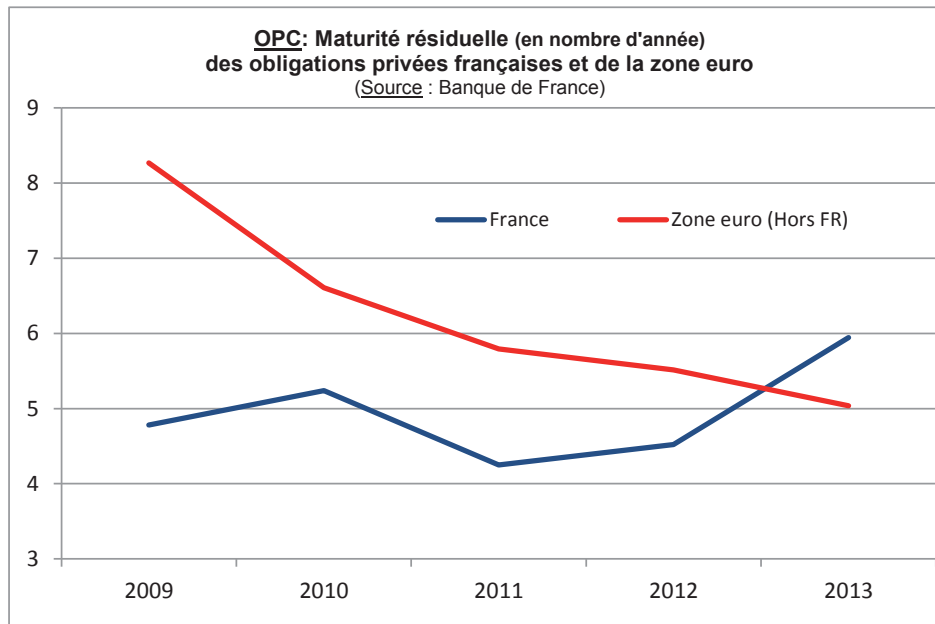
¹⁰ Sur le site de l'Agence France Trésor figure la liste détaillée des émissions d'OAT avec leurs caractéristiques (dates d'émission et échéances, encours...) permettant d'estimer la durée de vie moyenne de ces titres.

Relativement à la dette des Etats de la zone euro (hors France), la partie longue est globalement moins importante que celle de la dette de même nature émise par l'Etat français. Ainsi, à titre de comparaison, les maturités résiduelles des titres d'Etat allemand et italien¹¹ seraient chacune de l'ordre de 7,3 ans, contre 7,9 pour les titres d'Etat français (OAT et BTAN ensemble)¹².

La maturité moyenne résiduelle des titres de la zone euro, dans les portefeuilles d'OPC, décroît : elle est de 6 ans à fin 2013, contre près de 7 ans en 2009. Cette tendance à la baisse semble exprimer une certaine défiance des gestionnaires vis-à-vis du couple rendement/risque des dettes publiques longues de certains pays de cette zone.

Compte tenu de la similitude des niveaux de maturité et de leurs évolutions, les données des **obligations privées d'entreprises financières et non-financières** ont été agrégées dans un seul graphique¹³. Les tendances observées dans l'évolution des maturités résiduelles de ces titres dans les portefeuilles d'OPC sont presque convergentes pour la France et la zone euro. Tel qu'exprimé ci-dessus, on retrouve à quelques nuances près les mêmes types de biais de maturité :

- nette baisse de maturité pour les titres de la zone euro, qui partant d'un niveau relativement élevé à fin 2008 (8,3 ans) s'établi à 5 ans à fin 2013 ;
- une certaine stabilité autour de 5 ans pour les émetteurs français jusqu'en 2012, puis une forte augmentation courant 2013 où elle atteint les 6 ans.



¹¹ Notons que l'encours des titres de dette publique allemande et italienne représente respectivement 1/4 et 1/3 de l'encours total de ce type de dette de la zone euro (hors France).

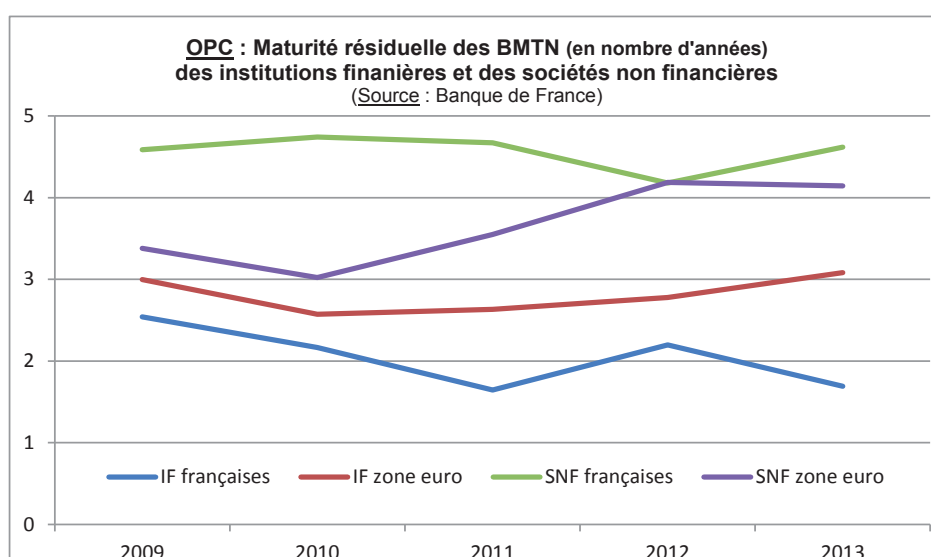
¹² Ces différences de maturité s'expliquent en partie par une moindre offre sur la partie longue, dont par exemple un moindre recours à certains types d'émissions : l'encours des obligations indexées sur l'inflation représente en France de l'ordre de 15% de la dette obligataire publique contre 5% en Allemagne...

¹³ A fin 2013, les volumes de titres longs (hors BMTN) étaient respectivement de 12 Mds € et 31 Mds € pour les institutions financières françaises et de la zone euro. Concernant les sociétés non financières, ces volumes étaient de 24 et 14 Mds €.

Plusieurs facteurs complémentaires semblent expliquer cette « quasi-convergence » des maturités :

- d'une part, les efforts conjugués des principaux clients des sociétés de gestion, caisses de retraite et sociétés d'assurance (solvabilité II, IFRS...), visant à diminuer leur prise de risque, aurait pour effet de infléchir la maturité résiduelle des portefeuilles ;
- d'autre part, conséquence de la crise, on constate ces dernières années une rotation sectorielle en faveur d'émetteurs, par nature, plus courts (biens de consommation, industriels...) que ceux du secteur « utilities » (télécoms, énergie...) ;
- on assiste par ailleurs à un rééquilibrage en matière de maturités recherchées, avec une désensibilisation plus prononcée pour les titres de la zone euro ;
- enfin, en lien avec le faible niveau des taux et l'aversion au risque croissante des institutionnels, une explication plausible de cette évolution réside dans la structure de l'offre de produits obligataires, dont le compartiment court, voire très court, croît fortement.

Les institutions financières et les entreprises non financières émettent également des **BMTN** (titres de maturité initiale supérieure à 1 an), dont l'encours, à fin 2013, dans les portefeuilles d'OPC s'élève à 60 mds € pour les titres français et à 44 mds € pour ceux de la zone euro. A cette date, tous émetteurs confondus leurs maturités résiduelles moyennes dans les portefeuilles étaient de 2,4 et 3,3 ans respectivement pour ces deux zones. Plus en détail, les maturités résiduelles des BMTN émis par les sociétés non financières sont plus élevées, de l'ordre aujourd'hui de 4 ans, que celles des titres émis par les institutions financières.



En résumé, ces dernières années on constate un phénomène à double détente fondée sur la réallocation vers des titres « moyen-court » terme, notamment des BMTN. Dans un contexte

fortement affecté par la baisse tendancielle des taux (cf. annexes 2 et 3), cette réallocation se vérifie aussi bien pour les fonds monétaires que pour les obligataires : d'un côté forte baisse de l'encours des fonds monétaires à court terme en faveur des monétaires classiques (dont le poids est passé de 30% en 2008 à moins de 70% à fin 2014 – cf. graphique en annexe 2) ; d'un autre côté, restructuration de l'offre des fonds obligataires classiques ouverts (excluant les fonds « convertibles », « high-yield »...), dont la part des véhicules à court et à très court terme a doublé sur la période. Leur poids a en effet augmenté de 30% à 60%, avec un rythme plus rapide pour les fonds à très court terme, qui eux sont passés de 10% à presque 25% (Cf. annexe 3).

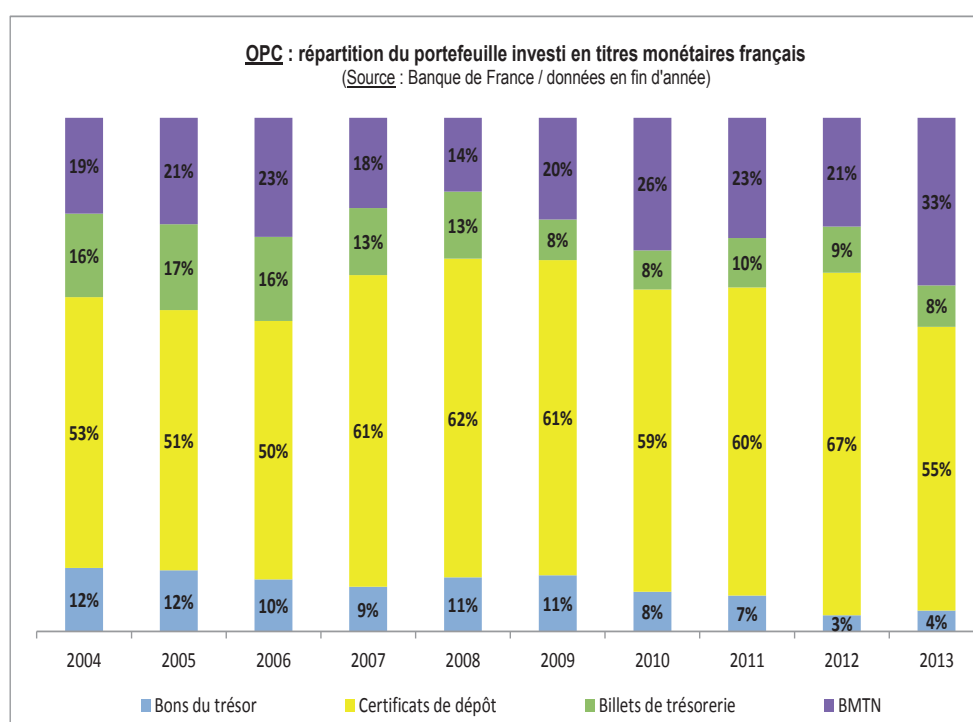
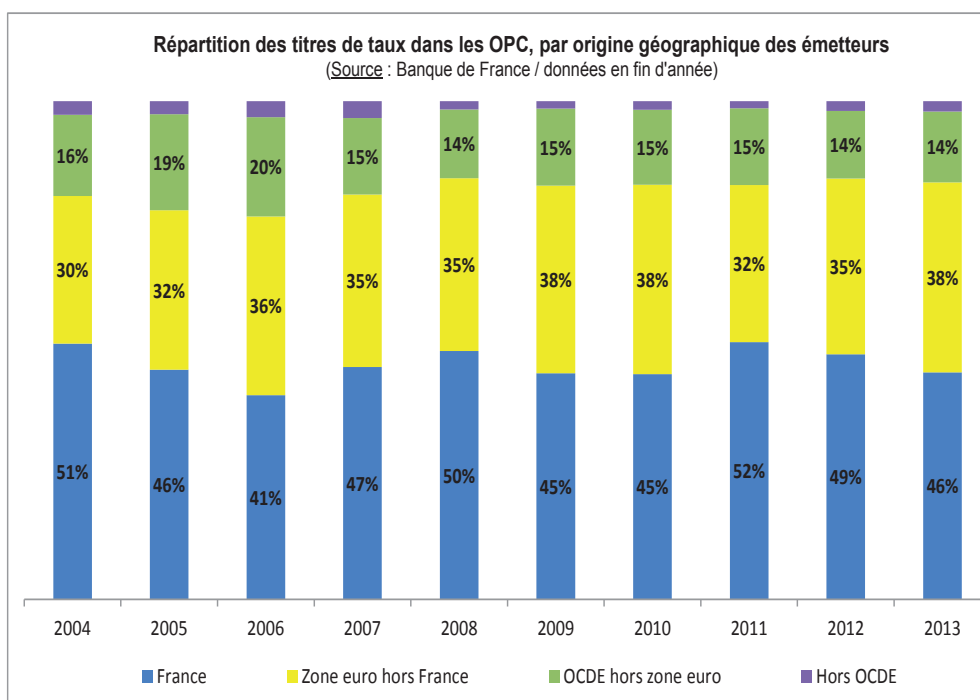
En guise de conclusion

L'existence d'une industrie domestique de la gestion puissante et dynamique est un élément stratégique de souveraineté, pour la France et pour les pays de l'Union européenne. Elle permet que les placements de ses clients, les investisseurs finaux français, européens et internationaux, se dirigent en priorité vers le financement de nos économies. Ces stocks et flux importants, renforcés par des «biais domestiques », sont d'autant plus utiles que les effets de la crise et des nouvelles réglementations (Bâle III en particulier) diminuent l'appétit des investisseurs internationaux pour les émetteurs de la zone euro et pèsent sur l'offre de crédit bancaire.

Elément souvent oublié, l'existence dans un pays d'un marché de la gestion puissant, outre favoriser l'investissement des acteurs locaux dans des titres d'entreprises locales (biais domestique d'allocation), s'avère également être dans le temps un **facteur de robustesse de la base de capital favorisant une certaine stabilité économique**, en règle générale difficile à attribuer aux investisseurs non-résidents. De même, on constate en France l'existence d'un autre biais domestique en faveur des maturités longues des titres obligataires permettant de disposer d'une gestion française en mesure de compenser les flux vendeurs des non-résidents. Ce biais de maturité favorise la stabilité des financements des émetteurs obligataires français, Etat, collectivités locales et entreprises.

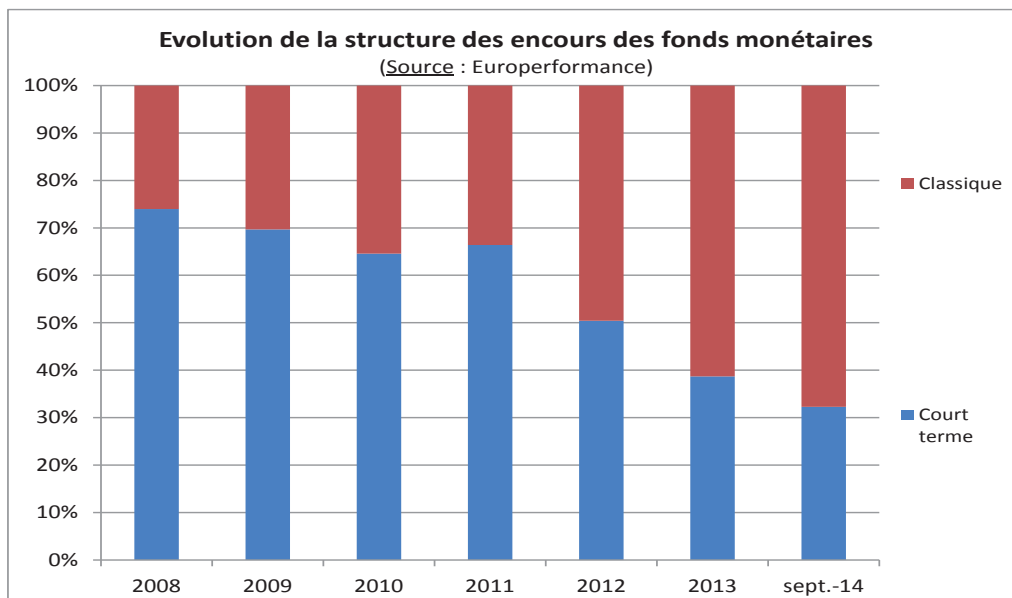
Enfin, outre leur contribution au financement de l'économie, **les gestions constituent également une source d'emplois qualifiés et donc de valeur ajoutée significative.**

ANNEXE 1

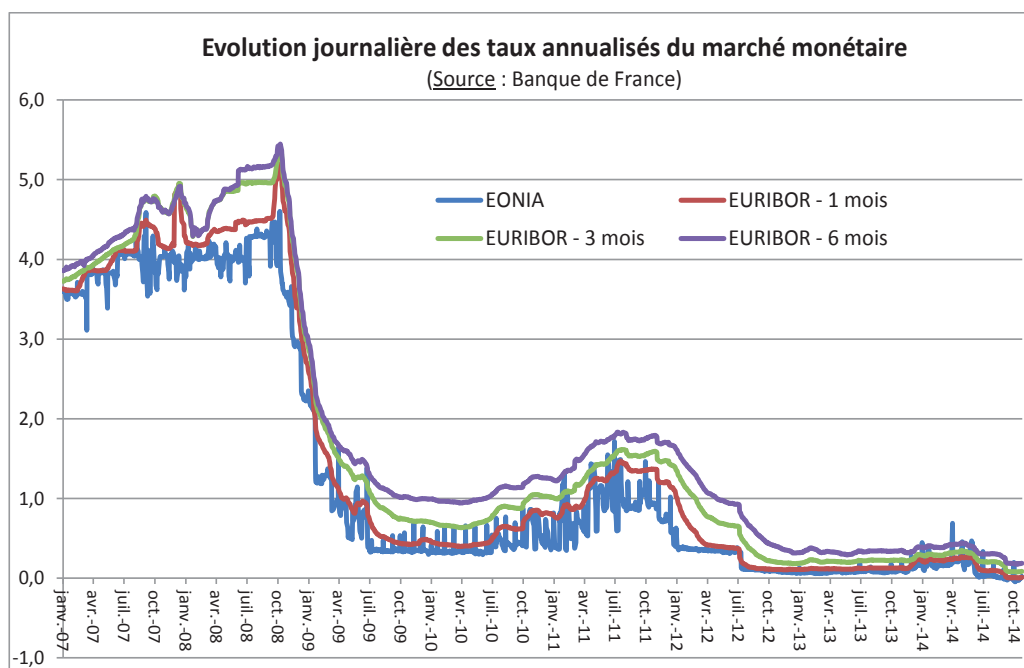


ANNEXE 2

L'encours des fonds monétaires a fortement baissé depuis 2008 passant de 488 mds € à 315 mds € à fin 2013. Parallèlement, pendant cette période, la structure de l'offre a basculé des monétaires court-terme vers les monétaires classiques.

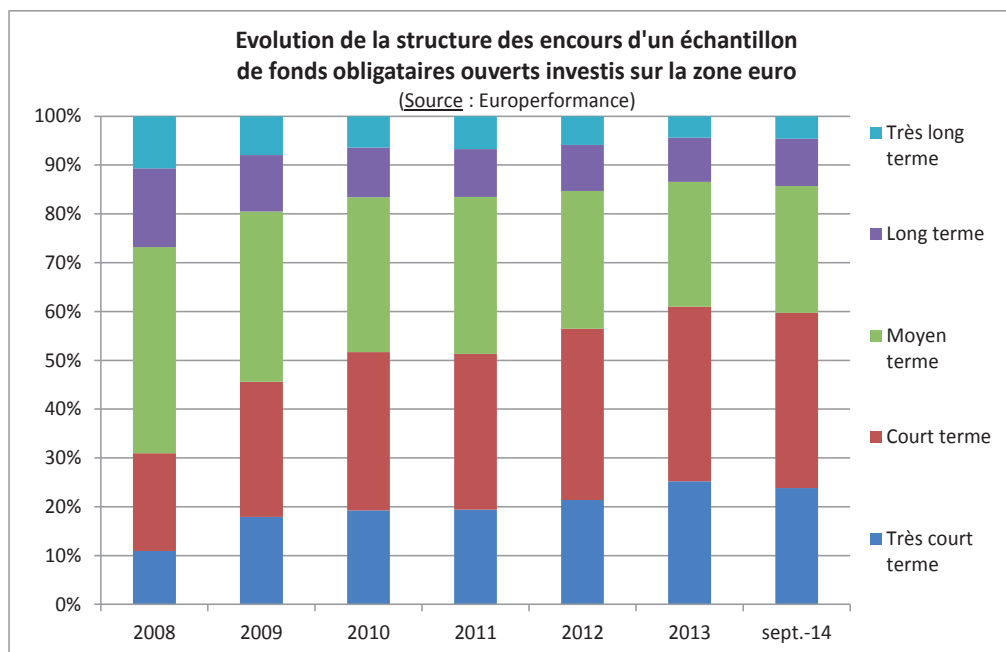


Ces changements sont la résultante, en grande partie, de la très forte baisse des taux du marché monétaire observée tout d'abord entre fin 2008 (autour de 4% annuel pour l'Eonia) et le premier semestre 2009 (autour de 0,5% annuel pour l'Eonia), puis dans le courant de l'année 2012. L'Eonia devenant négatif en septembre 2014.

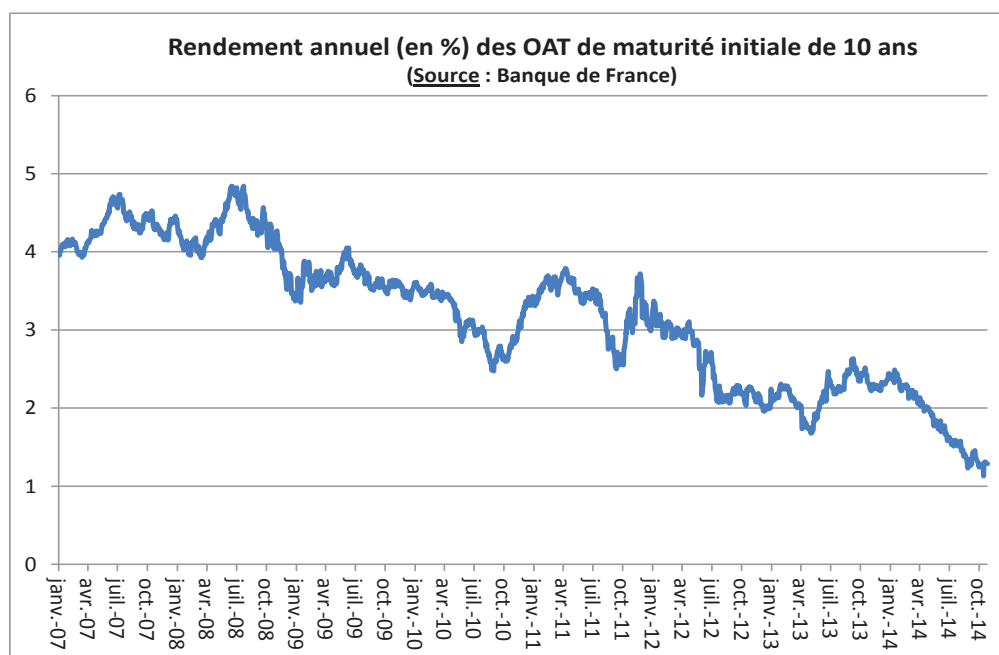


ANNEXE 3

Si l'encours des fonds obligataires euro progresse par à-coups depuis 2008, passant de 110 mds € à 160 mds en septembre 2014, la structure de l'offre se modifie, au gré de l'augmentation de l'aversion au risque des investisseurs, en faveur des fonds court terme.



Cette offre de fonds obligataires est fortement affectée par la baisse tendancielle des rendements des emprunts d'états, dont les mieux notés servent aujourd'hui un taux légèrement positif (autour de 1% pour les OAT de maturité initiale 10 ans), soit un taux réel nul. Toujours est-il que ce niveau des taux se reflète, souvent positivement mais avec une forte volatilité, dans la valorisation des titres en portefeuille.



Collection : Les Cahiers de la Gestion



Cahier N°1 : Contribution des OPCVM aux fonds propres des entreprises - avril 2011.

Après une introduction générale sur le rôle économique de la gestion pour compte de tiers, cette étude donne un aperçu de l'apport des OPCVM, notamment ceux en actions et orientés-actions, à la capitalisation des sociétés cotées en France. Sa deuxième partie porte de manière plus spécifique sur la composition des portefeuilles des OPCVM actions. Cette étude permet notamment de mieux apprécier la diversification géographique et sectorielle que la gestion collective apporte aux portefeuilles des investisseurs/épargnants.

Cahier N°2 : Enquête "les Emplois dans la gestion pour compte de tiers" - septembre 2011

Cette étude permet de mesurer et de décrire par fonctions l'emploi direct dans les SGP. De même, elle fournit une estimation détaillée du nombre d'emplois externalisés et de ceux induits dans l'écosystème (dépositaires, *brokers*, réseaux de distribution...). Élément nouveau de cette enquête, elle introduit une approche démographique du métier : genre, structure de l'âge, niveaux de diplôme et d'expérience des effectifs employés dans les sociétés de gestion. Riche en informations, elle contient également une nomenclature des fonctions dans les SGP et les métiers associés.

Cahier N°3 : Contribution des gestions au financement de l'économie française - L'investissement en titres de créances - juin 2012

Ce cahier traite de la contribution des gestions au financement des agents économiques et, en termes plus généraux, à la croissance, et ce via l'investissement dans les titres de créances qu'ils émettent sur les marchés (obligations d'Etat et *corporates*, BTAN, BMTN, CD...). Il fait ressortir l'apport spécifique des gestions via l'acquisition, sur les marchés primaire ou secondaire, et la détention d'obligations et instruments du marché monétaire. Cette étude met en évidence une évolution favorable aux titres émis par des entreprises non-financières, aussi bien pour les *blue chips* que, progressivement, pour des PME/ETI.



L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente les professionnels de la gestion d'actifs pour compte de tiers en France. Ils gèrent plus de 3 000 milliards d'euros d'actifs (4^e rang mondial) dont plus de 1 500 milliards d'euros sous forme de gestion collective, et le solde sous forme de gestion individualisée sous mandat, notamment via l'assurance-vie.

Les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), au nombre de plus de 600, permettent aux investisseurs – particuliers et institutionnels – d'accéder aux compétences des professionnels de la gestion. Elles répondent à des règles strictes, notamment en matière d'agrément et de contrôle, et sont placées sous le bloc de compétence de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Quatre groupes français figurent parmi les 20 premiers groupes de gestion au niveau mondial, dont deux parmi les dix premiers.

Au cours des dernières années se sont créées de nombreuses SGP, spécialisées pour la plupart dans des secteurs innovants. Parmi cette vague de créations, il est à souligner l'arrivée de nouvelles sociétés de gestion entrepreneuriales, véritables pépinières de talents individuels.

L'industrie de la gestion est à la pointe du développement de nouveaux types de techniques ou de produits spécialement adaptés à l'évolution de la demande et aux nouvelles conditions de marché : capital investissement, gestions actives, gestions alternatives, multigestion, fonds immobiliers, fonds structurés...

Carlos Pardo

Directeur des Études Économiques

Tél : +33 (0)1 44 94 94 25

c.pardo@afg.asso.fr

Thomas Valli

Économiste-statisticien

Tél : +33 (0)1 44 94 94 03

t.valli@afg.asso.fr



Association Française de la Gestion financière

31, rue de Miromesnil – 75008 Paris

Tél.: +33 (0)1 44 94 94 00

www.afg.asso.fr