



LES FONDS D'INVESTISSEMENT SPÉCIALISÉS EN EUROPE

DIDIER DAVYDOFF *

Cet article a pour objet de faire le point sur les fonds européens spécialisés sur un secteur d'activité économique. Les deux principales catégories de placement répondant à ce critère sont les fonds d'investissement investis en actions d'un secteur d'activité particulier et les fonds immobiliers ayant un régime juridique et fiscal spécifique. Nous nous appuyons sur deux études récentes menées pour le compte de l'Observatoire de l'Épargne Européenne¹.

LES FONDS D'INVESTISSEMENT SECTORIELS

La création de l'euro en janvier 1999 a fortement contribué à accélérer la substitution d'une approche sectorielle à l'approche nationale des acteurs du marché des actions. Cette nouvelle approche se justifie par la corrélation croissante entre les performances boursières des pays, surtout ceux de la zone euro et la décorrélation entre les secteurs. Si l'on compare tous les coefficients de corrélation deux à deux entre les indices sectoriels dans la première moitié et la deuxième moitié de la décennie 1990, 33 de ces coefficients diminuent et 11 seulement augmentent (tableau n°1). À l'inverse la plupart des corrélations entre les pays augmentent.

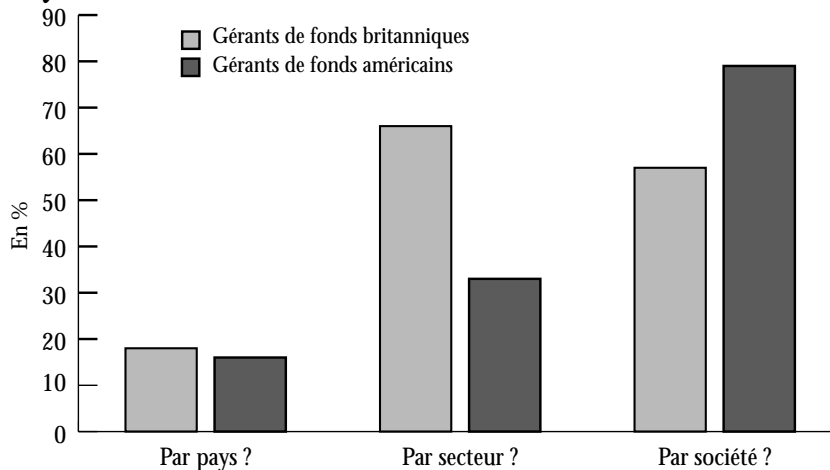
Les grands bureaux d'analyse financière sont maintenant tous organisés par spécialisations sectorielles, éventuellement croisées avec certaines spécialisations par pays dans une structure matricielle. Cette approche sectorielle avait aussi commencé de s'imposer dès le début des années 1990 parmi les investisseurs institutionnels britanniques, et au milieu des années 1990 parmi les américains, même si ces derniers continuent de privilégier des stratégies de *stock picking*².

* Directeur de l'Observatoire de l'Épargne Européenne.

Tableau n°1
Variation (en %) des coefficients de corrélation entre
les rentabilités des indices Dj Euro Stoxx
de la période 1/1/2001 - 1/1/1995 par rapport
à la période 1/1/1990 - 1/1/1995

| Secteurs | Matières premières | Loisirs | Distribution | Industrie alimentaire | Énergie | Santé | Industries de base | Technologie | Télécommunications | Utilities |
|-----------------------|--------------------|---------|--------------|-----------------------|---------|-------|--------------------|-------------|--------------------|-----------|
| Matières premières | | | | | | | | | | |
| Loisir | 56 % | | | | | | | | | |
| Distribution | -25 % | 166 % | | | | | | | | |
| Industrie alimentaire | -15 % | 104 % | -24 % | | | | | | | |
| Énergie | -18 % | 428 % | -45 % | -41 % | | | | | | |
| Santé | -62 % | 5 % | -44 % | -40 % | -68 % | | | | | |
| Industries de base | -20 % | 66 % | -34 % | -38 % | -42 % | -55 % | | | | |
| Technologie | -32 % | 110 % | -39 % | -55 % | -46 % | -76 % | -13 % | | | |
| Télécommunications | -19 % | 6 % | -5 % | -44 % | -58 % | -51 % | 36 % | 47 % | | |
| Utilities | -38 % | 51 % | -35 % | -32 % | -45 % | -45 % | -21 % | -32 % | 10 % | |

2

Graphique n°1**Question : Vos décisions d'investissement sont-elles effectuées...**

Les secteurs ayant la faveur des investisseurs changent d'une année sur l'autre. En 2000 par exemple, les trois secteurs préférés des investisseurs institutionnels étaient la santé, et en particulier la pharmacie, et les services financiers³, alors que l'année précédente les valeurs TMT

(technologie, média, télécom) étaient privilégiées. Les choix d'investissement sont souvent d'abord des arbitrages entre les secteurs, puis entre les valeurs.

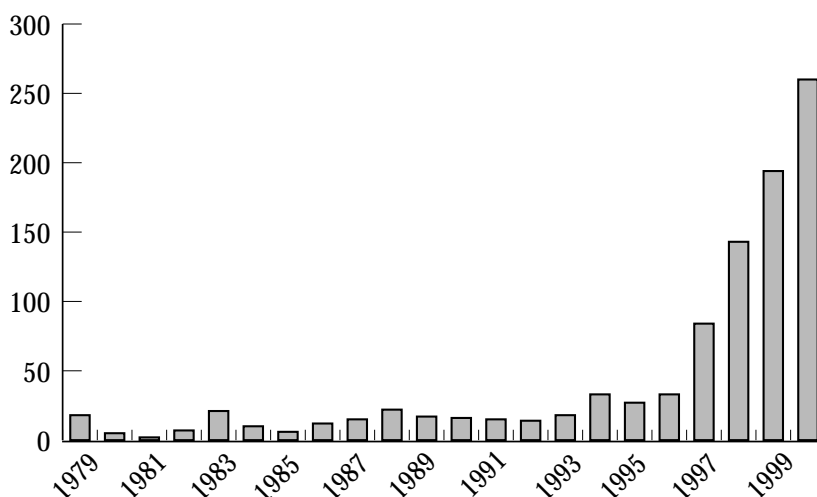
Le développement des fonds sectoriels

Une étude réalisée pour le compte de l'Observatoire de l'Épargne Européenne a permis de mesurer le poids relatif et les performances des fonds sectoriels, à partir de la base de données Micropal de Standard and Poor's.

À fin 2000, on comptait 1444 fonds sectoriels sur 9 986 fonds actions⁴ en Europe, soit 14,5 % du total⁵.

La majorité de ces fonds a été créée depuis 1997.

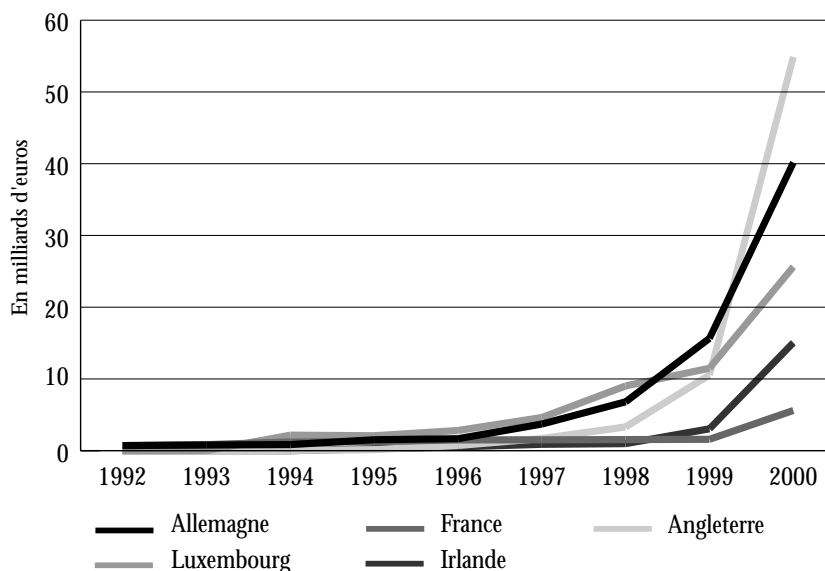
Graphique n°2
Répartition du nombre de fonds sectoriels
selon leur année de création



Parmi ces fonds, les 440 fonds immobiliers occupent une place particulière. Leur poids très lourd en encours fausse les comparaisons. En effet, en Allemagne les fonds immobiliers ont le statut d'OPCVM alors qu'ils obéissent à une réglementation spécifique et que, dans un pays comme la France par exemple, les SCPI sont exclues de la base Micropal. Ces fonds sont donc analysés dans la deuxième partie de cette étude.

L'encours des 1004 fonds sectoriels (hors immobilier) s'élevait à fin 2000 à 171 milliards d'euros, soit 9,5 % du total des fonds actions. Cet encours double chaque année depuis 1996.

Graphique n°3
Encours des fonds sectoriels



4

Le poids relatif des fonds sectoriels varie beaucoup d'un pays de domiciliation à un autre :

Tableau n°2
Encours des fonds d'investissement
(en milliards d'euros)

| | (1) Fonds sectoriels | (2) Fonds actions | Pourcentage (1)/(2) |
|------------|----------------------|-------------------|---------------------|
| Luxembourg | 54,9 | 451,8 | 12,1 |
| Allemagne | 40,1 | 169,0 | 23,8 |
| Angleterre | 25,6 | 666,8 | 3,8 |
| Irlande | 17,3 | 59,9 | 28,9 |
| Belgique | 10,9 | 45,8 | 23,8 |
| Pays-Bas | 9,3 | 70,6 | 13,1 |
| France | 5,6 | 152,0 | 3,7 |
| Suisse | 5,4 | 64,0 | 8,5 |
| Écosse | 2,1 | 116,8 | 1,8 |

Le résultat le plus remarquable est le développement très rapide des fonds sectoriels domiciliés au Luxembourg et en Allemagne. Un fonds comme Deka-TeleMedien TF, distribué par les Caisses d'Épargne allemandes, représente à lui seul un encours de près de 7 milliards d'euros. 13 fonds sectoriels allemands ont un encours supérieur à 1 milliard d'euros.

Ces résultats doivent certes être interprétés avec prudence, car en Allemagne, un fonds actions peut n'être composé qu'à 50 % d'actions, ce qui n'est pas le cas dans d'autres pays. D'autre part, le lieu de domiciliation des fonds n'est pas nécessairement leur lieu de distribution. En particulier les fonds luxembourgeois sont vendus dans toute l'Europe. Il n'en demeure pas moins que la tendance est incontestable : parmi les fonds qualifiés de fonds actions, ceux qui sont vendus au public en Allemagne avec une orientation sectorielle sont désormais plus lourds que les fonds généralistes.

Les secteurs privilégiés

La croissance rapide des fonds sectoriels a été en très grande partie liée à l'engouement pour les valeurs technologiques, et plus généralement la « Nouvelle économie ». Les fonds technologiques représentent plus de 30 % du nombre et plus de 38 % de l'encours de l'ensemble des fonds sectoriels. Trois autres secteurs viennent ensuite à égalité en termes d'encours : les télécommunications, la biotechnologie et la santé, suivis par la finance et les technologies de l'information.

Tableau n°3
Le poids relatif des fonds selon leur secteur d'investissement

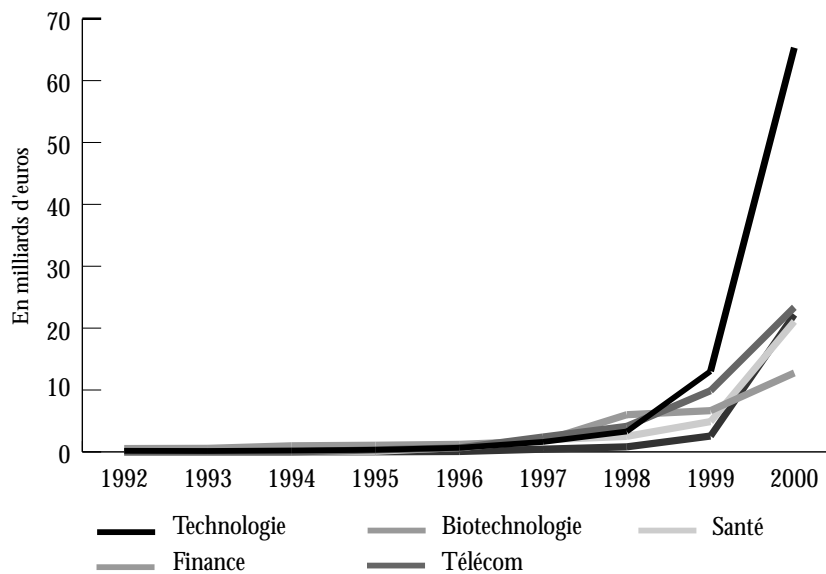
| Poids relatifs des principaux secteurs (fin 2000) | | |
|---|--------------------|------------|
| | En nombre de fonds | En encours |
| Technologie | 30,4 % | 38,1 % |
| Télécommunication | 5,3 % | 13,6 % |
| Biotechnologie | 3,9 % | 13,0 % |
| Santé | 9,4 % | 12,3 % |
| Finance | 7,9 % | 7,4 % |
| Technologies de l'information | 6,0 % | 4,7 % |

L'explosion des fonds technologiques est d'autant plus remarquable que c'est un phénomène uniquement explicable par les flux, puisqu'en 2000 les fonds technologiques ont eu une performance négative de 3 %.

Cet engouement pour la « Nouvelle économie » a touché massivement le marché de détail. Une grosse majorité de ces fonds (plus de 60 %) ont d'ailleurs une valeur de parts inférieure à 100 euros.

En termes d'encours, les fonds investis sur les valeurs technologiques arrivent en tête au Luxembourg, en Allemagne, en Angleterre, en Irlande et en France. La santé arrive en tête en Belgique et en Suisse, et les technologies de l'information aux Pays-Bas.

Graphique n°4
Encours des fonds sectoriels

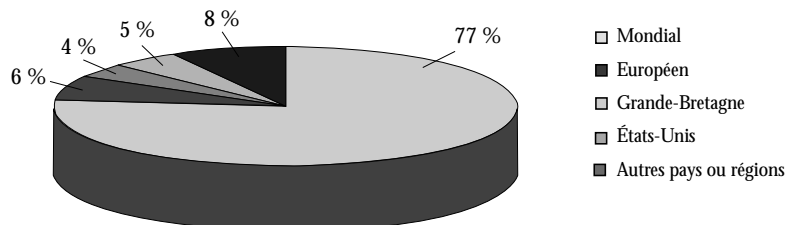


6

L'univers d'investissement

Le plus grand nombre de fonds sectoriels ont un univers d'investissement mondial, viennent ensuite les fonds à couverture européenne, et en dernière position les fonds nationaux. Les fonds à couverture européenne n'existent que depuis 1996 mais ce sont ceux dont l'encours croît le plus vite. Parmi les fonds sectoriels à couverture nationale, seuls le Royaume-Uni et les États-Unis ont un poids significatif. Ce sont les seuls pays dont la Bourse cote un éventail de valeurs suffisamment large pour permettre la construction de portefeuilles sectoriels.

Graphique n°5
Répartition de l'encours des fonds sectoriels
selon leur univers d'investissement

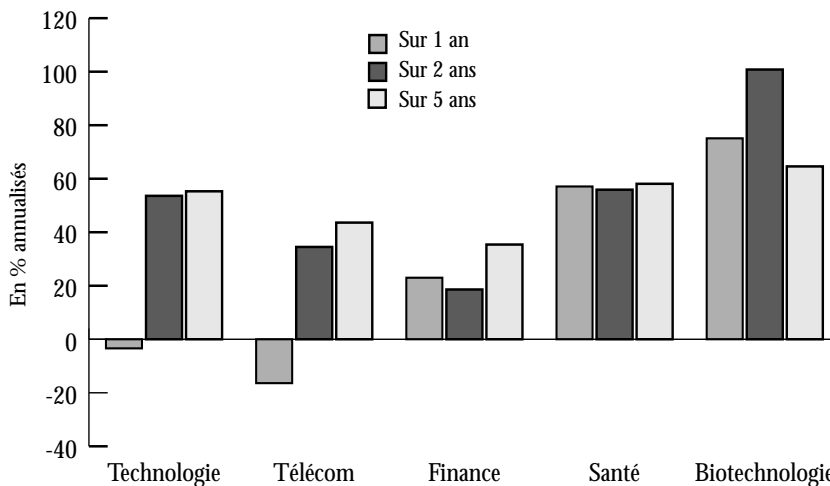


Les performances

Tous pays et secteurs confondus, les performances moyennes annualisées sont égales à 12,9 % en 2000, à 29,6 % sur les deux dernières années et à 25 % sur 5 ans.

Sur une période de 5 ans, de fin 1995 à fin 2000, les fonds investis sur la biotechnologie ont eu les meilleures performances, de 64,6 % par an en moyenne. Les fonds les plus rentables (biotechnologie et santé) sont aussi les plus volatiles.

Graphique n°6
Performances des fonds sectoriels à fin 2000



Les gestions passives des fonds sectoriels sont très rares. La comparaison sur deux ans des performances des fonds sectoriels avec les indices sectoriels mondiaux correspondants de Dow Jones donne des résultats très variables d'une année sur l'autre. Sur deux ans par exemple les fonds technologie à couverture internationale sur-performent l'indice de 29 %, les fonds santé de 41 % et les fonds télécom de 18 %. Mais les fonds finance sous-performent l'indice de 11 %. De manière générale, la volatilité des fonds est comparable à celle des indices correspondants.

LES FONDS IMMOBILIERS

À la différence des OPCVM, les fonds immobiliers n'ont pas fait l'objet d'une harmonisation européenne. Les régimes juridiques de ces instruments varient donc d'un pays à l'autre.

On peut distinguer deux générations de produits. En Suisse, en Allemagne et en France, ces produits sont nés il y a plus de trente ans :

- Les fonds de placement immobilier suisses (loi « LFP » du 1^{er} janvier 1966)
- Les fonds ouverts allemands (loi « KAGG » du 14 janvier 1970)
- Les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (SCPI - loi du 31 décembre 1970)

Ces produits sont apparus plus récemment en Espagne, en Italie et en Belgique :

- Les fonds d'investissement immobiliers espagnols (loi du 7 juillet 1992)
- Les fonds d'investissement immobiliers italiens (loi du 24 janvier 1994),
- Les Sociétés d'Investissement à Capital Fixe Immobilières belges (SICAFI - arrêté royal du 10 avril 1995)

Ces produits sont plus ou moins purs selon les pays

Tableau n°4
Composition de l'actif des fonds immobiliers

| | Fond immobiliers allemands | SCPI françaises | SICAFI belges | Fonds espagnols | Fonds italiens | FPI suisses |
|----------------------------------|----------------------------------|---|------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---|
| Actifs immobiliers | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui (mais en pratique, participations dans des sociétés immobilières) |
| Terrains nus à construire | Oui | Non | Non | Non | Non | Oui |
| Actions de sociétés immobilières | Oui (max : 30 %) | Non | Oui | Non | Oui | Oui |
| Liquidités | Oui (max 49 %) | Fonds en attente d'affectation seulement | Oui | Oui (min : 10 % ; max : 30 %) | Oui (min : 10 % ; max : 20 %) | non |

Les SCPI françaises apparaissent ainsi comme le seul produit purement immobilier. Il est néanmoins intéressant de comparer l'évolution de la capitalisation de chaque type de produits.

Les fonds ouverts allemands ont, de très loin, les encours les plus importants en Europe, alors qu'en 1992, leur capitalisation était inférieure à celle des SCPI françaises.

Les SCPI représentent le deuxième encours en Europe. Il a diminué entre 1995 et 1998 en raison de la crise immobilière française, aggravée par le mode d'organisation de la liquidité : à la différence des véhicules des autres pays, les SCPI n'ont à leur disposition ni le recours à la

Tableau n°5
Capitalisation des fonds immobiliers
(en millions d'euros au 31/12)

| (nombre de fonds) | 1999 | 1998 | 1997 | 1996 | 1995 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Allemagne | 49 509 | 42 304 | 39 735 | 36 347 | 30 534 |
| | (15) | (14) | (14) | (13) | (13) |
| Belgique | 2 350 | 1 569 | 752 | 645 | 137 |
| | (12) | (7) | (2) | (2) | (1) |
| Espagne | 882 | 400 | 132 | 85 | 72 |
| | (5) | (5) | (4) | (4) | (4) |
| France | 10 012 | 10 031 | 10 425 | 11 226 | 12 281 |
| | (248) | (258) | (262) | (273) | (282) |
| Italie | 571 | - | - | - | - |
| | (3) | | | | |
| Suisse | 5 850 | 5 578 | 5 129 | 5 038 | 4 975 |
| | (30) | (30) | (30) | (29) | (29) |

Sources : IEIF, Étude OEE (d'après statistiques ING, Banif Immobiliario, Crédit Suisse, IEIF).

cotation, ni la détention de liquidités substantielles pour régler l'équilibre entre l'offre et la demande de parts.

Les SICAFI belges ont connu une croissance très forte depuis 1995 et la capitalisation des FPI suisses a légèrement progressé au cours de la période. Celle des fonds italiens et espagnols est encore faible.

Les performances des fonds divergent aussi beaucoup d'un pays à l'autre.

Tableau n°6
Performance globale des fonds immobiliers

| (nombre de fonds) | 1999 | 1998 | 1997 | 1996 | 1995 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Allemagne | 3,51 % | 4,97 % | 4,56 % | 5,18 % | 5,61 % |
| | (15) | (14) | (14) | (13) | (13) |
| Belgique | -7,77 % | 25,12 % | 16,46 % | 3,45 % | - |
| | (12) | (7) | (2) | (2) | (1) |
| Espagne | 8,15 % | 4,90 % | 5,56 % | 2,65 % | - |
| | (5) | (5) | (4) | (4) | (4) |
| France | 18,90 % | 1,80 % | -7,50 % | -7,80 % | -7,80 % |
| | (248) | (258) | (262) | (273) | (282) |
| Suisse | 5,12 % | 4,05 % | 5,22 % | 6,51 % | 7,28 % |
| | (30) | (30) | (30) | (29) | (29) |

Sources : IEIF, Étude OEE (d'après statistiques ING, Banif Immobiliario, Crédit Suisse, IEIF).

Les performances des fonds allemands et suisses sont peu volatiles, mais en baisse continue, liée à la baisse des taux d'intérêt. À l'inverse

les performances des fonds français et belges sont très volatiles : les SCPI ont connu des performances négatives pendant trois ans, avant de connaître en 1999 une rentabilité exceptionnelle de près de 19 %. À l'inverse les SICAFI belges ont eu deux très bonnes années en 1997 et 1998, compensées partiellement par la performance négative en 1999.

Les fonds spécialisés sur un secteur d'activité économique ou sur l'immobilier ont connu un développement très rapide pour les premiers, et significatif pour les seconds. Le développement des fonds sectoriels d'investissement en actions a été lié à la création de l'euro, mais aussi à l'engouement des particuliers pour les valeurs technologiques, jusqu'en 1999. Le marché des fonds immobiliers a, pour sa part, été caractérisé par la création de véhicules nouveaux, souvent inspirés des REITs américains, dans plusieurs pays d'Europe : Belgique, Espagne, Italie.

Dans tous les cas, c'est en Allemagne que le développement de ces produits spécialisés a été le plus marqué. Un prolongement de cette étude consisterait à enquêter auprès des particuliers pour savoir si cette position particulière de l'Allemagne se traduit par des portefeuilles moins diversifiés que dans les autres pays, ou si ces produits sont combinés entre eux de manière équilibrée par les investisseurs.

D'autre part, on peut se demander si le développement des fonds sectoriels a été un phénomène uniquement lié à l'engouement pour la nouvelle économie, ou si des fonds investis sur des secteurs traditionnels prendront le relais. Il sera donc intéressant de prolonger l'analyse dans le temps.

NOTES

1. Patrice Fontaine, *Les fonds sectoriels en Europe : importance et performances*, juin 2001. Guy Marty, *Les fonds immobiliers en Europe*, novembre 2000.

2. Source : Étude CityScan and Wall Street Scan conduite par Citigate et Dew Rogerson pour le compte d'EURONEXT Paris - 2001.

3. Source : idem.

4. Les fonds actions sont ceux dont l'actif est composé au moins à 50 % d'actions.

5. 131 fonds éthiques sont inclus dans ces chiffres. Les fonds éthiques sont souvent constitués par l'exclusion de certains secteurs (alcool, tabac, armement...).