

Encadré 3.7 :

## LA DÉTENTION DE TITRES PUBLICS PAR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Au 31 décembre 2013, les OPC luxembourgeois détenaient des titres émis par les administrations publiques pour un montant total de 422 037 millions d'euros, dont 217 089 millions d'euros de titres émis par les pays de la zone euro. A cette date, le volume total des titres publics représentait 16,1 % de la valeur nette d'inventaire des fonds qui, pour rappel, s'élevait à 2 615 363 millions d'euros.

Tableau 3.14 :

Encours des titres publics détenus par les OPC luxembourgeois (millions d'euros, encours en fin de période)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
Italie	58 971	56 999	48 326	57 281	66 552
Allemagne	51 632	58 618	65 982	63 113	56 694
France	39 079	33 234	38 640	35 055	32 552
Espagne	7 601	8 628	8 065	13 458	22 362
Belgique	10 230	9 213	9 387	9 938	9 878
Pays-Bas	11 526	12 477	11 411	11 983	8 993
Irlande	3 451	1 928	3 148	5 895	6 716
Autriche	4 213	5 714	6 163	6 137	4 882
Portugal	1 666	1 207	411	914	2 978
Finlande	3 736	3 295	4 218	2 949	2 761
Slovénie	208	184	149	498	1 415
Grèce	7 859	2 217	433	258	660
Slovaquie	205	257	211	444	443
Luxembourg	50	175	269	223	161
Chypre	161	61	61	102	42
Estonie	0	0	0	0	0
Malte	0	0	0	0	0
<b>Zone euro</b>	<b>200 586</b>	<b>194 206</b>	<b>196 872</b>	<b>208 249</b>	<b>217 089</b>
<i>dont total Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande et Chypre</i>	<i>79 709</i>	<i>71 039</i>	<i>60 443</i>	<i>77 908</i>	<i>99 309</i>
Royaume-Uni	7 066	10 277	12 851	13 112	14 249
Pologne	4 482	8 588	9 882	12 649	11 052
Hongrie	2 468	3 899	5 695	8 173	8 431
Suède	5 516	5 120	7 092	6 953	5 413
Roumanie	345	359	1 163	1 964	2 439
Lituanie	419	930	1 041	1 469	1 073
Croatie	315	430	436	835	969
Danemark	909	856	1 066	680	922
République tchèque	1 195	1 516	1 274	1 066	673
Lettonie	1	4	124	464	192
Bulgarie	48	44	36	92	79
<b>UE hors zone euro</b>	<b>22 765</b>	<b>32 024</b>	<b>40 662</b>	<b>47 456</b>	<b>45 492</b>
<b>UE</b>	<b>223 350</b>	<b>226 230</b>	<b>237 534</b>	<b>255 705</b>	<b>262 581</b>
Etats-Unis	40 361	50 344	65 313	72 835	57 871
Japon	6 818	4 850	6 729	5 782	4 298
Suisse	368	1 654	1 172	1 015	872
Institutions supranationales	4 161	11 896	14 398	14 850	1 377
Autres pays	41 728	80 477	91 724	116 428	95 039
<b>Hors UE</b>	<b>93 436</b>	<b>149 221</b>	<b>179 336</b>	<b>210 909</b>	<b>159 457</b>
<b>Tous pays</b>	<b>316 787</b>	<b>375 451</b>	<b>416 869</b>	<b>466 614</b>	<b>422 037</b>

Source : BCL

A la fin de l'année 2013, les OPC luxembourgeois détenaient un volume de 99 309 millions d'euros de titres émis par les pays de la zone euro dont les finances publiques se caractérisaient par une dette publique et/ou un déficit élevé. La grande majorité de ces titres, soit 67 %, était composée d'emprunts émis par l'Etat italien. L'encours de ces titres a fortement progressé au cours des deux dernières années, notamment à la suite de l'annonce du programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) par la Banque Centrale Européenne en septembre 2012, qui s'est soldée par d'importants effets de revalorisation sur cette classe d'actifs ainsi que par un certain regain d'intérêt de la part des investisseurs.

Pour compléter cette analyse, il convient encore de relever que les OPC luxembourgeois détenaient un montant élevé de titres émis par les Etats-Unis au mois de décembre 2013, à hauteur de 57 871 millions d'euros. L'annonce du retrait progressif de la Réserve fédérale américaine de son programme d'assouplissement quantitatif a eu un impact conséquent sur l'encours de ces titres, qui a diminué de 20,5 % par rapport à la même période de l'année précédente. L'encours des titres publics émis par des pays émergents, qui est passé de 101 212 millions à la fin de l'année 2012 à 83 147 millions d'euros à la fin de l'année 2013, a également été impacté par ce changement d'orientation. Cette évolution s'explique, non seulement, par la remontée des taux d'intérêt de long terme dans ces pays et la dépréciation de leur taux de change, mais également, par la réorientation des flux de capitaux vers les pays développés, y compris au niveau de la zone euro.

Tableau 3.15 :

**Encours des titres publics émis par les pays émergents détenus par les OPC luxembourgeois (millions d'euros, encours en fin de période)**

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
Amérique du Sud et Centrale	12 019	24 021	24 366	33 449	30 228
Europe	12 024	22 319	27 348	41 993	35 992
Asie	5 796	14 353	21 410	25 769	16 927
<b>Total pays émergents</b>	<b>29 839</b>	<b>60 693</b>	<b>73 123</b>	<b>101 212</b>	<b>83 147</b>

Source : BCL

## 2.2 EVALUATION DE LA FRAGILITÉ DES FONDS D'INVESTISSEMENT : APPORT DES PROBABILITÉS DE DÉFAUT CONDITIONNELLES

Cette analyse est basée sur l'étude d'un échantillon relativement large de fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg afin d'estimer leurs probabilités de défaut conditionnelles<sup>7</sup>. L'échantillon comprend l'ensemble des 7 catégories de fonds d'investissement. Il s'agit des fonds actions, des fonds obligataires, des fonds mixtes, des fonds immobiliers, des fonds alternatifs, des autres fonds et des fonds monétaires. La base de données bilantaires est d'une fréquence trimestrielle et s'étend de décembre 2008 à décembre 2013. Les dettes des fonds sont réparties selon leurs maturités initiales, inférieure à un an, d'une part, et supérieure à un an, de l'autre. Les parts émises par chaque catégorie de fonds sont utilisées comme une approximation de leurs fonds propres. Quant aux positions débitrices et créditrices sur les produits dérivés, elles furent compensées.

Au-delà de l'étendue importante de la base de données, l'analyse s'appuie sur des nouveautés méthodologiques qui n'ont pas encore été appliquées dans la recherche sur les fonds d'investissement. A l'exception du modèle structurel utilisé pour l'estimation des probabilités marginales de défaut, celui de Merton (1974), cette étude s'appuie sur la même méthodologie décrite dans l'encadré 3.4 dédié

<sup>7</sup> Jin, X. and F. Nadal De Simone, 2014, "Investment Funds' Vulnerabilities: A Tail-risk Dynamic CIMDO Approach", working paper, Banque centrale du Luxembourg, mimeo.