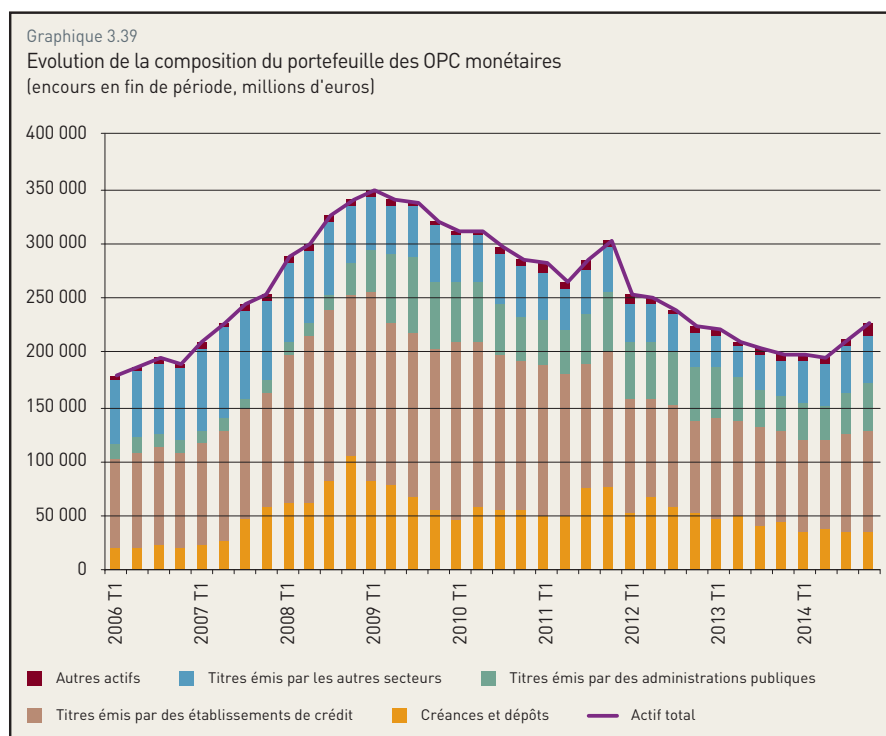


2.1.2 Les OPC monétaires

Après avoir atteint un point bas en juin 2014, la VNI des OPC monétaires domiciliés au Luxembourg s'est redressée en fin de période, inversant ainsi le mouvement de baisse significatif qui avait été enregistré depuis le début de l'année 2009. La VNI des OPC monétaires s'est ainsi établie à 214,28 milliards d'euros à la fin de l'année 2014, en hausse de 10,0% par rapport à la fin de l'année 2013. Dans l'ensemble, les souscriptions nettes ont été positives, à hauteur de 5,12 milliards d'euros, tandis que les effets de marché ont contribué à l'évolution de la VNI à hauteur de 14,37 milliards d'euros, principalement en raison de la dépréciation du taux de change de l'euro par rapport au dollar. Du point de vue de la composition de leur portefeuille, cette hausse d'activité s'est concrétisée par une augmentation de la part des titres de court terme émis par les administrations publiques et les établissements de crédit.



Encadré 3.7 :

LA DÉTENTION DE TITRES PUBLICS PAR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Au 31 décembre 2014, les OPC luxembourgeois détenaient des titres émis par les administrations publiques pour un montant total de 535,26 milliards d'euros, dont 262,68 milliards d'euros de titres émis par les pays de la zone euro. A cette date, le volume total des titres publics représentait 17,3% de la valeur nette d'inventaire des fonds qui, pour rappel, s'élevait à près de 3 095 milliards d'euros.

Tableau 3.15:

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	12-2014
Italie	58 971	56 999	48 326	57 281	66 552	82 999
Allemagne	51 632	58 618	65 982	63 113	56 694	61 312
France	39 079	33 234	38 640	35 055	32 552	42 398
Espagne	7 601	8 628	8 065	13 458	22 362	28 563
Pays-Bas	11 526	12 477	11 411	11 983	8 993	11 275
Belgique	10 230	9 213	9 387	9 938	9 878	10 940
Irlande	3 451	1 928	3 148	5 895	6 716	6 796
Autriche	4 213	5 714	6 163	6 137	4 882	5 874
Portugal	1 666	1 207	411	914	2 978	5 614
Finlande	3 736	3 295	4 218	2 949	2 761	2 870
Slovénie	208	184	149	498	1 415	1 479
Grèce	7 859	2 217	433	258	660	991
Slovaquie	205	257	211	444	443	556
Chypre	161	61	61	102	42	485
Lettonie	1	4	124	464	192	370
Luxembourg	50	175	269	223	161	160
Estonie	0	0	0	0	0	0
Malte	0	0	0	0	0	0
Zone euro	200 586	194 206	196 872	208 249	217 089	262 681
<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>	<i>125 448</i>
Royaume-Uni	7 066	10 277	12 851	13 112	14 249	23 339
Pologne	4 482	8 588	9 882	12 649	11 052	9 775
Hongrie	2 468	3 899	5 695	8 173	8 431	8 902
Suède	5 516	5 120	7 092	6 953	5 413	4 081
Roumanie	345	359	1 163	1 964	2 439	2 856
Croatie	315	430	436	835	969	1 391
Danemark	909	856	1 066	680	922	889
Lituanie	419	930	1 041	1 469	1 073	751
République tchèque	1 195	1 516	1 274	1 066	673	607
Bulgarie	48	44	36	92	79	412
UE hors zone euro	22 765	32 024	40 662	47 456	45 492	53 003
UE	223 350	226 230	237 534	255 705	262 581	315 685
Etats-Unis	40 361	50 344	65 313	72 835	57 871	88 773
Japon	6 818	4 850	6 729	5 782	4 298	6 199
Suisse	368	1 654	1 172	1 015	872	891
Institutions supranationales	4 161	11 896	14 398	14 850	10 446	10 211
Autres pays	41 728	80 477	91 724	116 428	95 039	113 501
Hors UE	93 436	149 221	179 336	210 909	168 526	219 575
Tous pays	316 787	375 451	416 869	466 614	431 107	535 259

Source : BCL

A la fin de l'année 2014, les OPC luxembourgeois détenaient un volume de 125,45 milliards 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 66,2%, était composée d'emprunts émis par l'Etat italien. L'encours de ces titres a fortement progressé au cours des deux dernières années sous l'effet, notamment, des mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre par la Banque centrale européenne.

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 2014, à hauteur de 88,77 milliards d'euros, en hausse de 53,4% par rapport à la même période de l'année précédente. L'encours des titres publics émis par des pays émergents a quant à lui

augmenté de 14,9%, passant ainsi de 83,15 milliards d'euros à la fin de l'année 2013 à 95,55 milliards d'euros à la fin de l'année 2014.

Tableau 3.16 :

Encours des titres publics émis par les pays émergents¹⁸ détenus par les OPC luxembourgeois (millions d'euros, encours en fin de période)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013	12-2014
Amérique du Sud et Centrale	12 019	24 021	24 366	33 449	30 228	38 584
Europe	12 024	22 319	27 348	41 993	35 992	35 303
Asie	5 796	14 353	21 410	25 769	16 927	21 667
Total pays émergents	29 839	60 693	73 123	101 212	83 147	95 553

Source : BCL

18 Amérique du Sud et Centrale : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. Europe : Bulgarie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie, Turquie et Ukraine. Asie : Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines et Thaïlande.

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 composé de l'ensemble des 7 catégories de fonds d'investissement¹⁹. 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 2014. 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. Les positions débitrices et créditrices sur les produits dérivés ont été compensées.

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 que celle décrite dans l'encadré 3.4 dédié à l'estimation des probabilités de défaut des banques selon l'approche CIMDO. Le cadre méthodologique permet de modéliser la dépendance entre les différents types de fonds d'investissement afin de saisir les caractéristiques clés du risque systémique telles que l'interconnectivité et la contagion, ainsi que les effets résultant des relations non-linéaires et des rétroactions entre les fonds et l'environnement économique. Le risque de crédit systémique dans l'industrie des fonds d'investissement peut prendre trois formes : (1) le risque de crédit commun à tous les types de fonds ; (2) le risque de crédit dans l'industrie conditionné à une situation de détresse dans un type de fonds d'investissement ou dans un groupe de fonds d'investissement, donc le risque de contagion ; et (3) l'accumulation temporelle de vulnérabilités dans les fonds d'investissement. Cette analyse présente les résultats concernant ces trois sources de risque systémique.

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