

REVUE DE STABILITE FINANCIERE 2008



SOMMAIRE

1	L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL, EUROPÉEN ET NATIONAL	12
2	FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS IN 2007	21
1	Money Markets	23
2	Foreign Exchange Markets	27
3	Bond Markets	30
4	Credit Markets	31
5	Equity Markets	32
6	Commodity Markets	33
3	LE SECTEUR FINANCIER	34
1	L'évolution et l'analyse macroprudentielle du secteur bancaire luxembourgeois	36
1.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	36
1.2	L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit	38
1.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	39
1.4	La structure et les composantes des bilans agrégés	40
1.4.1	L'activité interbancaire	40
1.4.2	Les crédits à la clientèle non-bancaire	41
1.4.3	Les dépôts de la clientèle non-bancaire	44
1.5	Conditions financières des banques luxembourgeoises au cours de 2007	46
1.5.1	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	46
1.5.2	La solvabilité	51
1.6	Appréciation des risques	55
1.6.1	Risque de crédit	55
1.6.2	Risque de liquidité	64
1.6.3	Risque de marché	65
1.6.4	Conclusions	77
2	Les autres acteurs du secteur financier	81
2.1	Les organismes de placement collectif	81
2.1.1	L'évolution en nombre	81
2.1.2	L'évolution de la valeur nette d'inventaire	81
2.1.3	Les OPC monétaires	83
2.2	Les assurances	85
4	LES INFRASTRUCTURES	89
1	Développements relatifs à LIPS-Gross et à TARGET2	90
2	Développements relatifs à SEPA	90
3	Développements relatifs à TARGET2 SECURITIES	92
4	Les développements en matière de surveillance	93

5	LE CADRE INSTITUTIONNEL ET LEGAL	97
1	Luxembourg and asset-backed securities: involvement and perspectives	98
1.1	Main features of securitisation transactions	99
1.2	The Luxembourg Securitisation Law of 22 March 2004	101
1.3	ABS listed on the Luxembourg Stock Exchange and held in Clearstream Banking S.A.	102
1.4	The use of the assets-backed securities listed and held in Luxembourg as eligible collateral for monetary policy operations	103
1.5	Conclusions	109
2	Legal aspects of the Deposit Guarantee Scheme	110
2.1	Purpose of deposit guarantee scheme	110
2.2	EU perspective	111
2.3	Luxembourg perspective	117
2.4	A way forward	121
2.5	Sources	122
3	La coopération interinstitutionnelle entre banques centrales et autorités de surveillance en matière de stabilité financière: Quelles perspectives pour la BCL ?	124
3.1	La coopération interinstitutionnelle au Luxembourg	125
3.2	Une coopération qui ne peut passer que par une répartition claire des compétences	126
3.3	Conclusion	129
6	ETUDES SPÉCIFIQUES	131
1	Indice de vulnérabilité financière des banques luxembourgeoises	132
2	Mesure de la production et de la productivité du secteur bancaire Luxembourgeois: réactualisation	138
3	L'extraction des anticipations des acteurs du marché à partir des prix des options	142
4	Mesure de l'attitude des investisseurs face aux risques : analyse du marché des actions de la zone euro	150





EDITORIAL

Après un début d'année 2007 propice à une croissance robuste au sein de la zone euro où les indices financiers et monétaires étaient ascendants, une phase de turbulences financières a émergé aux Etats-Unis ; elle s'est propagée rapidement, à travers de multiples canaux, à d'autres régions et à d'autres systèmes financiers. Ce qui a été qualifié initialement, de simple ajustement d'une sous-évaluation du risque sur le marché des créances immobilières titrisées, s'est transformé en une réelle crise financière à dimension internationale. Les pertes estimées dans un premier temps à environ 100 milliards sont revalorisées, depuis, à la hausse. Malgré ce coût important, il me semble que le système financier international ait la capacité d'absorber avec plus au moins d'aisance de telles pertes.

Le marché interbancaire a subi de graves perturbations. Quant aux marchés des actions, relativement épargnés au début des turbulences, ils ont subi de sévères corrections. La propagation du choc a surpris par sa rapidité, mais aussi par son asymétrie. Néanmoins, l'impact du choc diffère d'un pays à l'autre en fonction du degré d'implication directe de leur système financier. Le progrès technique associé à une globalisation des systèmes financiers ont favorisé les échanges de risques à travers des produits structurés ou dérivés complexes. Le risque est devenu mobile et insaisissable : la contagion n'a pas de frontières.

Faut-il blâmer la globalisation ? Bien entendu, ma réponse est non. La globalisation a certainement poussé l'innovation financière et l'émergence de nouveaux produits financiers, ce qui a enrichi les marchés et favorisé, probablement, leur efficacité. Toutefois, en raison de son ampleur et de sa rapidité, la dynamique actuelle de globalisation financière se heurte à maintes interrogations relatives à la transparence, à la capacité des systèmes à absorber les chocs et aux processus de leur diffusion.

Il est vrai que l'ingéniosité de l'ingénierie financière et le développement de modèles mathématiques sophistiqués ont rendu possible le démembrement des risques attachés à un actif et son évaluation. Cependant, le transfert des risques grâce aux produits dits structurés a contribué à rendre plus opaque la détection des positions financières fragiles. De plus, la non-linéarité et la complexité de la modélisation des processus sous-jacents aux produits émis par tranches ont favorisé la multiplicité des modèles. Par conséquent, les estimations des pertes attendues et les probabilités de défaut des tranches peuvent varier en fonction des méthodologies et des hypothèses retenues. Il en découle un risque du modèle qui peut conduire à une concentration involontaire des risques. D'ailleurs, les récentes turbulences financières ont démontré les limites de la modélisation mathématique pour l'évaluation des risques dont les propriétés sont caractérisées par des processus stochastiques particuliers.

De multiples travaux académiques ont révélé que les propriétés stochastiques du risque de crédit divergent amplement de celles qui permettent une diversification optimale du portefeuille. L'observation des faits a montré que les rendements des crédits, ou des créances titrisées, pour une banque sont souvent constants ou ne varient que marginalement avec la situation financière du débiteur. Toutefois, dès la mise en doute, même partielle, du recouvrement de la créance, les rendements et les cours des titres adossés aux dites créances s'effondrent.



En matière de titres adossés à des emprunts, cette discontinuité du rendement se manifeste par des variations subites, importantes et imprévisibles des prix, dont le reflet est la faiblesse passagère des marchés, particulièrement en matière de coordination des anticipations et de détermination des prix d'équilibre. Le gel de transactions engagé par des groupes bancaires à l'égard de certains de leurs fonds d'investissement est une illustration du dysfonctionnement du marché de gré à gré en matière de fixation des prix. L'incertitude s'est installée. Elle s'est matérialisée par une fuite vers la recherche et l'acquisition des titres les plus liquides. Dans les cas extrêmes, l'engouement se porte sur la monnaie, qui reste le support de référence en matière de liquidité.

La vivacité de la concurrence au sein du secteur bancaire induite, par ailleurs, par la globalisation et la dérégulation de ce secteur, s'est traduite par une course à l'innovation de produits complexes et risqués, mais aussi par la recherche du volume en matière de crédits à la clientèle plutôt que par une sélection basée sur le degré de leur solvabilité.

Initialement, les produits structurés, en particulier la titrisation, furent développés dans une optique d'amélioration de la gestion des risques pris, notamment en matière de crédits, par les établissements bancaires. Or, ces produits sont devenus un moyen facilitateur pour les banques d'accroître le volume des crédits sans se « soucier » de la solvabilité de leur clientèle. Il s'ensuit une sous-évaluation des risques et une dégradation de la valeur marchande des actifs bilantaires dès l'apparition d'une mauvaise nouvelle quant à la qualité du débiteur. Dans ce contexte et malgré les améliorations apportées à la réglementation prudentielle (Bâle II), les risques d'émergence de crises financières ou de leur propagation demeurent impossibles à endiguer.

Le Luxembourg ne peut échapper à ce processus universel. Toutefois, l'importance des répercussions des crises et de leurs diffusions relèvent du degré d'implication des systèmes bancaires propres à chaque pays. En d'autres termes, dans un environnement financier globalisé, les investisseurs institutionnels constituent le centre des relais de l'atomisation des désordres financiers et de ses effets sur les équilibres macroéconomiques. Rappelons dans ce cadre que les économies japonaise et suédoise furent, en 1990, les principales victimes de la grave récession due à l'éclatement de la bulle immobilière et de la contraction prolongée du crédit qui en a résulté.

Les contours des récentes turbulences financières expriment d'alarmantes similitudes avec les crises précitées. Toutefois, l'amplitude de ces dernières turbulences serait plus vaste et les coûts y associés seraient plus perceptibles dans la première économie mondiale, en l'occurrence les Etats-Unis. Les récentes projections évaluent les répercussions de la crise des sub-primes sur l'économie américaine à 0.8 points de pourcentage de croissance. Selon les dernières prévisions de multiples institutions internationales, le taux de croissance du PIB des Etats-Unis passerait de 2.2% en 2007 à 1.5% en 2008. En glissement annuel de données trimestrielles, le ralentissement de l'activité économique est plus frappant dans la mesure où la croissance prévue en 2008 serait de 0.8%. Quant aux répercussions de ces turbulences sur l'économie de la zone euro, elles ne peuvent être appréhendées qu'en les associant avec d'autres facteurs tels que le renchérissement des matières premières et des denrées alimentaires, le ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis,... Dans ce contexte, la révision à la baisse des projections de l'Eurosystème en matière de croissance économique de

0.3 points de pourcentage laisse présager que les effets propres aux turbulences financières seraient marginaux.

Si le secteur bancaire luxembourgeois dans son ensemble paraît relativement épargné, la crise des sub-primés afflige à quelques établissements bancaires spécialisés, d'importantes pertes de portefeuille. Par leur implication dans le montage et l'investissement dans des portefeuilles de créances complexes et moins diversifiés, ils ont subi de fortes pertes sans même être des acteurs directs du marché immobilier américain. Les effets sur leurs bilans sont largement supérieurs aux provisions initiales constituées. En l'absence d'un fonctionnement normal du marché, la valorisation des actifs tenus dans le portefeuille demeure relativement subjective, ce qui rend l'exercice d'appréciation de leur situation financière très délicat. Dès lors, il faut rester très vigilant face à de futures dégradations, afin d'éviter qu'elles n'atteignent une ampleur préjudiciable à la stabilité du système financier luxembourgeois. La Banque centrale du Luxembourg suit avec un intérêt particulier les signes de tension que rencontrent les systèmes de paiement et les problèmes de liquidité auxquels certaines banques seraient exposées. Il en résulte que nos analyses sur des données agrégées ne révèlent aucun signe de tension et/ou de risques à caractère systémique. Toutefois, d'un point de vue individuel, quelques établissements affichent une fragilité financière avérée.

Même si la situation financière actuelle du secteur bancaire luxembourgeois est plutôt rassurante, la sévérité des convulsions financières internationales et leurs propagations nous incitent à instaurer, en matière de stabilité financière, un schéma de coopération institutionnelle renforcée. En effet, les crises financières contemporaines ont changé de nature et le contrôle prudentiel, à lui seul, demeure insuffisant en raison de sa mission qui est centrée sur les établissements individuels et non pas sur le marché dans sa globalité. Par conséquent, la mise en place d'un dispositif opérationnel de veille et d'échange informationnel entre autorités quant aux investissements des institutions financières, serait appropriée pour évaluer les risques d'émergence de turbulences.

Au cours des dernières années, la BCL n'a pas manqué d'appeler à maintes reprises à la mise en place d'un schéma formalisé de coopération et d'échange d'informations entre l'autorité monétaire nationale et de supervision. Les dysfonctionnements engendrés par la force des turbulences financières actuellement en mouvement nous rappellent l'utilité d'un tel schéma. L'absence d'un système national institutionnellement structuré de gestion de crises et d'échanges informationnels, en période de turbulences, comme en période d'accalmie, entre l'autorité de supervision et la banque centrale, peut s'avérer préjudiciable à des actions collectives et concertées en faveur de la stabilité financière.

Il est regrettable que les propositions législatives de la BCL ne soient pas suivies de mesures concrètes. Rappelons que des adaptations législatives en cette matière ont eu lieu dans la majorité des pays de la zone euro et le nouveau cadre législatif de la Belgique, de l'Allemagne et de l'Autriche furent présentés au Luxembourg. Dans le même sens, des arrangements interinstitutionnels ont été établis en Grèce, en Finlande et en Irlande. Contrairement à l'ensemble de ces modèles qui accorde un rôle et une responsabilité importants aux banques centrales nationales, la configuration actuelle au Luxembourg demeure figée.



La préoccupation du risque systémique est devenue incontournable dans la majorité des pays occidentaux. Beaucoup ont tiré des conclusions en faveur de la mise en place d'une structure de gestion et de prévention des crises. Il est essentiel de remarquer que l'attribution d'un rôle prépondérant au sein de cette structure aux banques centrales ne suscite guère de contestations. En d'autres termes, il s'agit d'adopter une organisation fonctionnelle similaire à celle des pays voisins, permettant à l'ensemble des acteurs d'agir efficacement pour assurer la continuité et la solidité de notre système bancaire et/ou financier. La valeur ajoutée du secteur financier demeure la principale locomotive de l'économie nationale. Le schéma que propose la BCL a pour objectif de réconcilier, simplement, les préoccupations des autorités de supervision en matière de protection du consommateur avec les prérogatives légales des banques centrales afférentes aux systèmes de paiement et à l'endiguement des risques systémiques.

Les membres du Conseil de la Banque centrale ont réitéré leurs soucis dans ce contexte, en adressant le 13 mars dernier une lettre au Premier Ministre et au Ministre chargé des relations avec la Banque centrale, en vue d'une refonte du cadre institutionnel de prévention et de gestion de crises financières.

La présente revue de la stabilité financière accorde une place prépondérante à des problématiques ayant trait à la fois aux récentes turbulences financières et au secteur financier luxembourgeois. Dans ce cadre, de nombreux aspects en lien avec la stabilité financière et les comportements des investisseurs sont traités.

Une première étude met l'accent sur l'analyse de la solidité financière des banques luxembourgeoises à travers la réactualisation de l'indice de la vulnérabilité de la BCL. Les résultats obtenus semblent indiquer que le secteur bancaire est relativement épargné des effets des récentes turbulences financières.

La seconde étude est dédiée à l'analyse de la productivité totale des facteurs (PTF) des banques. Les estimations mettent en évidence un tassement significatif du taux de croissance de la PTF en 2007 par rapport aux trois précédentes années.

Quant aux deux dernières analyses, elles ont pour objectif à la fois, l'extraction des attentes des investisseurs à partir des prix des options, ainsi que la construction d'un indicateur d'aversion au risque. La variabilité de ce dernier indicateur témoigne des fluctuations importantes de l'aversion au risque d'une période à l'autre. En effet, le niveau de cet indicateur a enregistré une hausse substantielle à la suite du déclenchement des turbulences financières du mois d'août 2007. Compte tenu de la relation étroite entre le niveau de cet indicateur et l'évolution des cours boursiers, la persistance des niveaux affichés est synonyme d'incertitude quant aux évolutions futures des indices boursiers.

Yves Mersch, Président

