

4 LE SECTEUR FINANCIER

1	Le secteur bancaire luxembourgeois	52
1.1	Les établissements de crédit	52
1.1.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	52
1.1.2	Le bilan des établissements de crédit	54
1.1.3	La décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non-bancaire	68
1.1.4	Le compte de pertes et de profits	75
1.1.5	La solvabilité	79
1.1.6	Appréciation de la vulnérabilité du secteur bancaire	83
1.1.7	Conclusions	85
2	Les autres acteurs du secteur financier	87
2.1	Les organismes de placement collectif	87
2.1.1	L'évolution en nombre	87
2.1.2	L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC	88
2.1.3	Les OPC monétaires	90
2.2	Les assurances	92



1 LE SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS

Les risques et vulnérabilités auxquels les banques de la Place sont exposées ont augmenté en particulier avec l'intensification de la crise au deuxième semestre 2008, l'incertitude économique et financière s'étant fortement accrue à la suite de la faillite de Lehmann Brothers en septembre 2008. La crise de l'immobilier américain s'est rapidement globalisée pour devenir une crise affectant les marchés financiers au niveau mondial et provoquant des effets de contagion sur l'économie réelle. Ainsi, en l'espace de quelques mois seulement, nous sommes passés d'une crise de l'immobilier, entamée au marché américain, à une crise financière internationale générant une crise de confiance profonde aussi bien des investisseurs que des consommateurs, précipitant ainsi une crise économique. Cette dernière a d'ores et déjà mené plusieurs économies mondiales – dont certaines de la zone euro – dans la récession.

Le taux de croissance annuel du volume d'activités du secteur bancaire luxembourgeois a nettement diminué au cours de l'année 2008 pour se limiter à 1,8% au 31 décembre 2008; ainsi, la somme de bilan agrégée des banques de la place affiche son taux de croissance annuel le moins élevé depuis mars 2004. Dans ce contexte, on notera que le ralentissement de la croissance du volume des activités a été particulièrement important au cours du dernier trimestre de l'année 2008.

La crise financière a eu un double impact sur le secteur financier. Dans un premier temps, certains acteurs ont dû faire face à des pertes (entraînant des provisionnements importants) liées à leurs engagements en actifs titrisés du marché immobilier américain dont l'évaluation a subi d'importants revers en raison de la chute des principales bourses mondiales. Ensuite, ces problèmes initiaux se sont amplifiés, principalement pour les organismes de placement collectif, en raison d'une plus grande aversion aux risques des investisseurs. Les organismes de placement collectif ont dès le début de l'année 2008 rompu avec la forte croissance observée aux cours des dernières années. Cette baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) des actifs sous gestion s'est nettement accélérée au cours du troisième trimestre de l'année sous revue. Elle s'explique d'une part par la chute des principaux indices boursiers mondiaux mais également par le retrait de capital par les investisseurs, ce phénomène devenant de plus en plus saillant.

Alors que les résultats du secteur bancaire affichaient encore une bonne tenue au premier semestre 2008, ils se sont significativement détériorés au deuxième semestre, en particulier suite à la hausse des constitutions de provisions et de dépréciations. Au total, le résultat net du secteur bancaire luxembourgeois s'est replié de 89% en 2008.

Par ailleurs, au deuxième semestre de l'année sous revue, deux filiales de grands groupes européens ont bénéficié de mesures spécifiques de l'Etat luxembourgeois dans le cadre des aides d'Etat accordées à leur maison mère. De plus, trois filiales de banques islandaises ont été mises en sursis de paiement dont une a été mise en liquidation par la suite.

1.1 LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

1.1.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 se caractérise par une diminution nette du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise; ainsi, au 31 décembre 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 152, soit une diminution de quatre unités par rapport à la fin de l'année 2007. Dans le détail, le recensement fait état de deux fermetures, de deux fusions, d'une liquidation et d'une constitution. Jusqu'au 31 mars 2009, aucune opération n'a été enregistrée; ainsi le nombre des banques est resté stable à la fin du premier trimestre 2009.

Tableau 2 :
L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

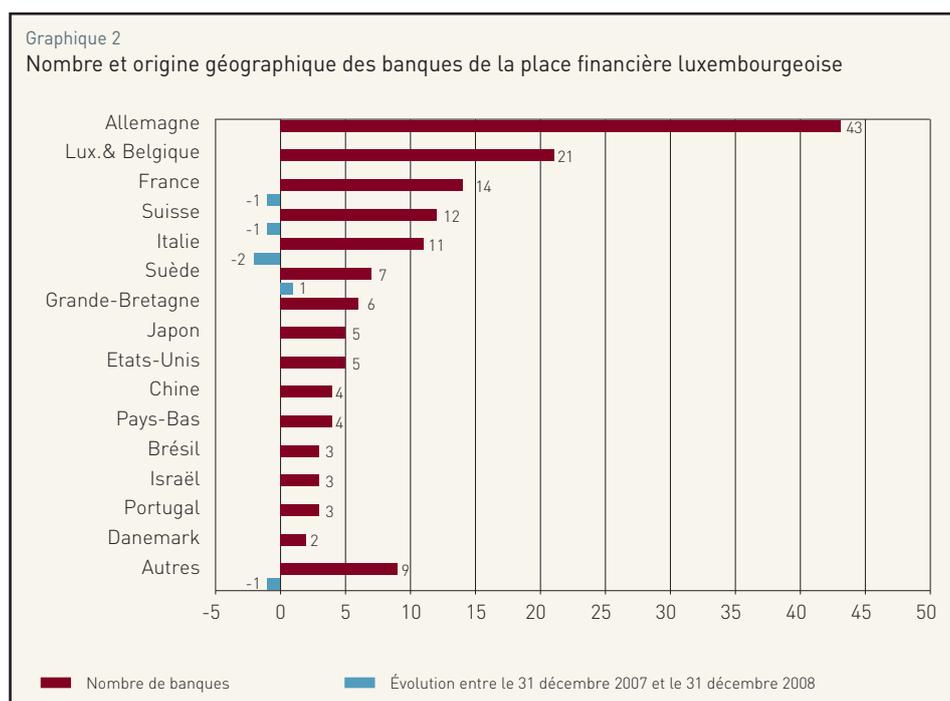
Banque	Constitution	Retrait	Remarques
Crédit Agricole Luxembourg Bank		26.04.2008	Fusion avec Crédit Agricole Luxembourg
Banca Antonveneta S.p.A., succursale de Luxembourg		30.06.2008	
Capitalia Luxembourg S.A.		01.07.2008	Fusion avec UniCredit International Bank (Luxembourg) SA
Banque Öhman S.A.	23.09.2008		
Landsbanki Luxembourg S.A.		12.12.2008	Liquidation
Banque CIC Est, succursale de Luxembourg		31.12.2008	Arrêt des activités

Source : BCL

Les deux fusions observées montrent que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire n'est pas achevé ; les activités du Crédit Agricole Luxembourg Bank ont été intégrées dans celles du Crédit Agricole Luxembourg, tandis que Capitalia Luxembourg S.A. et UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A. se sont rapprochées. La Banca Antonveneta S.p.A. a cessé ses activités au Luxembourg tandis que la banque Öhman S.A. s'est implantée. Finalement, notons que la liquidation de la Landsbanki Luxembourg S.A. a été prononcée et que la Banque CIC Est, succursale de Luxembourg a cessé ses activités.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 43 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité sur la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, à fin décembre 2008, on dénombrait 21 banques luxembourgeoises et belges, 14 banques françaises, 12 suisses et 11 italiennes. Ajoutées aux 43 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 66,4 % du nombre total des banques actives sur la place luxembourgeoise. L'évolution est restée inchangée entre décembre 2008 et mars 2009.

Finalement, dans ce contexte il y a lieu de noter également la mise en sursis de paiement des deux banques islandaises, à savoir Kaupthing Bank Luxembourg S.A. et Glitnir Bank Luxembourg S.A. Il importe de noter que ces deux banques continuent de figurer sur la liste officielle des établissements de crédit mais que le régime d'assainissement entraîne un sursis à tout paiement de la part de ces banques, et interdit, sous peine de nullité, de procéder à des actes autres que conservatoires, sauf autorisation des administrateurs.



Source : BCL

1.1.2 Le bilan des établissements de crédit



Source : BCL

La somme de bilan agrégée du secteur bancaire luxembourgeois a augmenté de 1,8% entre fin 2007 et fin 2008. Néanmoins, la somme des bilans a reculé de -6,2% au dernier trimestre et ce recul s'est poursuivi en janvier 2009 (-1,6%).

a) La structure du passif et les risques liés au refinancement des banques

Sur base des chiffres de fin 2008, le passif des banques de la Place est composé à 46% de dépôts interbancaires (dont 70% sont des dépôts intragroupe), suivi des dépôts des sociétés non-bancaires (23% du total bilantaire), des titres de créance (9% du total bilantaire), des dépôts des ménages (7% du total bilantaire) et des dettes envers les banques centrales (5% du total bilantaire).

La structure du passif montre donc que les banques luxembourgeoises se refinancent principalement à travers des dépôts interbancaires de nature intragroupe. Néanmoins, la structure du passif n'est pas homogène au niveau des banques individuelles et quelques banques sont davantage exposées au refinancement via les marchés des capitaux.

Tableau 3 :

Structure du passif des banques luxembourgeoises (en% du total du passif)	2008/12	2007/12
Dépôts interbancaires	46%	45%
dont : dépôts interbancaires intragroupe	32%	30%
Dépôts secteur non-bancaire	31%	33%
dont : dépôts sociétés financières	18%	20%
dont : dépôts sociétés non financières	5%	6%
dont : dépôts ménages	7%	7%
Titres de créance	9%	10%
Banques centrales	5%	4%

Globalement la structure du passif a légèrement changé entre fin 2007 et fin 2008. On observe une légère hausse de la part des dépôts interbancaires intragroupe et des dettes envers les banques centrales conjuguée à une baisse des dépôts des sociétés et des dettes représentées par un titre.

Par ailleurs, les banques luxembourgeoises se refinancent principalement à court terme. Fin 2008, la structure de maturité des dépôts et des crédits montre que, en volume, 92% des dépôts dans les livres des banques luxembourgeoises sont d'une durée inférieure à 1 an alors que seulement 69% des crédits sont d'une durée inférieure à 1 an.

Tableau 4 :

Profil de maturité	2008/12		2007/12	
	Dépôts	Crédits	Dépôts	Crédits
< 1 an	92%	69%	90%	73%
1-2 ans	1%	5%	2%	4%
2-5 ans	2%	10%	3%	9%
> 5 ans	4%	17%	5%	14%

- **Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan**

Tableau 5 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/12	2009/01	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/01		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	443 797	479 178	454 227	35 380	8,0	-24 951	-5,2	49,6
Dettes envers la clientèle	305 279	286 692	289 567	-18 587	-6,1	2 875	1,0	31,6
Dettes représentées par un titre	93 574	80 062	85 566	-13 512	-14,4	5 504	6,9	9,3
Autres passifs	72 797	85 630	86 919	12 833	17,6	1 289	1,5	9,5
Total du passif	915 448	931 562	916 279	16 114	1,8	-15 283	-1,6	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Sur base annuelle, la majeure partie de la progression en volume du passif provient du poste relatif aux dettes interbancaires. Leurs encours progressent de 35 380 millions d'euros, atteignant ainsi 479 178 millions d'euros au 31 décembre 2008, soit une croissance de 8,0% entre fin 2007 et fin 2008. Néanmoins, ceux-ci se sont fortement repliés au dernier trimestre 2008 (-4%) et au courant du mois de janvier 2009 (-5.2%).

Les dettes envers la clientèle non-bancaire ont diminué (-6,1%) de 18 587 millions d'euros sur l'année 2008, pour atteindre 286 692 millions d'euros au 31 décembre 2008 et ont légèrement augmenté en janvier 2009. L'essentiel de la baisse des dettes envers la clientèle survenue en 2008 s'est produite au cours du quatrième trimestre 2008 avec 33 092 millions d'euros, soit -10,3%.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre était en recul de 14,4% (13 512 millions d'euros) sur l'année 2008, mais a à nouveau progressé en janvier 2009. Le quatrième trimestre 2008 a affiché un fort recul de 11,7%, ce qui n'est pas étonnant, compte tenu de l'intensification de la crise à partir de septembre 2008.

Au 31 décembre 2008, 85 630 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Leur progression annuelle de 12 833 millions d'euros, soit 17,6%, a été largement influencée par l'application des nouvelles normes comptables dès janvier 2008.

- **Risque lié aux contreparties interbancaires**

La structure du passif des banques de la Place souligne la prépondérance des dépôts interbancaires¹⁷ alors que le refinancement à travers les marchés financiers est de moindre envergure. En temps normaux, le marché interbancaire joue un rôle important dans la redistribution de la liquidité entre les

17 Les activités avec des contreparties interbancaires représentent environ la moitié du total bilantaire aussi bien à l'actif qu'au passif des banques de droit luxembourgeois, d'où l'importance du risque de contrepartie. De plus, les positions intra journalières en la matière sont susceptibles de dépasser de manière significative les stocks de fin d'année.



établissements de crédit. Néanmoins, le marché interbancaire comporte aussi des risques de contagion et la perte de confiance entre contreparties interbancaires a considérablement entravé le fonctionnement du marché interbancaire dans le sillage des turbulences financières. Vu l'intégration croissante des systèmes financiers au niveau européen, un problème ne se limite plus au seul marché domestique, mais risque de se propager assez vite au niveau transfrontalier. Les risques émanant de l'activité envers les contreparties interbancaires se sont certes intensifiés durant la crise et la méfiance entre contreparties s'est significativement accrue suite à la faillite de Lehmann Brothers au mois de septembre 2008.

Notons en particulier une plus forte baisse du volume des créances interbancaires que des dépôts interbancaires au dernier trimestre 2008, confirmant en quelque sorte le phénomène de «liquidity hoarding» dans un contexte d'anticipations pessimistes des acteurs du marché.

Comme la plupart des banques établies au Luxembourg sont des filiales ou des succursales de groupes étrangers, l'activité interbancaire intragroupe s'avère particulièrement importante. Les banques luxembourgeoises jouent souvent un rôle de redistribution des liquidités envers les autres entités du groupe. Par ailleurs, les liens interbancaires intragroupe se sont intensifiés aussi bien à l'actif qu'au passif entre fin 2007 et fin 2008. La part des dépôts intragroupe s'élevant à 70% du total des dépôts interbancaires fin 2008 (contre 67% fin 2007) et la part des crédits intragroupe s'élevant à 78% du total des crédits interbancaires en 2008 (contre 72% fin 2007). La forte activité interbancaire avec les contreparties intragroupe peut entraîner des tensions non-négligeables en cas de détérioration de la santé du groupe.

- **Ratios et indicateurs de liquidité**

Traditionnellement, les activités des banques de la Place envers la clientèle non-bancaire sont essentiellement «*liabilities driven*» générant un surplus de liquidités. Ainsi, le «non-bank customer funding gap», mesurant les dépôts par rapport aux crédits de la clientèle non-bancaire, montre qu'au niveau agrégé de la Place le volume des dépôts non-bancaires est 1,4 fois plus élevé que celui des prêts non-bancaires fin 2008. Ce coefficient s'est néanmoins détérioré par rapport à fin 2007 où il s'élevait à un niveau de 1,6.

Les banques de la Place jouent en général un rôle de redistribution des liquidités générées par les activités de la Place dans le marché interbancaire et sont au niveau agrégé des fournisseurs nets de liquidités dans le marché interbancaire. Néanmoins, au dernier trimestre 2008, cette situation s'est renversée au niveau agrégé de la Place et le volume des dépôts interbancaires est devenu plus élevé que celui des crédits interbancaires. Ainsi le «interbank funding gap», mesure des dépôts interbancaires par rapport aux crédits interbancaires, est passé d'un niveau inférieur à 1 (0,98 fin 2007) à un niveau supérieur à 1 (1,02 fin 2008).

Le «ratio de liquidité» global des banques de la Place, mesure élémentaire des actifs liquides par rapport aux passifs exigibles, s'est amélioré et s'élève à 67% fin 2008 contre 61% fin 2007. A l'instar du ratio de solvabilité, les banques de petite taille en termes de total bilantaire affichent des ratios de liquidité plus élevés que des banques de plus grande taille.

Notons que ces chiffres globaux peuvent masquer des divergences non négligeables entre banques individuelles, certaines banques de la Place étant plus fortement exposées à des tensions de liquidité que d'autres. Pendant l'année sous revue, deux filiales de grands groupes européens ont bénéficié d'aides d'Etat et trois filiales de banques islandaises ont été mises en sursis de paiement, dont une a été liquidée par la suite.

Box 4:

LIQUIDITY RISK STRESS TESTING BY THE BCL

For small and open economies with predominantly host banking sectors, the question of liquidity became now extremely relevant. As a result, analysing factors of liquidity vulnerability is crucial also from the financial stability perspective which is a primary concern for central banks.

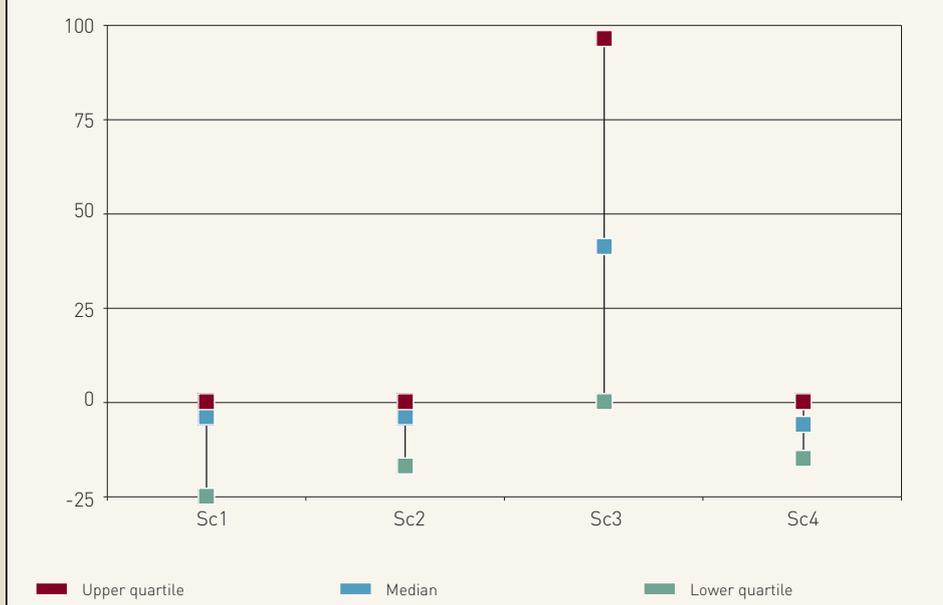
This box describes the impact of different stress scenarios on liquidity ratios of a sample of banks¹. It comprises 32 banks established in Luxembourg covering more than 75% of total assets of the banking sector. As a proxy of liquidity risk we use the following ratios: (i) liquid assets to total assets, (ii) volatile deposits to liquid assets, (iii) net off-balance sheet position to liquid assets and (iv) assets with one year maturity to liabilities with one year maturity. We consider four different scenarios. In the first scenario (Sc1), we simulate a «run on a bank», materialized by 20% decrease of deposits by households, enterprises and mutual funds. Such test should cover the most typical variables

of funding liquidity risk. Secondly (Sc2) we test the capacity of a bank to fund assets purchases by simulating the use of off-balance sheet loan commitments by the counterparties. For some banks this also includes liquidity support instruments for special purpose vehicles. In the third scenario (Sc3) we try to address the host character of the Luxembourg banking sector. For this purpose we simulate a situation where all positions (both balance and off-balance sheet) of Luxembourg entities with the parent financial group are netted. The aim of such scenario is to identify banks which are, in terms of liquidity, dependent on parent financial groups. Last scenario (Sc4) addresses the current refinancing operations with the Eurosystem by a simulation of an increase in haircuts (up to 60%.²) for all debt securities other than government bonds including structured debt instruments. Even if such dramatic change in haircuts is rather theoretical, it helps to identify those banks, which became dependent on refinancing operations with the Eurosystem.

The impact of these scenarios is measured as a relative change of baseline value of four liquidity ratios (R_i). In other words, if R_i value is equal to -0.25 the liquidity ratio has decreased by 25%.

To evaluate the overall impact of different scenarios (Chart 1) the median and quartiles of R_i of all banks and all ratios for each scenario was calculated.

Chart 1
Median and quartiles of R_i in different scenarios



1 Detailed methodology of this exercise will be soon available in a BCL working paper by S. Rychtarik

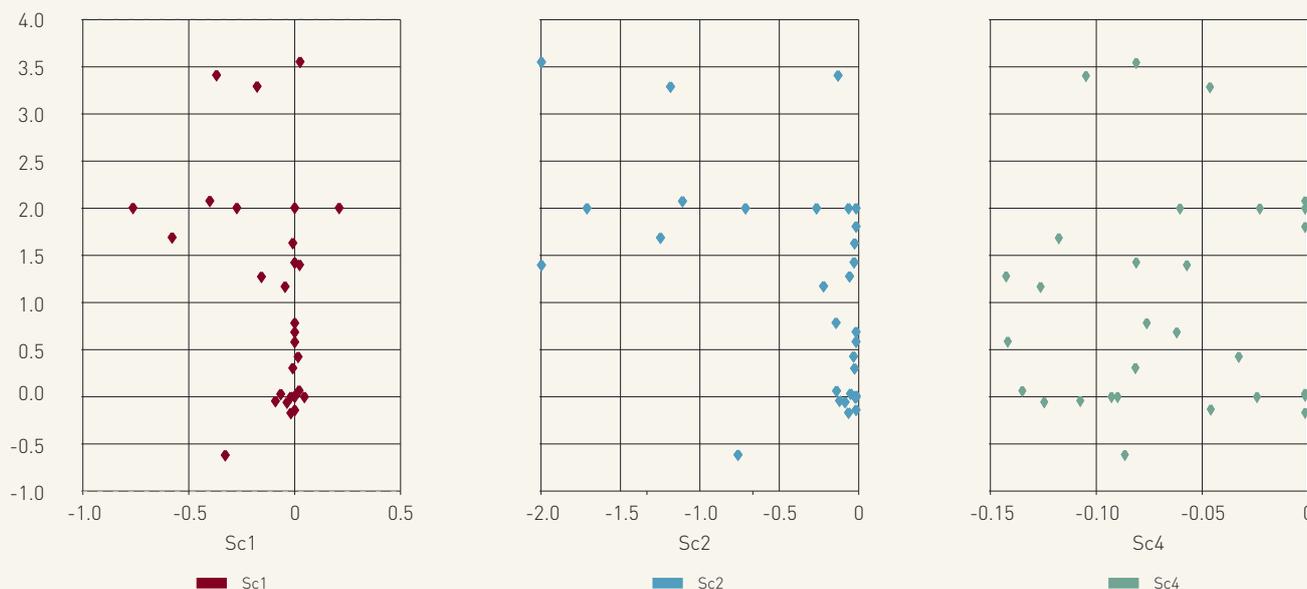
2 Even if the highest haircut applied by Eurosystem is 20%, we use a stress value of 60% to take into account liquidity of structured debt instruments as well as their uncertain market value under the threat of recession.

First of all, scenario *Sc3* shows that most of the banks in the sample are net liquidity providers for the parent financial group. As a result, netting of these positions would actually improve liquidity positions of a majority of the Luxembourg entities. Therefore, access to the liquidity provided to parent financial group is a crucial factor of survival in a liquidity stress situation.

Secondly, scenario *Sc4* seems to have the most homogeneous impact, as 27 of 32 banks in the sample were negatively influenced. Also because of this homogeneity the median R_i is the lowest in this scenario. This generally means that most of the banks would be negatively influenced if the haircuts for lower quality debt securities increased. Scenarios *Sc1* and *Sc2* have less important aggregated impact but they can be very severe for a couple of the banks in the sample.

Thirdly, in order to identify the most vulnerable banks in the sample we have decomposed the impact by calculating the average R_i values of stressed liquidity ratios by bank and by scenario. Since we have previously identified scenario *Sc3* as the most interesting one, we display average R_i values calculated under other scenarios (*Sc1*, *Sc2* and *Sc4*) in relation with the average R_i values occurred in scenario *Sc3* (Chart 2).

Chart 2
Average R_i values in scenarios *Sc1*, *Sc2* and *Sc4* in relation with scenario *Sc3*



Many banks proved to be sensitive on different scenarios (*Sc1*, *Sc2* or *Sc4*). For most of them, their capacity to face the stress situation largely depends on the access to the funds they have provided to the parent financial group. In other words, if these banks could use the net long position with their own financial group as an additional liquidity buffer (regardless the maturity structure), their capacity to cope with liquidity distress would improve significantly. Still there are some banks sensitive on the stress scenarios and net liquidity borrowers at the same time (situated in lower left part of the charts).

To sum up, for most of the banks in Luxembourg, the ability and willingness of their parent financial group to provide funding to their Luxembourg entities in times of liquidity stress is a very important liquidity risk variable. However, neither the ability, nor the willingness of the parent financial groups to do so was the aim of this exercise. We can only note, that net long position with the parent financial group (whatever is the maturity structure) increases the moral incentives for this group to provide liquidity to the Luxembourg entity if necessary.

b) La structure de l'actif et le risque de crédit et de portefeuille

Fin 2008, l'actif des banques luxembourgeoises est composé à 50% de crédits envers le secteur interbancaire, à 22% de crédits envers la clientèle non-bancaire et à 24% du portefeuille-titres. De par leur volume, les activités des banques luxembourgeoises sont donc principalement exposées aux contreparties interbancaires, dont les risques ont déjà été analysés ci-dessus.

- Evolution du volume des principaux postes de l'actif du bilan

Les créances interbancaires ont augmenté de 3,4% (15 599 millions d'euros) entre fin 2007 et fin 2008, dont l'essentiel est survenu au troisième trimestre 2008 (+31 808 millions d'euros, soit 6,7%). Or, cette hausse des premiers trimestres a été plus que neutralisée par le recul survenu au quatrième trimestre 2008 (-37 839 millions d'euros, soit -7,4%).

Les créances sur la clientèle non-bancaire quant à elles, ont progressé de 9 872 millions d'euros (+5,1%) sur base annuelle et de 4 477 millions d'euros (+2,2%) au mois de janvier 2009.

Tableau 6 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/12	2009/01	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/01		2009/01
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	455 682	471 281	442 255	15 599	3,4	-29 026	-6,2	48,3
Créances sur la clientèle	195 350	205 222	209 699	9 872	5,1	4 477	2,2	22,9
Portefeuille-titres	236 700	221 593	232 526	-15 107	-6,4	10 933	4,9	25,4
Autres actifs	27 717	33 466	31 798	5 749	20,7	-1 668	-5,0	3,5
Total de l'actif	915 448	931 562	916 279	16 114	1,8	-15 283	-1,6	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Dans le sillage de l'effondrement des marchés d'actions et d'obligations, la valeur du portefeuille-titres des banques luxembourgeoises a baissé de 15 107 millions d'euros (-6,4%) entre décembre 2007 et décembre 2008 suivi d'une hausse au mois de janvier 2009. La baisse survenue en 2008 résulte en grande partie de la baisse de 16 217 millions d'euros (-7,5%) du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe

La moindre valorisation du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'explique en partie par l'utilisation de la méthode comptable IFRS (voir encadré) ; cette dernière impose une valorisation des actifs à leur valeur de marché par opposition à la valorisation sous Lux GAAP qui permettait une valorisation au coût d'acquisition. Dans ce contexte, la montée des pressions inflationnistes en fin d'année 2007 ainsi que l'accroissement des risques en 2008, ont lourdement pesé sur le prix des obligations. Toutefois, en janvier 2009, l'effet de la baisse des taux directeurs des principales banques centrales devait avoir contribué à générer une hausse du prix des titres à revenu fixe.

Les banques luxembourgeoises ont poursuivi leur politique de prise de participations, celles-ci passant de 10 792 millions d'euros fin 2007 à 13 121 millions d'euros fin 2008. Les autres actifs ont progressé de 5 749 millions d'euros (+20,7%) sur un an et ont baissé de -1 668 millions d'euros en janvier 2009. Soulignons que depuis le début de l'année 2008 avec la mise en place des normes comptables IFRS, les encours inscrits sous la catégorie des autres actifs comprennent les produits dérivés qui, jusqu'à la fin 2007, étaient encore renseignés au hors-bilan.

Encadré 5 :

FAIR VALUE : PROBLÉMATIQUE DURANT LA CRISE

La notion comptable de l'évaluation à la juste valeur, déjà sujet de vives discussions par le passé, se trouve désormais au centre des débats autour de la crise économique et financière. Afin de positionner la « fair value » de manière juste et objective, il convient d'en analyser

- les problèmes d'application et les critiques engendrées,
- les raisons et effets des récentes mesures prises par les régulateurs,
- et les possibles routes à prendre.

La norme **IAS 39 Instruments financiers** : Comptabilisation et Evaluation définit la juste valeur en termes de prix convenu entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale sur base d'une

1. cotation publiée ou
2. technique de valorisation (utilisation de transactions récentes, référence à un autre instrument identique en substance, analyse de flux de trésorerie actualisés, etc.) utilisant au maximum les données de marché (c.-à-d. taux d'intérêt de base, cours de change des devises étrangères, volatilité, risque de crédit, risque de remboursement anticipé/de rachat, etc.) et au minimum des facteurs spécifiques à l'entité.

Dans le référentiel **US GAAP**, le standard **FAS 157 Fair Value Measurements** établit une hiérarchie des paramètres et hypothèses à utiliser dans les techniques de valorisation (approches marché, revenu ou coûts) selon

- Level 1 : unadjusted quoted prices
- Level 2 : other observable inputs
- Level 3 : unobservable inputs

Le travail normatif de l'IASB¹ européen et du FASB² américain s'inscrit dans le cadre de leur projet de convergence qui assurera le « development of high quality, common accounting standards » entre 2006 et 2011. Un *exposure draft on Fair Value Measurements* de l'IASB est attendu pour mi-2009. Le FASB doit alors revoir son standard de façon analogue.

Fiabilité de l'information financière ?

La détermination de la juste valeur d'un actif ou passif financier dépend d'un certain degré de jugement, d'une plus ou moins grande envergure. Ceci est d'autant plus prononcé en présence de modèles complexes basés sur un nombre élevé d'hypothèses et de paramètres.

En raison de leur complexité [p.ex. les règles en relation avec les opérations de couverture, l'incohérence entre actifs évalués à la juste valeur et passifs souvent chiffrés à la valeur nominale, la classification des titres/créances en plusieurs catégories avec leurs propres règles d'évaluation], il existe des différences d'implémentation et d'interprétations des normes comptables dans les différents pays, entre secteurs et à l'intérieur des industries. Il reste toujours difficile d'en juger l'ampleur faute de séries de données plus longues.

1 International Accounting Standards Board

2 Financial Accounting Standards Board

Le souci d'apporter un plus d'objectivité, de réalité et de comparabilité dans les données comptables par l'introduction de l'évaluation à la juste valeur peut également se heurter à la discipline, au savoir-faire et/ou à l'esprit éthique des personnes responsables de l'établissement de l'information financière.

Une autre considération en rapport avec l'évaluation à la juste valeur est la possible volatilité des montants enregistrés dans le temps.

Ces reproches étant déjà formulées en « temps normaux », les conditions de marché actuelles ne font qu'accentuer leur portée ; la fiabilité des données est en effet proportionnelle à la profondeur de marché, au degré de standardisation des produits et à l'abondance de liquidités. Or, l'environnement économique et financier du moment peut être qualifié en termes de « stress test » voire de « worst case scenario ». Ce qui était observable ne l'est plus, les valeurs de marché sont complètement déconnectées des valeurs intrinsèques.

La sensibilité de la fair value à l'évolution du cycle économique

L'évaluation à la juste valeur oblige les entreprises à enregistrer des corrections de valeur à grande échelle sur leurs actifs, ceci étant d'autant plus néfaste dans un environnement de déclin économique. Suite à cette baisse de leur capital, de nombreux acteurs sont contraints à des ventes forcées de leurs avoirs, ce qui en diminue encore le prix et implique de nouvelles corrections de valeur. C'est cette spirale vers le bas qui explique le phénomène de l'accentuation des cycles économiques.

En même temps, les normes comptables se basent sur le principe de provisionnement des « incurred » au lieu des « expected losses » et ne permettent ainsi pas la constitution de réserves (« rainy day buffers ») pendant les années plus prospères. Cette approche va de pair avec la tendance à distribuer un maximum de bénéfices aux actionnaires (« shareholder value ») au lieu de renforcer les capitaux propres des institutions. Les attentes de performance des investisseurs jouent également leur rôle.

En réaction à la crise économique et financière, un grand nombre d'institutions publiques et privées ont formulé des propositions. Au niveau international, le Financial Stability Forum (FSF) a élaboré des recommandations dès début 2008, à la demande des Ministres des Finances des pays du G-7 et des banques centrales. En matière de transparence et d'évaluation comptable, l'IASB a été chargé de

- « ...strengthen its standards to achieve better disclosures about valuations, methodologies and the uncertainty associated with valuations.
- ... enhance its guidance on valuing financial instruments when markets are no longer active. To this end, it will set up an expert advisory panel in 2008. »

Le Conseil **ECOFIN** avait déjà annoncé en octobre 2007 des mesures similaires à prendre sous forme d'un « Roadmap : Actions taken in response to the financial turmoil » régulièrement révisé.

Depuis septembre 2008, les prises de position et les déclarations se multiplient des deux côtés de l'Atlantique.

Sur demande du Congrès américain, le SEC Office of the Chief Accountant ensemble avec le FASB Staff publient des clarifications pour guider l'application de la juste valeur dans des marchés inactifs au niveau de l'utilisation de modèles et hypothèses internes et des critères pour déterminer le caractère temporaire ou non des corrections de valeur.



L'IASB réagit avec une modification de ses standards IAS 39 / IFRS 7 afin de permettre la reclassification de titres *trading* dans de rares circonstances (telles que les conditions de marché actuelles) et de titres/prêts vers la catégorie *loans & receivables* (au coût) s'il y a intention et capacité de les conserver jusqu'à maturité. Par ailleurs, cet amendement a été rendu effectif sans consultation publique, ce qui pourrait mettre en cause l'indépendance du régulateur normatif. Par la suite, l'IASB a publié le rapport de son Expert Advisory Panel «Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active» et le résumé de son Staff «Using judgement to measure the fair value of financial instruments in markets that are no longer active» afin d'améliorer l'application des normes dans la pratique.

Début janvier, la SEC a étudié s'il existe un lien de causalité entre l'évaluation à la juste valeur et la crise économique et financière. Les conclusions principales en sont que les investisseurs apprécient la juste valeur en termes de transparence et de réalité et que l'évaluation à la juste valeur n'est pas à l'origine des défaillances de banques. Un certain nombre de recommandations sont cependant formulées en vue d'améliorer le concept, telles que définir de manière plus précise les conditions et critères applicables dans les marchés inactifs/illiquides ainsi qu'élargir les informations à publier quant à l'effet de la juste valeur sur les états financiers.

Il est vrai que l'information financière est à l'origine de la prise de décisions économiques d'un grand nombre d'acteurs (investisseurs, dirigeants, personnel, clients et fournisseurs, organismes publics) et constitue par conséquent l'un des piliers de la stabilité financière.

La perte de confiance qui a engendré la crise de liquidité ne peut être restaurée qu'à l'aide de principes comptables robustes et transparents. Il faut éviter toute sorte de dilution des standards. Même si le concept de la juste valeur n'est pas parfait, il n'y a certainement pas de meilleure alternative. L'approche de revenir en arrière à l'évaluation au coût historique ne ferait que prolonger la crise en raison d'une perte de confiance additionnelle. Dans ce contexte, il convient de se rappeler d'une fameuse citation :

'Blaming fair-value accounting for the credit crisis is a lot like going to a doctor for a diagnosis and then blaming him for telling you that you are sick.' – Dane Mott, JPMorgan Chase & Co.

Il existe cependant un certain nombre de chantiers qui en partie ont déjà été entamés par les régulateurs normatifs :

- Dans un climat d'incertitude et en présence d'un degré élevé de jugement dans l'établissement de l'information financière, il importe d'améliorer le niveau des renseignements obligatoires, tout en gardant une balance appropriée par rapport aux attentes d'un investisseur averti. Un tel exemple pourrait être une séparation du changement lié à l'évaluation à la juste valeur en perte liée au risque de crédit et en décote de liquidité.
- Les règles d'évaluation sont susceptibles d'être simplifiées au niveau du nombre de catégories de portefeuilles (réduites à 2, *trading* à la « fair value » à travers le compte de profits et pertes et *held-to-maturity* au coût amorti), des opérations de couverture, des passifs (la plus-value engendrée par la détérioration du propre risque de crédit est plus qu'illogique).
- Il y a une nécessité de guider davantage l'utilisation de modèles, surtout de définir de façon plus précise le moment et les conditions pour passer du « mark-to-market » au « mark-to-model ».
- Une politique de provisions dynamique orientée vers l'avenir permettrait de lisser et stabiliser davantage la performance des institutions. Une distinction pourrait être faite entre provisions sur base des « incurred losses » (telles que prévues par la norme IAS 37) et provisions générales « anti-cyclical buffers ».
- Il ne faut certainement pas étendre le concept de la juste valeur à d'autres catégories d'actifs ou de passifs avant d'avoir complété des analyses pertinentes.

• Risques liés aux activités de crédit à la clientèle non-bancaire

Les crédits envers la clientèle non-bancaire comprennent les crédits envers les sociétés non-financières (représentant 10% de l'actif total des banques de droit luxembourgeois), ceux envers les sociétés financières (représentant 8% de l'actif total des banques de droit luxembourgeois) et ceux envers les ménages (représentant 4% de l'actif total des banques de droit luxembourgeois).

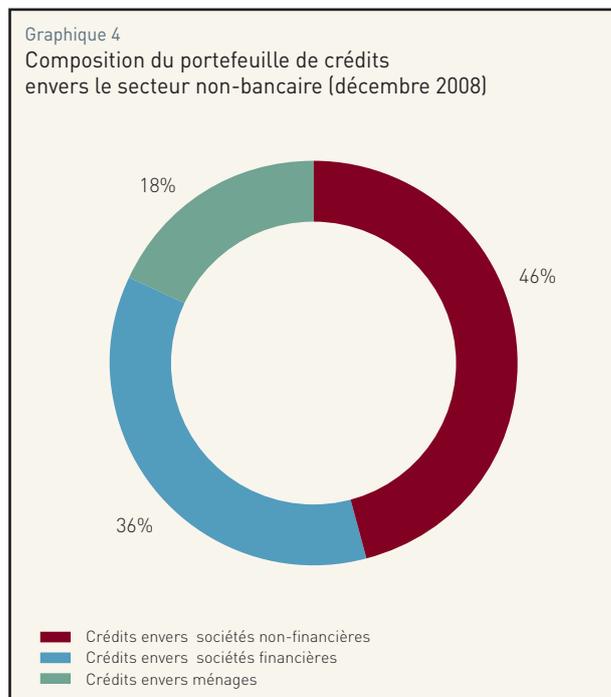
Le risque de crédit envers la clientèle non bancaire est certes influencé par la dégradation de l'environnement macroéconomique qui s'est particulièrement manifestée à partir du dernier trimestre de 2008 aussi bien au niveau international qu'au Luxembourg. La BCL se montre pessimiste sur les perspectives de croissance du PIB réel, la confiance des consommateurs perdue à des niveaux très bas et le taux de chômage est en hausse. Le reporting à notre disposition ne nous permet pas d'analyser l'évolution des crédits en défaut détenus dans les livres des banques. Néanmoins, il nous paraît évident que les perspectives économiques particulièrement incertaines peuvent entraîner une hausse des risques et des vulnérabilités liées aussi bien au niveau du volume que de la qualité des portefeuilles de crédit détenus dans les livres des banques.

Le volume des crédits envers les sociétés non-financières a augmenté de 14% entre fin 2007 et fin 2008. Or, le taux de croissance a significativement décéléré au dernier trimestre de l'année 2008. Le reporting actuel ne permet pas d'identifier les crédits aux entreprises par secteur économique et, partant, d'analyser les vulnérabilités des banques aux évolutions des différents secteurs économiques. Néanmoins, globalement le risque de crédit envers les entreprises a augmenté vu les perspectives économiques particulièrement incertaines. Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que les banques de l'échantillon luxembourgeois ont procédé à un durcissement de leurs critères d'octroi de crédit aux sociétés non-financières pendant les premiers trimestres de l'année 2008 alors qu'elles les ont laissés inchangés au dernier trimestre 2008.

Quant aux crédits aux sociétés financières, leur recul en volume (-11% entre fin 2007 et fin 2008) semble indiquer que ces sociétés ont préféré financer leurs dépenses et besoins de liquidités par des moyens propres à travers leurs dépôts plutôt que de recourir au crédit.

Les crédits envers les ménages restent d'une faible importance en volume au niveau du bilan des banques luxembourgeoises et ont baissé de 4% entre fin 2007 et fin 2008. Le portefeuille des crédits aux ménages est composé¹⁸ à environ 57% de crédits immobiliers et à 38% d'«autres crédits»¹⁹, la part des crédits à la consommation restant modeste. L'activité de crédits immobiliers aux ménages est fortement concentrée, une part de marché de 71% étant détenue par 3 banques et de 89% par 5 banques respectivement. Ainsi, malgré la faible importance des crédits immobiliers au niveau agrégé de la Place (2% de la somme de bilan totale du secteur bancaire), quelques banques sont plus fortement exposées aux risques potentiels de ce type de crédits.

Globalement, selon les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire il n'y a pas eu de durcissement généralisé des conditions d'octroi de crédits aux ménages en 2008.



18 Cette désagrégation englobe les ménages luxembourgeois et zone euro

19 Crédits hors crédits hypothécaires et hors crédits à la consommation



Les banques se prémunissent en général contre le risque de défaut à travers une politique de garanties hypothécaires rigoureuse, mais restent néanmoins de fait aussi exposées à la détérioration des conditions dans le marché immobilier. Par ailleurs, la plupart de ces crédits devait se présenter sous forme de crédits à taux variable de sorte à ce qu'une grande partie du risque de taux d'intérêt est supportée par les débiteurs. Vu le cycle de baisse actuel des taux, ces vulnérabilités devaient être plus contenues à ce stade. Néanmoins, une détérioration sévère prolongée de l'environnement macroéconomique avec des retombées négatives sur le marché de l'emploi pourrait entraîner une hausse des risques liés aux crédits immobiliers.

Encadré 6 :

LES CONDITIONS DE FINANCEMENT DES MÉNAGES ET DES ENTREPRISES

Les différents assouplissements opérés au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 ont conduit le taux de refinancement de l'Eurosystème à son plus bas niveau historique : 1,5%. Les conditions de financement offertes par les banques luxembourgeoises aux résidents de la zone euro se sont très rapidement adaptées. On notera par ailleurs l'impact positif du festival de l'automobile tant sur le niveau des taux d'intérêt que sur celui des volumes de nouveaux crédits. On remarquera enfin que si les banques luxembourgeoises financent les agents économiques à moindre coût, elles rémunèrent également leurs dépôts de manière moins généreuse.

Ainsi, après avoir atteint 5,22% en août 2008, la valeur la plus élevée depuis la mise en place de la collecte statistique relative aux taux d'intérêt en janvier 2003, le coût des nouveaux contrats de crédits immobiliers s'est très nettement détendu. Il n'était plus que de 3,04% en février 2009. Cette valeur est, quant à elle, la plus faible observée depuis la mise en place de la collecte statistique. La rapidité de la transmission des assouplissements monétaires aux taux des nouveaux crédits immobiliers est tout à fait singulière. Elle s'explique en partie par l'impérieuse nécessité pour les banques d'étendre leur base *retail*, en d'autres termes leurs crédits au secteur non bancaire. Cette rapidité de transmission est également facilitée par la quasi-absence de risque de taux d'intérêt sur ce type de contrats, puisque la période de fixation est inférieure à un an.

Bien qu'inférieur à la moyenne observée mensuellement au cours de l'année 2008 (210 millions d'euros), le volume de nouveaux crédits immobiliers accordés en février 2009 demeure plutôt élevé. Il a atteint 184 millions d'euros, soit un montant nettement supérieur à ceux atteints en janvier 2007 (136 millions d'euros) et en janvier 2006 (138 millions d'euros), mais inférieur à celui atteint en janvier 2008 (205 millions d'euros).

Au début de l'année 2009, les crédits à la consommation ont moins profité de la détente des conditions de refinancement de l'Eurosystème que de l'impact du festival de l'automobile. En effet, après s'être maintenue dans une fourchette comprise entre 6,40% et 6,42% sur la période août 2008 (6,42%) et novembre 2008 (6,40%), le coût des nouveaux crédits à la consommation dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, n'a reculé que de 20 points de base entre novembre (6,40%) et décembre 2008 (6,20%). La même observation peut être effectuée concernant les nouveaux contrats dont la période de fixation du taux d'intérêt est supérieure à cinq ans. Ces derniers ont vu leur coût diminuer de 23 points de base sur cette dernière période, passant de 6,47% à 6,24%. En revanche, la tenue du festival de l'automobile, et son relatif succès, s'est traduite par une très nette baisse des taux d'intérêt sous ces deux catégories dès le mois de février 2009. Ainsi, le coût d'un crédit dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans a atteint 3,73% contre 3,85% pour une période de fixation supérieure à cinq ans. Bien que l'existence de ces taux bas soit récurrente et constitue ainsi une saisonnalité, l'ampleur de la baisse est tout à fait singulière. Les volumes de nouveaux contrats accordés en février 2009 sous ces deux catégories se sont envolés à respectivement 51 et 57 millions d'euros, contre 15 et 19 millions d'euros pour le mois de janvier de l'année en cours.

Graphique 1
Impact du festival de l'automobile sur les taux et les volumes des contrats de crédit à la consommation



Les sociétés non financières ont bénéficié de la détente des conditions de financement offertes par l'Eurosystème. Le coût des nouveaux crédits d'un montant inférieur à un million d'euros est ainsi passé de 6,24 % en octobre 2008 (valeur la plus élevée depuis la mise en place de cette collecte statistique) à 3,47 % en février 2009 (valeur la plus faible depuis mars 2004). Les nouveaux crédits d'un montant unitaire supérieur à un million d'euros, sont passés de 5,51 % en août 2008 (valeur la plus élevée depuis la mise en place de cette collecte statistique) à 3,44 % en février 2009 (valeur la plus faible depuis février 2006).

Parallèlement, les volumes accordés demeurent très élevés, et ont même nettement progressé en ce qui concerne la catégorie des crédits d'un montant unitaire supérieur à un million d'euros. En effet, 16,9 milliards d'euros de nouveaux crédits d'un montant unitaire supérieur à un million d'euros ont été accordés en février 2009, contre 14 milliards en moyenne mensuelle au cours de l'année 2008. Bien qu'évoluant de manière plus volatile, le volume de nouveaux crédits d'un montant unitaire inférieur à un million d'euros accordés par les banques luxembourgeoises a atteint 1,2 milliard d'euros, ce qui se situe dans la moyenne mensuelle observée en 2008.

Au passif, les établissements de crédit luxembourgeois ont réduit les rémunérations offertes sur les dépôts des ménages comme sur ceux des sociétés non financières. Entre octobre 2008 et février 2009, la rémunération des dépôts des ménages est passée de 4,37 % à 1,30 %, soit une baisse de 307 points de base. Sur cette même période, le taux de refinancement de l'Eurosystème était abaissé de 275 points de base. Néanmoins, pendant cette période la demande de dépôts a atteint une moyenne mensuelle de 9,2 milliards d'euros contre 8,6 milliards en 2008.

La situation est identique en ce qui concerne les sociétés non financières, puisque, malgré une baisse de 294 points de base entre septembre 2008 et février 2009 (la valeur observée en septembre étant la plus élevée depuis janvier 2003), la demande de nouveaux dépôts n'a pas fléchi, et ressort à 25,6 milliards d'euros en moyenne mensuelle sur la période. En février 2009, les dépôts des sociétés non financières étaient ainsi rémunérés à 1,39 % contre 4,33 % en septembre 2008.

Pour ces deux catégories de dépôts, les pics de demande ont été atteints en octobre 2008, avec respectivement 10,3 et 29,2 milliards d'euros pour les ménages et les sociétés non financières.

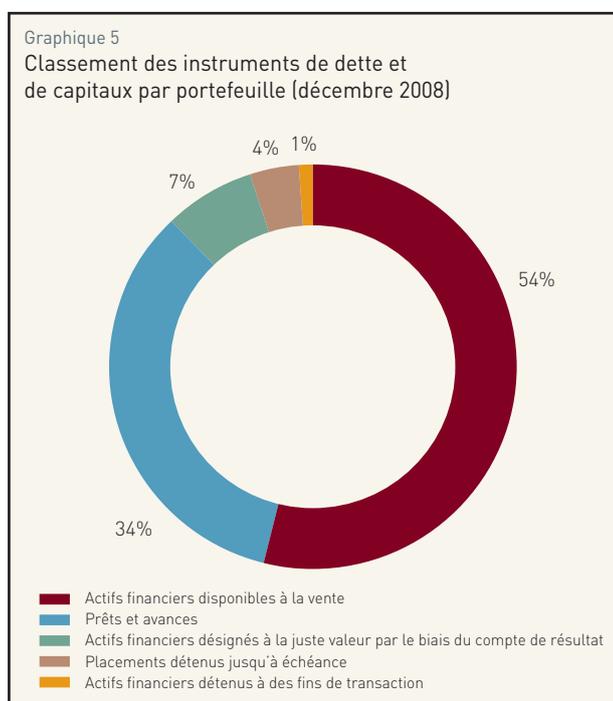
- **Risques liés aux portefeuilles-titres**

Au cours de l'année sous revue, l'encours des titres détenus dans les portefeuilles des banques a reculé sous l'influence des turbulences financières. Quelques banques, ayant revêtu au sein de leur groupe un rôle important en matière de produits structurés, ont particulièrement souffert des séquelles de la crise et ont entrepris des mesures de restructuration de leurs activités, voire de cessation de ce type d'activités.

Notons par ailleurs que les hausses de constitutions nettes de provisions et dépréciations au compte de pertes et de profits ont été particulièrement importantes au cours des deux derniers trimestres.

De par la mise en application des nouvelles normes comptables IFRS, les banques ont la possibilité de classer les actifs dans cinq portefeuilles différents dont trois portefeuilles sont évalués à la juste valeur, à savoir les portefeuilles :

- « actifs financiers détenus à des fins de transaction » (comprenant 1 % du volume total des instruments de dettes et de capitaux des banques au Luxembourg fin 2008) ;
- « actifs financiers désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat » (comprenant 7 % du volume total des instruments de dettes et de capitaux des banques au Luxembourg fin 2008) ;
- « actifs financiers disponibles à la vente » (comprenant 54 % du volume total des instruments de dettes et de capitaux des banques au Luxembourg fin 2008).



Notons à cet égard que les variations de juste valeur du portefeuille « actifs financiers disponibles à la vente » sont comptabilisées directement dans les capitaux propres des banques via le poste « réserves de réévaluation » alors que les variations de juste valeur des portefeuilles « actifs financiers détenus à des fins de transaction » et « actifs financiers désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat » passent par le compte de résultat. Etant donné que les titres évalués à la juste valeur sont principalement classés dans le portefeuille « actifs financiers disponibles à la vente », l'impact de la variation des prix des actifs est plus important au niveau des capitaux propres des banques luxembourgeoises qu'au niveau de leur compte de pertes et de profits.²⁰

Les deux autres portefeuilles, à savoir « prêts et avances » (comprenant 34 % du volume total des « instruments de dettes et de capitaux » des banques au Luxembourg fin 2008) et « placements détenus jusqu'à échéance » (comprenant 4 % du volume total des instruments de dettes et de capitaux des banques au Luxembourg fin 2008) sont comptabilisés au coût amorti.

20 Dans le cadre des mesures d'urgence en matière comptable en vue d'atténuer les conséquences de la crise récente des marchés financiers, telles qu'adoptées par la Commission Européenne, la Commission de Surveillance du Secteur Financier a publié le 11 novembre 2008 une circulaire (CSSF 08/377) selon laquelle les banques pourront reclasser dès le 1^{er} juillet 2008 leurs actifs détenus à des fins de transaction vers la catégorie des prêts comptabilisés au coût amorti ou des actifs détenus jusqu'à échéance. Dans ces circonstances, les banques pourront donc opter de ne plus tenir compte dans leurs états financiers de la fluctuation de ces actifs sur les marchés.

Fin 2008, les instruments de capitaux propres et de dette compris dans les portefeuilles évalués à la juste valeur sont 3,2 fois plus élevés que les fonds propres et ceux évalués au coût amorti 2 fois plus élevés que les fonds propres.

Les « instruments de dettes et de capitaux » sont composés à 92 % d'instruments de dette (dont 64 % émis par des pays membres de l'union monétaire et 36 % par le reste du monde) et à 8 % d'instruments de capitaux fin 2008. L'analyse sectorielle des instruments de dette détenus dans les livres des banques de droit luxembourgeois montre que ceux-ci sont principalement exposés envers les titres émis par le secteur bancaire (44 % du volume total des instruments de dette), suivi de ceux émis par le secteur public (24 % du volume total des instruments de dette) et par le secteur non-bancaire (18 % du volume total des instruments de dette).

Par ailleurs, malgré la hausse du volume du portefeuille-titres détenu par les banques survenue en janvier 2009, la détérioration de l'environnement macroéconomique et des perspectives de rentabilité des banques est susceptible d'alimenter la poursuite des retombées négatives sur les marchés financiers et, partant, des risques de détérioration des portefeuilles-titres des banques et des besoins de provisionnement accrus ayant un impact sur les résultats et les capitaux propres des banques.

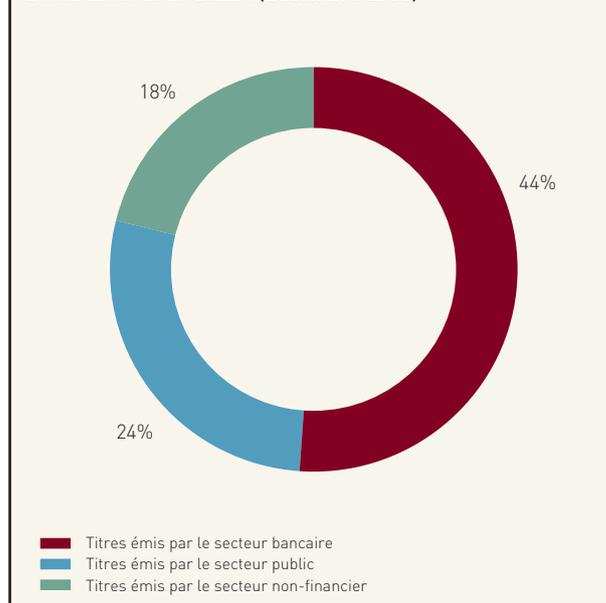
c) Risques opérationnels liés aux activités de gestion d'avois de tiers des fonds d'investissement

Le volume des avois de tiers²¹ déposés par les fonds d'investissement est 2 fois plus élevé que le total des actifs et 35 fois plus élevé que les fonds propres des banques de droit luxembourgeois.

Des risques opérationnels²² liés aux activités de hors-bilan de gestion d'avois de tiers ont en particulier été mis en évidence par l'affaire récente de la fraude Madoff dans laquelle une banque de la Place est principalement impliquée. A ceci s'ajoutent des risques potentiels de réputation, en particulier pour les activités liées aux fonds d'investissement de la Place. Il va sans dire que ces activités revêtent également des risques indirects non négligeables pour les revenus engendrés par les activités de gestion d'avois de tiers. Par ailleurs, fin 2008 un tiers des commissions perçues était lié à l'industrie des fonds.

Notons également que les expositions brutes du secteur bancaire envers l'affaire Madoff ont été estimées à globalement 160 millions d'euros et celle des fonds d'investissement envers Madoff ont été estimées à environ 1,7-1,9 milliards d'euros. Ces expositions se sont concentrées sur un nombre limité de fonds d'investissement et se sont élevées à environ 0,15 % de la valeur nette d'inventaire totale des fonds d'investissement luxembourgeois.²³

Graphique 6
Composition sectorielle du portefeuille
d'instruments de dettes (décembre 2008)



21 Ces activités comprennent les avois détenus par les établissements pour compte de tiers.

22 Les risques opérationnels auxquels les banques sont exposées comprennent les risques de pertes découlant d'une inadéquation ou d'une défaillance de processus, du personnel, des systèmes internes ou d'événements externes ; y compris le risque juridique. La part des exigences en fonds propres pour risque opérationnel dans le total des exigences de fonds propres servant de base pour le calcul du ratio de solvabilité s'élève à 5,1 % fin 2008.

23 A ce stade, les procédures de retrait de la liste officielle des fonds ont été entamées pour trois sicav.

1.1.3 La décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non-bancaire

a) Les crédits à la clientèle non-bancaire

Les crédits à la clientèle non-bancaire résidente luxembourgeoise

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 64 722 millions d'euros au 31 décembre 2008, contre 60 479 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 7,0% sur un an. Au cours de janvier 2009, les crédits à la clientèle non-bancaire affichaient une progression de 2,0%, soit 1 322 millions d'euros. Cette évolution positive est principalement portée par la croissance des sociétés d'assurances, des fonds de pension et des autres intermédiaires financiers.

Sur base annuelle, les crédits aux autres intermédiaires financiers affichaient une baisse de 2 266 millions d'euros. Ce recul s'explique simplement par la mauvaise tenue des fonds d'investissement en fin d'année 2008, où une baisse des crédits de 12 104 millions d'euros a été enregistrée au quatrième trimestre 2008. Au dernier trimestre 2008, les valeurs mobilières ont souffert de l'accélération de la crise en raison de la faillite de Lehman Brothers survenue en septembre 2008. A la fin de l'année 2008, leurs encours de crédit atteignaient 27 950 millions d'euros, demeurant ainsi la position la plus importante. Finalement, au cours du mois de janvier 2009, une nouvelle augmentation de 683 millions d'euros (+2,4%) était observée.

Avec un encours total de 17 691 millions d'euros au 31 décembre 2008, les crédits aux ménages représentaient 27,3% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident contre 26,8% en janvier 2009. Ces derniers ont affiché une progression de 7,7% entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, puis n'ont affiché qu'une légère baisse de 0,1% au cours du mois de janvier 2009. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers ; en effet, en janvier 2009, 84,1% des crédits accordés aux ménages résidents sont destinés à cette fin.

Tableau 7 :

Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en%				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/12	2009/01	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/01		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 661	2 406	2 543	745	44,9	136	5,7	3,8
Autres intermédiaires financiers	30 216	27 950	28 633	-2 266	-7,5	683	2,4	43,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	237	247	1 138	11	4,5	891	360,4	1,7
Sociétés non financières	11 931	16 427	16 063	4 496	37,7	- 364	-2,2	24,3
Ménages & ISBLM	16 434	17 691	17 667	1 257	7,7	- 24	-0,1	26,8
Crédits à la consommation	1 164	1 196	1 179	32	2,8	- 17	-1,4	6,7
Crédits immobiliers	13 847	14 901	14 859	1 054	7,6	- 42	-0,3	84,1
Autres crédits	1 423	1 594	1 629	171	12,0	35	2,2	9,2
Total	60 479	64 722	66 044	4 243	7,0	1 322	2,0	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits/poids relatif des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

Le volume des crédits immobiliers est resté élevé en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financements des constructions neuves. Ces derniers ont atteint 14 901 millions d'euros à la fin du mois de décembre 2008.

Ainsi, la baisse des autorisations de bâtir observée au premier semestre 2008 (en recul d'environ 15% pour le domaine résidentiel, à savoir les maisons individuelles et les appartements) n'a pas, à ce stade, eu d'impact négatif sur le volume des crédits accordés aux ménages luxembourgeois. Toutefois, le taux de croissance des crédits immobiliers accordés à la clientèle résidente s'est nettement réduit en 2008. Ainsi, de décembre 2007 à décembre 2008 le taux de croissance était de 7,6%, comparée à 22,1% au cours de l'année 2007. De plus, le nombre de logements mis en vente a commencé à stagner, voire même à baisser, ce qui laisse supposer que le rythme de croissance des crédits immobiliers est appelé à ralentir.

Au cours de l'année 2008, les banques ont accordé en moyenne 241 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers par mois aux ménages de la zone euro suivis par un léger repli à 224 millions d'euros en janvier 2009. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut estimer, sur base de l'encours, qu'une moyenne mensuelle de 226 millions d'euros a été accordée à des ménages résidents pendant l'année 2008. La moyenne mensuelle des nouveaux crédits immobiliers aux ménages résidents en 2008 est donc en hausse de 8 millions d'euros (+3,7%) par rapport à la fin de l'année 2007 où elle s'élevait à 217 millions. D'un point de vue méthodologique, il convient de souligner que si le crédit est divisé en plusieurs tranches, pouvant être créditées au cours de différentes périodes, c'est néanmoins le montant total (ou final) du crédit qui est renseigné en tant que nouveau contrat. En revanche, le montant renseigné dans les encours correspond aux fonds effectivement mis à disposition de la clientèle à la fin de la période. Il peut donc exister un décalage plus ou moins important entre les flux de nouveaux contrats et la variation de l'encours entre deux périodes. De plus, il importe de noter que ces différences de flux s'expliquent également par les remboursements réguliers (mensualités) d'une part, et, d'autre part, par les remboursements anticipés de l'ensemble d'un crédit.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 37,7% sur base annuelle, portant leur encours à 16 427 millions d'euros à la fin de l'année 2008. Cette tendance s'est retournée en décembre 2008 (-599 millions d'euros) puis en janvier 2009, avec une baisse de 2,2% (364 millions d'euros). La part relative des crédits aux sociétés non financières a atteint 24,3% de l'ensemble des crédits aux résidents au 31 janvier 2009.

Les administrations publiques, quant à elles, étaient endettées auprès des banques à hauteur de 2 406 millions d'euros au 31 décembre 2008, et affichaient une croissance de leurs encours de 44,9% (745 millions d'euros) par rapport à décembre 2007. Cette croissance s'est poursuivie au cours du mois de janvier 2009 (+5,7%). On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent à la fois peu importants en volume et extrêmement volatils avec des encours de 247 millions d'euros au 31 décembre 2008, et de 1 138 millions d'euros à la fin de janvier 2009. Ils représentent une part relative de 1,7% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois fin janvier 2009.

Les crédits à la clientèle non-bancaire des autres pays de la zone euro

L'encours des crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro s'est élevé à 85 002 millions d'euros au 31 décembre 2008, contre 74 575 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une progression de 14,0%. Cette tendance a continué au cours du mois de janvier 2009 en affichant une hausse de 2 501 millions d'euros (2,9%), en raison d'un bon développement des crédits aux sociétés non financières.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par la part importante que revêtent les sociétés non financières; ainsi, abstraction faite du mois de décembre 2008, leur poids relatif a fortement augmenté tout au long de l'année 2008, renforçant l'encours de 10 113 millions d'euros (25,8%). En janvier 2009, cette tendance favorable s'est poursuivie, affichant une hausse de 3 799 millions d'euros (7,7%). Par ailleurs, l'année 2008 a été marquée par une hausse des crédits aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers avaient vu

leurs besoins en financements bancaires augmenter (7,3 % respectivement 1 353 millions d'euros) entre le début et la fin de l'année 2008, période marquée par de fortes incertitudes au niveau des marchés boursiers. Notons dans ce contexte, que seul le premier semestre 2008 a montré un effet positif tandis que le second s'est trouvé fortement marqué par la crise financière. Cette croissance négative s'est nettement renforcée au cours du mois de janvier 2009 (-1 302 millions d'euros ; -6,5 %), pour amener le poids relatif de l'encours de cette catégorie à 21,3 % en janvier 2009. On notera un repli de 5,6 % des crédits au secteur des assurances et des fonds de pension sur base annuelle, c'est-à-dire entre décembre 2007 et décembre 2008. Ces derniers ont diminué leur demande de crédit de l'ordre de 3 % en janvier 2009. Le niveau de l'encours de ce secteur, comme de celui des administrations publiques, est particulièrement volatil car composé d'un nombre limité d'acteurs – leurs poids relatifs restent modestes avec respectivement 2,8 % et 3,0 %. Au niveau des administrations publiques, cette volatilité s'est accompagnée d'une tendance haussière sur un an. Leurs encours de crédit ont ainsi augmenté de 3,5 % (88 millions d'euros) sur un an. Leurs crédits auprès des banques luxembourgeoises atteignaient 2 618 millions d'euros à la fin de l'année 2008.

Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro se sont réduits de l'ordre de 8,4 % (977 millions d'euros) en variation annuelle en raison de la prédominance de la catégorie des autres crédits, dont l'encours a reculé de 12,1 % (1 283 millions d'euros) sur la période. Cette forte baisse est en grande partie due à des baisses survenues au premier et au quatrième trimestre 2008, tandis que le mois de janvier 2009 affichait de nouveau une légère évolution positive (+0,8 %, soit 70 millions d'euros). Les autres crédits sont souvent utilisés pour le financement d'achat de valeurs mobilières. Ainsi, il n'est pas surprenant que cette catégorie de crédits ait été en baisse compte tenu de la mauvaise orientation des marchés boursiers. Soulignons dans ce contexte les augmentations des crédits à la consommation (+41,8 %) et des crédits immobiliers (+25,3 %) aux ménages résidents des autres pays de la zone euro en 2008. Ces deux catégories ont en partie contrebalancé la baisse survenue sous la catégorie des autres crédits. En outre, on notera que plusieurs banques luxembourgeoises développent des activités de crédits immobiliers à destination de leurs employés frontaliers, pour des biens situés dans la grande région, au-delà des frontières du Luxembourg. Il faut toutefois noter que le volume des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro n'atteint que 1 040 millions d'euros au 31 décembre 2008. Si nous comparons les encours de crédits immobiliers accordés aux ménages des autres pays de la zone euro avec ceux accordés aux résidents luxembourgeois, le ratio n'était que de 7,0 % (1 040 millions d'euros) au 31 décembre 2008, bien que leur croissance en 2008 ait été nettement plus importante (+25,3 % contre +7,6 % pour les crédits immobiliers domestiques).

Tableau 8 :

Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/12	2009/01	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/01		2009/01
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 530	2 618	2 628	88	3,5	10	0,4	3,0
Autres intermédiaires financiers	18 564	19 917	18 615	1 353	7,3	-1 302	-6,5	21,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 684	2 533	2 457	-150	-5,6	-76	-3,0	2,8
Sociétés non financières	39 155	49 268	53 067	10 113	25,8	3 799	7,7	60,6
Ménages & ISBLM	11 642	10 665	10 735	-977	-8,4	70	0,7	12,3
Crédits à la consommation	231	327	325	96	41,8	-2	-0,6	3,0
Crédits immobiliers	830	1 040	1 042	210	25,3	2	0,2	9,7
Autres crédits	10 581	9 298	9 368	-1 283	-12,1	70	0,8	87,3
Total	74 575	85 002	87 503	10 427	14,0	2 501	2,9	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatif des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

Les crédits à la clientèle non-bancaire du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde étaient la seule composante du secteur non bancaire à avoir baissé sur un an, principalement en raison de la mauvaise tenue de la catégorie des autres intermédiaires financiers et d'un repli de la demande des crédits des ménages. Ainsi, la réduction des encours de crédits aux résidents du reste du monde est de 4 143 millions d'euros (-6,9 %) en 2008. Le dernier trimestre de 2008 s'est caractérisé par une chute de 6 849 millions d'euros (-10,9 %) pour amener l'encours à 56 153 millions d'euros au 31 décembre 2008.

L'encours de crédits aux sociétés non financières est resté stable sur un an avec une croissance de 0,1 %. C'est au dernier trimestre 2008, durant lequel la croissance a atteint 2,8 % (724 millions d'euros), que cette légère croissance s'est trouvée acquise. En fin de période, ces derniers représentaient un encours de 26 643 millions d'euros pour un poids relatif de 47,4 % de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde.

Les autres intermédiaires financiers ont réduit leurs financements par le biais du crédit bancaire de 4 214 millions d'euros (18,9 %) en 2008. Au quatrième trimestre, c'est-à-dire au moment de l'accélération de la crise financière, les encours sous cette catégorie ont fortement chuté de 6 848 millions d'euros (-27,5 %). Notons encore qu'au 31 décembre 2008, l'encours des crédits aux autres intermédiaires financiers représentait 32,2 % (18 065 millions d'euros) de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

L'encours de crédits aux ménages s'élevait à 4 780 millions d'euros à la fin d'année 2008, soit un repli de 22,6 % (1 396 millions d'euros) par rapport au 31 décembre 2007 ; il importe toutefois de noter que cette baisse des encours s'est produite essentiellement durant le quatrième trimestre 2008 (-1 246 millions d'euros, soit -20,7 %). Les encours de crédits aux sociétés d'assurances ne représentaient que 1,3 % de l'ensemble des crédits des banques luxembourgeoises. Les crédits aux administrations publiques, pour lesquels une hausse annuelle de 1 653 millions d'euros (38,6 %) a pu être observée, ont un poids relatif de 10,1 % dans l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde en fin d'année 2008. Notons dans ce contexte que les administrations publiques ont obtenu au quatrième trimestre 2008 10,1 % de crédits supplémentaires. Même si l'encours est encore faible, le poids relatif prouve que leur importance progresse. A la fin de l'année 2003, leurs crédits vis-à-vis des banques luxembourgeoises n'étaient encore que de 1 678 millions d'euros, avec un poids relatif de 4,7 % ; 5 ans plus tard, ils jouent un rôle beaucoup plus important avec un poids relatif de 10,6 %.

Tableau 9 :
Crédits aux résidents des pays du reste du monde (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 284	5 390	5 936	1 653	38,6	546	10,1	10,6
Autres intermédiaires financiers	22 279	24 912	18 065	-4 214	-18,9	-6 848	-27,5	32,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	943	755	729	-213	-22,6	-26	-3,4	1,3
Sociétés non financières	26 615	25 919	26 643	28	0,1	724	2,8	47,4
Ménages & ISBLM	6 176	6 026	4 780	-1 396	-22,6	-1 246	-20,7	8,5
Total	60 296	63 002	56 153	-4 143	-6,9	-6 849	-10,9	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits.

b) Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente luxembourgeoise

En fin d'année 2008, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 166 157 millions d'euros, soit 58,0% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Cela représente une hausse entre décembre 2007 et décembre 2008 de 2 050 millions d'euros, soit 1,2%. Au mois de janvier 2009, les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente ont baissé de 3 364 millions d'euros (-2,0%).

Tableau 10:

Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente luxembourgeois (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/12	2009/01	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/01		2009/01
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 073	5 354	5 149	1 281	31,4	- 205	-3,8	3,2
Secteur financier	121 408	123 428	119 862	2 020	1,7	-3 566	-2,9	73,6
Autres intermédiaires financiers	116 652	118 422	113 897	1 769	1,5	-4 524	-3,8	70,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 756	5 006	5 965	251	5,3	958	19,1	3,7
Secteur non financier	38 625	37 375	37 782	-1 251	-3,2	407	1,1	23,2
Sociétés non financières	17 544	14 380	14 565	-3 164	-18,0	186	1,3	8,9
Ménages & ISBLM	21 082	22 995	23 216	1 913	9,1	221	1,0	14,3
Total	164 106	166 157	162 793	2 050	1,2	-3 364	-2,0	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, on constate qu'une majeure partie de l'encours provenait des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) ; leur encours total était de 118 422 millions d'euros au 31 décembre 2008, contre 113 897 millions d'euros en janvier 2009 (-3,8%). Ceux-ci représentaient 70,0% de l'ensemble des dettes envers la clientèle résidente. Sur un an, les dépôts ont néanmoins augmenté de 1 769 millions d'euros, soit 1,5%. L'importance de cette catégorie est indissociable de celle de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, ces derniers déposant souvent leurs excédents de trésorerie auprès de leurs banques dépositaires. Ainsi, la diminution annuelle de 24,3% de la VNI (valeur nette d'inventaire) des OPC luxembourgeois a nettement pesé sur la tendance, en particulier au quatrième trimestre 2008, avec un prolongement sur le début de l'année 2009 puisque les intermédiaires financiers ont allégé leurs dépôts de 4 524 millions d'euros (-3,8%) au cours du mois de janvier 2009. Parallèlement, la croissance de l'encours des OPC luxembourgeois observée au cours de l'année 2008 est essentiellement imputable au troisième trimestre, durant lequel 9 778 millions d'euros supplémentaires ont été déposés, soit une hausse de 8,3%. En effet, durant l'accélération de la crise financière aux mois d'août et de septembre 2008, les OPC luxembourgeois ont placé leurs liquidités auprès des banques luxembourgeoises afin de disposer de réserves de trésorerie pour faire face à d'éventuels rachats de parts. Ce constat peut être mis en relation avec la baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) survenue au mois de septembre 2008 qui a d'ailleurs été caractérisée par des rachats de parts d'OPC dépassant nettement le volume des souscriptions. En janvier 2009, nous avons pu observer une légère augmentation de l'actif net des OPC et, en parallèle, une diminution des dépôts. Ce dernier point pourrait être mis en relation avec un regain d'optimisme perceptible au début de l'année 2009, mais également avec une recherche de rendements plus attractifs.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupaient 14,3% du total des dépôts effectués par les résidents en janvier 2009, soit 23 216 millions d'euros. La croissance annuelle de 9,1% (1 913 millions euros), observée sur ce poste, a continué sa progression au cours du mois de janvier 2009 avec +1,0%.

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 18,0% au cours de 2008, ce qui porte leurs encours à 14 380 millions d'euros au 31 décembre 2008. Janvier 2009 marquait un léger retournement, avec une hausse de 1,3% de ce poste. Soulignons que les dépôts des administrations publiques se sont renforcés de 31,4% sur un an (1 281 millions d'euros). Néanmoins, dès janvier 2009, ces dernières retiraient 3,8% de leurs encours auprès des banques luxembourgeoises, qui atteignaient 5 149 millions d'euros au 31 janvier 2009.

Enfin, la clientèle résidente répartit ses dépôts, dont le volume total s'élevait à 166 157 millions d'euros en fin d'année, en 51,1% de dépôts à vue et 49,9% de dépôts à terme. L'importance relative des dépôts à vue de la clientèle résidente s'explique par plusieurs facteurs. D'une part, les dépôts à vue des autres intermédiaires financiers sont souvent bien rémunérés, ce qui n'incite pas ces derniers à les placer transitoirement en dépôts à terme. De plus, ces intermédiaires financiers conservent souvent des excédents de liquidité qui doivent à tout moment être disponibles pour une affectation plus durable, notamment pour l'acquisition de titres ou le remboursement de parts émises par les OPC. D'autre part, il ne faut pas perdre de vue que les dépôts d'épargne à vue des ménages sont également inclus dans cette catégorie.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone euro

Les dépôts émanant des résidents des autres pays membres de la zone euro étaient en recul de 10,6%, soit 7 691 millions d'euros entre fin décembre 2007 et 2008. Le mois de janvier 2009 a fait preuve d'un regain de volume sur ce poste, avec 3 379 millions d'euros (5,0%) supplémentaires, portant les encours à 70 634 millions d'euros. Toutefois, la baisse survenue sur base annuelle a été principalement concentrée sur la période de septembre à décembre 2008, provoquant ainsi une chute trimestrielle de 13,6% (10 559 millions d'euros).

Les sociétés non financières, dont les encours placés en dépôts bancaires atteignaient 21 080 millions d'euros en décembre 2008 et 21 581 millions d'euros en janvier 2009, soit 30,6% du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro, ont vu leurs encours baisser de 20,2% entre décembre 2007 et décembre 2008. Dans ce contexte, on notera que cette baisse survenue sur base annuelle correspond exactement à celle observée au cours du seul quatrième trimestre 2008 (20,2%), à un moment de la crise financière durant lequel les sociétés non financières ont dû faire face à une augmentation de leurs besoins de financements. Par conséquent, ces dernières ont d'abord fait appel à leurs liquidités en dépôt avant de recourir à l'endettement. La tendance s'est légèrement inversée en janvier 2009, puisque les sociétés non financières ont déposé 2,4% de plus (501 millions d'euros) qu'en fin d'année 2008.

Les entités du secteur financier ont diminué leurs dépôts de 2 386 millions (10,4%) en 2008. En janvier 2009, ce chiffre progressait néanmoins de 10,7% (2 214 millions d'euros). Ce poste regroupe 32,3% de l'encours total. Avec 9,8% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, le poids relatif des sociétés d'assurances et fonds de pension fait preuve d'une remarquable progression de 59,2% (2 574 millions d'euros) en janvier 2009. Néanmoins, sur base annuelle, le bilan demeure négatif, avec une baisse de 21,2% des encours sous cette catégorie. Les autres intermédiaires financiers faisant partie du secteur financier représentaient 22,5% de l'encours à la fin du mois de janvier 2009. En raison de l'environnement financier néfaste, la croissance annuelle de ce poste s'est réduite de 6,9% en 2008 et puis s'est encore dégradée de 2,2% en janvier 2009. A l'image du secteur des assurances il est possible de soupçonner que les autres intermédiaires financiers ont d'abord réduit leurs dépôts au quatrième trimestre 2008 avec -15,1%, avant d'avoir recours aux crédits. Toutefois, ce sont les administrations publiques qui, avec un modeste poids relatif de 1,5%, ont augmenté de 19,4% leurs encours de dépôts au cours de l'année 2008. Cette tendance s'est manifestée en janvier 2009 (+158 millions d'euros ou +18,1%).

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont réduit leurs dépôts de 392 millions d'euros en 2008, soit une réduction de 1,6 %; leurs encours atteignaient 24 669 millions d'euros au 31 décembre 2008. Néanmoins, en janvier 2009, la tendance était haussière (506 millions d'euros; 2,1 %). Ce recul d'activité sur base annuelle peut être, au moins en partie, mis en relation avec la mise en place de la retenue à la source dans le cadre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne. En effet, le taux d'imposition prévue par la directive est passé de 15 % à 20 % avec effet au 1^{er} juillet 2008. Cet effet s'est trouvé amplifié par l'accélération de la crise financière au quatrième trimestre 2008.

Tableau 11 :
Dépôts de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2009/01
	2007/12	2008/12	2009/01	2007/12 - 2008/12		2008/12 - 2009/01		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	732	874	1 032	142	19,4	158	18,1	1,5
Secteur financier	23 017	20 632	22 845	-2 386	-10,4	2 214	10,7	32,3
Autres intermédiaires financiers	17 497	16 283	15 923	-1 213	-6,9	-360	-2,2	22,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 520	4 348	6 922	-1 172	-21,2	2 574	59,2	9,8
Secteur non financier	51 467	45 749	46 756	-5 718	-11,1	1 007	2,2	66,2
Sociétés non financières	26 405	21 080	21 581	-5 325	-20,2	501	2,4	30,6
Ménages & ISBLM	25 062	24 669	25 175	-392	-1,6	506	2,1	35,6
Total	75 216	67 254	70 634	-7 961	-10,6	3 379	5,0	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

A la fin de l'année 2008, les résidents des autres pays membres de la zone euro ont réparti leurs dépôts à raison de 26,7 % de dépôts à vue et 73,3 % de dépôts à terme.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire du reste du monde

Les dépôts émanant des résidents du reste du monde se sont fortement contractés de 14,9 % (9 817 millions d'euros) entre décembre 2007 et décembre 2008 pour s'élever à 56 140 millions d'euros à la fin d'année 2008. Les trois positions les plus importantes de cette catégorie sont : les autres intermédiaires financiers, avec un poids de 46,3 % au 31 décembre 2008, les ménages (28,7 %) et les sociétés non financières (16,9 %). Ces encours demeurent très volatils. La réduction la plus remarquable de l'encours de dépôts (-11,3 %; -7 182 millions d'euros), s'est produite au dernier trimestre de l'année 2008. Cette baisse peut s'expliquer par les effets de la crise financière, puisque face aux difficultés d'obtention de financements, certaines entreprises ont dû avoir recours à leurs fonds propres pour financer leurs investissements et/ou assurer la pérennité de leurs activités.

La position la plus importante, en termes de poids relatif au 31 décembre 2008, revient aux autres intermédiaires financiers avec un encours de 25 995 millions d'euros. Cette dernière catégorie affichait un fort repli de ses dépôts en 2008 (de l'ordre de 20,3 %, soit 6 623 millions d'euros). Cette tendance négative s'est encore étoffée entre septembre et décembre 2008, dans la mesure où leurs encours se sont plus fortement réduits que durant toute l'année 2008 (-22,6 %; 7 571 millions d'euros).

Notons la mauvaise tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours était en baisse de 15,1 %, soit 1 691 millions d'euros, durant l'année 2008. Cette tendance s'est inversée au quatrième trimestre 2008, avec un renforcement de 1 373 millions d'euros (16,9 %) de l'encours,

celui-ci atteignant 9 473 millions d'euros au 31 décembre 2008. Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 16 101 millions d'euros à la fin de 2008, soit une baisse de 1 117 millions d'euros ou 6,5% sur base annuelle. Entre septembre et décembre 2008, les ménages ont réduit leurs dépôts de 849 millions d'euros (5,0%). Les dépôts des administrations publiques, quant à elles, ont évolué à la hausse pendant l'année écoulée, soit 4,4%, affichant un poids relatif de 6,1% en fin de période. C'est surtout le quatrième trimestre qui a contribué à un renforcement des dépôts de 486 millions d'euros (16,6%), pour atteindre un encours de 3 420 millions d'euros au 31 décembre 2008. Les dépôts des sociétés d'assurance et les fonds de pensions ont évolué de manière défavorable (31,5% sur un an) et demeurent très volatils; ainsi, en dépit d'une hausse sur base annuelle on notera un passage difficile entre septembre et décembre 2008, marqué par une réduction des encours de 35,0% (621 millions d'euros). Notons, que ces contreparties ont un poids très faible dans cette statistique (2,1%).

Tableau 12:

Dépôts de la clientèle non-bancaire des pays du reste du monde (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2008/12
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 275	2 933	3 420	144	4,4	486	16,6	6,1
Secteur financier	34 300	35 338	27 147	-7 153	-20,9	-8 192	-23,2	48,4
Autres intermédiaires financiers	32 619	33 566	25 995	-6 623	-20,3	-7 571	-22,6	46,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 682	1 772	1 151	- 530	-31,5	- 621	-35,0	2,1
Secteur non financier	28 382	25 050	25 574	-2 808	-9,9	523	2,1	45,6
Sociétés non financières	11 164	8 100	9 473	-1 691	-15,1	1 373	16,9	16,9
Ménages & ISBLM	17 218	16 950	16 101	-1 117	-6,5	- 849	-5,0	28,7
Total	65 957	63 322	56 140	-9 817	-14,9	-7 182	-11,3	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

1.1.4 Le compte de pertes et de profits

a) Revenus

Dans un environnement des affaires marqué par les turbulences sur les marchés financiers internationaux, par une crise de confiance générale dans les relations bancaires et par des perspectives de croissance économiques ajustées continuellement vers le bas pour les principaux pôles économiques internationaux, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 5 940 millions d'euros au 31 décembre 2008. Ceci représente un recul de 19,3% par rapport à fin décembre 2007 où le résultat avant provisions s'était élevé à 7 364 millions d'euros.

Tableau 13 :

Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾²⁾

Résultats des établissements de crédit, y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR; données brutes; en fin de période)

Rubrique des débits et des crédits	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1 Produits d'intérêts	42 042	34 539	29 470	35 807	48 775	60 599	60 621
2 Revenus de valeurs mobilières	639	761	771	708	1 197	1 853	1 505
3 Intérêts bonifiés	38 441	31 129	26 241	32 531	45 069	56 350	54 539
4 Marge sur intérêts (1+2-3)	4 240	4 171	4 000	3 984	4 903	6 102	7 587
Revenus nets:							
5 sur commissions	2 655	2 575	2 831	3 285	3 761	4 115	3 850
6 sur opérations de change	316	285	296	335	446	455	355
7 sur divers	1 070	687	443	841	1 722	1 213	-1 028
8 Revenus nets (5+6+7)	4 041	3 547	3 570	4 461	5 929	5 783	3 177
9 Produit bancaire (4+8)	8 281	7 718	7 570	8 445	10 832	11 885	10 764
10 Frais de personnel	1 864	1 807	1 860	2 016	2 208	2 432	2 631
11 Frais d'exploitation	1 412	1 381	1 413	1 518	1 628	1 832	1 936
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 276	3 188	3 273	3 534	3 836	4 264	4 567
13 Amortissements sur immobilisé non financier	314	295	296	286	235	257	257
14 Résultats avant provisions (9-12-13)	4 691	4 235	4 001	4 625	6 761	7 364	5 940
15 Constitution nette de provisions et dépréciations	1 386	725	382	377	193	2 899	5 209
16 Résultats après provisions et dépréciations (14-15)	3 305	3 510	3 619	4 248	6 568	4 465	731
17 Impôts sur revenu et le bénéfice	630	657	747	775	852	795	323
18 Résultat net (16-17)	2 675	2 853	2 872	3 473	5 716	3 670	408

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Données provisoires pour 2008

Fin 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 7 587 millions d'euros, en hausse de 24,3%, soit 1 485 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2007. Dans un environnement national et international caractérisé par des conditions de financement rigoureuses, le secteur bancaire luxembourgeois a bénéficié de sa situation excédentaire en liquidités pour générer d'importants revenus d'intérêts. Les dividendes perçus ont reculé de 18,8% sur la période considérée. Avec 1 505 millions d'euros ils représentent une part relative de 19,8% de la marge sur intérêts en 2008 contre 30,4% en 2007. Il importe cependant de relever l'impact sur ce poste, au dernier trimestre de l'année 2007, des opérations de restructuration d'une banque de la place à hauteur de 518 millions d'euros. Faisant abstraction de ce fait, la marge sur intérêts aurait progressé de 35,9% en comparaison annuelle.

En ce qui concerne les revenus nets sur commissions, une baisse de 6,4% a pu être constatée. Le recul modeste de cette catégorie de revenus étonne quelque peu au vu de l'importante évolution à la baisse des marchés financiers et du recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois, à hauteur de 500 milliards d'euros (-24,3%) entre décembre 2007 et décembre 2008. En effet, les commissions perçues par les établissements de crédit pour leurs services de banque dépositaire et/ou d'administration centrale sont déterminées en fonction de la valeur nette d'inventaire des OPC. Or, les périodes de forte volatilité des prix sur les marchés financiers se caractérisent en général par un volume important de transactions de la part des investisseurs. Ainsi, le volume des parts d'OPC luxembourgeois négociés au cours de l'année 2008 a atteint 7 941 milliards d'euros, soit 2 788 milliards d'euros (+54,1%) de plus que celui observé à la même période, une année plus tôt.

Les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont rapporté une baisse de 2 241 millions d'euros (-184,8%) sur le poste des autres revenus nets en 2008. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursiers suite à la crise financière internationale et aux

moindres valorisations des titres détenus dans les portefeuilles de négociation qu'elle entraîne. Il va sans dire qu'au niveau des transactions, il a été particulièrement difficile de réaliser des bénéfices sur des marchés boursiers extrêmement volatils.

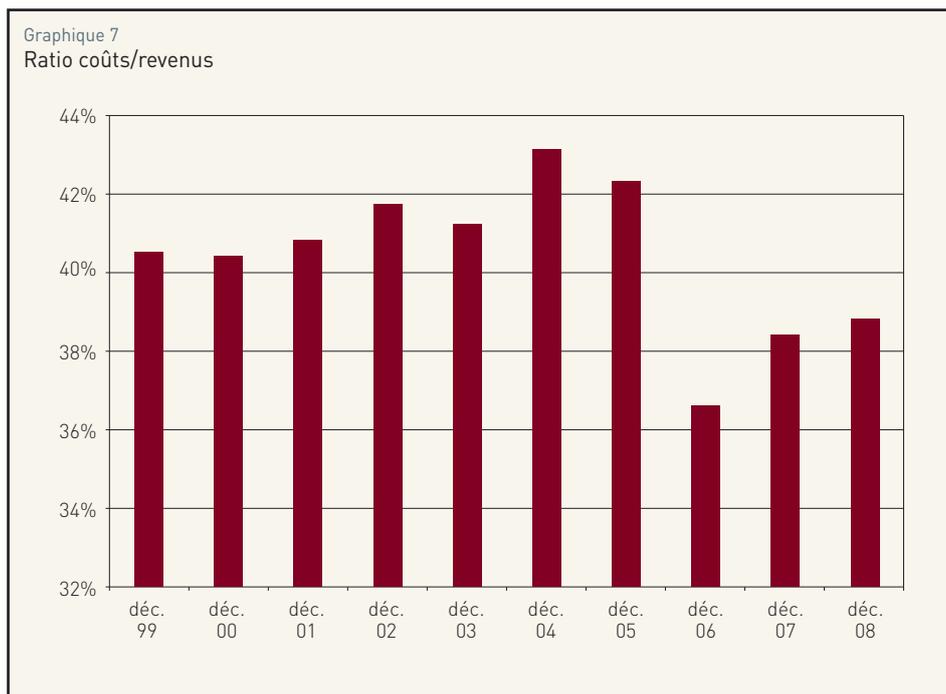
Le bon résultat obtenu au niveau de la marge sur intérêts a été plus que neutralisé par la régression substantielle des revenus hors intérêts. En conséquence, les établissements de crédit ont réalisé en 2008 un produit bancaire de 10 764 millions d'euros, en baisse de 1 121 millions d'euros (-9,4%) par rapport à l'année précédente. Cette baisse n'aurait été que de 5,3% en faisant abstraction de l'effet unique à hauteur de 518 millions d'euros constaté au niveau des dividendes en 2007 et mentionné ci-dessus.

b) Coûts

L'emploi dans le secteur bancaire a progressé de 4,1%, en 2008 tandis que les frais de personnel progressaient avec 5,9% à peine plus rapidement. Le secteur bancaire luxembourgeois a créé 1 069 emplois entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, portant l'effectif de la place à 27 208 personnes en fin de période. Toutefois, malgré cette tendance positive, le quatrième trimestre de l'année a été marqué par une rupture de tendance. En effet, la baisse de 0,22% observée sur cette dernière période est la première depuis le premier trimestre 2004. Au niveau international, de nombreuses banques ont été fortement impactées par la crise financière au cours de l'année 2008. Pour le secteur bancaire luxembourgeois, cela s'est traduit par la mise en place d'un certain nombre de plans sociaux (State Street Bank, Sella Bank ou JP Morgan par exemple). D'autres établissements devraient avoir recours à une diminution de leurs effectifs au cours de l'année 2009.

Globalement, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 303 millions d'euros (+7,1%) en 2008. Avec la prise en compte des frais généraux administratifs ainsi que des amortissements sur actifs immobiliers non financiers de 257 millions d'euros, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts se détériore de 19,3%, soit 1 424 millions d'euros en comparaison annuelle. Sans prendre en compte les 518 millions de revenus liés à la restructuration d'une banque en 2007, la performance des banques luxembourgeoises se serait détériorée de 13,2%.

L'indicateur de l'efficacité opérationnelle «coûts/revenus», reliant les frais généraux au produit bancaire, est resté globalement stable entre fin 2007 et fin 2008 (+38,8% fin 2008 contre +38,4% fin 2007). A l'instar du ratio des coûts sur revenus, le ratio des «frais de personnel/produit bancaire» est resté également stable entre fin 2007 et fin 2008 (+22,6% fin 2008 contre +22,4% fin 2007).



c) Provisions et résultat net

Les résultats 2008 du secteur bancaire luxembourgeois se présentent manifestement sous l'empire des ravages de la crise financière avec certains acteurs de la Place touchés plus que d'autres. Avec l'entrée en récession de nombreuses économies développées, une aversion au risque prononcée des investisseurs, confirmée notamment par un désinvestissement net en capital accentué au niveau des OPC ces derniers mois, ainsi qu'un climat d'incertitude général, il y a peu d'espoir que la situation en termes de revenus ne se redresse rapidement en 2009.

D'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont effectué une constitution nette de provisions et des dépréciations de 5 209 millions d'euros, en hausse de 79,7% par rapport au 31 décembre 2007. Les hausses de constitutions nettes de provisions et dépréciations au compte de pertes et de profits ont été particulièrement importantes au cours du deuxième semestre 2008.

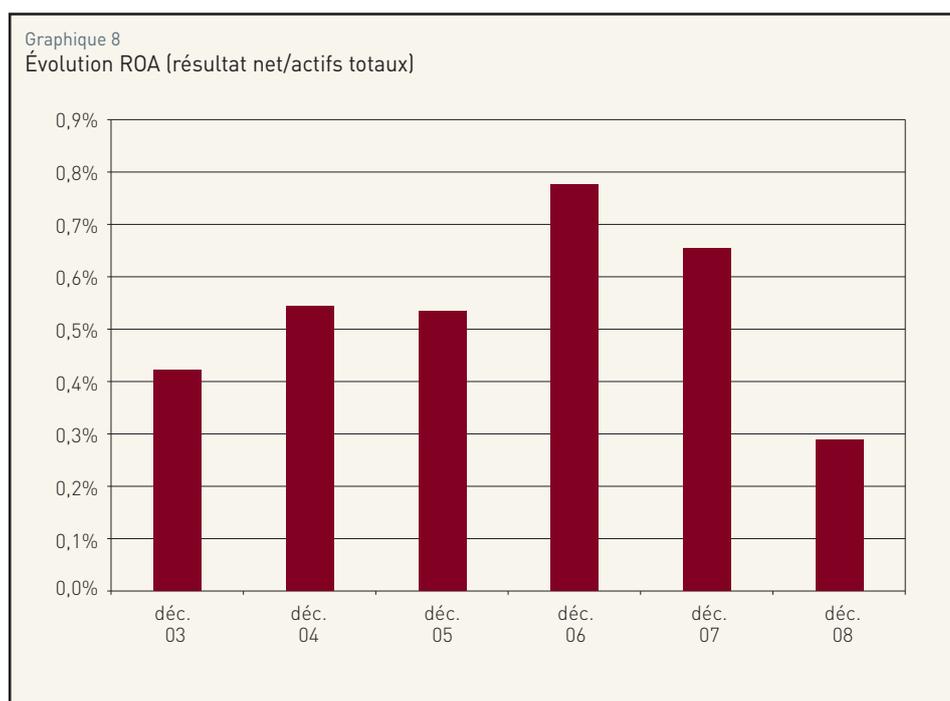
Notons à cet égard également que le superviseur a incité les banques²⁴ à utiliser les provisions forfaitaires constituées au cours des exercices précédents pour faire face aux moins-values subies lors des turbulences actuelles. Quant au sursis de paiement des trois banques islandaises survenu au mois d'octobre 2008, la même circulaire précise que les provisions AGDL (Association pour la Garantie des Dépôts, Luxembourg) constituées par le passé devaient suffire dans leur ensemble pour couvrir les avances à payer par les banques dans le contexte de l'indisponibilité potentielle des dépôts des filiales luxembourgeoises des banques islandaises. Le ratio «provisions et dépréciations/total des actifs» s'élève à 0,6% fin 2008 et le ratio «réserves de réévaluation sur actifs disponibles à la vente/total des actifs» à 0,2% fin 2008.

Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 59,3%, le résultat net provisoire a régressé de 88,9% en 2008.

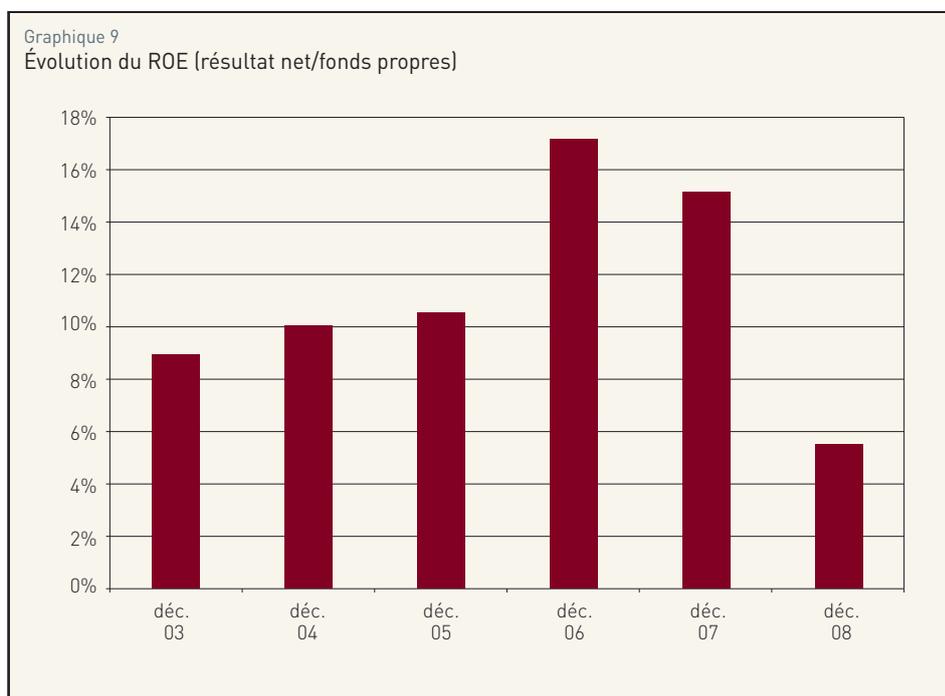
d) Résultat et indicateurs de rentabilité

L'impact négatif de la crise a certes également des répercussions au niveau de la rentabilité des actifs et de la rentabilité du capital.

La «rentabilité des actifs»(ROA-return on assets), qui mesure la productivité des banques en termes de revenus nets générés par rapport au total de la somme des bilans, s'est détériorée en raison de la baisse substantielle des revenus nets pour s'établir à 0,3% fin 2008 contre 0,7% fin 2007. La «rentabilité du capital» (ROE-return on equity), qui mesure la productivité des banques en termes de revenus nets générés par rapport aux fonds propres, s'est significativement détériorée pour s'établir à 5,5% fin 2008 contre 15,1% fin 2007.



24 Circulaire CSSF 08/386



Au niveau du produit bancaire les conséquences de l'impact des turbulences financières, ont été plus contenues, le recul des revenus hors intérêts étant partiellement contrebalancé par la hausse de la marge sur intérêts. Dans le sillage des développements précités, la part du produit bancaire dans les actifs totaux des banques est restée globalement stable entre fin 2007 et fin 2008 à un niveau de 1,4%. Mesurée par rapport aux fonds propres, la part du produit bancaire a reculé à un niveau de 27,2% fin 2008 contre 31,6% fin 2007.

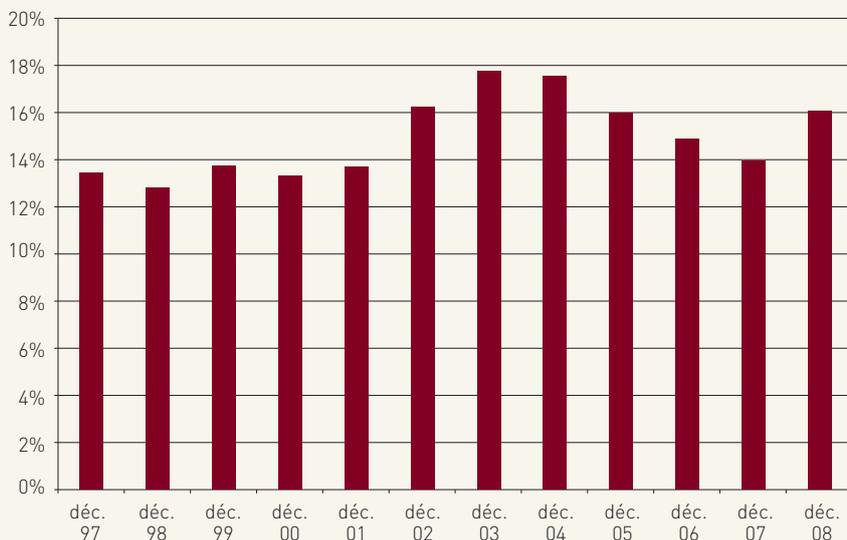
1.1.5 La solvabilité

En général, les banques luxembourgeoises étaient dans une situation de solvabilité solide et largement supérieure aux minima réglementaires requis quand la crise a pris son envergure. Néanmoins, certains acteurs de la Place ont plus fortement subi l'effet de la crise sur leurs niveaux de solvabilité. Notons dans ce contexte également que trois filiales de banques islandaises ont été mises en sursis de paiement, dont une a été mise en liquidation par la suite.

Étant donné la mise en application du nouveau dispositif CRD III à partir de janvier 2008, l'évolution des ratios de solvabilité entre 2008 et 2007 doit être interprétée avec prudence. Ainsi, l'évolution des ratios de solvabilité est influencée aussi bien par l'entrée en vigueur du dispositif de CRD III que par l'impact de la crise sur les fonds propres et les exigences en fonds propres, les démarches de désendettement de certaines banques et dans certains cas les plans de sauvetage gouvernementaux.

Le ratio de solvabilité global des banques de droit luxembourgeois s'élève à 16% fin 2008 contre 13,9% fin 2007. Cette évolution s'explique par une plus forte augmentation des fonds propres que des exigences en fonds propres. Néanmoins, la distribution des ratios est assez hétérogène et le ratio de solvabilité s'est détérioré pour 52% des banques et, partant, il s'est amélioré pour 48% des banques.

Graphique 10
Ratios de solvabilité



En termes d'actifs totaux des banques de droit luxembourgeois, la part des banques ayant un ratio de solvabilité supérieur à 12% s'élève à 67% fin 2008 contre 51% fin 2007. Pour les dix banques ayant les ratios de solvabilité les plus faibles, celui-ci s'élève en moyenne à 8,8% fin 2008 contre 8,6% fin 2007. Comme les années précédentes, le niveau des ratios augmente avec la décroissance de la taille des banques telle que mesurée en termes de somme de bilan.

Tableau 14:
Distribution des ratios de solvabilité par somme de bilan

Somme de bilan (EUR million)	2008/12		
	Nombre de banques	Ratio de solvabilité moyen	% de la somme de bilan totale
>= 10 000	24	15%	75%
>= 2 500 et < 10 000	30	19%	19%
>= 500 et < 2 500	31	22%	5%
< 500	27	27%	1%

A l'instar du ratio de solvabilité, le ratio Tier 1 tenant uniquement compte des fonds propres de base s'est amélioré au niveau agrégé de la Place (14,4% fin 2008 contre 12,7% fin 2007). Le ratio de « *leverage* des activités » des banques de droit luxembourgeois, relatant les fonds propres au total des actifs, a également augmenté et s'élève à 5,2% fin 2008 contre 4,3% fin 2007.

Les exigences en fonds propres des banques de droit luxembourgeois sont principalement composées des exigences pour « risque de crédit, risque de crédit de contrepartie, risque de crédit lié aux titrisations et transactions incomplètes » (87,5% des exigences totales) suivi des exigences pour risque opérationnel (5,1% des exigences globales). Les exigences de fonds propres pour « risque de position, risque de change, risque lié à la variation des produits de base » sont modestes (1% des exigences globales).

Par ailleurs, l'indice z-score et la probabilité de défaut décrits dans l'encadré ci-dessous et dont l'objectif est la mesure de la solvabilité financière du secteur bancaire luxembourgeois affiche une nette dégradation tout au long de l'année 2008.

Encadré 7 :

L'INDICE Z-SCORE ET LA PROBABILITÉ THÉORIQUE DE DÉFAUT : INDICATEURS DE STABILITÉ FINANCIÈRE DES BANQUES

Dans le présent encadré, nous faisons appel à la technique du z-score, ainsi qu'à la probabilité de défaut pour évaluer la solidité financière du secteur bancaire luxembourgeois. Notre attachement à cette problématique s'explique par le souci de la banque centrale de développer un ensemble d'indicateurs pour apprécier le degré de solidité financière de cette composante du système financier national. Ainsi, une progression de la vulnérabilité d'un secteur aussi important, ne serait-ce que par sa contribution au PIB, risque d'avoir des répercussions systémiques sur l'ensemble des activités sectorielles. Ceci est d'autant plus vrai que les corrélations dynamiques entre les différents secteurs révèlent que l'activité bancaire aurait un lien avec le secteur du commerce, de l'immobilier et de la location (Rouabah 2007)¹.

Le z-score est devenu une mesure très répandue pour l'évaluation de la santé financière des établissements bancaires (voir Laeven et Levine (2006)²; Schaeck et Wolfe (2006)³; Maechler, Mitra et Worrell (2007)⁴. L'attractivité de cet indice réside dans son lien étroit avec la probabilité d'insolvabilité d'une banque, c'est-à-dire la probabilité que la valeur des actifs d'une banque devienne inférieure à celle de ses dettes.

Le z-score est une approximation à l'indicateur reflétant la distance par rapport au seuil de défaillance (DtdD)⁵ d'une banque ou d'une entreprise quelconque. La différence fondamentale entre le z-score et la DtdD est d'ordre statistique. Elle se situe dans la nature des données exploitées pour l'évaluation de la solidité financière des banques. Dans ce cadre, le z-score demeure une mesure conservatrice dans le sens où il s'appuie sur des informations bilantaires, en l'occurrence historiques, tandis que la DtdD fait appel à une combinaison de données de marché et de bilan des banques⁶. Néanmoins, en l'absence de cotations boursières pour l'ensemble des établissements bancaires, tel est le cas au Luxembourg, le z-score représente un substitut simple à calculer pour évaluer la solidité financière du secteur bancaire dans son ensemble et/ou des banques de manière individuelle. Par ailleurs, il peut être complété par le recours à d'autres indicateurs, tels que les indices de vulnérabilité ou les ratios macro-prudentiels ou encore la modélisation des répercussions des chocs sur l'activité bancaire⁷.

Le z-score est défini comme étant la mesure, en termes d'écart-types, de la baisse du taux de rendement bancaire aboutissant à une absorption complète des fonds propres. Ainsi, si la valeur du z-score est élevée, le risque de défaillance devrait être moins élevé. Par contre, un rapprochement du z-score de la valeur de l'écart-type du rendement serait une indication d'une probabilité élevée relative à l'émergence d'une issue inéluctable pour la banque en question.

Le z-score se présente sous la forme suivante :

$$z = \frac{k + \mu}{\sigma}$$

où (k) représente le ratio du fonds propre de chaque banque, (μ) est la moyenne du rendement des actifs, approché par le rapport entre le profit après prélèvement des impôts et l'actif total, tandis que (σ) reflète la volatilité du rendement des actifs.

1 Rouabah, A. (2007) : Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg, BCL Working Paper n° 25.

2 Laeven, L. et R. Levine (2006) : Corporate Governance, Regulation, and Bank Risk Taking, memo, Washington, World Bank.

3 Schaeck, K. Martin, C. et S. Wolfe (2006) : Are more Competitive Banking Systems More Stable? IMF Working Paper 06/143.

4 Maechler, A. M., S. Mitra et D. Worrel (2007) : Decomposing Financial Risks and Vulnerabilities in Eastern Europe, IMF Working Paper 07/248.

5 DtdD : Distance to default. La construction de cet indicateur [DtdD] se base sur le modèle de Merton, qui est fondé sur la théorie des options (voir Merton, R. (1974) : On the Pricing of Corporate Debt : the Risk Structure of Interest Rate; *Journal of Finance*, Vol. 29, n° 2, pp. 449-470).

6 La distance par rapport au défaut reflète le nombre d'écart-types qui sépare la valeur de marché des actifs d'une banque de la valeur comptable de ses dettes.

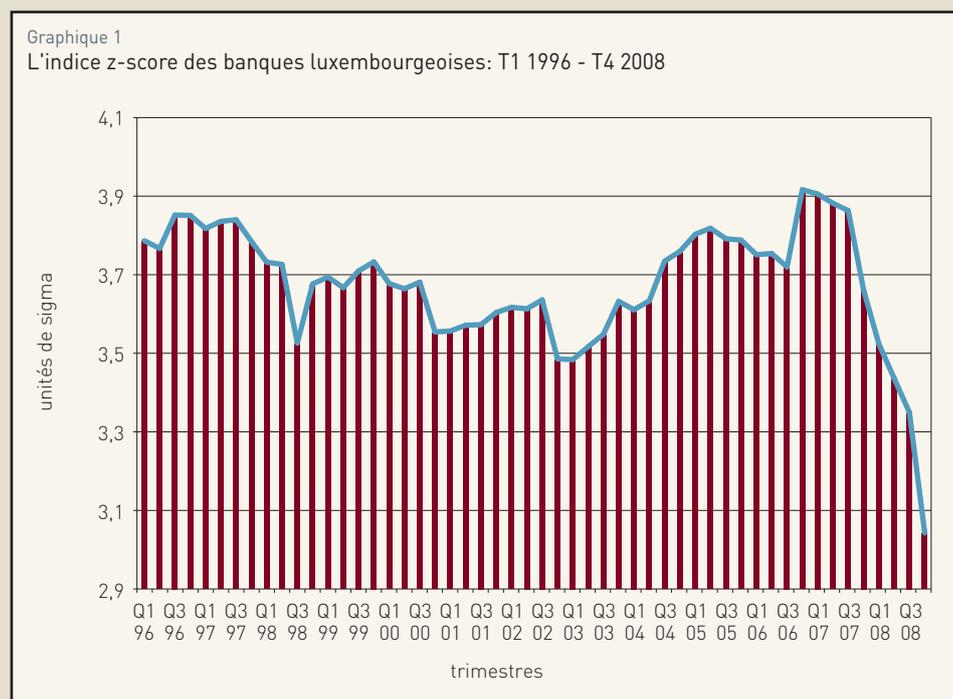
7 L'ensemble de ces outils sont développés au sein de la BCL pour apprécier, régulièrement, la solidité du secteur bancaire luxembourgeois.

Une fois les résultats du z-score calculé, les probabilités théoriques de défaut relatives à chaque période sont estimées par l'intermédiaire de la formule suivante :

$$PoD_t = N(-z_t)$$

Où N est la fonction de répartition normale d'une variable centrée et réduite.

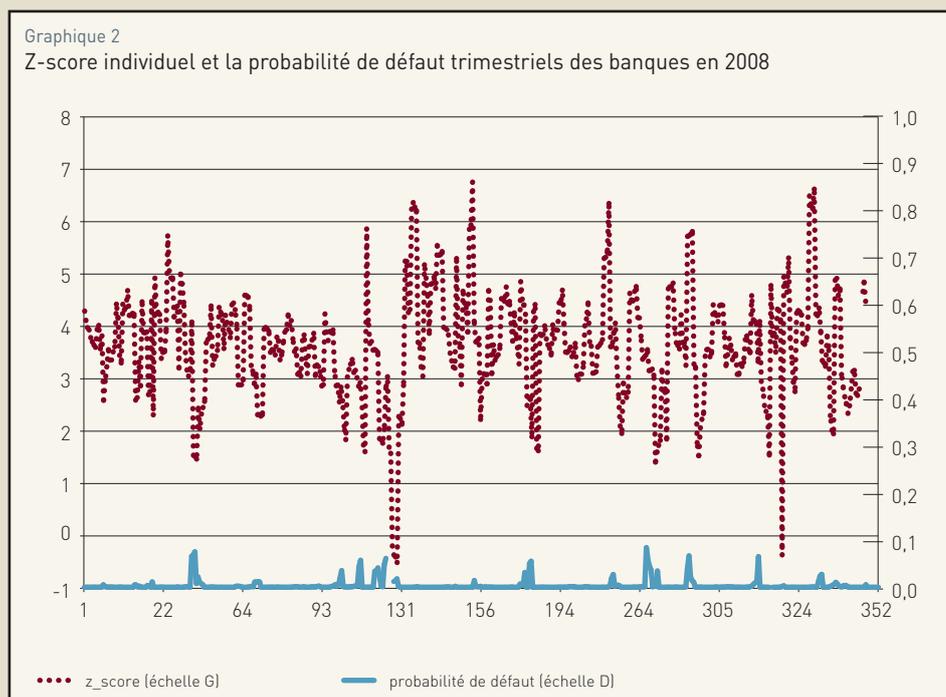
Pour les besoins de l'analyse, le secteur bancaire luxembourgeois est représenté par les 156 banques présentes durant la période 1994T1-2008T4. Autrement dit, les banques disparues suite à des processus de fusions-acquisitions ou à des fermetures de filiales au cours de cette période sont exclues de notre échantillon. L'analyse est conduite sur des données en panel à fréquence trimestrielle. La valeur des variables utilisées pour le calcul de l'indice z-score est une moyenne calculée pour chaque banque en adoptant une fenêtre glissante fixée à 8 trimestres. L'évolution temporelle de l'indice z-score est reflétée par la moyenne de l'ensemble des observations disponibles au cours d'un trimestre donné. Le graphique ci-dessous illustre les résultats obtenus. D'une manière générale, les variations de l'indice z-score sont contenues sauf pour trois périodes. La première couvre le creux affiché en 2000-2002 et qui peut être attribué à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques ; tandis que la seconde, elle couvre la période 2003-2005 où une nette amélioration de l'indice est affichée. Cette nouvelle tendance reflète la diminution des risques qui s'explique principalement par la diminution de la volatilité des rendements des actifs bancaires et dont l'importance peut être dictée par une plus grande stabilité de la volatilité des marchés financiers au cours de cette période. Enfin, il convient de souligner la nette dégradation de l'indice depuis le dernier trimestre 2007. Le recul de l'indice reflète tout d'abord l'impact des turbulences engendrées par les crédits immobiliers à risques, puis l'amplification des effets de la crise financière. Cependant et en dépit de l'importance de la dégradation observée tout au long de l'année 2008, le niveau agrégé de l'indice z-score demeure relativement élevé. Ceci serait synonyme d'une solidité financière appréciable du secteur bancaire luxembourgeois dans son ensemble.



Or, l'observation du niveau de l'indice de manière individuelle fait ressortir une certaine disparité, qui vient donc nuancer quelque peu les conclusions issues de l'indice agrégé. En effet, l'examen des données individuelles met en évidence une grande diversité du degré de vulnérabilité des banques luxembourgeoises. Et il n'est pas surprenant de constater que la probabilité théorique de défaut estimée pour certains établissements bancaires affiche des niveaux susceptibles d'amplifier les risques d'instabilité.

Le graphique ci-dessous affiche conjointement le z-score trimestriel des banques de manière individuelle ainsi que leurs probabilités de défaut pour l'année 2008.

En résumé, il faut noter que la situation financière globale du secteur bancaire est compatible avec les exigences d'une stabilité financière durable. Toutefois, l'examen des scores individuels des banques luxembourgeoises laisse présager la persistance d'un certain degré de fragilité, qui serait, en cas de matérialisation, un facteur d'amplification des risques de contagion à l'ensemble du secteur.



1.1.6 Appréciation de la vulnérabilité du secteur bancaire

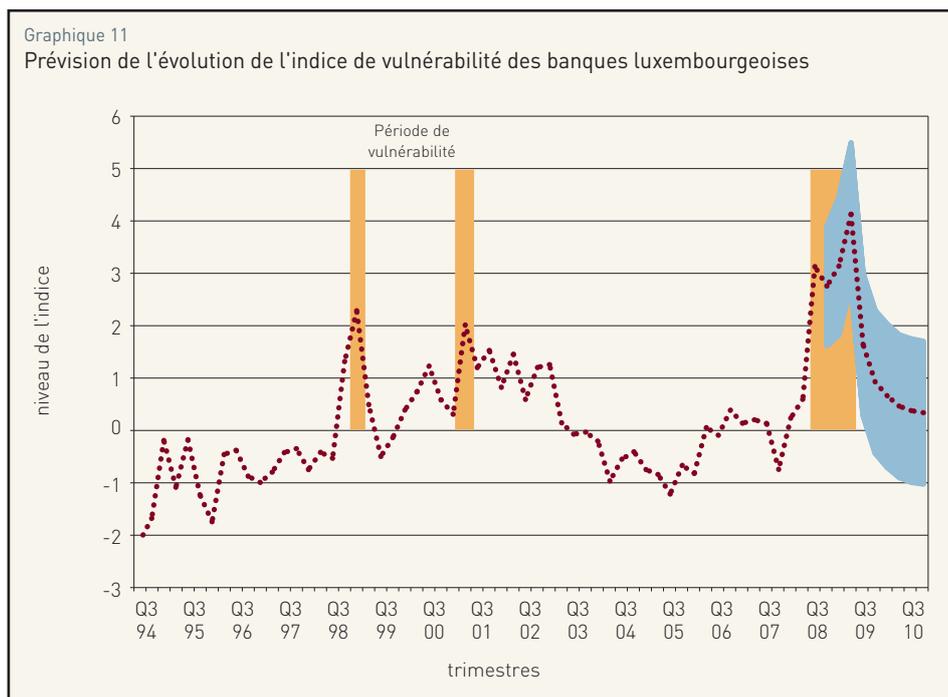
Depuis plus de trois années, la Banque centrale du Luxembourg publie un indice reflétant le degré de vulnérabilité du secteur bancaire. Celui-ci a été élaboré à partir d'un large éventail de variables susceptibles de représenter la vulnérabilité du système face aux chocs, en l'occurrence des variables bilantaires, macro-financières et de structure²⁵. Dans le but de contourner les limites des résultats issus de l'application d'une seule méthodologie d'agrégation et afin de s'assurer de leur robustesse, les composantes de cet indice sont agrégées selon différentes approches. Par ailleurs, la plausibilité de l'indice a été testée en mettant en regard sa dynamique et les périodes de vulnérabilité ou de crises avérées. Enfin, une approche économétrique fut adoptée pour prédire l'évolution des trajectoires de celui-ci. La dynamique de cet indice constitue un outil d'analyse pertinent de la situation macro-prudentielle. Il est susceptible de devenir un outil d'alerte pour les autorités de surveillance et de contrôle. Dans ce cadre et compte tenu de la standardisation de l'indice, il y a lieu de préciser que le franchissement du seuil, caractérisé par deux fois l'écart-type inconditionnel, reflète une phase de vulnérabilité importante du secteur bancaire.

²⁵ Les détails sur la manière de construire l'indice, sur les variables utilisées ou sur le modèle adopté pour les projections afférentes à celui-ci sont décrits dans le cahier d'étude n° 24 de la BCL.

Le graphique ci-dessous illustre la dynamique historique de l'indice et les projections de son évolution future. Il est exprimé en déviation par rapport à sa moyenne historique. Par conséquent, tout écart positif ou négatif est synonyme d'un stress supérieur, respectivement inférieur à cette moyenne. Il est à noter qu'un niveau d'indice supérieur à 2 est synonyme d'un stress élevé.

A partir des résultats affichés dans ce graphique, nous constatons que la dynamique de l'indice affiche une rupture importante à partir du troisième trimestre 2008. Elle met en évidence une période de vulnérabilité élevée pour le secteur bancaire luxembourgeois. En réalité, l'accroissement du risque s'est matérialisé avec la mise en sursis de paiement de trois banques islandaises de droit luxembourgeois, en l'occurrence les banques Kaupthing, Landsbanki et Glitnir. L'apport de garanties et de fonds publics pour deux grands établissements bancaires est une seconde illustration de la sévérité de la propagation des turbulences financières actuelles.

L'affinement de l'analyse à travers la décomposition de l'indice de vulnérabilité permet de quantifier la contribution de chaque variable à la progression du niveau de stress. L'érosion de la profitabilité des établissements bancaires, la baisse significative des dépôts de la clientèle et l'effondrement des indices boursiers furent les principaux contributeurs à cette tendance préjudiciable à la stabilité financière du système financier luxembourgeois.

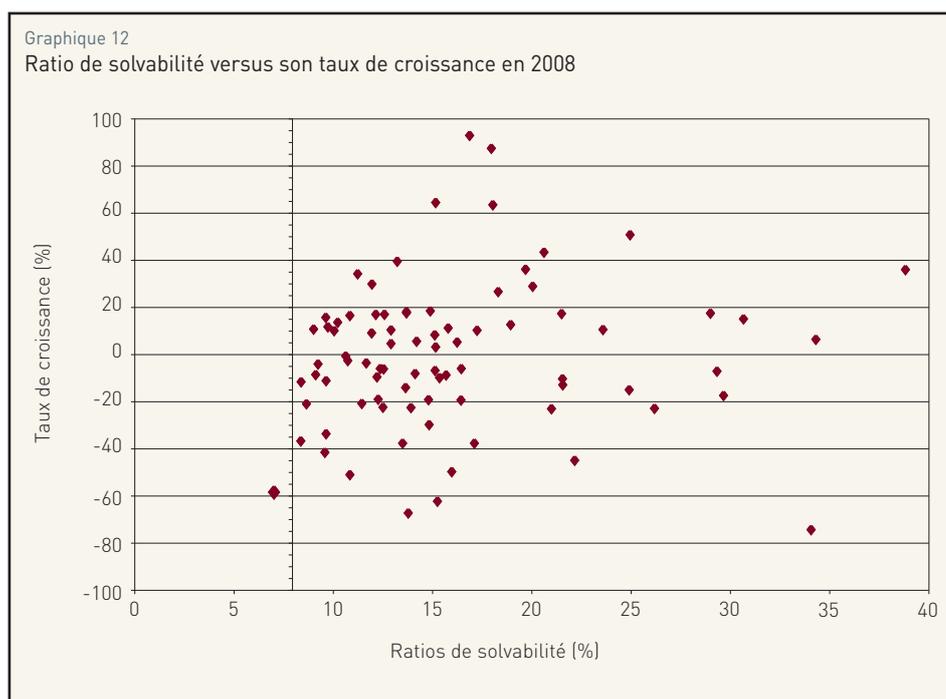


Les résultats de nos estimations laissent présager que le degré de stress serait sujet à une aggravation plus importante. Le pic serait atteint à la fin du second trimestre de l'année 2009, d'où un risque d'instabilité plus élevée dû à une accumulation de pertes plus importantes qu'escompté. Il est fort probable que l'intensité du risque subi par le secteur bancaire soit traduite, dorénavant, par un besoin sporadique de capitaux additionnels pour renforcer les fonds propres des banques fragilisées. Sous l'effet conjugué de l'effondrement des prix des actifs, de son impact sur le niveau des fonds propres et d'une perspective aggravée de la croissance économique continentale et mondiale, nous estimons que, sans le

retournement de la tendance des marchés financiers observé depuis le début du mois d'avril, la fragilité financière des banques luxembourgeoises aurait risqué de s'aggraver davantage. Ceci est d'autant plus vraisemblable que près de la moitié des établissements bancaires au Luxembourg affichaient à la fin de l'année 2008 un amenuisement de leurs ratios de solvabilité comparativement aux niveaux observés en 2007 (graphique ci-dessous)²⁶.

26 Pour des raisons de comparabilité, les observations aberrantes et les banques ayant bénéficié des mesures gouvernementales de recapitalisation ont été exclues.

Certes, jusqu'à présent le secteur bancaire luxembourgeois a réussi à mobiliser suffisamment de capitaux propres et publics pour compenser les moins-values latentes. Néanmoins, le « coussin » de fonds propres supplémentaires dont disposent les banques, en particulier celles fortement engagées dans des actifs toxiques, risque de s'éroder. En effet, l'étendue de la dispersion du ratio de solvabilité est concentrée dans un intervalle de 8-17%. Et l'amplification du choc financier et/ou du risque de contrepartie serait susceptible de compromettre la persistance d'un équilibre relativement fragile.



1.1.7 Conclusions

L'année 2008 s'est inscrite dans le cadre des retombées des turbulences financières aussi bien sur le secteur financier que sur l'économie réelle. Dans cet environnement, les vulnérabilités auxquelles le secteur bancaire doit faire face se sont considérablement accrues.

Au niveau global, le secteur bancaire luxembourgeois était dans une situation de solvabilité et de profitabilité assez confortable quand les turbulences financières se sont aggravées. Néanmoins, la situation des banques de la Place n'est pas homogène et quelques acteurs ont spécialement souffert des séquelles des turbulences financières. Vu que la plupart des banques de la Place sont des filiales et des succursales de groupes bancaires internationaux, celles-ci sont également exposées aux risques émanant du groupe.

Alors que les résultats du secteur bancaire affichaient encore une bonne tenue au premier semestre 2008, ils se sont significativement détériorés au deuxième semestre. Au total, le résultat net du secteur bancaire luxembourgeois s'est replié de 89 % en 2008. Ce fort repli du résultat net des banques en 2008 a également induit un recul significatif du niveau du ROE et du ROA.



Par ailleurs, la détérioration de l'environnement macroéconomique et des perspectives de profitabilité des banques est susceptible d'alimenter la poursuite des retombées négatives sur les marchés financiers. Ceci est susceptible d'accentuer davantage la détérioration des portefeuilles-titres des banques et d'accroître les besoins de provisionnement.

Le niveau de solidité des banques, mesuré par les ratios de solvabilité, demeure supérieur au minimum prudentiel requis et s'est amélioré au niveau agrégé de la Place. Néanmoins, cette évolution n'est pas homogène au niveau des banques individuelles, de sorte que le ratio de solvabilité s'est détérioré pour environ la moitié des banques analysées. Par ailleurs, trois filiales de banques islandaises ont été mises en sursis de paiement, dont une a été liquidée par la suite.

Malgré le fait que les activités de la Place génèrent un surplus de liquidités, le secteur bancaire n'est pas à l'abri des tensions, en particulier celles liées au dysfonctionnement du marché interbancaire.

En résumé, alors que les indicateurs analysés témoignent d'une hausse des risques relatifs à la stabilité financière, le secteur bancaire luxembourgeois a réussi, dans son ensemble, à mobiliser suffisamment de ressources afin d'atténuer les effets de la crise. Néanmoins, vu la persistance des turbulences financières conjuguée à la dégradation accélérée de l'environnement économique, une vigilance particulière s'impose.

2 LES AUTRES ACTEURS DU SECTEUR FINANCIER

2.1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

La crise des marchés financiers n'a pas épargné les organismes de placement collectif (OPC) luxembourgeois. Au cours de l'année 2008, la valeur du portefeuille géré par ces gestionnaires de fonds a perdu près du quart de sa valeur par rapport à décembre 2007. Un effet de marché largement négatif explique en grande partie cette déroute. Il s'est accompagné d'un substantiel retrait net de fonds, phénomène inédit jusqu'à ce jour. Toutefois, ce désinvestissement n'a pas été exagéré et n'a pas mis en danger la liquidité des OPC.

Dans ce contexte difficile, les OPC monétaires ont tiré leur épingle du jeu. Jouant le rôle de valeur refuge, ils ont réussi à maintenir, voire à augmenter, leur activité. Ils ont attiré, en net, un peu moins de 80 milliards d'euros de nouveaux capitaux en 2008.

2.1.1 L'évolution en nombre

Au cours de l'année 2008, 504 OPC ont été créés au Luxembourg, ce qui représente une croissance moindre qu'en 2007, année au cours de laquelle 630 unités avaient vu le jour. Au 31 décembre 2008, la liste officielle des OPC comptait 3 371 unités. Parmi celles-ci, 2 020 comportaient plusieurs compartiments, un peu plus de cinq en moyenne, tandis que 1 352 unités se caractérisaient par une structure unitaire classique.

Tableau 15:
Evolution du nombre des OPC luxembourgeois

En fin de période	OPC à structure classique	OPC à compartiments		Nombre total d'OPC	Nombre total de compartiments
		Nombre d'OPC	Nombre de compartiments		
1999	717	913	5 119	1 630	5 836
2000	757	1 028	6 238	1 785	6 995
2001	779	1 129	6 740	1 908	7 519
2002	751	1 190	7 055	1 941	7 806
2003	690	1 180	6 819	1 870	7 509
2004	742	1 226	7 134	1 968	7 876
2005	762	1 298	7 735	2 060	8 497
2006	851	1 387	8 622	2 238	9 473
2007	1 180	1 688	9 935	2 868	11 115
2008	1 352	2 020	10 973	3 372	12 325

Source : CSSF

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, le rythme de la création nette d'OPC luxembourgeois s'est maintenu à un niveau élevé. Il a nettement ralenti au quatrième trimestre, sous l'effet de la crise qui a frappé les marchés financiers à partir du mois de septembre. Au quatrième trimestre de 2008, 49 nouveaux OPC à peine ont vu le jour, contre 367 au cours de la même période de 2007.

2.1.2 L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Tableau 16 :

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2008									
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9	-108 254	-5,3
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8	11 704	0,6
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7	-67 400	-3,4
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1	68 631	3,6
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4	32 883	1,7
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1	-94 867	-4,8
juil.	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6	-5 735	-0,3
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8	21 636	1,1
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7	-121 297	-6,3
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4	-149 668	-8,3
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3	-42 791	-2,6
déc.	3 372	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3	-44 584	-2,8
2009									
jan.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8
fév.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6

Source: CSSF

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2007 et 2008.

3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

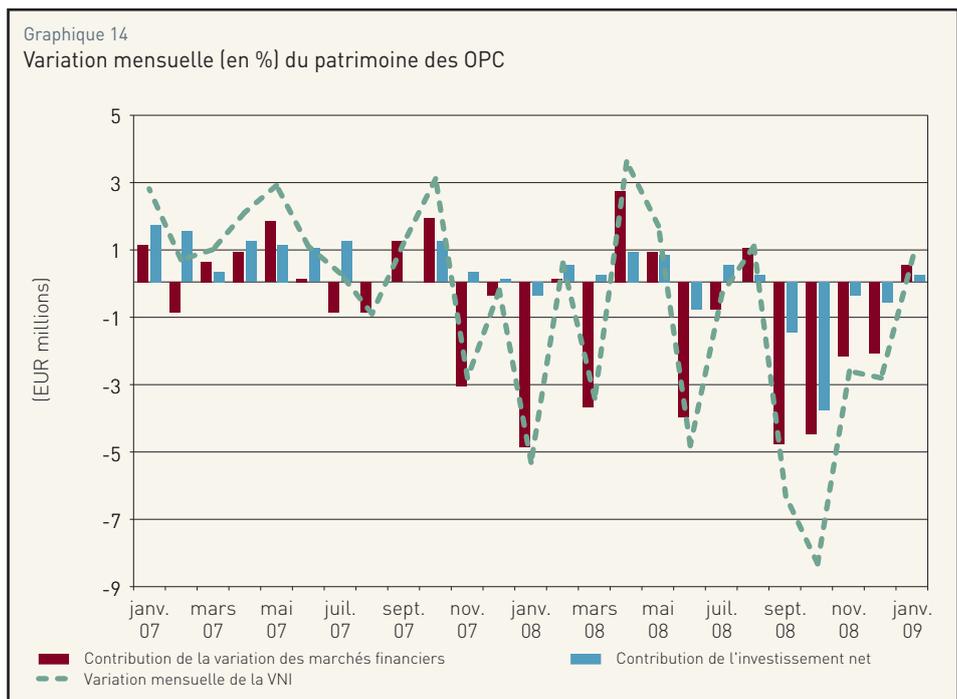
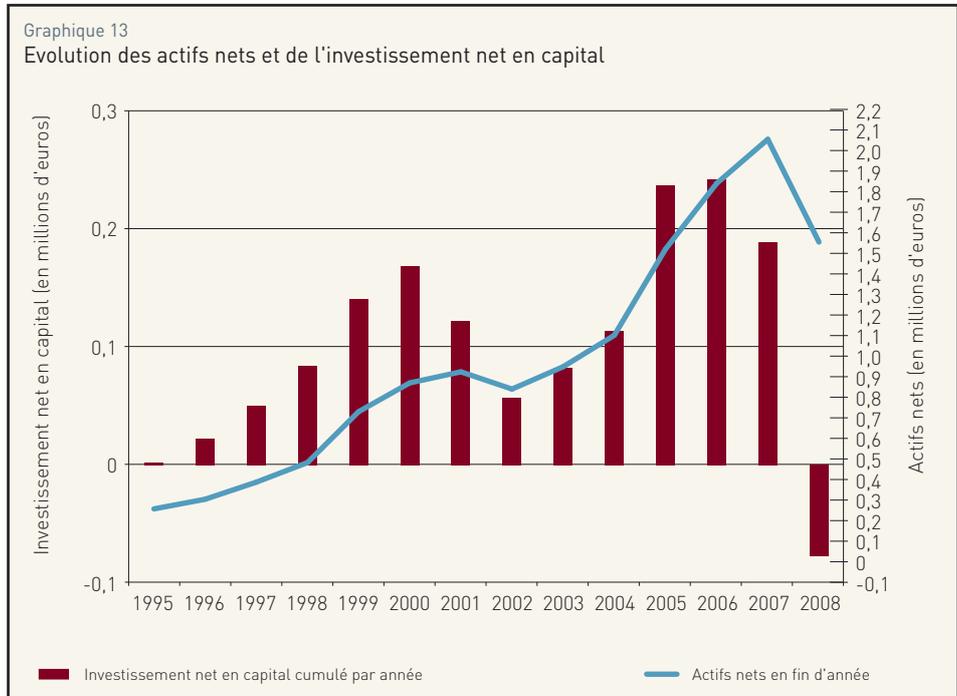
Au cours de l'année 2008, le patrimoine global net des OPC a enregistré un recul important et inédit. Entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, le volume des actifs sous gestion a régressé d'environ 500 milliards d'euros pour s'établir à 1 559,7 milliards d'euros, ce qui représente une diminution de 24,3%. A titre de comparaison, lors de la crise des marchés boursiers de 2001/2002, la baisse de la valeur du portefeuille des OPC avait atteint 9,0%. A l'époque, ce fléchissement s'était finalement avéré de courte durée, et avait rapidement été résorbé au cours des années suivantes.

Le mouvement de repli de la valeur des actifs était perceptible depuis novembre 2007, malgré des sursauts à la hausse ponctuels en février, avril, mai et août 2008. Le recul s'est nettement accéléré à partir de septembre 2008; au cours des quatre derniers mois de l'année, la valeur nette d'inventaire a régressé de 358,3 milliards d'euros.

Cet affaissement est surtout imputable à l'effet de marché négatif qui a caractérisé l'année 2008, et particulièrement le dernier trimestre. L'effet de marché explique environ 85 % du total de la chute de la valeur du portefeuille.

Le restant du recul, soit 77,2 milliards d'euros, est dû à un retrait net de capitaux qui se concentre essentiellement sur le mois d'octobre 2008, où il fut spectaculaire. Bon nombre d'investisseurs, apeurés par la crise des marchés financiers, ont revendu leurs parts d'OPC. Le désinvestissement important enregistré en octobre pouvait laisser présager des retraits massifs et d'éventuels problèmes de liquidité pour les OPC luxembourgeois. Heureusement, il n'en a rien été. Dès novembre, les retraits sont revenus à un niveau plus raisonnable. Pour l'année 2008, le désinvestissement net total ne représentait que 4,9% de la valeur totale des fonds gérés par les OPC en décembre. Le retrait a été considérable et inédit, certes, mais pas massif : la grande majorité des investisseurs, sans doute faute d'alternative, a conservé ses parts d'OPC, parfois en changeant de catégorie d'OPC. Ainsi, ce sont essentiellement les OPC d'actions et les OPC d'obligations qui ont enregistré des retraits nets de fonds, évalués à environ 168 milliards d'euros. En revanche, les OPC monétaires et les OPC mixtes ont attiré, en net, de nouveaux capitaux.

Les statistiques portant sur janvier 2009 traduisaient une légère amélioration de la situation. Par rapport à décembre, la valeur nette d'inventaire s'était redressée de 0,8%. Toutefois, les toutes dernières données disponibles portant sur février 2009 indiquent une nouvelle dégradation de la valeur nette des OPC, en recul de 1,9% par rapport à décembre 2008. C'est principalement un effet de marché très négatif en février (-36,9 milliards d'euros) qui explique cette nouvelle baisse.





En 2009, compte tenu du degré de l'aversion au risque, il est probable que les investisseurs resteront prudents dans leurs décisions, choisissant probablement de chercher refuge dans des valeurs sûres et liquides, comme les fonds monétaires. Pour l'industrie luxembourgeoise des OPC comme pour le reste du monde financier, les perspectives restent très incertaines.

2.1.3 Les OPC monétaires

a) Le nombre de compartiments

Au 31 décembre 2008, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 484 unités, contre 463 unités fin 2007, enregistrant ainsi une hausse de 21 unités. Notons que cette hausse n'est pas répartie uniformément tout au long de l'année : le nombre de compartiments monétaires s'est d'abord accru au cours du premier trimestre, puis est retombé à 464 en juillet, pour croître à nouveau au cours de la seconde partie de l'année.

b) La somme du bilan

Au cours de la période sous revue, la somme du bilan des OPC monétaires a progressé de 34,1 %, passant de 253,6 milliards d'euros au 31 décembre 2007 à 340,2 milliards d'euros au 31 décembre 2008. Cette progression repose essentiellement, à concurrence d'environ 92 %, sur l'accroissement des investissements nets, même si ces derniers se sont nettement tassés en septembre et octobre. Le solde de la progression s'explique par un effet de marché positif pour l'ensemble de l'année 2008. La somme du bilan a progressé chaque mois, excepté en juin et décembre. Les données disponibles les plus récentes montrent également une évolution positive en janvier et février 2009. Au cours de ces deux premiers mois, la valeur du portefeuille s'est accrue de 9,7 milliards d'euros supplémentaires.

c) La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont presque totalement constitués de dépôts en banque et de titres monétaires ou titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieure à un an. Un pourcentage résiduel du portefeuille (moins de 3 %) est constitué d'actions, de parts d'OPC et d'autres créances non-bancaires.

Au 31 décembre 2008, la valeur du portefeuille des titres autres que des actions s'élevait à 228,5 milliards d'euros, contre 187,5 milliards d'euros fin 2007. Il s'agit d'une croissance appréciable de l'ordre de 21,9 %, alors que la part des titres dans le portefeuille a reculé au cours de la même période, passant de 73,9 % fin 2007 à 67,2 % fin 2008. En compensation, la part des créances sur les établissements de crédit dans le total des actifs s'est progressivement accrue : 11,9 % fin décembre 2006, 23,2 % fin 2007 et 31,1 % fin 2008. A cette date, le montant des créances bancaires s'élevait à 105,7 milliards d'euros, contre 58,8 milliards d'euros un an auparavant.

La réorientation des investissements vers les placements bancaires, observée depuis août 2007, doit être analysée dans le contexte des événements survenus sur les marchés financiers internationaux au cours de la même période. Face à l'incertitude sur les marchés financiers et en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt sur les marchés monétaires entre septembre 2007 et septembre 2008, les investissements des OPC monétaires se sont davantage orientés vers les placements bancaires. Cette tendance s'est encore poursuivie en octobre et novembre derniers, malgré la baisse des taux directeurs dans la zone euro. Toutefois, un renversement de la tendance est perceptible depuis décembre. Selon les dernières statistiques disponibles, cette nouvelle tendance s'est prolongée au moins jusque février 2009. A cette date, la part des titres autres que des actions dans le total du portefeuille est remontée à 71,4 %, ce qui représente 249,8 milliards d'euros.

Le portefeuille des titres autres que des actions est investi dans des titres émis par des établissements de crédit (64,8% du total du portefeuille en décembre 2008), des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaires (22,2%) et, dans une moindre mesure, dans des titres émis par le secteur public (13,0%). On notera que la part des titres émis par les établissements de crédit et par le secteur public s'est progressivement accrue au cours de 2008, au détriment de la part du secteur privé non bancaire, qui a régressé de 38,0% à 22,2% entre décembre 2007 et décembre 2008. En particulier, la progression de la part des titres émis par le secteur public s'est accélérée en fin d'année, passant de 5,9% fin 2007 à 13,0% fin 2008. Cette évolution reflète les besoins accrus de fonds de la part des établissements de crédit et des administrations publiques au cours de la période sous revue. Les statistiques disponibles pour janvier et février 2009 montrent une stabilisation des parts relatives de chaque type d'émetteur aux niveaux de décembre 2008.

d) Ventilation géographique

Fin 2008, la ventilation des investissements en titres par zone géographique se présentait comme suit : 1,3% de titres émis par des résidents luxembourgeois, 49,7% de titres émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro, et 49,1% de titres émis dans le reste du monde. Au quatrième trimestre de 2008, la part des titres émis par des résidents luxembourgeois a enregistré un certain recul : dans le passé récent, soit entre 2004 et le troisième trimestre de 2008, cette part s'élevait en moyenne à 2,2%. De manière générale, le rôle joué par les émetteurs résidents reste marginal, faute d'une offre suffisante.

Tableau 17:

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois
(en millions d'euros, sauf indication contraire; encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif en %	
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		2008/12	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	5 473	4 871	2 910	-2 563	-46,8	-1 962	-40,3	1,3	100,0
Etablissements de crédit	2 961	3 199	1 758	-1 203	-40,6	-1 441	-45,0	0,8	60,4
Administrations publiques	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Autres secteurs	2 511	1 672	1 152	-1 359	-54,1	-521	-31,1	0,5	39,6
Autres intermédiaires financiers	2 187	1 224	744	-1 443	-66,0	-481	-39,3	0,3	25,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	77	103	62	-15	-19,1	-40	-39,3	0,0	2,1
Sociétés non financières	248	346	346	98	39,7	0	0,0	0,2	11,9
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	90 007	112 743	113 612	23 605	26,2	869	0,8	49,7	100,0
Etablissements de crédit	52 545	71 623	62 608	10 063	19,2	-9 015	-12,6	27,4	55,1
Administrations publiques	9 394	10 395	25 429	16 036	170,7	15 034	144,6	11,1	22,4
Autres secteurs	28 069	30 726	25 575	-2 494	-8,9	-5 151	-16,8	11,2	22,5
Autres intermédiaires financiers	15 340	17 641	14 646	-694	-4,5	-2 996	-17,0	6,4	12,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	777	1 423	1 182	405	52,1	-241	-16,9	0,5	1,0
Sociétés non financières	11 952	11 661	9 747	-2 205	-18,4	-1 914	-16,4	4,3	8,6
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	92 052	118 005	112 236	20 185	21,9	-5 769	-4,9	49,1	100,0
Etablissements de crédit	49 810	81 568	83 696	33 886	68,0	2 128	2,6	36,6	74,6
Administrations publiques	1 602	3 646	4 199	2 597	162,2	553	15,2	1,8	3,7
Autres secteurs	40 641	32 792	24 342	-16 299	-40,1	-8 450	-25,8	10,6	21,7
Total	187 531	235 620	228 758	41 227	22,0	-6 862	-2,9	100,0	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif (en %) par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.

2) Poids relatif (en %) par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.



e) Ventilation sectorielle des investissements par zone géographique

Fin 2008, les investissements des OPC monétaires luxembourgeois dans des titres autres que des actions émis par des résidents s'élevaient à 2,9 milliards d'euros, contre 5,5 milliards d'euros en décembre 2007. Ce recul de 2,6 milliards s'est produit essentiellement au quatrième trimestre, et a touché tous les secteurs émetteurs, excepté les sociétés non financières, dont la part dans le total est toutefois minime. Traditionnellement, les titres émis par les résidents luxembourgeois et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires se concentrent sur le secteur financier. Ainsi, les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élevait à 2,5 milliards d'euros fin décembre 2008, ce qui représentait 86,0% du total des titres émis par des résidents.

L'encours des investissements en titres émis par des résidents de la zone euro est également caractérisé, mais dans une moindre mesure, par une concentration sur le secteur des établissements de crédit (55,1% des actifs émis par des résidents de la zone euro en décembre 2008) et le secteur des autres intermédiaires financiers (12,9%). A la fin de 2008, l'encours conjugué de ces deux émetteurs atteignait 77,3 milliards d'euros, contre 67,9 milliards d'euros en décembre 2007. Par ailleurs, épinglons la forte progression de l'encours des titres émis par les administrations publiques, qui est passé de 9,4 milliards d'euros fin 2007 à 25,4 milliards d'euros à la fin de 2008. Ces achats massifs de titres à court terme de la dette publique de pays de la zone euro ont eu lieu presque en totalité au quatrième trimestre.

Finalement, fin 2008, le portefeuille de titres détenus par les OPC monétaires luxembourgeois comportait des titres émis dans le reste du monde à hauteur de 112,2 milliards d'euros, soit une proportion de 49,1%, identique à celle de fin 2007. Dans ces 112,2 milliards d'euros, la part des titres émis par les établissements de crédit a fortement augmenté par rapport à fin 2007, passant de 54,1% (49,8 milliards d'euros) à 74,6% (83,7 milliards d'euros). La part des titres émis par les administrations publiques a presque triplé en 2008, mais le montant, de l'ordre de 4,2 milliards d'euros fin 2008, est resté modeste. En revanche, la part des titres émis par les autres secteurs a régressé en 2008, passant de 44,1% (40,6 milliards d'euros) à 21,7% (24,3 milliards d'euros).

2.2 LES ASSURANCES²⁷

Dans un contexte devenu extrêmement difficile comme suite aux turbulences affectant les marchés financiers, le secteur des assurances a fait preuve d'une résistance remarquable au cours du quatrième trimestre. L'encaissement des branches vie au cours de cette période ne recule en effet que de 4,50% par rapport au 4^{ème} trimestre de 2007, alors que les primes en assurance non vie augmentent de 112,56%.

Grâce aux bonnes performances des trimestres précédents, l'ensemble de l'année enregistre même une croissance des primes de 5,12% : les branches non vie progressent de 56,09%, alors que celles de l'assurance-vie enregistrent un recul de 0,99%.

En assurance-vie la diminution de 11,82% de l'encaissement relatif aux produits en unités de compte, victimes de la crise des marchés boursiers, surtout depuis l'automne 2008, contraste avec l'envolée de celui des produits vie à rendements garantis qui progressent de 71,74%. Largement prépondérants depuis de nombreuses années, les produits en unités de compte ont vu leur part de marché diminuer et les primes correspondantes ne constituent plus que 78% de l'encaissement contre 87% en 2007.

27 Contribution du Commissariat aux assurances

L'évolution des produits classiques reste influencée par les produits d'épargne-pension au titre de l'article 111bis de la loi sur l'impôt sur le revenu : les quelques 42 654 contrats – en progression de 12,27 % par rapport à 2007 – ont généré un encaissement de 58,31 millions d'euros, soit 9,92 % de plus qu'en 2007. L'épargne gérée à ce titre s'élève à 334 millions d'euros à la fin de 2008.

Le total des provisions techniques des assureurs vie s'établit à 51,83 milliards d'euros à la fin 2008, en régression de 7,80 % par rapport à fin 2007 et de 4,65 % par rapport à la fin de septembre 2008.

Les résultats des entreprises vie demeurent positifs mais s'inscrivent avec 46 millions d'euros en régression de 70 % par rapport à l'exercice précédent.

L'assurance non vie hors assurances maritimes progresse de 56,09 %. Les assureurs travaillant essentiellement, sinon exclusivement sur le marché luxembourgeois, enregistrent une croissance de leur encaissement de 4,56 %. Avec une augmentation de 172,35 % de leur encaissement, les entreprises opérant à l'étranger dans les branches d'assurances non vie hors assurances maritimes – parfois dans des créneaux très spécialisés – connaissent une croissance très importante. Cette croissance est due en large partie à l'implantation au Luxembourg du pôle communautaire d'un important groupe international d'assurance et de réassurance. L'assurance maritime pour laquelle seules les données des trois premiers trimestres sont disponibles et qui est essentiellement le fait de quelques grandes mutuelles dont l'encaissement reflète l'évolution des sinistres a progressé de 16,09 % au cours de cette période.

Avec un excédent après impôts estimé à 56,23 millions d'euros le résultat des entreprises d'assurance non vie luxembourgeoises hors assurances maritimes régresse de 52,79 % par rapport à celui de 2007.

L'emploi des entreprises d'assurances directes a augmenté de 497 unités pour s'établir à 3 739 personnes à la fin de 2007. Avec un niveau de 62 millions d'euros les impôts directs sont en diminution de 29 % par rapport à 2007.

Les chiffres relatifs aux primes, aux impôts et aux résultats ne concernent que les seules entreprises contrôlées par le Commissariat aux assurances ; se trouvent donc exclues les succursales luxembourgeoises d'entreprises d'assurances d'autres pays de l'Union Européenne dont l'ensemble des données pour 2008 ne sera connu qu'ultérieurement.