

Néanmoins, l'ajustement de la politique monétaire a eu un impact sur l'évolution des sous-composantes de M3. Ainsi, la hausse des taux a augmenté le coût d'opportunité lié à la détention de dépôts à vue et la contribution de l'agrégat étroit M1 au taux de croissance annuel de M3 a continué de fléchir, passant de 3,3 points de pourcentage en début d'année à

2,9 points en juin. Cependant, la contribution de l'agrégat étroit à la progression annuelle de M3 a rebondi en juillet, s'établissant à 3,3 points de pourcentage; la progression de l'agrégat étroit s'est d'ailleurs quelque peu renforcée en cours d'année, passant de 5,9% en mai à 6,9% en juillet. Ceci pourrait s'expliquer par une demande de transaction accrue liée à la persistance de la vigueur de l'activité économique dans la zone euro, mais aussi par l'impact des développements récents observés sur les marchés financiers sur la demande de monnaie de certains secteurs. La progression annuelle des «autres dépôts à court terme (M2-M1)» s'est accélérée depuis le début de l'année, passant de 12% en janvier à 15,0% en juillet. Etant donné que les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois se sont contractés entre janvier et juillet, l'accélération de l'accroissement de M2-M1 est attribuable à la forte progression des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans; en effet, ces dépôts demeurent attractifs en raison de leur rémunération qui a augmenté au cours des derniers trimestres.

Finalement, en ce qui concerne l'apport de liquidité effectué en août, l'objectif de ces opérations fut de stabiliser les marchés, notamment le marché monétaire et le taux sur les dépôts interbancaires au jour le jour.

Le rôle des «autres intermédiaires financiers» (AIF) dans l'évolution des développements monétaires au Luxembourg

Cet encadré analyse l'importance des «autres intermédiaires financiers» (AIF) au Luxembourg, notamment en ce qui concerne leur rôle dans l'évolution des développements monétaires des dernières années.

Les agrégats monétaires utilisés à des fins de politique monétaire sont dérivés des bilans consolidés du secteur des institutions financières monétaires (IFM). L'agrégat monétaire large M3 se compose des éléments suivants:

1. billets et pièces en circulation
2. dépôts à vue
3. dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans
4. dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois
5. opérations de pension
6. titres d'OPCVM monétaires
7. titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans

Afin de pouvoir étudier le rôle des AIF dans l'analyse monétaire, il est nécessaire de procéder à une ventilation sectorielle des sous-composantes de M3. Outre les AIF, on distingue quatre secteurs, c'est-à-dire les administrations publiques autres que le gouvernement central, les ménages, les sociétés non-financières (SNF), et finalement les sociétés d'assurance et fonds de pension. Les AIF ont joué un rôle clef dans le développement du secteur financier luxembourgeois ainsi que dans la dynamique monétaire des dernières années. Une ventilation sectorielle n'est cependant disponible que pour les éléments 2 à 5 énumérés ci-dessus, c'est-à-dire pour les dépôts à court terme et les opérations de pension; d'ailleurs, une ventilation sectorielle par contrepartie géographique n'existe qu'à partir de 2003. De ce fait, notre analyse ne peut porter sur l'agrégat large dans son intégralité et se limite à la période 2003 à 2007.

Avant de considérer l'importance des AIF pour la dynamique monétaire, il convient cependant de présenter quelques chiffres clefs sur la composition de ce secteur. Actuellement, les statistiques des AIF regroupent deux catégories déclarantes d'AIF, à savoir les OPC autres que ceux du marché monétaire ainsi que les opérateurs sur titres et produits dérivés. Fin mars 2007, la somme de bilans de ces deux catégories s'élevait à environ 1,7 milliards d'euros, dépassant d'environ 60% la somme de bilans des IFM. La quasi-totalité de ce volume agrégé (plus de 99%) se réfère aux OPC autres que ceux du marché monétaire. A part ces deux types d'AIF, la place financière regroupe d'autres institutions financières qui figurent dans les statistiques monétaires en tant que contreparties des IFM. Selon les statistiques recueillies par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), au premier trimestre de l'année en cours, la somme de bilans des professionnels du secteur financier (PSF) classifiés comme AIF s'élevait à environ 77 milliards d'euros; plus de 96% de la somme de bilans se réfèrent aux professionnels effectuant du prêt sur titres, environ 2,2% aux professionnels effectuant des opérations de prêt et 1,1% aux dépositaires professionnels de titres ou d'autres instruments financiers^{1,2}. Finalement, la place financière regroupait 12 organismes de titrisation agréés (au 31 mars 2007) ainsi que 116 SICAR (au 12 mars 2007).

Avant de procéder à l'analyse du rôle des AIF dans la dynamique monétaire, il convient d'examiner brièvement l'évolution des sous-composantes des dépôts à court terme et des opérations de pension. En fait, depuis 2004 ces sous-composantes ont évolué d'une façon plutôt hétérogène. En 2004, le taux de croissance annuel moyen des dépôts à court terme et des opérations de pension fut de 1,7%; les années suivantes cependant, leur taux de croissance annuel fut nettement plus important, passant de 8,3% en 2005 à 10,7% en 2006, avant de fléchir légèrement pour s'inscrire à 8,2% dans la première moitié de l'année en cours. Ces moyennes annuelles dissimulent cependant un degré de volatilité assez important en ce qui concerne les variations mensuelles sous-jacentes, volatilité qui découle du fait que le Luxembourg est une petite économie très ouverte avec quelques opérateurs de marché clefs dont les bilans témoignent de variations importantes qui ne sont pas nécessairement liées aux fondamentaux macroéconomiques domestiques. Afin de lisser les variations substantielles d'un mois à l'autre, nous avons calculé les moyennes mobiles centrées sur trois mois des indices des stocks corrigés³, ce qui nous permet de mieux comparer les données à deux moments précis.

L'évolution des sous-composantes inclus dans les dépôts à court terme et les opérations de pension fut assez hétérogène. Alors que les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois se sont accrues de plus de 130% entre mai 2003 et mai 2007, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ont augmenté de moins de 15%. L'accroissement fut plutôt uniforme à travers le temps en ce qui concerne les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, hormis quelques brèves périodes lors desquelles ces dépôts ont fléchi (notamment en mi-2006). L'évolution des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans fut cependant nettement moins uniforme, bien qu'une tendance positive existe depuis mi-2005. Les dépôts à vue se sont accrues progressivement, de presque 60% entre mai 2003 et mai 2007, alors que les pensions ont augmenté de moins de 20% de façon assez volatile.

1 D'ailleurs, au 31 mars 2007, la place financière regroupait 135 professionnels du secteur financier exerçant une activité connexe ou complémentaire à une activité du secteur financier (somme de bilans: 3,5 milliards d'euros) qui ne font pas partie des AIF au Luxembourg au niveau des statistiques monétaires.

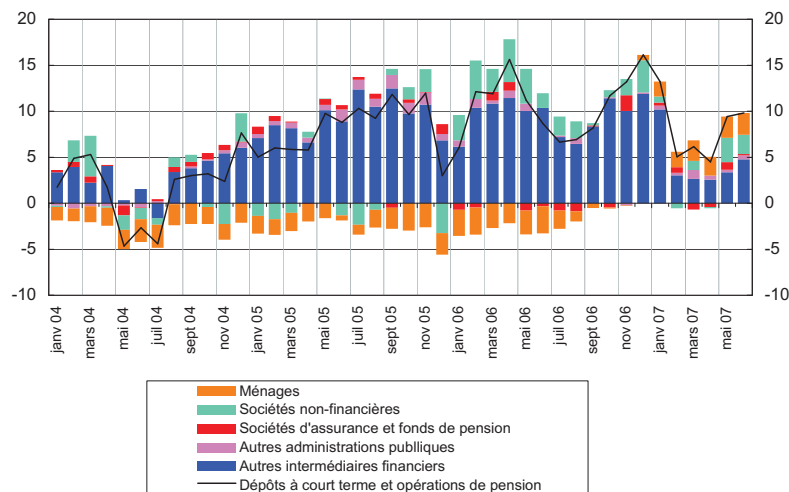
2 Etant donné qu'un même établissement peut être repris dans plusieurs sous-catégories des PSF, la somme de bilans agrégée des PSF telle que présentée ci-dessus ne constitue qu'un seuil supérieur de l'activité des PSF agréés au Luxembourg.

3 Il s'agit des encours corrigés des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

Les AIF représentent presque 50% des dépôts à court terme et des opérations de pension dans M3. Comme le démontre le *Graphique 1*, le secteur des AIF a eu un impact substantiel sur la dynamique monétaire depuis 2004.

Graphique 1

Décomposition par secteur des taux de croissance annuels relatifs aux dépôts à court terme et aux opérations de pension (taux de croissance en pourcentages, contributions en points de pourcentage)



Source: BCL

Depuis début 2007, la contribution des AIF au taux de croissance annuel des dépôts à court terme et des opérations de pension s'est cependant normalisée; cette évolution fait suite à une période prolongée (notamment en 2005 et en 2006) lors de laquelle les AIF ont exercé une influence très importante sur la dynamique monétaire. Pourtant, entre avril et juin 2007 la contribution des AIF au taux de croissance annuel des dépôts à court terme et des pensions a rebondi à nouveau. La ventilation sectorielle des contributions au taux de croissance montre d'ailleurs que la contribution de certains secteurs, notamment celui des ménages, est devenue positive fin 2006, amplifiant ainsi la pression sur la dynamique monétaire.

Il n'est pas évident d'identifier les facteurs explicatifs responsables pour la forte contribution des AIF à la croissance des dépôts à court terme et des opérations de pension. En général, les avoirs monétaires des AIF ne sont pas en rapport étroit avec ceux des secteurs détenteurs traditionnels de monnaie. Il existe plusieurs explications pour cette faible corrélation.

Tout d'abord, les déterminants des avoirs monétaires des AIF ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux des avoirs monétaires des ménages ou des SNF, quoique les facteurs explicatifs traditionnels comme les variations des taux d'intérêt ou du PIB affectent aussi la demande de monnaie des AIF. Cependant, la demande de monnaie des AIF semble davantage dépendre des différences au niveau des législations nationales plutôt que des fondamentaux macroéconomiques domestiques; de plus, des informations anecdotiques semblent indiquer que les variables explicatives de la demande de monnaie des AIF dépend aussi des opérations intra-groupe spécifiques qui ne sont pas forcément liées aux fondamentaux de l'économie luxembourgeoise et/ou européenne. Ce point est d'autant plus important étant donné qu'une grande partie des dépôts des AIF n'est en fait pas détenue par des résidents. En outre, la demande de monnaie des AIF reflète des choix de portefeuille et la demande de monnaie est donc plus volatile que celle des ménages; par contraste, elle n'est pas nécessairement plus volatile que la demande de monnaie des SNF ou des sociétés d'assurance et fonds de pension. Les AIF dépendent d'ailleurs davantage de développements supranationaux comme l'évolution des cours de change, étant donné que leur champ d'activité a une dimension plus internationale que celui des autres secteurs détenteurs de monnaie. L'importance de la dimension internationale se traduit également par une part plus importante de dépôts libellés en devises étrangères (33%) par rapport aux ménages et aux SNF.

Deuxièmement, alors que la demande de monnaie dépend également, bien que dans une moindre mesure, des variables explicatives qui jouent au niveau des autres secteurs détenteurs de monnaie, il est probable que les AIF répondent différemment aux variations de ces facteurs explicatifs traditionnels.

Troisièmement, plus que les autres secteurs privés détenteurs de monnaie, le secteur des AIF est toujours en pleine mutation. Ceci se manifeste non seulement par un nombre d'institutions en pleine expansion, mais aussi par une forte dynamique au niveau du volume de leurs activités. Quoique la somme de bilans des IFM luxembourgeois ait augmenté de moins de 29% entre mars 2003 et mars 2007, celle des AIF déclarants a plus que doublé pendant cette même période. D'ailleurs, la forte croissance des AIF peut également être le résultat d'une externalisation de certaines activités d'origine bancaire vers des sociétés de placement.

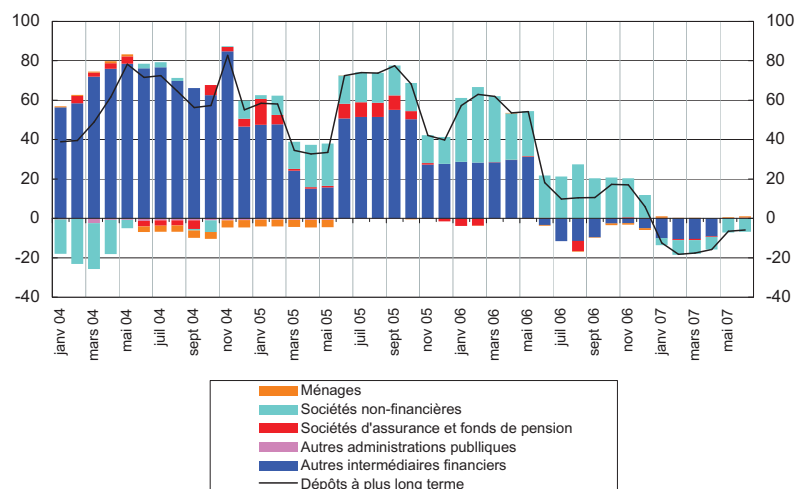
Quatrièmement, l'analyse empirique de la demande de monnaie des AIF peut être compliquée lorsque la demande elle-même est sujette à des changements. Par exemple, la diminution de la part des dépôts à court terme ainsi que des opérations de pension dans le total des actifs des AIF peut être due à un changement des fondamentaux de la demande de monnaie; cependant, elle pourrait tout aussi bien refléter un changement structurel de la demande de monnaie elle-même. Contrairement aux ménages, en raison des liens économiques importants des AIF avec les marchés financiers étrangers, la distinction de la demande de monnaie entre les détenteurs résidents et non-résidents ne peut que marginalement améliorer l'analyse des facteurs explicatifs de la demande de monnaie.

En résumé, les déterminants des avoirs monétaires des AIF ne sont pas forcément les mêmes que ceux des autres secteurs détenteurs de monnaie; en outre, il est nettement plus difficile d'identifier les facteurs explicatifs de la demande de monnaie des AIF. De plus, par opposition aux autres secteurs comme par exemple celui des ménages, l'analyse des AIF résidents ne permet pas d'identifier les liens entre la demande de monnaie et les fondamentaux de l'économie luxembourgeoise étant donné que les clients des AIF «domestiques» sont en fait souvent des non-résidents.

Jusqu'à présent, seuls les développements des dépôts à court terme et des opérations de pension ont été considérés; pourtant, il convient également d'examiner l'évolution des dépôts à plus long terme étant donné que ces dépôts constituent des contreparties de M3. Les dépôts à plus long terme comprennent les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans ainsi que les dépôts remboursables avec un préavis de plus de trois mois. Comme le démontre le *Graphique 2*, jusqu'en début 2005 le secteur des AIF fut l'unique moteur de leur dynamique de croissance.

Graphique 2

Décomposition par secteur des taux de croissance annuels relatifs aux dépôts à plus long terme (taux de croissance en pourcentages, contributions en points de pourcentage)



Source: BCL

Au cours de l'année 2005, le secteur des SNF a contribué de plus en plus au taux de croissance annuel des dépôts à plus long terme, dépassant même le secteur des AIF à plusieurs reprises entre avril 2005 et mars 2006. A partir de mi-2006, la contribution des AIF fut négative pour la plupart du restant de la période d'observation. Pendant plusieurs mois encore, le taux de croissance annuel des dépôts à plus long terme demeura positif en raison d'une contribution considérable des SNF; néanmoins, depuis le début de l'année en cours la contribution des SNF elle aussi est négative, entraînant dans son sillage une répression des dépôts à plus long terme.

La progression dynamique des dépôts à plus long terme détenus par les AIF (avant le ralentissement au cours de l'année passée) par rapport aux autres secteurs a entraîné une redistribution sectorielle: si début 2003 les AIF détenaient un peu plus de 10% des dépôts à plus long terme, cette part s'établissait à plus de 55% en mi-2007. On peut alors s'interroger sur le rôle de la titrisation dans cette redistribution sectorielle. Lorsqu'un prêt titrisé demeure au bilan d'une IFM, c'est-à-dire en cas de titrisation synthétique, le risque est transféré à un véhicule ad hoc («*financial vehicle corporation*») qui émet des titres adossés à des actifs («*asset-backed securities*») et en investit le produit dans des actifs sûrs qui comprennent sans doute des dépôts à plus long terme des IFM. Sur base de données actuellement disponibles, il n'est pourtant pas possible de corroborer cette hypothèse. Alors que la loi du 22 mars 2004 établit un cadre légal pour les véhicules de titrisation, nous ne disposons, à ce stade, pas encore de données sur le volume de titrisation au Luxembourg. De plus même si certaines indications sur l'activité de véhicules de titrisation régis par la loi du 22 mars 2004 étaient disponibles, il ne serait toutefois pas possible de tenir compte du volume d'activité de titrisation au Luxembourg d'une façon complète. En effet, des opérations de titrisation peuvent également être menées par le biais de sociétés régies par la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales qui ne sont actuellement pas assujetties à une collecte de données.

Il a déjà été noté ci-dessus que la contribution des AIF à la progression des dépôts à court terme et des opérations de pension fut très élevée ces dernières années; néanmoins, la progression des dépôts à plus long terme détenus par les AIF fut quasiment exponentielle par rapport à l'accroissement des dépôts à court terme et des opérations de pension détenus par ce secteur. La forte progression des dépôts à plus long terme est d'ailleurs surtout attribuable à la dynamique de croissance des dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, la part de dépôts remboursables avec un préavis de plus de trois mois détenue par le secteur des AIF étant très faible comparée à celle des dépôts à terme.

1.1.2 Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro

Les taux d'intérêt auxquels il est fait référence ci-dessous sont ceux offerts par les banques de la zone euro à leur clientèle domestique, c'est-à-dire les sociétés non financières et ménages de la zone euro. Les six relèvements des taux de l'Eurosystème intervenus entre juin 2006 et Juin 2007 ont conduit à une hausse de l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les IFM de la zone euro sur cette période.

Ainsi, au cours des six premiers mois de 2007, le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure à un an, s'est apprécié de 43 points de base, passant de 4,56% en décembre 2006 à 4,99% en juin 2007; sur la même période, le taux de refinancement de l'Eurosystème progressait de 50 points de base. Contrairement à la situation luxembourgeoise, où 85% des contrats sont à taux variable, dans la zone euro seuls 41% des contrats sont à taux variable. Sur un an, c'est à dire

depuis juin 2006 (4,00%), la hausse du coût des crédits immobiliers atteint 99 points de base.

Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure à un an s'est apprécié de 56 points de base entre décembre 2006 (4,93%) et juin 2007 (5,49%). Sur un an, le coût de ces crédits a augmenté de 101 points de base.

Notons enfin que le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, se sont appréciés de 58 points de base entre décembre 2006 (6,08%) et juin 2007 (6,66%). Sur un an, le coût de ces crédits a d'abord diminué entre juin 2006 (6,31%) et décembre 2006 (6,08%) pour reprendre une tendance fortement haussière entre décembre 2006 et juin 2007.

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant ne dépasse pas un million d'euros, était en hausse de 46 points de base entre décembre 2006 (5,08%) et juin 2007 (5,54%). Il en va de même pour les crédits aux