

3	LE SECTEUR FINANCIER	35
1	L'évolution et l'analyse macroprudentielle du secteur bancaire luxembourgeois	36
1.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	36
1.2	L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit	38
1.3	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	39
1.4	La structure et les composantes des bilans agrégés	40
1.4.1	L'activité interbancaire	40
1.4.2	Les crédits à la clientèle non-bancaire	41
1.4.3	Les dépôts de la clientèle non-bancaire	44
1.5	Conditions financières des banques luxembourgeoises au cours de 2007	46
1.5.1	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	46
1.5.2	La solvabilité	51
1.6	Appréciation des risques	55
1.6.1	Risque de crédit	55
1.6.2	Risque de liquidité	64
1.6.3	Risque de marché	65
1.6.4	Conclusions	77
2	Les autres acteurs du secteur financier	81
2.1	Les organismes de placement collectif	81
2.1.1	L'évolution en nombre	81
2.1.2	L'évolution de la valeur nette d'inventaire	81
2.1.3	Les OPC monétaires	83
2.2	Les assurances	85



La crise de l'immobilier américain s'est nettement propagée au secteur financier à l'échelle mondiale, empruntant deux canaux majeurs; d'une part, elle a directement affecté les établissements engagés dans les crédits immobiliers aux Etats-Unis ou détenant des valeurs mobilières représentant des créances titrisées; d'autre part, elle a agi indirectement par la baisse importante des indices boursiers observée au cours du dernier trimestre de l'année 2007.

Ainsi, le secteur financier luxembourgeois, à l'instar de celui d'autres pays, a vécu une année mouvementée, marquée par de vifs contrastes tant en ce qui concerne les résultats des établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif. Alors que le premier semestre de l'année sous revue s'est parfaitement inscrit dans le prolongement des développements observés au cours de l'année 2006, avec des taux de croissance importants pour les indicateurs majeurs de la place financière (tels que l'emploi, les résultats des banques ou encore la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif), le second semestre témoigne d'un net revirement de tendance. Celui-ci, pour l'instant du moins, n'a épargné que l'emploi du secteur financier.

Bien que l'impact actuel de cette dégradation sur la place financière soit indéniable, il importe de mentionner que son envergure est loin d'atteindre celle observée en 2002, à la suite des turbulences sur les marchés financiers, initiées début 2001 et amplifiées par les attentats de septembre 2001. Ainsi, l'emploi dans le secteur bancaire s'est accru de 1.387 unités au cours de l'année 2007, soit un taux de croissance de 5,6%, en léger recul par rapport au taux de 6,6% observé en 2006. Les résultats nets des établissements de crédit, bien qu'en baisse de 11,5% par rapport à 2006, affichent une croissance de 5,2% si l'on neutralise les plus-values non récurrentes de 904 millions d'euros réalisées en 2006. La valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, quant à elle, affiche un taux de croissance annuel de 11,6% par rapport à fin 2006, nettement inférieur à ceux observés en 2005 et 2006.

Le fait que le secteur financier luxembourgeois ait relativement bien résisté à la tendance baissière généralisée s'explique en grande partie par le nombre peu élevé d'entités impliquées directement dans la crise subprime. En effet, contrairement à certains groupes internationaux directement engagés et ayant subi de lourdes pertes, les entités luxembourgeoises souffrent essentiellement des agitations observées sur les marchés financiers. Toutefois, la poursuite de la tendance baissière sur les principales bourses mondiales, avec un recul supérieur à 10% pour la plupart des places en janvier 2008, ainsi que le ralentissement économique important aux Etats-Unis qui commence à affecter également d'autres économies, font qu'une dégradation supplémentaire n'est plus à écarter en 2008.

1 L'ÉVOLUTION ET L'ANALYSE MACROPRUDENTIELLE DU SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS (sur base des chiffres disponibles au 20 février 2008)

1.1 L'ÉVOLUTION DU NOMBRE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

L'année 2007 s'est caractérisée par la stabilité du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise. Ainsi, au 31 décembre 2007, avec 156 entités, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés est demeuré inchangé par rapport à la fin de l'année 2006.

Tableau 7

L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg

BANQUE	CONSTITUTION	RETRAIT	REMARQUES
Banca Nazionale del Lavoro International S.A.		31.03.2007	Fusion avec BNP Paribas Luxembourg
Paypal (Europe) S.à r.l. et Cie, S.C.A.	01.07.2007		
Dexia LdG Banque S.A.	03.07.2007		
PFPC Bank Limited, Luxembourg Branch	17.09.2007		
BPU Banca International S.A.		01.10.2007	Fusion avec UBI Banca International S.A.
Banque BI&A S.A.		21.12.2007	Abandon du statut de banque (transfert des activités à la Banque Delen Luxembourg)

Source: BCL

L'année 2007 a été marquée par la constitution de trois nouvelles entités, par deux fusions ainsi que par un abandon de statut bancaire. Les constitutions observées en 2007 témoignent de la diversification du secteur financier. D'une part, PayPal (Europe) S.à r.l. et Cie, S.C.A. est une banque qui opère exclusivement par Internet et qui met en œuvre un système fermé destiné à effectuer des paiements de montants peu élevés et d'autre part, Dexia LdG Banque S.A., filiale à 100% de Dexia BIL, est une banque spécialisée notamment dans les émissions de lettres de gages. Finalement, PFPC Bank Limited, Luxembourg Branch est un établissement qui s'est spécialisé en tant que banque dépositaire principalement pour les fonds d'investissement. A cela s'ajoutent les deux opérations de fusions-acquisitions survenues au début du mois de mars entre BNP Paribas Luxembourg et la Banca Nazionale del Lavoro International S.A. et en octobre entre la BPU Banca International S.A. et la UBI Banca International S.A.. Finalement, en fin d'année, on a pu noter le transfert des activités de la banque BI&A S.A. vers la Banque Delen Luxembourg.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, les banques allemandes (45 unités) continuent de dominer l'activité sur la place bancaire luxembourgeoise. De plus, au 31 décembre 2007, on dénombrait 15 banques françaises, 13 banques d'origine italienne, 13 suisses, 12 belges et 7 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 45 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 67,3% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

LA CONCENTRATION

Dans le sillage du processus de consolidation au niveau international, le nombre d'établissements de crédit est passé de son plus haut niveau de 228 unités en juillet 1994 à 156 fin 2007.

Du point de vue de la stabilité financière, la consolidation peut être positive si elle entraîne des gains d'efficacité et de diversification au niveau des nouvelles institutions constituées. Or, elle peut également mener à une plus forte concentration de certaines activités au sein d'un nombre limité d'entités, ce qui peut intensifier les risques systémiques. Traditionnellement, le secteur bancaire luxembourgeois compte parmi les pays européens dont le degré de concentration mesuré en termes de somme de bilan est le moins élevé. Fin 2007, la part des 3 plus grandes banques dans l'actif total de la Place s'élève à 23% (contre 20% fin 2006) et celle des 5 plus grandes banques à 33% (contre 29% fin 2006).

Graphique 10

Nombre et origine géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

1.2 L'ÉVOLUTION DE L'EFFECTIF DANS LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Au 31 décembre 2007, le secteur bancaire luxembourgeois employait 26 139 personnes, contre 24 752 personnes un an plus tôt, ce qui représente une progression de 5,6%. Le secteur bancaire luxembourgeois continue donc de créer des emplois à un rythme relativement soutenu de 1,1% en moyenne par trimestre depuis juin 2004. Ce rythme de création nette d'emplois a été particulièrement remarquable en 2006 et

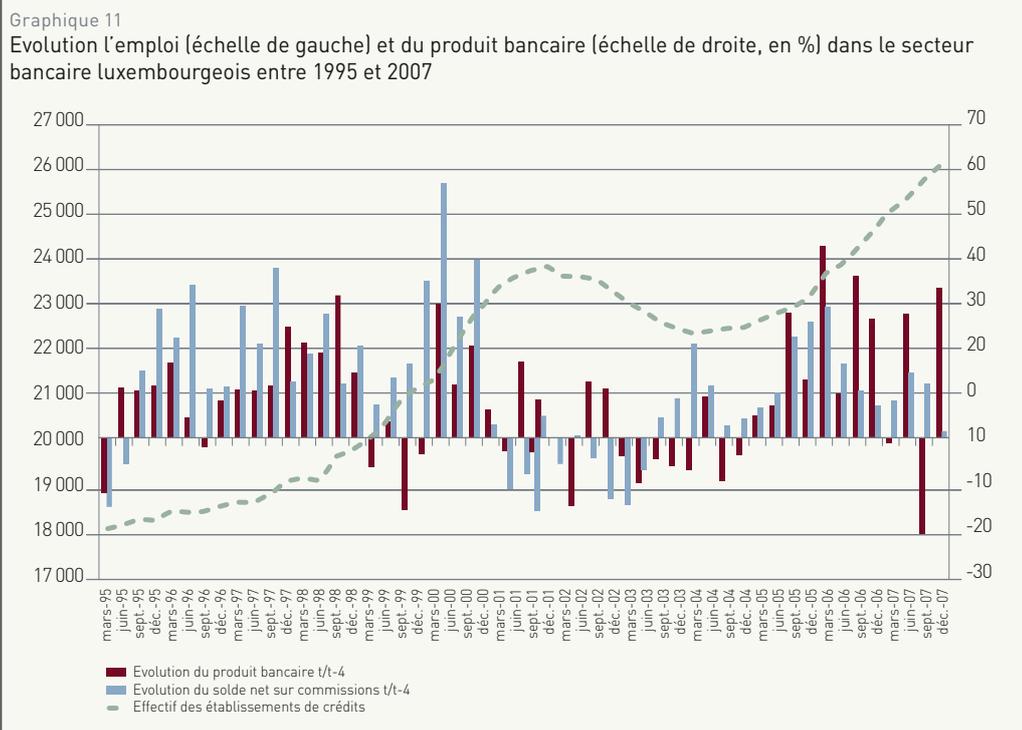
en 2007, avec des moyennes trimestrielles respectives de 1,6% et 1,4%. Toutefois, il convient de demeurer prudent face à cette évolution de l'emploi bancaire. Il serait en effet déraisonnable de penser que la crise qui frappe les marchés financiers et boursiers internationaux, et dont les conséquences sur l'économie réelle restent encore difficiles à mesurer, serait sans effet sur l'emploi bancaire.

Tel qu'il ressort du graphique ci-dessus, la dernière réduction d'effectifs dans le secteur bancaire luxembourgeois a eu lieu entre décembre 2001 et mars 2004, période caractérisée par la perte nette de 1 502 emplois. Or, cette période, consécutive à la crise née

d'un dégonflement massif du prix de différentes classes d'actifs, s'est caractérisée par un recul récurrent du produit bancaire (revenus nets et marge sur intérêts), ce qui n'est pas encore le cas aujourd'hui. En outre, ce recul était en grande partie imputable au fléchissement du solde net sur commissions entre mars 2001 et décembre 2003. Cette période se distingue dès lors nettement de l'année 2007 au cours de laquelle le solde net sur commissions est demeuré très élevé, en dépit d'une légère baisse au quatrième trimestre. Ainsi, si les conditions économiques et financières sont favorables à un ralentissement de la création nette d'emplois, elles ne sont, pour l'instant du moins, pas inquiétantes.

Au 31 décembre 2007, l'effectif des professionnels du secteur financier (PSF) était en hausse de 21,3% par rapport au 31 décembre 2006, pour atteindre 12 038 emplois. En apparence, l'effectif des PSF est en croissance forte et continue depuis septembre 2005 (à une moyenne de 7,2% par trimestre), mais il faut toutefois nuancer ce constat. En effet, au cours des années 2006 et 2007 de nombreuses entités ont été ajoutées à la liste des PSF entraînant ainsi un élargissement de la base de recensement et, partant, un accroissement important de l'emploi dans les PSF. Ainsi, en faisant abstraction de l'effectif initial des sociétés qui ont été ajoutées sur la liste des PSF à la suite de l'adoption du statut de PSF au cours des années 2006 et 2007, soit 1 466 unités, l'accroissement de l'emploi dans les PSF se limite à 6,5% entre le 31 décembre 2006 et 2007. Notons finalement que l'évolution positive de la situation de l'emploi dans les PSF peut être mise en parallèle avec la bonne progression de leurs résultats.

Afin de compléter ce tableau, soulignons que les sociétés de gestion employaient 2 348 personnes au 31 décembre 2007, contre 2 368 personnes au 31 décembre 2006, soit une légère contraction de 0,84%.



Source: BCL

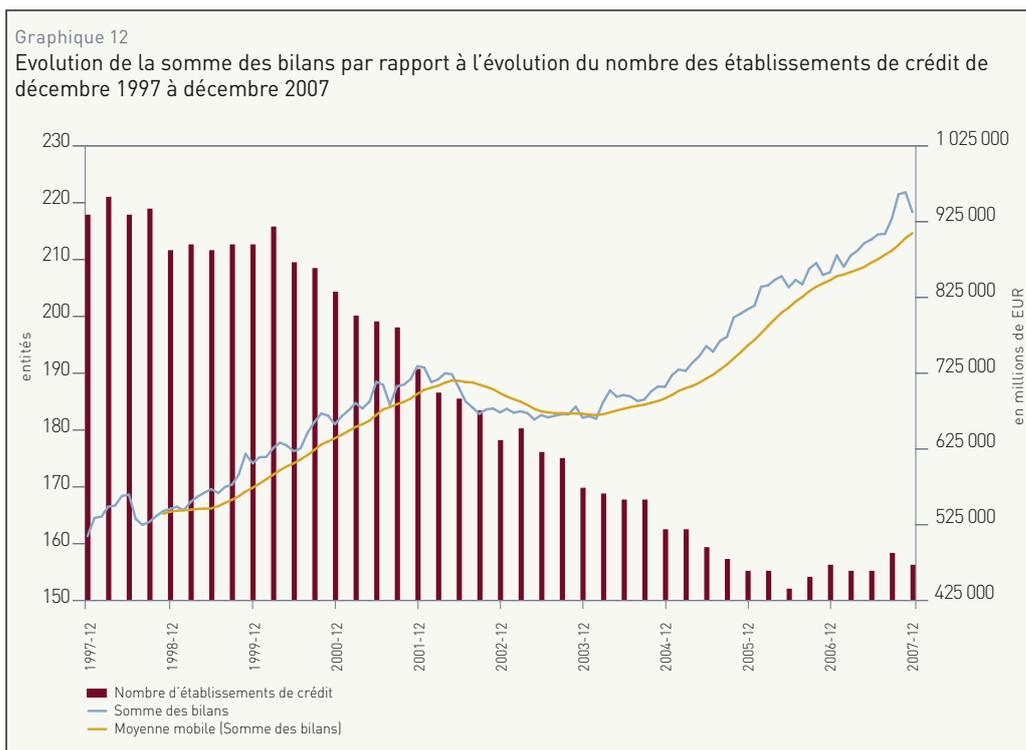
1.3 LA SOMME DES BILANS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS

Le taux de croissance soutenu du volume des activités, observé en 2006, a continué de se renforcer pour atteindre 9,0% en 2007 après 5,9% en 2006. En termes bruts, la somme agrégée des bilans a progressé de 75 883 millions d'euros au cours de l'année sous revue pour s'élever à 915 448 millions d'euros au 31 décembre 2007. Ainsi, en dépit d'une évolution très volatile des marchés boursiers, d'une envolée des prix pétroliers et des matières premières ainsi que de la propagation de la crise américaine des *subprimes*, les banques luxembourgeoises ont su développer leurs activités bilantaires.

Le raffermissement du volume d'activités, dont une mesure objective repose sur l'évolution de la somme des bilans des banques, s'est traduit de manière différente au passif et à l'actif. A l'actif, nous pouvons souligner en premier lieu les évolutions favorables des créances interbancaires et des créances sur la clientèle. Au passif, le renforcement de l'activité passe en grande partie par les seules dettes interbancaires.

Le graphique qui suit illustre, d'une part, la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003 puis, d'autre part, la hausse du volume d'activités observée entre fin 2004 et fin 2007. Une analyse plus approfondie permet de constater que la composition du bilan est dominée par les créances et les dettes interbancaires avec des poids relatifs respectifs de 49,8% et 48,5%.

A l'actif, on notera que l'accroissement en volume des créances interbancaires a atteint 9,0% (37 739 millions d'euros) entre décembre 2006 et décembre 2007. Cette progression annuelle importante, s'est trouvée modérée par la contraction de 5,2% (25 056 millions d'euros) survenue sur ce poste au mois de décembre 2007. Cette baisse traduit la crise de confiance qui régit les relations interbancaires actuelles. Parallèlement, cette contraction a été partiellement compensée par une augmentation de 12 988 millions d'euros (+7,1%) des créances sur la clientèle, pour le seul quatrième trimestre 2007; ainsi, au mois de décembre



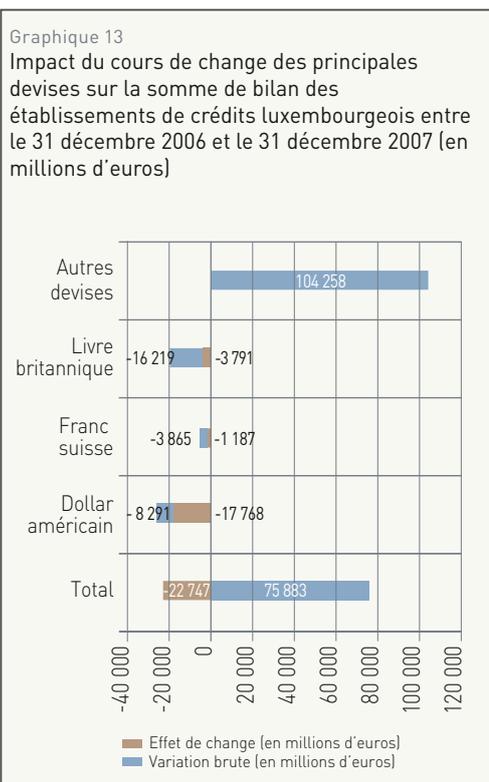
2007 le volume des créances a augmenté de 6 867 millions d'euros. Sur l'ensemble de l'année 2007, l'encours de créances sur la clientèle a fortement augmenté, passant de 161 250 millions d'euros fin 2006 à 195 350 millions d'euros fin 2007, soit une progression de 21,1%. En termes bruts, la contribution la moins importante à l'augmentation de la somme des bilans provient des portefeuilles de titres dont l'encours a modestement progressé de 3 098 millions d'euros, soit 1,3%, entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2007. Dans ce contexte, le quatrième trimestre de l'année sous revue se distingue très nettement puisqu'il affiche un recul de 2,7% de l'encours, essentiellement en raison de la baisse du volume de titres émis par des administrations publiques.

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé s'appliquent également au passif; en effet, la majeure partie de la hausse du volume des activités est expliquée par l'accroissement des dettes interbancaires. Les banques luxembourgeoises ont en effet fortement augmenté leur refinancement par le biais des passifs interbancaires. Sur base annuelle, leurs encours sont passés de 386 088 millions d'euros à 443 797 millions d'euros, soit une croissance de 14,9%. Là encore, nous pouvons souligner que la croissance annuelle se trouve modérée par la baisse de l'encours observée en décembre 2007.

Abstraction faite des dettes interbancaires, les dettes envers la clientèle affichent le taux de croissance le plus important en termes bruts; au cours de l'année sous revue ces dernières ont augmenté de 8 476 millions d'euros (2,9%). Seule la baisse des dettes envers la clientèle (- 7 236 millions d'euros), observée en décembre 2007, a conduit à une légère contraction de 411 millions d'euros (-0,1%) des encours à la sortie du quatrième trimestre de l'année 2007.

La hausse de 75 883 millions d'euros de la somme de bilan, entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2007, se décompose en une hausse réelle (ou corrigée) de 98 630 millions d'euros et un effet de change négatif de 22 747 millions d'euros. En d'autres termes, la hausse de la somme des bilans serait de 30,0% plus élevée si on excluait l'évolution des taux de change des principales devises du bilan vis-à-vis de l'euro. Le dollar américain, qui représente 17,5% des devises du bilan au 31 décembre 2007, s'est replié de 11,8% sur un an, et représente à lui-seul 78,1% de l'effet de change parmi les principales devises. Le franc suisse s'est replié légèrement (de 3,0%) par rapport à l'euro entre décembre 2006 et décembre 2007. La livre britannique, quant à elle, s'est également dépréciée par rapport à l'euro (-9,2 % sur un an); toutefois, elle joue un rôle mineur dans la somme de bilans des banques luxembourgeoises avec un poids de 3,2% dans l'ensemble des devises utilisées.

Finalement, on notera que les dernières observations relatives au mois de janvier 2008 ont fait apparaître une hausse de la somme de bilan de 2,4% (21 772 millions d'euros) par rapport à fin décembre 2007. La diminution de la somme de bilan observée en décembre 2007 (25 296 millions d'euros) a ainsi été en bonne partie compensée. Sur base annuelle, la hausse de la somme de bilan a atteint 8,8% en janvier 2008.



Source: BCL

1.4 LA STRUCTURE ET LES COMPOSANTES DES BILANS AGRÉGÉS

1.4.1 L'activité interbancaire

À l'actif du bilan, les opérations interbancaires se sont élevées à 455 682 millions d'euros au 31 décembre 2007, soit une hausse de 9,0% par rapport à la même date de l'année précédente. Ainsi, à la fin de l'année 2007, les créances interbancaires représentaient 70,0% de l'ensemble des crédits des banques. En termes relatifs, les établissements de crédits ont davantage orienté leurs activités vers les créances sur la clientèle, qui ont augmenté de 21,1% sur un an. Cette réorientation favorise des revenus plus élevés dans le chef des banques puisque les marges sur les crédits à la clientèle sont souvent plus élevées que celles dégagées par l'activité interbancaire.

Tableau 8

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
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	417 943	453 342	455 682	37 739	9,0	2 340	0,5	49,8
Créances sur la clientèle	161 250	182 362	195 350	34 100	21,1	12 988	7,1	21,3
Portefeuille titres	233 602	243 388	236 700	3 098	1,3	-6 688	-2,7	25,9
Autres actifs	26 770	27 800	27 717	946	3,5	-83	-0,3	3,0
Total de l'actif	839 565	906 892	915 448	75 883	9,0	8 556	0,9	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

Le constat effectué à l'actif du bilan peut être étendu au passif, où l'importance de l'interbancaire demeure forte, avec 48,5% de l'encours total et 59,2 % de l'encours des dettes. Les passifs interbancaires des établissements de crédit ont augmenté de 57 710 millions d'euros entre décembre 2006 et décembre 2007, ce qui est significatif au regard de l'encours de 443 797 millions d'euros.

Tableau 9

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
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	386 088	437 050	443 797	57 710	14,9	6 747	1,5	48,5
Dettes envers la clientèle	296 803	305 691	305 279	8 476	2,9	-411	-0,1	33,3
Dettes représentées par un titre	90 043	92 148	93 574	3 531	3,9	1 426	1,5	10,2
Autres passifs	66 631	72 004	72 797	6 166	9,3	793	1,1	8,0
Total du passif	839 565	906 892	915 448	75 883	9,0	8 556	0,9	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source: BCL

1.4.2 Les crédits à la clientèle non-bancaire

a) Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire se sont élevés à 60 479 millions d'euros au 31 décembre 2007, contre 38 355 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 57,7%.

Les crédits aux autres intermédiaires financiers ont affiché une forte hausse de 15 889 millions d'euros (110,9%) sur base annuelle. Cette évolution provient, d'une part, d'un cadre légal favorable au développement des autres intermédiaires financiers, et, d'autre part, des incertitudes sur les marchés boursiers et d'un certain manque de liquidité. Ces derniers éléments ont notamment provoqué un envol de la demande émanant de ce secteur au quatrième trimestre 2007. Les OPC non-monétaires, les sociétés de gestion, les sociétés holdings et les autres intermédiations financières ont été les entités à recevoir le plus de crédits de la part des banques. Le besoin s'est renforcé au quatrième trimestre, avec un encours qui s'est envolé de 48,5% par rapport à la fin du troisième trimestre. Suite à cette hausse, les autres intermédiaires représentaient en termes relatifs la moitié des crédits au secteur non bancaire des résidents à Luxembourg. Ces derniers affichaient un encours de 30 216 millions d'euros à la fin d'année 2007.

Avec un encours total de 16 434 millions d'euros au 31 décembre 2007, les crédits aux ménages représentent 27,2% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois. Les crédits aux ménages résidents ont affiché une augmentation de 19,7% par rapport à la fin de l'année 2006. De plus, l'analyse de la répartition de ces crédits, nous apprend qu'il s'agit pour 84,3% de crédits immobiliers.

Tableau 10
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
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 408	1 605	1 661	254	18,0	56	3,5	2,7
Autres intermédiaires financiers	14 327	20 344	30 216	15 889	110,9	9 872	48,5	50,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	224	298	237	13	5,8	-61	-20,5	0,4
Sociétés non financières	8 661	9 869	11 931	3 270	37,8	2 063	20,9	19,7
Ménages & ISBLM	13 735	15 973	16 434	2 699	19,7	461	2,9	27,2
Crédits à la consommation	1 139	1 214	1 164	25	2,2	-50	-4,1	7,1
Crédits immobiliers	11 345	13 364	13 847	2 502	22,1	483	3,6	84,3
Autres crédits	1 251	1 395	1 423	172	13,8	28	2,0	8,7
Total	38 355	48 088	60 479	22 125	57,7	12 391	25,8	100,0

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

Source: BCL

La forte proportion de crédits immobiliers s'explique par une demande soutenue de la part des agents économiques, qui se conjugue à des prix élevés dans les secteurs du logement neuf et ancien, mais surtout des terrains à bâtir. Au cours de l'année 2007, les établissements de crédit ont accordé en moyenne 230 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers par mois aux ménages de la zone euro. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut supposer, sur base de l'encours, qu'une moyenne mensuelle de 217 millions d'euros a été accordée à des ménages résidents. La moyenne mensuelle des nouveaux crédits immobiliers aux ménages résidents est donc en hausse de 41 millions d'euros (23,3%) par rapport à l'année 2006 où elle s'élevait à 176 millions.

Dans le contexte de croissance économique au Luxembourg, le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 37,8% sur base annuelle, portant le volume des crédits à 11 931 millions d'euros au 31 décembre 2007. L'essentiel de cette hausse est survenue au quatrième trimestre 2007, où une progression de l'encours de 20,9% a été observée. La part de ces crédits dans l'ensemble des crédits aux résidents est de 19,7%.

Les administrations publiques, quant à elles, ont augmenté leurs encours de dettes envers le secteur bancaire luxembourgeois de 254 millions d'euros (18,0%) entre le 31 décembre 2006 et le 31 décembre 2007. Soulignons encore que les crédits aux sociétés d'assurances et fonds de pension demeurent peu importants tant en volume, avec 237 millions d'euros d'encours au 31 décembre 2007, qu'en termes relatifs, avec 0,4% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois. Ceci s'explique tout naturellement par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance notamment par le biais de l'encaissement des primes; c'est la raison pour laquelle leurs besoins en financement bancaires sont relativement modestes.

b) Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire se sont élevés à 74 575 millions d'euros au 31 décembre 2007, contre 67 208 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 11,0%.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone euro se caractérise par la place importante que prennent les sociétés non financières (poids relatif: 52,5% à la fin de l'année 2007). Leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises ont augmenté de 18,6% (6 135 millions d'euros) sur les douze derniers mois écoulés. Toutefois, l'année 2007 a également été marquée par une progression de 8,7% des crédits aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers ont vu leurs besoins en crédits se tasser au cours du dernier trimestre 2007, période marquée par d'importantes incertitudes au niveau des marchés boursiers. Ainsi, fin 2007, 24,9% du total des crédits au secteur non-bancaire des autres pays membres de la zone euro concerne les autres intermédiaires financiers. En outre, au cours de l'année 2007, les crédits au secteur des assurances et des fonds de pension ont affiché une hausse de 135,3%. Le niveau de l'encours de ce secteur, comme celui des administrations publiques, est particulièrement volatile car composé d'un nombre limité d'acteurs. Les administrations publiques ont vu leurs encours de crédit diminuer de 34,0% (1 302 millions d'euros).

Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro se sont contractés de l'ordre de 4,0% sous l'influence de la catégorie des autres crédits, pour laquelle la contraction atteint 6,4% (724 millions d'euros) en 2007. Une compensation partielle s'est opérée grâce à l'augmentation des crédits à la consommation (52,9%) ainsi qu'à celle des crédits immobiliers (23,2%) mais sur des montants beaucoup plus faibles. Dans ce contexte, nous pouvons souligner que plusieurs banques luxembourgeoises développent des activités de crédits immobiliers; bien qu'initialement ces crédits étaient essentiellement orientés à destination d'employés non résidents, depuis peu les banques s'adressent également à la clientèle non-résidente des régions frontalières. Toutefois, le volume des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro, n'occupait que 830 millions d'euros fin 2007. L'encours de crédits immobiliers transfrontaliers représentait ainsi 7,1% de l'encours de crédits au 31 décembre 2007.

Tableau 11

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⁾
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 832	2 644	2 530	-1 302	-34,0	-114	-4,3	3,4
Autres intermédiaires financiers	17 086	20 813	18 564	1 478	8,7	-2 249	-10,8	24,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 141	2 176	2 684	1 543	135,3	508	23,4	3,6
Sociétés non financières	33 020	38 573	39 155	6 135	18,6	582	1,5	52,5
Ménages & ISBLM	12 129	11 389	11 642	-488	-4,0	252	2,2	15,6
Crédits à la consommation	151	207	231	80	52,9	23	11,3	2,0
Crédits immobiliers	673	790	830	156	23,2	40	5,0	7,1
Autres crédits	11 305	10 392	10 581	-724	-6,4	189	1,8	90,9
Total	67 208	75 595	74 575	7 366	11,0	-1 021	-1,3	100,0

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

Source: BCL

c) Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde se sont accrus de 8,3% au cours de l'année 2007, pour atteindre 60 296 millions d'euros au 31 décembre 2007. Sous cette rubrique des crédits aux résidents du reste du monde, la sous rubrique des crédits aux autres intermédiaires financiers a baissé de 1,7% tandis que celle des sociétés non financières augmentait de 19,5% (4 337 millions d'euros). Les encours de crédits aux sociétés d'assurances restent très volatiles et ont augmenté de 38,3% (261 millions d'euros) sur un an. Avec 1,6%, le poids relatif de ces derniers demeure marginal. Les administrations publiques ont remboursé 517 millions d'euros, soit 10,8%, de crédits au cours de l'année 2007. Finalement, les encours de crédits aux ménages et ISBLM, qui ont atteint 6 176 millions d'euros au 31 décembre 2007, ont connu une progression assez forte depuis le 31 décembre 2006 (17,2%).

Tableau 12

Crédits aux résidents 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⁾
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 801	4 418	4 284	-517	-10,8	-134	-3,0	7,1
Autres intermédiaires financiers	22 657	22 599	22 279	-379	-1,7	-320	-1,4	36,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	682	905	943	261	38,3	38	4,2	1,6
Sociétés non financières	22 279	25 291	26 615	4 337	19,5	1 324	5,2	44,1
Ménages & ISBLM	5 269	5 465	6 176	907	17,2	711	13,0	10,2
Total	55 687	58 679	60 296	4 609	8,3	1 617	2,8	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

Source: BCL

1.4.3 Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 31 décembre 2007, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 305 279 millions d'euros, soit une hausse de 5 476 millions d'euros (2,9%) par rapport à la même date de l'année précédente.

a) Les dépôts des résidents

A la fin de l'année 2007, les encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise se chiffraient à 164 106 millions d'euros, soit 53,8% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 13

Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente (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⁾
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	7 898	6 355	4 073	-3 825	-48,4	-2 282	-35,9	2,5
Secteur financier	103 162	118 671	121 408	18 246	17,7	2 736	2,3	74,0
Autres intermédiaires financiers	98 715	113 991	116 652	17 937	18,2	2 661	2,3	71,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 447	4 680	4 756	309	6,9	75	1,6	2,9
Secteur non financier	33 163	38 943	38 625	5 462	16,5	-317	-0,8	23,5
Sociétés non financières	16 434	18 754	17 544	1 110	6,8	-1 210	-6,5	10,7
Ménages & ISBLM	16 729	20 189	21 082	4 352	26,0	893	4,4	12,8
Total	144 223	163 969	164 106	19 883	13,8	137	0,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

Source: BCL

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, nous constatons qu'une majeure partie de l'encours est détenue par la catégorie des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings); au 31 décembre 2007 leur encours total était de 116 652 millions d'euros, soit 71,1% du total des dépôts. La forte concentration observée sous cette catégorie fait écho à la bonne santé de l'industrie des fonds d'investissement; ces derniers déposent souvent leurs excédents de trésorerie auprès de leurs banques depositaires luxembourgeoises. La croissance des dépôts dans cette catégorie est à l'image de la croissance de tout le secteur des OPC, qui s'élève à 11,6% sur la même période. Les ménages luxembourgeois, quant à eux, représentaient 12,8% du total des dépôts effectués par les résidents au 31 décembre 2007, soit 21 082 millions d'euros. La croissance annuelle de 26,0%, observée sur ce poste, laisse supposer que la retenue à la source de 10% sur les intérêts, introduite au début de l'année 2007, ne produit pas d'effets négatifs. Pour leur part, sur un an, les sociétés non financières ont apporté 6,8% de dépôts supplémentaires, portant leurs encours à 17 544 millions d'euros à la fin de l'année 2007.

Enfin, la clientèle résidente répartit ses dépôts, dont le volume total s'élève à 164 106 millions d'euros, en dépôts à vue pour 45,1% et en dépôts à terme pour 54,9%. La raison pour laquelle la proportion de dépôts à vue de la clientèle résidente reste largement supérieure à celle de la clientèle non-résidente tient dans le fait que les dépôts à vue des autres intermédiaires financiers sont souvent bien rémunérés, ce qui n'incite pas à placer transitoirement en dépôts à terme.

b) Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro

Les dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro ont baissé de 3,6% entre décembre 2006 et décembre 2007. Leurs encours se situaient à 75 216 millions d'euros à la fin de l'année 2007.

Les sociétés non financières, quant à elles, ont déposé 26 405 millions d'euros, soit 35,1 % du total des résidents d'autres pays membres de la zone euro. Leurs dépôts se sont tassés de 14,9%, soit 4 629 millions d'euros. Cette perte d'activité a été partiellement compensée par les dépôts des ménages et par ceux des autres intermédiaires financiers dont les encours respectifs ont progressé de 4,1% (986 millions d'euros) et 19,6% (2 873 million d'euros) sur un an. Toutefois, la hausse de ces derniers était freinée (-7,3%) par la réduction des dépôts des autres intermédiaires financiers au cours du dernier trimestre de 2007 (1 422 millions d'euros). Nous pouvons souligner le fort recul du volume de dépôts, de 1 360 millions d'euros (-19,8%) sur base annuelle, des sociétés d'assurances et des fonds de pension; toutefois, le poids relatif de ces deux clientèles demeure encore modeste avec 7,3% du total des dépôts. Par ailleurs, les dépôts des administrations publiques restent volatiles, en raison d'un encours faible ou d'un nombre limité d'intervenants qui placent ou retirent des montants importants.

Tableau 14

Dépôts de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone (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⁾
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2007/12
Administrations publiques	1 428	636	732	-696	-48,8	95	15,0	1,0
Secteur financier	21 504	25 022	23 017	1 513	7,0	-2 005	-8,0	30,6
Autres intermédiaires financiers	14 624	18 919	17 497	2 873	19,6	-1 422	-7,5	23,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	6 880	6 103	5 520	-1 360	-19,8	-583	-9,5	7,3
Secteur non financier	55 109	50 608	51 467	-3 642	-6,6	859	1,7	68,4
Sociétés non financières	31 034	26 216	26 405	-4 629	-14,9	189	0,7	35,1
Ménages & ISBLM	24 075	24 392	25 062	986	4,1	670	2,7	33,3
Total	78 042	76 267	75 216	-2 826	-3,6	-1 051	-1,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

Source: BCL

En fin d'année 2007, les résidents d'autres pays membres de la zone euro ont reparti leurs dépôts à raison de 20,6% de dépôts à vue et 79,4% de dépôts à terme.

c) Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts émanant de résidents du reste du monde se sont réduits de 11,5% entre décembre 2006 et décembre 2007 et représentaient un encours de 65 957 millions d'euros au 31 décembre. La position la plus importante, en termes de poids relatif, est détenue par les autres intermédiaires financiers (49,5% au 31 décembre 2007). Ces derniers ont baissé leurs encours à hauteur de 14,4% (5 490 millions d'euros) sur un an. Seul le dernier trimestre 2007 a contribué à améliorer cette situation avec une progression de l'encours de 1 902 millions d'euros (6,2%) sur base trimestrielle. Dans ce contexte, nous pouvons souligner la mauvaise tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours était en baisse de 33,8%, soit 5 700 millions d'euros, durant la période sous revue. Le dernier trimestre 2007 a renforcé cette

tendance, avec une baisse de 2 573 millions d'euros (18,7%). Les dépôts des ménages s'élevaient à 17 218 millions d'euros à la fin de l'année 2007. Ces derniers ont déposé 1 639 millions d'euros supplémentaires, soit une hausse de 10,5%, par rapport au 31 décembre 2006. Les dépôts des administrations publiques ainsi que ceux des sociétés d'assurance et des fonds de pensions ont évolué de manière très favorable, affichant des croissances annuelles respectives de 19,4% et 35,0%. Notons, que ces contreparties génèrent un poids très faible dans cette statistique.

Tableau 15

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⁾
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 743	3 194	3 275	533	19,4	81	2,5	5,0
Secteur financier	39 354	31 956	34 300	-5 054	-12,8	2 345	7,3	52,0
Autres intermédiaires financiers	38 108	30 717	32 619	-5 490	-14,4	1 902	6,2	49,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 246	1 239	1 682	436	35,0	443	35,8	2,5
Secteur non financier	32 442	30 305	28 382	-4 061	-12,5	-1 923	-6,3	43,0
Sociétés non financières	16 864	13 737	11 164	-5 700	-33,8	-2 573	-18,7	16,9
Ménages & ISBLM	15 578	16 568	17 218	1 639	10,5	650	3,9	26,1
Total	74 539	65 454	65 957	-8 582	-11,5	503	0,8	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

Source: BCL

1.5 CONDITIONS FINANCIÈRES DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES AU COURS DE 2007

1.5.1 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

a) Les revenus

Le compte de profits et pertes agrégé des établissements de crédit luxembourgeois a affiché un résultat brut avant provisions et impôts de 7 215 millions d'euros pour l'exercice 2007, ce qui représente une progression de 6,7% ou 454 millions d'euros par rapport à l'exercice 2006.

Tableau 16

Evolution globale des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois, y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions d'euros)

Rubrique des débits et des crédits	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 Intérêts et dividendes perçus	43 170	35 135	30 964	36 249	49 972	62 000
2 Intérêts bonifiés	38 895	31 000	26 874	32 288	45 069	55 900
3 Marge sur intérêts (1-2)	4 275	4 135	4 090	3 961	4 903	6 100
Revenus nets:						
4 sur réalisation de titres	173	288	417	386	94	394
5 sur commissions	2 654	2 552	2 853	3 253	3 761	4 138
6 sur opérations de change	317	282	300	356	446	414
7 sur divers	949	429	68	458	1 674	832
8 Revenus nets (4+5+6+7)	4 093	3 552	3 638	4 453	5 975	5 778
9 Produit bancaire (3+8)	8 368	7 687	7 728	8 414	10 878	11 878
10 Frais de personnel	1 871	1 790	1 884	1 994	2 208	2 511
11 Frais d'exploitation	1 416	1 370	1 425	1 499	1 628	1 844
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 287	3 160	3 309	3 493	3 836	4 355
13 Impôts divers, taxes et redevances	51	41	35	40	46	49
14 Amortissements sur immobilisés non financier	316	293	302	273	235	259
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	4 714	4 193	4 082	4 608	6 761	7 215
16 Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 928	1 241	1 025	906	712	1 941
17 Extourne de provisions	526	590	625	615	519	610
18 Constitution nette de provisions	1 402	651	400	291	193	1 331
19 Résultats après provisions (15-18)	3 312	3 542	3 682	4 317	6 568	5 884
20 Impôts sur revenu et le bénéfice	636	665	762	771	852	824
21 Résultat net (19-20)	2 676	2 877	2 920	3 546	5 716	5 060
	<i>(en pourcent de la somme de bilan agrégée moyenne)</i>					
22 Frais généraux (lignes 9 à 12)	0,52	0,52	0,53	0,50	0,49	0,52
23 Résultats avant provisions	0,67	0,63	0,59	0,61	0,81	0,81
24 Provisions et amortissements	0,20	0,10	0,06	0,04	0,02	0,15
25 Résultats après provisions	0,47	0,53	0,54	0,57	0,78	0,66

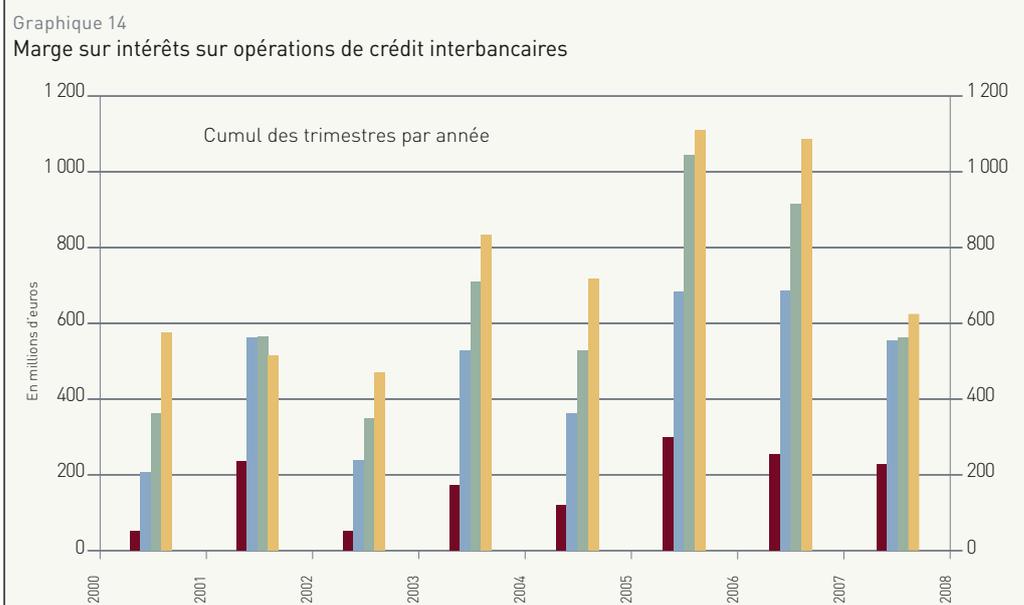
a) Chiffres provisoires pour 2007 b) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Source: BCL

A la fin de l'année 2007, la marge sur intérêts des banques de la place financière du Luxembourg s'est élevée à 6 100 millions d'euros, en hausse de 24,4% ou 1 197 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2006. Les revenus sur valeurs mobilières à revenu variable ont fortement contribué à cette évolution favorable. Enregistrant une croissance de 48% en comparaison annuelle, ces revenus représentent, avec 1 766 millions d'euros fin

2007, une part relative de 29% de la marge sur intérêts, contre 24,3% fin 2006. Cet accroissement a été généré majoritairement par les dividendes obtenus des filiales des établissements de crédit luxembourgeois.

La crise de confiance ainsi que l'assèchement du marché des crédits interbancaires au plan international, à la suite de la crise de l'immobilier et du marché du subprime américain, ont probablement été à l'origine d'une quasi stagnation de la marge sur

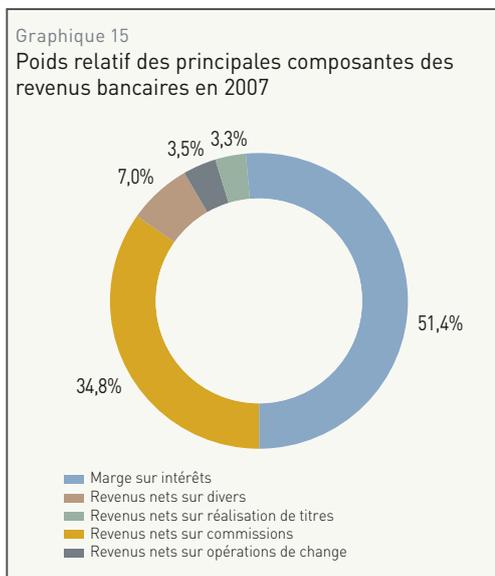


Source: BCL

intérêts liée aux opérations de crédit interbancaires. Le cumul trimestriel de la marge sur les opérations interbancaires, qui était passé de 228 millions d'euros à 554 millions d'euros entre les premier et second trimestres 2007, n'avait progressé que de 11 millions d'euros au troisième. Ce résultat peut s'expliquer par un comportement prudent des banques de la place financière luxembourgeoise sur le marché des crédits interbancaires, dominé par un climat d'incertitude se traduisant notamment par des spreads entre l'Euribor 3 mois et le taux de refinancement de l'Eurosystème souvent supérieurs à 75 points de base lors de la deuxième moitié de 2007.

Au quatrième trimestre, la situation s'est néanmoins améliorée et la marge sur intérêts sur opérations de crédit interbancaires a progressé de 61 millions, soit 10,9%, à 626 millions d'euros. Comparativement à 2001 (marchés financiers secoués par l'éclatement de la bulle spéculative et les attentats du 11 septembre), où, tant la Réserve fédérale américaine (FED) que la BCE, avaient approvisionné les marchés financiers avec suffisamment de liquidités pour éviter qu'une crise de confiance généralisée ne se transforme en crise systémique, les effets de la crise du marché immobilier américain semblent, à ce stade, peser moins lourd sur l'activité des crédits interbancaires et par conséquent, sur la marge sur intérêts des banques luxembourgeoises. Le relèvement des taux directeurs de la BCE de 50 points de base au cours de l'année 2007 a certainement contribué à la progression des intérêts perçus et bonifiés, de 24,1%, voire de 24% par rapport à l'année précédente.

Le poids relatif de la marge sur intérêts par rapport aux autres composantes des revenus bancaires est passé de 45,1% au 31 décembre 2006 à 51,4% au 31 décembre 2007.



Fin 2007, les revenus nets (revenus hors marge sur intérêts) des établissements de crédits luxembourgeois ont atteint 5 778 millions d'euros, en baisse de 197 millions d'euros, soit -3,3%, par rapport au 31 décembre 2006. Les revenus nets sur opérations de change et surtout les revenus nets sur divers, en baisse de respectivement -7,2% et -50,3%, sont à l'origine de cette évolution négative.

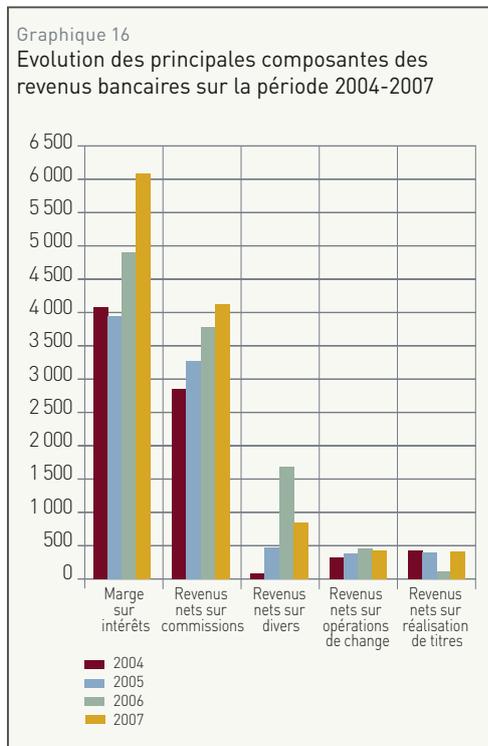
Les revenus nets sur commissions ont progressé de 10%, soit 377 millions d'euros, sur la période considérée, pour représenter un montant de 4 138 millions d'euros fin décembre 2007. Cette catégorie de revenus est fortement influencée par le volume d'activité de la clientèle privée et des fonds d'investissement, pour lesquels les banques assurent notamment les fonctions de banque dépositaire et/ou d'administration centrale. Cet accroissement est fondé pour l'essentiel sur l'évolution favorable des marchés boursiers et la hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle ont été déterminées les commissions à verser aux banques, au cours du premier semestre 2007. Si au deuxième trimestre 2007 la barre des 2 000 milliards d'euros en termes d'actifs nets gérés a pu être franchie et qu'une augmentation de 11% du patrimoine global net sur la période allant du 31 décembre 2006 au 30 juin 2007 a pu être

constatée, portant ces actifs à 2 047 022 millions d'euros, il importe de noter que de juin à décembre 2007, la VNI des OPC n'a progressé que de 0,6%, pour s'élever à 2 059 395 millions d'euros. Bien que les revenus nets sur commissions évoluent sur des niveaux historiquement très élevés, la comparaison trimestrielle des résultats décumulés révèle une tendance décroissante (- 12,1%) depuis le premier trimestre 2007. Le poids relatif des revenus nets sur commissions par rapport aux autres composantes des revenus bancaires est resté quasiment inchangé passant de 34,6% à 34,8%.

Partant d'un niveau relativement bas d'un point de vue historique, avec 94 millions d'euros en 2006, les revenus nets sur réalisations de titres ont affiché une progression remarquable de 319,1% en atteignant un niveau de 394 millions d'euros au 31 décembre 2007. Les revenus nets sur opérations de change sont, pour leur part, en recul de 7,2% pour s'élever à 414 millions d'euros à la fin de l'année écoulée. Le poids relatif

des revenus nets sur réalisation de titres par rapport aux autres composantes des revenus bancaires s'est amélioré en passant de 0,9% à 3,3%, tandis que le poids relatif des revenus nets sur opérations de change diminue légèrement de 4,1% en 2006 à 3,5% à la fin de 2007.

Les revenus nets sur divers rapportés par les établissements de crédit luxembourgeois ont diminué de 842 millions d'euros, soit -50,3%, à 832 millions sur un an. Atteignant un niveau de 1 674 millions d'euros, ces revenus étaient particulièrement élevés en 2006 en raison de produits exceptionnels à caractère non récurrent réalisés par deux banques de la place, pour environ 904 millions d'euros. Avec un niveau toujours remarquable d'un point de vue historique, les 832 millions d'euros confèrent aux revenus nets sur divers un poids relatif de 7% (15,4% en 2006) par rapport aux autres composantes des revenus bancaires.



Source: BCL

Tableau 17

Composantes et affectations des résultats bruts des établissements de crédit

Rubrique des débits et des crédits		2002	2003	2004	2005	2006	2007
I	Composantes du produit bancaire						
	Marge sur intérêts	51,1	53,8	52,9	47,1	45,1	51,4
	Résultats sur opérations de change	3,8	3,7	3,9	4,2	4,1	3,5
	Autres résultats dont:	45,1	42,5	43,2	48,7	50,8	45,2
	sur réalisations de titres	2,1	3,7	5,4	4,6	0,9	3,3
	sur commissions	31,7	33,2	36,9	38,7	34,6	34,8
	sur divers	11,3	5,6	0,9	5,4	15,4	7,0
II	Affectations du produit bancaire						
	Frais généraux	39,3	41,1	42,8	41,5	35,3	36,7
	Constitution nette de provisions	16,8	8,5	5,2	3,5	1,8	11,2
	Impôts sur les revenus et les bénéfices	7,6	8,6	9,9	9,2	7,8	6,9
	Résultats nets	32,0	37,4	37,8	42,1	52,5	42,6

Source: BCL

De décembre 2006 à décembre 2007, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, a progressé de 1 000 millions d'euros, soit 9,2%, pour atteindre un niveau de 11 878 millions d'euros. L'excédent de la marge sur intérêts a permis de compenser largement le léger recul 3,3% des revenus nets (revenus hors marge sur intérêts). Faisant abstraction des produits exceptionnels susmentionnés pour l'exercice 2006, les revenus nets (revenus hors marge sur intérêts) ont progressé de 13,9% et le produit bancaire s'est même amélioré de 19,1% en 2007.

b) Les coûts

Suite aux excellents résultats de 2006, suivi d'un premier semestre 2007 d'une teneur équivalente, et sous l'impact de l'accroissement du nombre d'OPC de 630 unités à un total de 1 688 unités, les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont procédé à une création nette de 1 387 emplois

en 2007. Ainsi, les frais de personnel sont en hausse de 13,7%. L'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire en août 2005, payée depuis décembre 2006 (+ 2,5%) a certainement contribué à cette évolution. Tacitement, les autres frais d'exploitation ont également évolué à la hausse (+ 13,3%). En conséquence, les frais généraux administratifs (frais de personnel et autres frais d'exploitation) se sont élevés au 31 décembre 2007 à 4 355 millions d'euros, en hausse de 519 millions d'euros, soit 13,5%, par rapport à 2006. S'y ajoute une augmentation des impôts divers de 6,5% ou 3 millions d'euros sur l'année 2007, ainsi qu'une augmentation de 10,2% des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers ; ces derniers représentaient 259 millions d'euros au 31 décembre 2007. Une croissance des frais généraux administratifs plus accentuée que celle du produit bancaire se traduit, en comparaison annuelle, par un taux de croissance réduit de 6,7% des résultats avant provisions qui ont atteint 7 215 millions d'euros, par opposition à la hausse de 9,2% du produit bancaire.

Graphique 17
Evolution du ratio coûts sur revenus depuis 1999



Source: BCL

Ces évolutions ne restent pas sans implications sur le ratio coûts sur revenus. Ainsi, le ratio des frais généraux relatés au produit bancaire, indicateur de l'efficacité opérationnelle, s'est légèrement détérioré au niveau des banques de droit luxembourgeois et s'établit en moyenne pondérée à 38,8% en 2007 contre 36,6% en 2006. Ceci s'explique par une plus forte progression des coûts que du produit bancaire en particulier au deuxième semestre de l'année 2007.

c) Provisions⁵

Suite aux turbulences sur les marchés financiers internationaux, quelques banques luxembourgeoises ont dû effectuer des corrections de valeur plus importantes sur leurs portefeuilles titres divers. Ainsi, les établissements de crédit ont procédé à une constitution nette de provisions à hauteur de 1 331 millions d'euros. Cela représente pour l'année 2007 un accroissement de 1 138 millions d'euros, soit 589,6% par rapport à 2006. Cependant, cette hausse doit être interprétée avec prudence, considérant le faible niveau de ce poste en 2006. En effet, suite à un environnement des affaires très favorable à l'activité bancaire en 2006, un montant de 193 millions d'euros représentait une constitution nette de provisions assez réduite. Néanmoins, la constitution nette de provisions significatives

de 1 331 millions d'euros à la fin de l'année 2007 dégage des résultats après provisions de 5 884 millions d'euros, en recul de 684 millions d'euros, soit 10,4%, par rapport à la fin de l'année précédente.

Relaté aux fonds propres, les « nouvelles constitutions de corrections de valeur inscrites au compte de résultat » ainsi que les « constitutions nettes de corrections de valeur inscrites au compte de résultats » ont augmenté en 2007. Le ratio « nouvelles constitutions de corrections de valeur/fonds propres » s'élève à 4,1% en 2007 contre 3,6% en 2006 et le ratio « constitutions nettes de corrections de valeur/fonds propres » s'élève à 1,7% en 2007 contre 1,4% en 2006. La progression de ces deux ratios s'affiche en particulier au quatrième trimestre 2007.

d) Le résultat net

Abstraction faite des éléments exceptionnels non récurrents en 2006, les établissements de crédit luxembourgeois ont pourtant réalisé un résultat après provisions en hausse de 220 millions d'euros ou 3,9%, passant de 5 664 millions en 2006 à 5 884 millions d'euros en 2007.

⁵ En théorie, le niveau de provisionnement est procyclique c.à.d. il est bas dans un environnement favorable vu le faible risque de défaut, alors qu'il augmente en cas de détérioration de l'environnement. Le phénomène de procyclicité pourrait être renforcé par les nouvelles normes d'exigences en capital CRD III, entraînant une variation dans la mesure des actifs à risques en fonction du cycle économique, ainsi que par le traitement des provisions et l'introduction du concept d'évaluation à la juste valeur dans le cadre des nouvelles normes comptables IAS/IFRS.

Après déduction de 824 millions d'impôts sur le revenu et le bénéfice qui, sous l'effet de l'évolution décrite ci-dessus, sont en légère régression (-3,3 % ou 28 millions d'euros), le résultat net est passé de 5 716 millions d'euros en 2006 à 5 060 millions d'euros en 2007. Ceci représente une baisse de 656 millions, soit 11,5% en comparaison annuelle. Après l'exercice exceptionnel de 2006, les résultats des banques luxembourgeoises, continuent à évoluer sur une base très élevée. Pour l'instant, la place financière et le résultat des banques luxembourgeoises semblent encore résister assez bien aux turbulences sur les marchés financiers internationaux étant donné que la crise n'a pas encore eu d'impact majeur sur ses piliers d'activité principale, à savoir le *private banking* et l'administration des OPC.

e) ROA, ROE

Ces évolutions ont également des répercussions sur la rentabilité des actifs et la rentabilité du capital.

La « rentabilité des actifs » (ROA - return on assets), qui mesure la productivité des banques en termes de revenus générés par rapport au total de la somme des bilans, a légèrement baissé en 2007 par rapport à 2006 en raison d'une plus forte progression du total des actifs (dénominateur) que des revenus (numérateur)⁶. Au niveau de la distribution des ROA, le nombre de banques ayant un ROA supérieur à 0,5% s'élève à 76 banques en 2007 (représentant 56,4% du total de la somme des bilans) contre 78 banques en 2006 (représentant 63% du total de la somme des bilans).

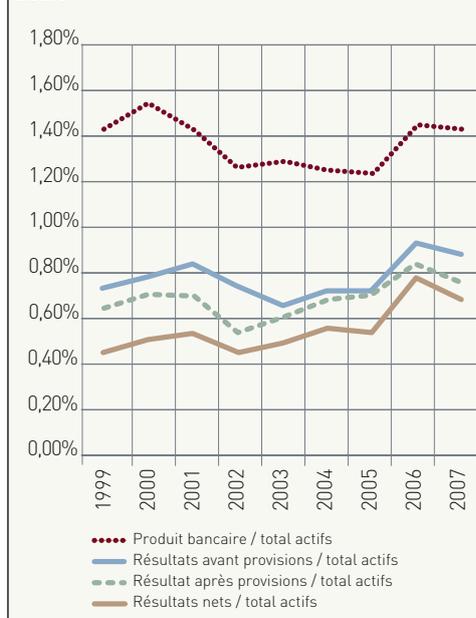
Au niveau du ratio « rentabilité du capital » (ROE - return on equity), qui relate les résultats au capital souscrit libéré, on observe le même développement qu'au niveau du ROA. La détérioration de la « rentabilité du capital » étant due à une plus forte progression des capitaux libérés (dénominateur) que des revenus (numérateur).⁷

Pendant la période des turbulences financières au deuxième semestre, nous observons un recul du ROA et du ROE au troisième trimestre suivi d'une hausse au quatrième trimestre.⁸

1.5.2 La solvabilité

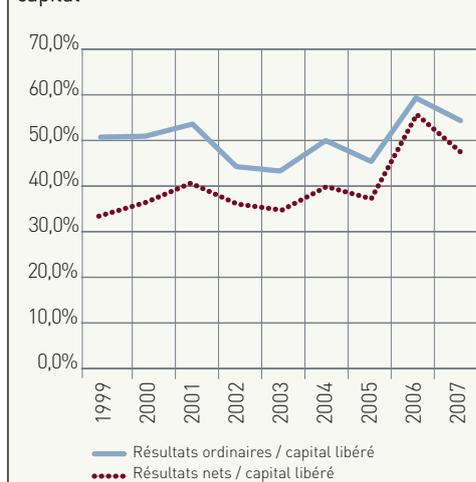
Les ratios de solvabilité peuvent donner des indications sur le degré de résilience d'un établissement à des chocs négatifs. En moyenne pondérée, le ratio de solvabilité s'élève à 14,2% en 2007 contre 14,9% en 2006, en raison d'une plus forte progression des actifs à risques que des fonds propres. Une baisse du ratio s'observe en particulier au deuxième semestre (ratio moyen pondéré de 13,5% au 31 décembre 2007 contre 14,6% au 30 juin 2007). Pour les 10 banques ayant les ratios les plus faibles, celui-ci atteint en moyenne 8,6% en 2007 contre 9,6% en 2006.

Graphique 18
Evolution des différents ratios de rentabilité des actifs



Source: BCL

Graphique 19
Evolution des différents ratios de rentabilité du capital



Source: BCL

- 6 Le ratio « Produit bancaire/Total actifs » s'élève à 1,44% en moyenne pondérée en 2007 contre 1,46% en 2006.
Le ratio « Résultat avant provisions/Total actifs » s'élève à 0,88% en moyenne pondérée en 2007 contre 0,93% en 2006.
Le ratio « Résultat ordinaire (après provisions)/Total actifs » s'élève à 0,78% en moyenne pondérée en 2007 contre 0,84% en 2006.
Le ratio « Résultat net/Total actifs » s'élève à 0,68% en moyenne pondérée en 2007 contre 0,79% en 2006.
- 7 Le ratio « Résultats ordinaire (après provisions)/capitaux libérés » s'élève à 54,1% en moyenne pondérée en 2007 contre 59,4% en 2006.
Le ratio « Résultats nets/capitaux libérés », s'élève à 47,0% en moyenne pondérée en 2007 contre 55,6% en 2006.
- 8 Le ratio « Résultat net/Total actifs » s'élève à 0,77% en moyenne pondérée en juin 2007, à 0,60% en septembre 2007 et à 0,68% en décembre 2007.
Le ratio « Résultat net/capitaux libérés » s'élève à 53,6% en moyenne pondérée en juin 2007, à 40,9% en septembre 2007 et à 47,0% en décembre 2007.

Graphique 21

Evolution des ratios de solvabilité



Source: BCL

Le ratio « exigence en fonds propres/fonds propres de base » a également légèrement fléchi au cours de 2007 et s'élève à 13% en moyenne pondérée en 2007 contre 13,6% en 2006.

Malgré les turbulences du deuxième semestre 2007 les banques de droit luxembourgeois restent en général bien capitalisées et le ratio de solvabilité, mesure du niveau des fonds propres par rapport aux actifs à risque, se situe confortablement au-dessus du seuil prudentiel minimum de 8%. Néanmoins, il faut rester vigilant quant aux retombées négatives futures éventuelles que les répercussions des turbulences financières pourraient avoir sur le niveau de capitalisation de certaines banques individuelles.

LE NOUVEAU RATIO DE BÂLE II FIXE LES RÈGLES EN MATIÈRE DE SOLVABILITÉ BANCAIRE.

Son objectif est triple :

- une mesure plus fine de l'adéquation des capitaux propres des banques à leurs engagements et leurs risques (pilier 1);
- un rôle accru pour les organismes de supervision (pilier 2);
- une communication financière clarifiée (pilier 3).

Ceci doit conduire à renforcer la sécurité et la solidité du système bancaire.

Bâle II vise donc à satisfaire à trois types d'obligations là où Bâle I n'en prévoyait qu'un. En effet Bâle I ne contenait qu'une mesure simple d'adéquation des capitaux propres des banques à leurs engagements et risques.

L'application de Bâle II entre en vigueur essentiellement à partir de 2008 pour les grandes banques européennes et américaines.

Le pilier 1 requiert donc un niveau minimal de fonds propres en fonction des risques des banques. Ce pilier 1 incorpore trois types de risques : le risque de crédit, le risque opérationnel et le risque de marché. L'évaluation par les banques de ces trois risques se fera selon différentes approches de la plus simple à la plus complexe. Plus la complexité sera grande et plus un effort de qualité pour obtenir des informations fiables et complètes sera demandé aux banques. Ceci devrait impliquer un renforcement des procédures et contrôles internes ainsi que le développement d'une fonction de gestion des risques au sein des banques.

Dans tous les cas, les méthodes d'évaluation des risques dans les banques sont contrôlées et validées par les autorités de surveillance prudentielle (pilier 2). Ces autorités de surveillance vont ainsi s'assurer que la position et la stratégie des banques en matière de fonds propres concordent avec leur profil global de risque.

Il y a également lieu de noter que l'amélioration de l'information et de la transparence est l'objectif du pilier 3. Les banques sont désormais tenues de publier, sur base mensuelle et trimestrielle, des informations précises sur leurs engagements.

On constate donc que théoriquement l'instauration progressive des principes de Bâle II à partir de 2008 devrait permettre aux autorités de surveillance prudentielle de « tirer la sonnette d'alarme » dans le cas de banques trop exposées à certains risques.

Il faut toutefois noter que si une directive européenne a effectivement transposée les principes de Bâle II et que donc elle s'applique effectivement à tous les établissements de crédit et entreprises d'investissement installés dans l'UE, ces principes

de Bâle II ne s'appliquent pas à tous les établissements de crédit dans le monde entier. Aux Etats Unis, par exemple, ils ne s'appliquent que pour les grandes banques internationalement actives.

Ainsi même si à terme l'adoption des principes de Bâle II doit concerner de plus en plus de banques dans le monde, ce n'est pas le cas aujourd'hui et l'on peut donc supposer que, comme les mêmes règles ne s'appliquent pas à tous les établissements de crédit, des risques existent quant à la sécurité et la solidité du système bancaire international.

En conclusion, on peut se demander si l'instauration de Bâle II aurait pu être l'arme absolue afin d'éviter une crise telle que la crise financière actuelle.

Force est de constater que si à terme l'adoption des principes de Bâle II doit concerner de plus en plus de banques dans le monde, ce n'est pas le cas aujourd'hui et l'on peut donc supposer que, comme les mêmes règles ne s'appliquent pas à tous les établissements de crédit, des risques existent quant à la sécurité et la solidité du système bancaire international.

Les principes de Bâle II apporteront certaines réponses à certains problèmes : meilleures appréciations des risques, contrôles institutionnels, amélioration de l'information... Toutefois d'autres mesures devront être développées, telles que la généralisation des principes de Bâle II et la réglementation des agences de notation pour une amélioration de l'évaluation des risques, par exemple.

Par ailleurs, l'indice z-score décrit dans l'encadré ci-dessous et dont l'objectif est la mesure de la solidité financière du secteur bancaire luxembourgeois, affiche une nette dégradation en 2006-2007.

L'INDICE Z-SCORE INDICATEUR DE STABILITÉ FINANCIÈRE DES BANQUES⁹

Dans le présent encadré, nous faisons appel au z-score technique pour évaluer la solidité financière du secteur bancaire luxembourgeois. Notre attachement à cette problématique s'explique par l'importance de la contribution du secteur bancaire à la croissance du PIB au Luxembourg. Ainsi, une progression de la vulnérabilité d'un secteur aussi important risque d'avoir des répercussions systémiques sur l'ensemble des secteurs d'activités. 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 location (Rouabah 2007)¹⁰.

Le z-score est devenu une mesure très répandue pour l'évaluation de la santé financière des établissements bancaires (voir Laeven et Levine (2006)¹¹; Schaeck et Wolfe (2006)¹²; Maechler, Mitra et Worrell (2007)¹³). 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 (Dtd¹⁴) d'une banque ou d'une entreprise quelconque. La différence fondamentale entre le z-score et la Dtd 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 la sens où il s'appuie sur des informations bilantaires, en l'occurrence historiques ;

9 Rédigé par A. Rouabah.

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

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

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

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

14 Dtd: Distance to default. La construction de cet indicateur [Dtd] 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).

tandis que la DtoD fait appel à une combinaison de données de marché et de bilan des banques¹⁵. 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 la modélisation des répercussions des chocs sur l'activité bancaire¹⁶.

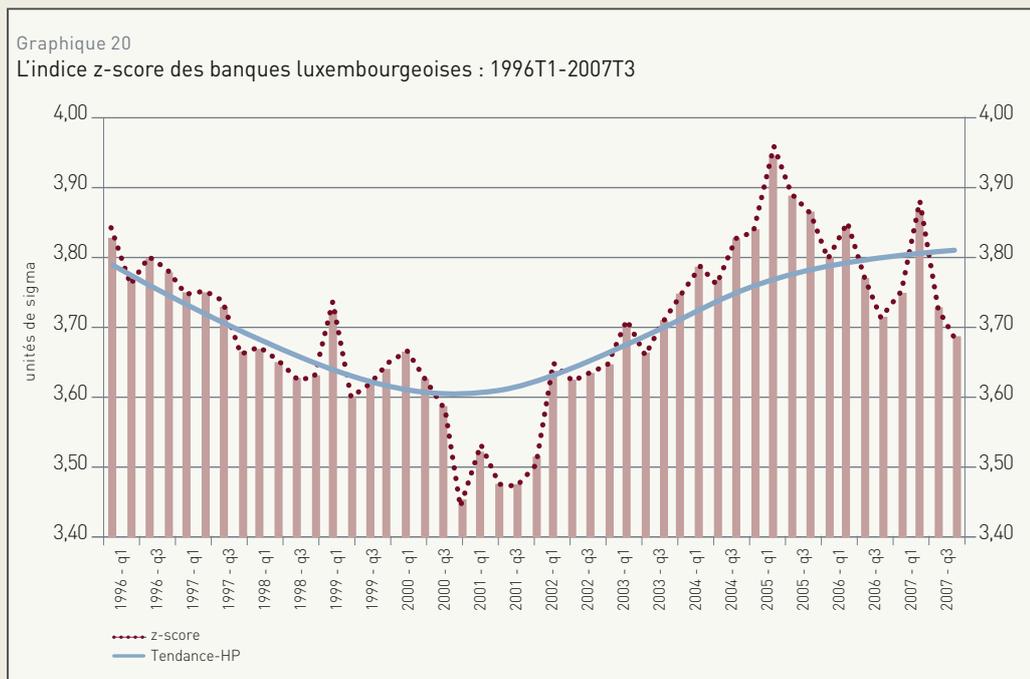
Le z-score est défini comme étant la mesure, en terme d'écart-types, de la baisse du taux de rendement bancaire aboutissant à une absorption complète des fonds propres. Ainsi, si la valeur du z-score est élevée, le risque de défaillance devrait être moins élevé. Par contre un rapprochement du z-score 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 des fonds propres 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.

Pour les besoins de l'analyse, le secteur bancaire luxembourgeois est représenté par les 156 banques présentes durant la période 1994T1-2007T3. Autrement dit, les banques disparues suite à des processus de fusion-acquisitions ou à des fermetures de filiales au cours de cette période sont exclues de notre



Source: BCL

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 attribuée à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques ; tandis que la seconde 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 attribuée à une plus grande stabilité de la volatilité des marchés financiers au cours de cette période. Enfin, il convient de

15 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
16 L'ensemble de ces outils sont développés au sein de la BCL pour apprécier, régulièrement, la solidité du secteur bancaire luxembourgeois.

souligner la nette dégradation de l'indice en 2006-2007. Le recul de l'indice reflète probablement l'accentuation de la volatilité des marchés des valeurs immobilière dues à des difficultés de certains fonds alternatifs en 2006 et à la crise de prêts immobiliers à risque en 2007. Cependant et en dépit de cette nouvelle dégradation, le niveau agrégé de l'indice z-score demeure élevé. Ceci est synonyme d'une solidité appréciable du secteur bancaire luxembourgeois dans son ensemble. Néanmoins, il serait utile de d'observer le niveau de cet indice pour chaque banque, ce qui relève de la surveillance micro-prudentielle.

En résumé, il faut noter que jusqu'à une date récente, l'activité de surveillance permanente du secteur bancaire par la banque centrale fut concentrée sur le développement de ratios macro-prudentiels. La complexité de ce secteur et de son importance pour l'économie luxembourgeoise a conduit la BCL à renforcer les ressources pour le développement et la mise en place d'autres outils pour appréhender les contours de ce secteur à risque systémique. L'indice z-score est un élément supplémentaire de la batterie d'indicateurs développés à cette fin. Les résultats agrégés obtenus avec cette nouvelle approche sont globalement compatibles avec ceux obtenus avec d'autres méthodes.

1.6 APPRÉCIATION DES RISQUES

Les risques et vulnérabilités auxquelles les banques sont exposées ont été certes influencés dans la deuxième partie de l'année sous revue par les turbulences engendrées par le marché du crédit américain hypothécaire à risque. Alors que les activités des banques luxembourgeoises sont principalement orientées private banking et fonds d'investissement et ne sont pas directement impliquées dans l'octroi de crédit subprime américain ; elles ne sont néanmoins pas à l'abri des retombées indirectes engendrées par les turbulences des marchés financiers dont l'évaluation des produits structurés en général.

Etant donné le caractère international de la Place financière du Luxembourg, composé à 95% de filiales et de succursales de banques étrangères, et les liens accrus entre différents systèmes financiers, une attention particulière se prête au niveau des besoins de coopération renforcée entre banques centrales et superviseurs au niveau national et international.

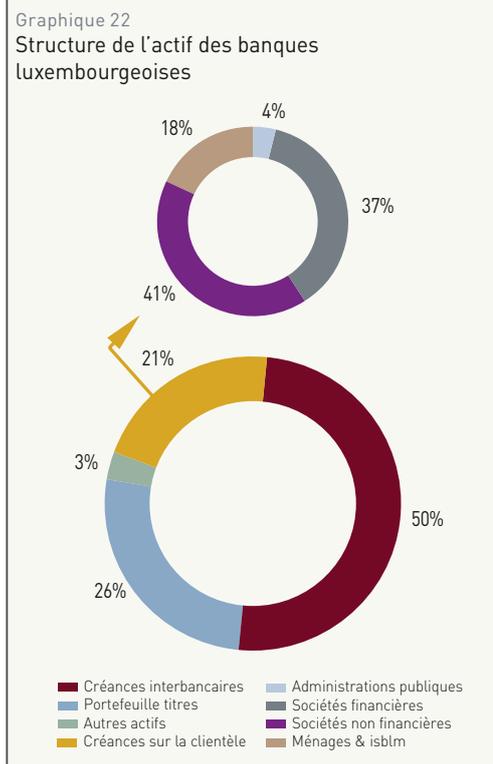
Les principaux risques encourus par les banques sont subdivisés par la suite en trois catégories, à savoir les risques de crédit, de liquidité et de marché.

1.6.1 Risque de crédit

Traditionnellement, le risque de crédit résulte du fait qu'un débiteur ne peut pas rembourser une partie ou la totalité de ses dettes à la banque.¹⁷ Il en découle un risque de revenu pour la banque à travers les pertes d'intérêt ainsi qu'un risque de perte de la valeur de l'investissement ou de la créance originale. Au niveau international, les turbulences engendrées par les marchés des crédits hypothécaires à risque américains ont également révélé des risques liés à l'adoption accrue du modèle de crédits dit « originate and distribute ». Alors que, pendant des années, ce modèle a permis la redistribution du risque de crédit au sein d'une large base d'investisseurs, des problèmes ont surgi quant à la transparence de ces produits structurés de plus en plus complexes et la localisation ultime des risques. Les turbulences ont également dévoilé des risques de crédit liés aux promesses de lignes de crédit hors-bilan. Si ces expositions englobent en premier lieu des risques de liquidité, elles peuvent néanmoins se transformer en risque de crédit si les banques sont amenées à les incorporer dans leurs bilans. Les banques luxembourgeoises elles-mêmes ne semblent pas faire significativement appel au modèle « originate and distribute » dans leurs stratégies de portefeuilles de crédit.

17 "The economics of money, banking and financial markets", F. S. Mishkin, 2001.

Au niveau du bilan des banques, l'exposition au risque de crédit comprend aussi bien la qualité du portefeuille de crédit que son volume. En ce qui concerne le Luxembourg, la structure de l'actif des bilans montre que, en volume, les banques luxembourgeoises sont en particulier exposées au risque de contrepartie interbancaire et dans une moindre mesure au risque émanant du secteur non-bancaire. Les créances interbancaires, en hausse de 9% par rapport à la fin de l'année 2006, représentent 50% de l'actif total alors que celles à la clientèle non-bancaire, en hausse de 21% par rapport à fin 2006, se limite à 21% de l'actif total.



Source: BCL

a) Risque de contrepartie interbancaire

En temps normaux, le marché interbancaire joue un rôle important dans la redistribution de la liquidité entre les établissements de crédit. Néanmoins, de par son ampleur et sa structure, le marché interbancaire comporte aussi un risque non négligeable de contagion potentielle¹⁸ et accroît en conséquence le risque systémique, notamment en cas de crise. En effet, la défaillance d'une des contreparties risque de mettre en péril ses banques prêteuses qui risquent à leur tour d'affecter leurs propres contreparties et de se propager à travers le système financier dans son ensemble. 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 au niveau transfrontalier. Les turbulences récentes ont mis en évidence au niveau international le rôle joué par le dysfonctionnement du marché interbancaire dans un environnement marqué par un manque de transparence entraînant des difficultés à évaluer la santé des contreparties potentielles et donc du risque de crédit encouru.

Comme la plupart des banques établies au Luxembourg font partie de groupes transfrontaliers, l'activité intragroupe et transfrontalière y est particulièrement importante, la part des crédits intragroupe s'élevant à 73% et celle des crédits transfrontaliers s'élevant à 83% du total des crédits interbancaires en 2007¹⁹. De plus, ces chiffres ne tiennent pas compte des positions intra-journalières en la matière qui sont susceptibles de dépasser de manière significative les stocks de fin de journée. Les liens interbancaires avec les entités liées (intragroupe) se sont

intensifiés en 2007 par rapport à 2006. Le ratio « actif interbancaire entités liées/total actif interbancaire » s'élève en moyenne pondérée annuelle à 68,3% en 2007 contre 65,7% en 2006. Par ailleurs, l'activité de crédits interbancaires envers entités liées a significativement augmenté pendant la période des turbulences financières au deuxième semestre 2007.²⁰

Les engagements interbancaires apparaissent pour la plupart dépourvus de garanties, la part des crédits garantis dans le total des crédits interbancaires ne s'élevant qu'à 4% en moyenne pondérée en 2007. Les développements en matière de pratiques de collatéralisation au niveau des marchés européens en général devraient également affecter les banques luxembourgeoises, dont la tendance d'utilisation accrue d'instruments de financement pourvus de garanties ne se reflète pas nécessairement dans les chiffres disponibles²¹. Néanmoins, les transactions non-garanties devaient subsister en particulier au niveau des crédits intragroupe.

18 "Risque de contagion du marché interbancaire luxembourgeois", BCL, Bulletin 2004/1 Stabilité financière, pp 40-59.

19 Pour 35% des banques, représentant au total 20% de la somme de bilan, la part des créances interbancaires dans l'actif total est supérieure à 75%. La part des créances intragroupe dans les créances interbancaires, est supérieure à 75% pour 50% des banques représentant au total 63% de la somme de bilan.

20 Le ratio « actif interbancaire envers entités liées/total actif interbancaire » s'élève en moyenne pondérée à 73,1% au 31 décembre 2007 contre 67,3% au 30 juin 2007.

b) Risque de crédit envers la clientèle non bancaire

Au total, les créances envers la clientèle non-bancaire représentent 21% de l'actif et se subdivisent comme suit : 40% envers des sociétés non-financières, 36% envers des sociétés financières, 18% envers les ménages et 4% envers les administrations publiques.

Dans un climat macroéconomique propice et de taux d'intérêt bas, les banques avaient augmenté au cours des dernières années le volume de crédits pour générer des revenus sur taux d'intérêt. Malgré les turbulences financières, cette évolution s'est poursuivie en 2007, les crédits au secteur non-bancaire affichant une croissance de 21% entre fin 2007 et fin 2006.

– Crédits envers les ménages

Les crédits envers les ménages restent d'une faible importance en volume au niveau du bilan des banques luxembourgeoises pour représenter 4% du total de l'actif fin 2007, en progression de 10% par rapport à 2006. La part des engagements envers les ménages résidents dans le total des crédits aux ménages s'élève à 48%. Le portefeuille est composé²² à parts plus ou moins égales de crédits immobiliers et autres crédits²³, la part des crédits à la consommation restant très modeste.

Les crédits immobiliers qui restent limités par rapport à la somme des bilans globale, ont enregistré une hausse de 22% en 2007. L'activité de crédits immobiliers aux ménages est fortement concentrée, une part de marché de 72% étant détenue par 3 banques et de 88% par 5 banques respectivement. Selon l'enquête bancaire trimestrielle sur les crédits réalisée auprès d'un échantillon de banques de la Place, ces banques auraient assoupli leurs conditions d'octroi des crédits immobiliers pendant une période prolongée et un durcissement net léger a seulement été enregistré au dernier trimestre 2007. Les banques de l'échantillon n'anticipent pas de durcissement des critères d'octroi pour crédits immobiliers pour le premier trimestre 2008.

En général, vu la bonne tenue du marché immobilier au Luxembourg, les banques luxembourgeoises semblent bien munies contre le risque de défaut de contrepartie en adoptant une politique générale de couverture par des hypothèques immobilières. Néanmoins, étant donné la prévalence des contrats à taux variable au Luxembourg, la prudence s'imposerait dans le cas d'une hausse abrupte et/ou continue des taux d'intérêt conjuguée à un effondrement brutal du marché immobilier ; ce scénario paraît actuellement peu probable.

Les « autres crédits », sont principalement accordés à des débiteurs non-résidents et devraient refléter en grande partie des investissements, souvent de portefeuille, nécessitant la mise en place de crédits. Vu l'importance de l'activité de banque privée au Luxembourg, la plupart de ces crédits devaient être sous forme de crédits gagés par des titres dont les vulnérabilités dépendent de la tenue des marchés financiers.

– Crédits envers les sociétés

Les crédits envers les sociétés constituent la part la plus importante du portefeuille de crédits envers la clientèle non-bancaire, représentant 78% de ce portefeuille et 17% de l'actif total fin 2007. Les crédits aux sociétés, en hausse de 28% par rapport à fin 2006, sont composés à parts plus ou moins égales de crédits aux sociétés financières et de crédits aux sociétés non-financières.

21 Ces techniques de collatéralisation (telles que par exemple les opérations de vente et de rachat ferme) ne sont pas nécessairement comptabilisées en tant que prêts garantis dans les livres des banques.

22 Cette désagrégation englobe les ménages luxembourgeois et zone euro.

23 Crédits hors crédits hypothécaires et hors crédits à la consommation.



En dépit des turbulences financières, les banques ont augmenté de 21,5% l'octroi de crédits aux sociétés non financières en 2007. Néanmoins, les résultats de l'enquête bancaire trimestrielle sur les crédits montrent que les banques ont durci leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises au deuxième semestre 2007. Plusieurs facteurs ont contribué à ce durcissement dont les coûts liés aux fonds propres, la capacité d'accéder aux financements du marché et des anticipations moins favorables concernant la situation économique en général. Pour le premier trimestre 2008, l'enquête anticipe la poursuite du durcissement des conditions d'octroi conjuguée à une demande positive émanant des entreprises. La plupart des créances envers les sociétés non-financières sont sur base de taux variables et environ 61% des prêts accordés sont couverts par des garanties fin 2007.

Les crédits envers les sociétés financières comprennent principalement les crédits envers d'« autres intermédiaires financiers hors holdings et OPC » et envers les holdings financiers. Ces crédits, en hausse de 31% en 2007, sont garantis à 38% et ont généralement une courte durée inférieure à 1 an.

Finalement, les résultats d'un questionnaire de la BCL ont montré que globalement l'activité de crédits envers des hedge funds ainsi que pour financer des transactions de private equity est modeste au Luxembourg. De même, les expositions aux risques de crédit découlant de promesses de garanties hors-bilan sont globalement limitées au Luxembourg. Néanmoins des expositions plus significatives ont été observées au niveau d'un nombre limité de banques individuelles.

c) Expositions transfrontalières / risque pays

Vu le caractère international de la Place financière du Luxembourg, les engagements envers des contreparties non-résidentes s'avèrent significatifs. La désagrégation des crédits selon la résidence des contreparties révèle une prépondérance des activités envers les résidents de la zone euro (47% du total des crédits), suivi des contreparties du reste du monde (31% du total des crédits) et des résidents luxembourgeois (22% du total des crédits). Par ailleurs, un questionnaire de la BCL a révélé que les banques luxembourgeoises ne semblent pas avoir accordé directement des crédits envers les débiteurs à risque américains.

d) Engagements à problèmes

En l'absence d'autres indicateurs, le pourcentage des engagements à problèmes dans les engagements importants²⁴, tels que définis par des critères internes aux banques, peut être utilisé comme indicateur d'approximation en matière de créances douteuses ou irrécupérables et s'élève à seulement 0,2% des engagements importants en moyenne pondérée annuelle en 2007. Ce ratio, qui reste très faible depuis quelques années, apparaît comme indication d'une qualité stable de ces engagements.

e) Corrections de valeur

Au niveau du bilan, le ratio « stock de corrections de valeur sur créances/montant brut des créances²⁵ » s'est amélioré pour s'établir à 0,10% en moyenne pondérée en 2007 contre 0,13% en 2006. Cette évolution s'explique, par une baisse du stock de corrections de valeur conjuguée à une hausse du montant brut des créances. Le stock des créances sous-jacentes a augmenté en moyenne de 6,9% en 2007 par rapport à 2006 alors que le stock de corrections de valeur sur créances inscrites au bilan des banques luxembourgeoises a baissé en moyenne de 12,4% en 2007 par rapport à 2006.

Ce ratio s'élève en moyenne pondérée 2007 à 0,32% pour les créances non-bancaires contre 0,41% en 2006 et à 0,02% pour les créances interbancaires (stable par rapport à 2006).

²⁴ Les engagements importants comprennent tous les éléments d'actif et tous les éléments de hors-bilan y compris les instruments dérivés et les engagements de prise ferme de titres pour autant que ces éléments soient sujets à un risque de contrepartie. Les engagements importants, à savoir ceux qui dépassent 6,2 millions d'euros ou 10% des fonds propres des banques (sauf seuil unique de 10% des fonds propres pour les créances sur établissements de crédit à échéance résiduelle inférieure ou égale à 1 an), représentent en moyenne 13,5 fois les fonds propres et 87% des engagements des établissements de crédit de droit luxembourgeois.

LE SECTEUR FINANCIER LUXEMBOURGEOIS :

QUELLES CONCLUSIONS PEUT-ON TIRER DE L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE ET DE L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE DE LA COMMISSION EUROPÉENNE DANS LE SECTEUR FINANCIER ?

Depuis août 2007, la situation sur le marché « sub-prime » aux Etats-Unis s'est graduellement empirée, touchant les autres segments de marché et se répandant rapidement pour atteindre les secteurs financiers en dehors des Etats-Unis. Se pose alors la question sur le degré de contagion au Luxembourg. Pour évaluer cette question, cet encadré présente les résultats disponibles dans le cadre de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit menée par l'Eurosystème depuis fin-2002, ainsi que les données relatives à l'enquête de conjoncture dans le secteur financier menée par la Commission européenne.

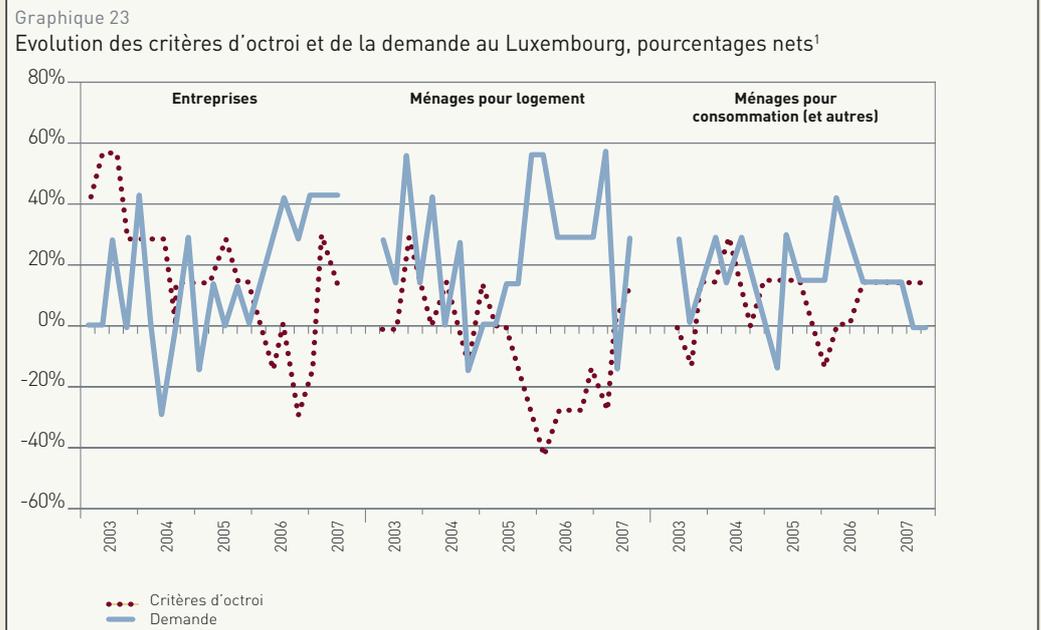
L'ENQUÊTE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE

Concernant tout d'abord l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les résultats les plus récents datent du quatrième trimestre 2007; comme au troisième trimestre, cette enquête comprenait également plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques.

En général, les résultats de l'échantillon luxembourgeois sont nettement plus optimistes que ceux de la zone euro, notamment pour ce qui est des crédits aux ménages ; les résultats du troisième et quatrième trimestre 2007 indiquent que les critères d'octroi ainsi que la demande de crédit au Luxembourg ne furent que marginalement atteints par les perturbations de marché. Ces perturbations ont surtout conduit à un durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits aux grandes entreprises, tant au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro ; cependant, globalement le durcissement des critères d'attribution appliqués aux crédits aux entreprises fut nettement plus important dans la zone euro dans son ensemble. Quant à l'impact des perturbations de marché sur l'accès au financement, on constate que les banques ont signalé des difficultés à lever des fonds sur plusieurs segments de marché au Luxembourg tout comme au niveau de la zone euro dans son ensemble. Les résultats agrégés de la zone euro indiquent que les perturbations de marché se sont surtout répercutées sur la titrisation, alors que les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont guère eu recours à ce type de financement.

25 Les corrections de valeur sur créances par rapport au montant brut des créances comprennent les créances interbancaires, les créances sur la clientèle et les opérations de crédit bail.

1 : Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement; pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse. Chacune des sept banques de l'échantillon intervient avec un poids de 14% dans les résultats nets.



Entreprises: Si aux deux premiers trimestres de l'année sous revue les banques de l'échantillon luxembourgeois ont encore signalé un assouplissement net des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises, les résultats des deux derniers trimestres font apparaître un durcissement net des critères. Néanmoins, si on additionne les pourcentages nets des quatre trimestres de l'année sous revue, on obtient un pourcentage net (non-pondéré) de zéro, indiquant que globalement les critères d'octroi sont restés inchangés en 2007. Pour les critères appliqués aux crédits octroyés aux grandes entreprises cependant, le durcissement net signalé pour les deux derniers trimestres fut plus important, de sorte à plus que contrebalancer les assouplissements nets signalé dans la première moitié de l'année. D'ailleurs, l'évolution des critères au Luxembourg fut nettement plus favorable qu'au niveau de la zone euro où les pourcentages nets sont passés de -4,4% à +40,5% entre le premier et le dernier trimestre.

Les principaux éléments explicatifs ayant contribué au durcissement des critères au Luxembourg sont les coûts liés aux fonds propres et la capacité d'accéder aux financements du marché ; les perturbations de marché se sont surtout répercutées sur les critères d'octroi appliqués aux crédits aux grandes entreprises. Au dernier trimestre uniquement, les sept banques luxembourgeoises ont signalé qu'elles étaient nettement moins optimistes en ce qui concerne leurs prévisions concernant l'activité économique générale. Le durcissement net dans la deuxième moitié de l'année s'est d'ailleurs en premier lieu traduit sur les marges sur les prêts plus risqués.

On constate aussi que la demande de crédit nette émanant des entreprises demeure très élevée au Luxembourg, par opposition aux résultats agrégés de la zone euro où elle a chuté à partir du troisième trimestre sans toutefois devenir négative. Pourtant, le taux de croissance annuelle relatif aux prêts effectivement octroyés aux sociétés non-financières dans la zone euro n'a cessé d'augmenter en 2007 pour dépasser les 14% en décembre.

Alors que les résultats du premier trimestre 2008 ne seront disponibles qu'à partir du mois de mai, les banques ont signalé qu'elles s'attendent à ce que les critères d'octroi continuent à se durcir au Luxembourg tout comme dans la zone euro dans son ensemble.

Ménages pour habitat: S'agissant des critères d'attribution appliqués aux crédits immobiliers, un faible durcissement net a été enregistré au dernier trimestre uniquement. En plus, ce durcissement net fait suite à une période prolongée lors de

laquelle les banques de l'échantillon ont signalé que leurs critères se sont assouplis. On note aussi que pratiquement tout au long de l'année passée, les banques ont signalé des marges plus faibles perçues tant sur les montants moyens des prêts que sur les prêts plus risqués. Dans la zone euro dans son ensemble, l'évolution des critères d'octroi fut cependant considérablement moins propice en 2007: les banques ont signalé un durcissement net aux deux derniers trimestres et au quatrième trimestre les pourcentages nets ont d'ailleurs atteint leur sommet historique.

Les coûts des ressources et les contraintes d'équilibre de bilan, ainsi que les perspectives sur le marché du logement, auraient dans une certaine mesure contribué au durcissement net qui a été enregistré au Luxembourg au quatrième trimestre, alors que la concurrence bancaire a exercé un effet assouplissant tout au long de l'année passée. Dans la zone euro dans son ensemble, ce sont les prévisions concernant l'activité économique générale, les perspectives sur le marché du logement et (dans une moindre mesure) les perturbations de marché qui ont exercé un effet durcissant sur les critères d'attribution appliqués aux crédits immobiliers.

Les banques de l'échantillon national ont également signalé que la demande nette pour les crédits immobiliers fut relativement forte en 2007, à l'exception du troisième trimestre où une baisse a été signalée ; les résultats indiquent toutefois qu'à partir du troisième trimestre, les perspectives sur le marché du logement ont commencé à modérer la dynamique de croissance de la demande pour les crédits immobiliers. Par contre, les résultats agrégés de la zone euro indiquent que la demande nette pour les crédits à l'habitat a continué à s'affaiblir en 2007 pour atteindre son creux historique à -36,2% au quatrième trimestre, notamment en raison d'une détérioration des perspectives sur le marché du logement.

Un recoupement avec les données sur les prêts immobiliers effectivement octroyés dans la zone euro révèle que le taux de croissance annuelle des crédits à l'habitat se trouve en effet sur une trajectoire baissière depuis le deuxième trimestre 2006, pour s'établir aux alentours de son creux historique fin-2007.

Les sept banques luxembourgeoises ont signalé qu'elles n'anticipent pas de durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers pour le premier trimestre 2008.

Ménages pour consommation (et autres): Si à première vue les résultats nets luxembourgeois semblent indiquer que les critères à la consommation (et autres) se sont durcis l'année passée, une inspection des données individuelles fait cependant apparaître que ce durcissement net n'afflige pas l'échantillon luxembourgeois dans son ensemble. Quant à la zone euro, un durcissement net a été signalé pour le dernier trimestre uniquement ; plusieurs éléments, dont une détérioration de la capacité de remboursement des consommateurs, ont contribué à ce durcissement net, alors que les perturbations de marché n'ont guère eu d'impact. Les banques de l'échantillon agrégé ont d'ailleurs signalé que leurs marges se sont durcies.

En ce qui concerne la demande nette pour les crédits à la consommation (et autres), elle a continué à s'inscrire en territoire positif dans la première moitié de l'année passée, pour tomber à zéro aux deux derniers trimestres. Dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets relatifs à la demande pour les crédits à la consommation (et autres) se trouvent sur une trajectoire baissière depuis la mi-2006 ; au dernier trimestre, les pourcentages nets se sont d'ailleurs inscrits proche de leur creux historique atteint fin 2003.

Les données sur les crédits à la consommation (et autres) effectivement octroyés dans la zone euro indiquent que leur taux de croissance annuelle a bien ralenti au cours de l'année 2006, sans toutefois atteindre le creux historique enregistré dans le passé.

Les banques de l'échantillon luxembourgeois s'attendent à ce que les critères d'attribution appliqués aux crédits à la consommation (et autres) vont se durcir au premier trimestre de l'année en cours.

Questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations des marchés du crédit sur l'accès au financement des banques : Outre les questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations des marchés du crédit sur

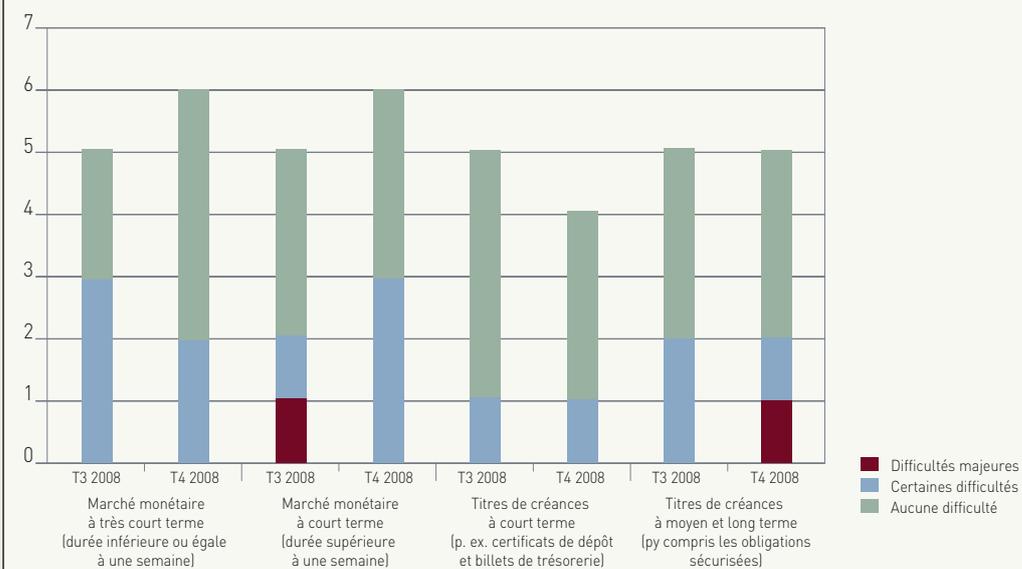
les critères d'octroi, les deux dernières enquêtes comprenaient plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques.

Alors que dans la zone euro dans son ensemble les perturbations de marché se sont principalement répercutées sur la titrisation, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont guère rapporté d'activité sur ce segment de marché. Quant aux autres compartiments de marché, l'impact des turbulences sur les marchés fut plutôt modéré, comme le démontre le graphique.

Globalement, les banques n'ont pas rencontré de difficultés majeures à lever des fonds. On constate aussi que la situation sur les marchés ne s'est pas empirée du

Graphique 24

Compte tenu de la situation sur les marchés de capitaux, votre banque a-t-elle rencontré des difficultés pour lever des fonds sur le marché qu'elle sollicite habituellement et/ou votre possibilité de transférer des risques a-t-elle été affectée ? (nombre de banques sur l'axe verticale)



Source: BCL

troisième au quatrième trimestre. Finalement, le marché des titres de créance à court terme fut le moins touché par les perturbations de marché. Outre ces observations, il convient néanmoins de noter que lors de la dernière enquête les banques ne s'attendaient pas à ce que les difficultés notées au dernier trimestre disparaissent au cours du premier trimestre 2008, sans toutefois s'aggraver non plus. Les banques ont également signalé que leurs difficultés de financement, bien que modestes, se sont répercutés sur les montants qu'elles sont disposées à prêter et notamment sur leurs marges. Les résultats ont d'ailleurs indiqué que cette situation pourrait persister au premier trimestre de l'année en cours. Globalement, les fonds propres de banques n'ont cependant guère été atteints.

Les questions traitées dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne permettent cependant pas d'évaluer à quel point la confiance du secteur financier a été touchée au Luxembourg. Pour aborder cette question, les résultats de l'enquête de conjoncture de la Commission européenne dans le secteur financier peuvent s'avérer utiles.

ENQUÊTE DE CONJONCTURE DE LA COMMISSION EUROPÉENNE DANS LE SECTEUR FINANCIER

La Commission européenne mène depuis avril 2007 une enquête de conjoncture dans le secteur financier pour compléter la couverture sectorielle du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne. Une enquête pilote a été menée au cours de la période allant d'avril 2006 à mars 2007. Ainsi, les données sont disponibles depuis avril 2006. Cette enquête auprès des entreprises du secteur financier couvre la section J (Services financiers) de la nomenclature générale des activités économiques dans les communautés européennes (NACE) avec ses divisions 65 (Intermédiation financière), 66 (Assurance) et 67 (Auxiliaires financiers et d'assurance).

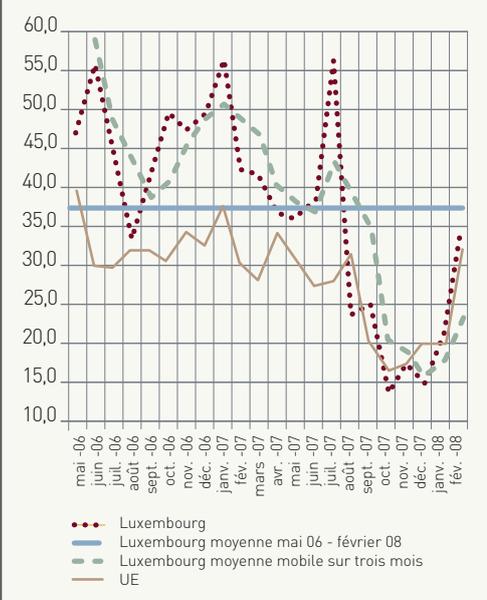
Le but de la Commission européenne est d'obtenir des résultats représentatifs pour l'ensemble de l'Union européenne et de la zone euro et non pas nécessairement pour les Etats Membres individuels qui sont repris dans l'échantillon, à savoir, la République Tchèque, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, la Hongrie, les Pays-Bas, la Pologne ainsi que le Royaume-Uni²⁶. Les résultats relatifs au Luxembourg présentés ci-dessous ne sont donc pas forcément représentatifs.

La confiance dans le secteur financier luxembourgeois s'est effritée à partir d'août 2007, très probablement en raison des turbulences financières. L'indicateur de confiance a ensuite rebondi sensiblement au début 2008. La moyenne mobile de l'indicateur de confiance des consommateurs a, en effet, affiché une valeur de +23,5 en février 2008, alors qu'elle ne se situait qu'à 15,7 en décembre. Cependant, la récente progression de l'indicateur n'a pas permis à celui-ci d'atteindre des valeurs proches de sa moyenne historique de 37,5 calculée sur la période allant de mai 2006 à février 2008. S'agissant de l'évolution des composantes de l'indicateur de confiance depuis août 2007, on peut surtout noter que les responsables du secteur financier interrogés sont restés relativement optimistes au sujet des perspectives d'évolution de la demande alors qu'ils ont été plus inquiets pour la demande sur les trois derniers mois.

Le graphique 25 illustre aussi un certain degré de co-mouvement entre les indicateurs de confiance du Luxembourg et celui de l'UE, bien que l'indicateur luxembourgeois soit caractérisé par une plus forte volatilité, reflétant très vraisemblablement le nombre plus limité de répondants.

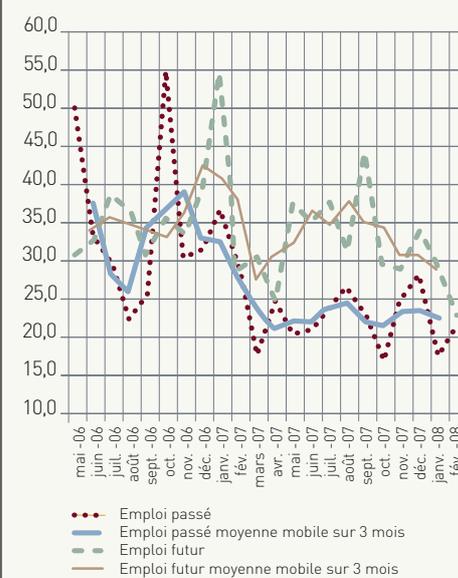
Quant aux questions mensuelles relatives à l'évolution de l'emploi dans le secteur financier au Luxembourg, qui ne sont des composantes de l'indicateur de confiance, on note une relative stabilité depuis le début des turbulences financières, bien que les anticipations en matière d'emploi se soient inscrits sur une tendance descendante (cf. graphique 26).

Graphique 25
Indicateurs de confiance dans le secteur financier



Source: Commission européenne

Graphique 26
Evolution de l'emploi dans les entreprises du secteur financier



Source: Commission européenne

26 Le « User guide » de la Commission européenne fournit davantage d'informations sur l'enquête de conjoncture dans le secteur financier : http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/business_consumer_surveys/userguide_en.pdf

1.6.2 Risque de liquidité

Les sources de risque de liquidité comprennent à la fois des facteurs externes et des facteurs spécifiques à l'établissement ayant une influence sur la capacité et le prix de refinancement auquel un établissement doit faire face. Un manque de liquidités peut mener à des difficultés significatives au sein d'une banque.

Les facteurs spécifiques à l'établissement peuvent découler par exemple d'un changement dans la structure et le volume des dépôts, d'une dégradation du rating, de demandes accrues de retrait de la clientèle ou de promesses de liquidité pour des instruments hors-bilan. Les facteurs externes peuvent être liés entre autres à une crise de liquidité dans un marché spécifique ou le retrait d'un acteur majeur du marché. Le dysfonctionnement d'un segment du marché peut engendrer un risque de liquidité dû à des opportunités réduites de refinancement à travers ce marché.

En temps normaux, le marché interbancaire joue un rôle important dans la redistribution de la liquidité entre les établissements. Néanmoins, de par son ampleur et sa structure, le marché interbancaire comporte un risque non négligeable de contagion potentielle²⁷ et accroît en conséquence le risque systémique, notamment en cas de crise. Les turbulences récentes ont mis en évidence l'importance du risque de liquidité au niveau international. Des problèmes de transparence et d'évaluation ont engendré une perte de confiance générale au sein des contreparties potentielles et mené à des problèmes de refinancement sur le marché interbancaire. A cela se sont ajoutées les opportunités réduites de « wholesale funding » en général ainsi que via les produits structurés et autres instruments de sécurisation. Les banques centrales internationales sont intervenues par un approvisionnement en liquidités supplémentaires.

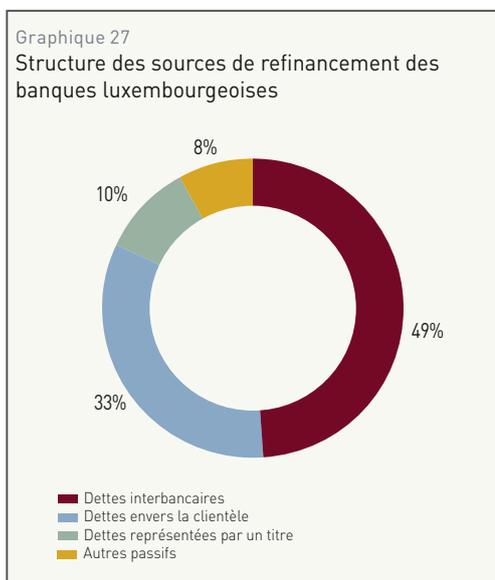
En général, le recours au refinancement via les marchés financiers et interbancaires est plus volatil, plus cher et à plus court terme que le refinancement par des dépôts clients traditionnels. Dans cette optique il est intéressant d'analyser la structure des différentes sources de refinancement. En ce qui concerne la

structure de refinancement des banques luxembourgeoises, fin 2007, les dépôts interbancaires (dont 67% sont des dépôts intragroupe) représentent 49% du total bilantaire, suivi des dépôts de la clientèle non-bancaire (33%)²⁸ et des dettes représentées par un titre (10%). La part des dettes envers les banques centrales reste limitée par rapport aux autres sources de refinancement (environ 5% du total bilantaire).

Les banques luxembourgeoises se refinancent donc en moyenne principalement à travers l'interbancaire ce qui souligne l'importance du bon fonctionnement du marché interbancaire. Par ailleurs, l'activité interbancaire intergroupe s'est intensifiée pendant la période des turbulences financières au deuxième semestre.

Les activités de la Place financière du Luxembourg sont essentiellement « liabilities driven » et génèrent un surplus de liquidités. En 2007, le volume des dépôts non-bancaires est en moyenne 2,1 fois plus élevé que les prêts non-bancaires et a peu varié par rapport à l'année précédente, de sorte qu'au niveau global, la Place ne présente pas de « customer funding gap ». Au niveau individuel, 20 banques représentant 21% de la somme de bilan totale affichent un funding gap en 2007 contre 28 banques en 2006 représentant 21% de la somme de bilan totale 2006.

L'analyse par échéance résiduelle montre que la durée moyenne des actifs par banque est 1,8 fois plus longue que celle des passifs.



Source: BCL

²⁷ "Risque de contagion du marché interbancaire luxembourgeois", BCL, Bulletin 2004/1 Stabilité financière, pp 40-59

²⁸ Les dépôts non-bancaires sont composés de dépôts du secteur financier qui représente 20% du total des bilans et de dépôts du secteur non-financier qui représente 13%.

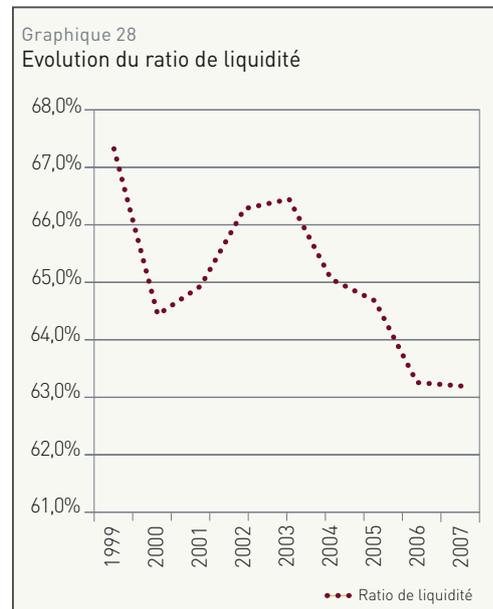
Le ratio de liquidité légal, qui compare les actifs liquides par rapport aux passifs exigibles, reste largement au-dessus de la norme prudentielle de 30%. En moyenne pondérée au cours de l'année 2007, 63,3% des passifs exigibles sont couverts par des actifs liquides. Ce ratio est resté stable par rapport à 2006 et à peu varié pendant les turbulences financières au deuxième semestre 2007. Une majorité de banques présente un ratio de liquidité supérieur à 50% et celui-ci est en moyenne le plus élevé pour les banques de petite taille.

Au niveau global de la Place, les indicateurs de liquidité analysés restent favorables. Néanmoins, les turbulences des marchés financiers ont montré la rapidité avec laquelle la liquidité peut s'évaporer, l'interdépendance entre la liquidité des marchés et celle des banques ainsi que l'interdépendance des systèmes financiers internationaux. Ceci met en évidence la nécessité d'une coopération accrue entre superviseurs et banques centrales ainsi que le besoin de travaux renforcés au plan international en matière de surveillance et de gestion de liquidité.

1.6.3 Risque de marché

Le risque de marché se définit comme le risque découlant des variations dans les prix des divers instruments de marché, des taux de change et des taux d'intérêt. Ceci englobe aussi bien des risques directs qu'indirects pour les banques. Les risques directs résultent principalement des pertes potentielles dans les positions prises par les banques elles-mêmes, alors que les risques indirects découlent entre autres de l'impact de l'évolution des marchés sur les activités en général et sur la qualité de leurs clients. Les risques de marché sont également susceptibles d'affecter les revenus des banques engendrés à travers les activités de hors-bilan.

Ces dernières années, la bonne tenue des marchés financiers, l'abondante liquidité et l'environnement de taux d'intérêts bas, ont en général induit une prise de risque supérieure dans la recherche de rendements élevés, dont témoigne entre autres le développement d'instruments financiers complexes. Si ces instruments peuvent contribuer à augmenter la liquidité dans les marchés, ils incorporent également des risques liés à leur fonctionnement complexe et leur opacité. Dans le sillage des turbulences financières engendrées par le marché aux crédits hypothécaires à risque américains, le risque de marché en général s'est accru au deuxième semestre 2007.



Source: BCL

UTILITÉ DE LA « FAIR VALUE » POUR L'ÉVALUATION COMPTABLE DES PRODUITS DE CRÉDIT STRUCTURÉS DANS LE CONTEXTE DES TURBULENCES FINANCIÈRES RÉCENTES

En été 2007, les turbulences sur le marché immobilier résidentiel sont à l'origine de la défaillance d'un grand nombre d'emprunteurs privés américains. Ce phénomène est d'autant plus important dans le segment « subprime » du marché de crédit en raison de la moindre capacité de remboursement de ces débiteurs.

La crise a des répercussions sur une multitude d'acteurs dans différents domaines et se propage sous l'effet de l'intégration globale des marchés financiers bien au-delà des frontières américaines. Les premiers concernés sont les prêteurs traditionnels, en l'occurrence les banques, qui voient leurs crédits octroyés perdre en valeur. Les corrections de valeur nécessaires sur ces actifs impactent le résultat opérationnel et peuvent, le cas échéant, entraîner une rétrogradation de rating et donc de la capacité de refinancement. Parallèlement, la pratique de la titrisation des crédits sous forme de produits financiers et la répartition du risque de crédit à travers des instruments dérivés entraîne également des investisseurs professionnels (hedge funds, entreprises non-financières, SIVs-Structured Investment Vehicles, ...) et individuels du monde entier.

L'effet contagieux de ces turbulences financières a donc été amplifié et accéléré par la diversification plus accentuée du risque à travers des produits d'investissement structurés. Ces instruments restent qualifiés de complexes et peu transparents. Une analyse de leur traitement comptable dans un contexte international permet d'évaluer l'exhaustivité et l'exactitude du renseignement des risques attachés à de tels produits.

a) L'univers des produits de crédit structurés et leurs principes d'évaluation comptable

Les normes comptables internationales IAS/IFRS, et plus particulièrement la norme IAS 39 *Instruments financiers : comptabilisation et évaluation* serviront de référentiel à l'analyse étant donné qu'elles suivent de plus près l'évolution des nouveaux produits financiers.

Parmi les produits de crédit structurés, on distingue des instruments financiers sous forme de

1. Titres : Il s'agit principalement de *mortgage-backed securities* (MBS) dont les flux dépendent du principal et des paiements d'intérêts d'un ensemble de prêts immobiliers résidentiels (RMBS) ou commerciaux (CMBS). Les structures simples sont appelées « pass-through » alors que les *collateralised mortgage obligations* (CMO) sont organisées en différentes tranches (p.ex. échéance, qualité des emprunteurs, ...). Les agences émettrices les plus connues sont Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae. Les *collateralised debt obligations* (CDO) concernent à un ensemble d'actifs émanant de différentes entreprises.

L'intention au moment de l'achat détermine le principe d'évaluation : les titres détenus jusqu'à leur échéance (« held-to-maturity » ou « HTM ») sont à évaluer au coût amorti (avec correction de valeur le cas échéant) tandis que les portefeuilles de négociation (« trading ») et disponibles à la vente (« available for sale ») sont à valoriser à la **juste valeur**.

2. Dérivés de crédit : Dans les *total return swaps* (TRS), l'ensemble des flux provenant d'un actif sont échangés contre un paiement fixe ou variable. Les *credit default swaps* (CDS) prévoient le paiement d'une commission périodique contre une protection sous forme d'indemnisation en cas d'événement de crédit (défaillance, changement de rating ou du *credit spread*, ...). Ce type de produit existe également sous forme d'option et confère alors l'exercice d'un droit.

Tous les actifs et passifs dérivés sont évalués à la **juste valeur** par le biais du compte de résultat, sauf s'il s'agit d'instruments de couverture²⁹.

3. Produits synthétiques : Les *credit-linked notes* (CLN) combinent une obligation normale et un *credit default swap*. La banque émettrice du CLN transfère le risque de crédit sur un actif de référence qu'elle détient dans son bilan (p.ex. un prêt ou un titre) à un investisseur à travers un CDS. Les fonds reçus des investisseurs qui correspondent à la valeur nominale du CLN sont réinvestis dans des titres de qualité supérieure servant de collatéral. L'investisseur porte donc deux risques de crédit, à savoir celui de l'actif de référence et celui des titres, et perçoit ainsi un rendement supérieur à celui du CDS (primes collectées) et du collatéral (coupons) séparément. En cas d'événement de crédit sur l'actif de référence, cette perte de valeur est compensée en partie par la vente du collatéral, de manière à ce que l'investisseur est remboursé en-dessous du pair. Ce type de produit peut également passer par un SPV (*special purpose vehicle*) qui est alors l'émetteur du CLN et se place entre la banque et l'investisseur pour les transferts de flux.

Comptablement, les dérivés incorporés (CDS) doivent être séparés du contrat d'hôte si

- les caractéristiques économiques et les risques du dérivé incorporé ne sont pas étroitement liés aux caractéristiques et aux risques du contrat d'hôte ;
- un instrument séparé comportant les mêmes conditions que le dérivé incorporé répondrait à la définition d'un dérivé ;

²⁹ Le principe de la couverture de juste valeur (« fair value hedge ») implique que le profit ou la perte résultant de la réévaluation à la juste valeur de l'instrument de couverture et de l'instrument couvert est comptabilisé en résultat. La méthode de couverture de flux de trésorerie (« cash flow hedge ») entraîne que le profit ou la perte résultant de la réévaluation à la juste valeur de l'instrument de couverture est comptabilisé en capitaux propres pour la partie de couverture efficace (la partie inefficace est comptabilisée en résultat) jusqu'à reclassement en résultat au moment de l'affectation du résultat par l'instrument couvert.

- l'instrument hybride n'est pas évalué à la juste valeur avec comptabilisation des variations de la juste valeur par le biais du compte de résultat (c'est-à-dire qu'un dérivé incorporé dans un actif ou un passif financier à la juste valeur par le biais du compte de résultat n'est pas séparé). L'intention de détention est alors déterminante pour l'enregistrement.

Si un dérivé incorporé est séparé, le contrat hôte doit être comptabilisé selon la norme IAS 39 s'il est lui-même un instrument financier, et selon d'autres normes appropriées s'il n'est pas un instrument financier.

Un acheteur de CLN devrait théoriquement avoir l'intention de le garder jusqu'à échéance : il espère un rendement supérieur sur toute la durée et en cas de survenance de l'événement de crédit, le CLN ne pourra de toute façon pas être vendu à un prix plus favorable. Ceci implique la séparation du dérivé (évalué à la **juste valeur**) du contrat d'hôte (catégorie AFS et donc évalué à la **juste valeur** par le biais des capitaux propres), les trois conditions étant réunies.

En tant qu'émetteur du CLN, l'évaluation dépend de l'utilisation de la FVO (*fair value option*) qui permettrait d'évaluer le passif (l'obligations émises ensemble avec le CDS vendu) et l'actif correspondant (les obligations de qualité supérieure) à la **juste valeur** par le biais du compte de résultat. Dans le cas où la FVO n'est pas retenue, le dérivé (évalué à la **juste valeur**) et le contrat d'hôte (évalué à la valeur nominale moins remboursements) sont à séparer.

Ce voyage dans le monde des produits de crédit structurés permet de constater l'importance voire la prédominance de la méthode d'évaluation à la juste valeur de ces instruments financiers, ce qui justifie une réflexion sur son intérêt.

b) Utilité de la « fair value »

La notion de juste valeur est définie par la version actuelle de la norme IAS 39 en termes de prix convenu entre un acheteur et un vendeur consentants et agissant dans des conditions de concurrence normale. La meilleure indication consiste dans les cotations publiées sur un marché actif. S'il n'en existe pas, la juste valeur se détermine par application d'une technique de valorisation : utilisation de transactions récentes, référence à un autre instrument identique en substance, analyse de flux de trésorerie actualisés, modèles de valorisation des options etc. Une technique de valorisation doit utiliser au maximum les données de marché (c.-à-d. taux d'intérêt de base, risque de crédit, cours de change des devises étrangères, volatilité, risque de remboursement anticipé/de rachat, etc.) et reposer aussi peu que possible sur des facteurs spécifiques à l'entité.

Les objectifs poursuivis par le concept de la juste valeur sont principalement :

- l'**objectivité** et la **transparence** afin d'éviter au mieux les jugements subjectifs et le manque de discipline (par une insuffisance de savoir-faire ou des intentions frauduleuses) ;
- la **réalité**, donc le niveau d'information le plus précis et actuel possible ;
- la **comparabilité** des états financiers de différentes entreprises à l'intérieur d'un secteur et à travers des régions géographiques variées.

Dans la pratique, et après l'expérience gagnée depuis l'introduction de la « fair value », certains points faibles se sont révélés et encore accentués suite aux turbulences financières récentes.

Complexité des modèles et multitude de paramètres

Les modèles servant à la valorisation des instruments financiers deviennent de plus en plus difficiles à développer, à mettre en œuvre et à comprendre face à la complexité et/ou la multitude des actifs sous-jacents et la présence de produits dérivés incorporés sophistiqués. Les risques inhérents aux modèles sont les suivants : mauvaise interprétation des liens existant entre différentes variables, application non appropriée d'un modèle à un type de produit financier, insuffisance des contrôles d'accès, erreurs manuelles en cas d'utilisation de tableurs, etc.

Les hypothèses et paramètres sur lesquels les modèles se basent deviennent toujours plus nombreux et peuvent saboter des modèles de haute qualité selon le principe « garbage in, garbage out » : sources non fiables, données périmées, problèmes de transmission informatique non détectés, etc. Plus spécifiquement, les produits de crédit structurés nécessitent l'estimation de paramètres difficilement chiffrables tels que les taux de remboursements anticipés ou de défaillance. En effet, les données historiques ne renseignent pas forcément sur leur avenir.

D'une manière générale, la valorisation d'instruments et de risques financiers nécessite un savoir-faire d'experts de plus en plus poussé afin d'assurer la qualité la meilleure possible des résultats.

Manque de profondeur de marché et de standardisation, illiquidité

Le risque d'une mauvaise évaluation des actifs et passifs financiers augmente avec l'illiquidité et diminue avec la profondeur de marché (le nombre de participants) et la standardisation (la liquidation à l'intérieur d'une bourse officielle est préférable à la méthode « over-the-counter »). Ces incertitudes sont d'autant plus importantes en temps de stress sur les marchés financiers pendant lesquels des données auparavant observables deviennent inobservables.

Contribution à la procyclicité en périodes difficiles

L'évaluation à la juste valeur par le biais du compte de résultat permet la distribution aux actionnaires de plus-values non encore réalisées sous forme de dividendes. De même, l'interdiction de constituer des réserves (« rainy day buffers ») pendant les années plus prospères favorise l'accentuation des cycles économiques et s'avère particulièrement destructrice en période de crise.

Approche commune et/ou interprétations ?

A ce stade, il est encore difficile d'évaluer la diversité de l'implémentation des normes IAS/IFRS dans les différents pays, entre secteurs (banques, assurances, entreprises commerciales et industrielles, ...) et à l'intérieur des industries. Il semblerait que les turbulences financières récentes ont fait apparaître de grandes divergences méthodologiques entre les différents acteurs. Dans ce contexte, on peut certainement saluer la création de la *EU Roundtable for the consistent application of IFRS* qui réunit régulièrement des représentants publics et privés venant de régions géographiques et d'industries variées.

L'avenir de la juste valeur dans les normes IAS/IFRS s'inscrit dès à présent dans le cadre du projet de convergence entre l'IASB européen et le FASB américain par la publication en novembre 2006 du papier de discussion *Fair Value Measurements* dont l'objectif est le recueil de vues préliminaires et de commentaires sur le standard américain SFAS 157 portant le même nom. Un « *exposure draft* » est prévu pour 2008. Il s'agit principalement d'introduire une seule et unique hiérarchie de la « fair value » :

Niveau 1 : prix cotés sur un marché actif

Niveau 2 : autres données observables

- a) prix cotés sur un marché actif pour des actifs et passifs similaires,
- b) prix cotés pour des actifs et passifs similaires sur un marché non actif,
- c) données autres que des prix cotés (p.ex. taux d'intérêt, vitesse des remboursements anticipés, courbe des rendements, taux de défaillance, ...),
- d) données provenant principalement de ou corroborées par des données observables du marché par corrélation ou autres méthodes

Niveau 3 : données inobservables basées sur des conditions et hypothèses que les acteurs de marché utiliseraient pour la détermination du prix de sortie d'actifs ou de passifs

Les techniques de valorisation possibles pour déterminer la juste valeur selon les niveaux 2 et 3 sont :

- l'approche de marché (transactions réelles pour un actif identique, similaire ou comparable),
- l'approche revenus (conversion de flux futurs en un montant actualisé),
- l'approche coûts (valeur de remplacement).

L'envergure quantitative de chaque niveau de juste valeur est à renseigner dans les états financiers. Cette obligation donne une bonne indication sur la qualité et l'objectivité des « fair values » et permet de se faire une idée sur le degré de jugement arbitraire inhérent.

Dans le même esprit, l'IFRS 7 *Financial Instruments : Disclosures* applicable depuis le 1^{er} janvier 2007 prescrit le renseignement de l'importance des instruments financiers pour la position financière et la performance sous un aspect quantitatif (nature et envergure de l'exposition) et qualitatif (approche suivie en matière de gestion des risques).

Les nouvelles règles comptables (en particulier le concept de « fair value ») et prudentielles visent à augmenter l'objectivité, la réalité et la transparence des informations financières. Dans la pratique, leur efficacité se heurte à la complexité des modèles, au nombre élevé d'hypothèses nécessaires et au degré d'interprétation et la variété d'application. Ce nouveau cadre réglementaire contribuera certes à une meilleure gestion et visibilité de leur exposition, mais ne changera pas fondamentalement la stratégie et les décisions au niveau de la prise de risques des banques.

a) Risque de portefeuille titres lié aux prix des instruments de marché

Le risque de portefeuille titres lié au prix des instruments de marché devait avoir augmenté avec les turbulences financières engendrées par le marché des crédits hypothécaires américains à risque. A côté des impacts directs sur leurs portefeuilles titres, les banques courent aussi des risques indirects liés aux revenus engendrés par des activités fortement dépendantes de la bonne tenue des marchés financiers. Au niveau du bilan, le portefeuille titres global représente 25% de l'actif des banques de la Place fin 2007, en augmentation de 1,3% par rapport à fin 2006.

Le portefeuille titres se subdivise en portefeuille d'obligations et autres valeurs mobilières à revenu fixe et portefeuille d'actions et autres valeurs mobilières à revenu variable. Le portefeuille d'obligations et valeurs mobilières à revenu fixe représente 92% du portefeuille titres global et a augmenté de 3% par rapport à 2006. Le volume de ce portefeuille par rapport aux fonds propres s'élève à 587% en 2007 en moyenne pondérée contre 567% en 2006 en raison d'une augmentation plus importante du portefeuille titres à revenu fixe que des fonds propres. Le portefeuille d'actions et autres valeurs mobilières à revenu variable représente 8% du portefeuille titres global fin 2007 et a baissé de 27% par rapport à 2006. Le volume de ce portefeuille par rapport aux fonds propres s'élève à 31,7% en 2007 en moyenne pondérée contre 38,4% en 2006. La distribution par banque montre que cette activité est fortement concentrée, plus de la moitié étant dans les livres de 3 banques et environ deux tiers dans les livres de 7 banques.

Les turbulences financières ont souligné les risques liés entre autres au manque de transparence et aux problèmes d'évaluation en particulier de titres structurés complexes.

Le reporting actuel ne permet pas à la BCL d'identifier le volume de ces titres dans les portefeuilles des banques. La BCL a envoyé un questionnaire en août 2007 à toutes les banques de la Place afin de récolter des informations sur leurs expositions directes et indirectes envers le subprime, les produits structurés en général, les hedge funds et funds of hedge funds ainsi que les activités de private equity. Les réponses reçues indiquent que les investissements en portefeuille titres envers des produits structurés s'élèvent à environ 17% du portefeuille titres global, ceux envers « subprime américains » à environ 1,5%, ceux envers

« private equity » à environ 0,2%, ceux envers « hedge funds » à environ 0,1% et ceux envers « funds of hedge funds » à environ 3,6% du portefeuille titres global. Même si globalement ces activités ne constituent pas une activité principale de la Place, certaines banques individuelles sont davantage impliquées dans les produits structurés. A ceci s'ajoutent les expositions indirectes découlant par exemple des activités d'intermédiaire, de gestion et d'administration de ces produits.

Au niveau du bilan, le ratio « stock de corrections de valeur sur portefeuille titres/portefeuille titres » a augmenté et s'est établi en moyenne annuelle pondérée à 0,37% en 2007 contre 0,34% en 2006. Suite aux turbulences des marchés financiers, ce ratio a significativement augmenté au deuxième semestre 2007 pour s'établir à 0,57% au 31 décembre 2007 contre 0,33% au 30 juin 2007 en raison d'une hausse des corrections de valeur sur portefeuille titres.

STRUCTURED PRODUCTS

Exposures of the Luxembourg banking sector to hedge funds, structured products, subprime, private equity and leveraged buy-outs

Concerning the Luxembourg banking sector, the Banque centrale du Luxembourg (BcL) launched a survey in August 2007, aimed at scrutinizing direct and indirect exposures of banking institutions to selected financial products, particularly structured finance. The categories of exposures investigated were hedge funds, structured products, subprime, private equity and leveraged buy-outs (LBOs), identified as potential causes of risk for financial stability. The results of the analysis of this survey³⁰ incorporate responses from all the 157 banking establishments located in Luxembourg. Graph 29 indicates the number of banks reporting exposures to the 4 main categories targeted by the questionnaire:

Exposures towards hedge funds and funds of hedge funds are or direct portfolio investments, or credit/liquidity lines towards these market actors (carrying off-balance sheet risk) or custodian/private banking activities (indirect risk).

Structured finance exposures refer to direct portfolio investments (on-balance sheet) and intermediary activity (off-balance sheet); subprime exposures include direct investments through structured finance products (ABS, RMBS, etc. as well as ABCP) and liquidity facilities granted to conduits or SPVs (on-balance and off-balance sheet exposures). Private equity and leveraged finance exposures include direct investments in funds investing in such products or indirect investments through credit lines granted to vehicles having an activity in the above-mentioned financial products.

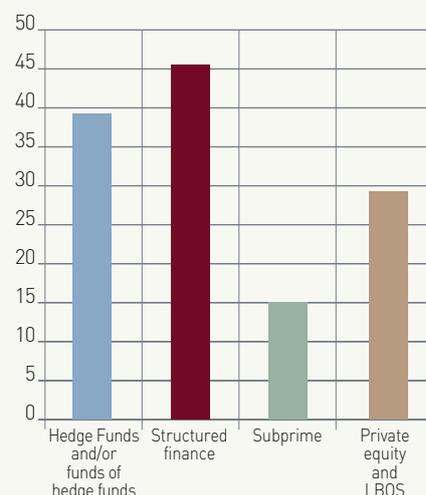
Table 18 below gives an overview of the Luxembourg banking sector exposures to the above-mentioned categories of financial products:

Tableau 18

Exposures of Luxembourg banking sector as of 15/08/2007 (mio Euro)

Categories of exposures	On-balance sheet	Off-balance sheet
Hedge Funds	673	31 499
Funds of hedge funds	3 247	45 428
ABS investments	38 756	895
Credit derivatives	33 431	
Subprime	3 510	500
Private equity and LBOs	9 278	17 677

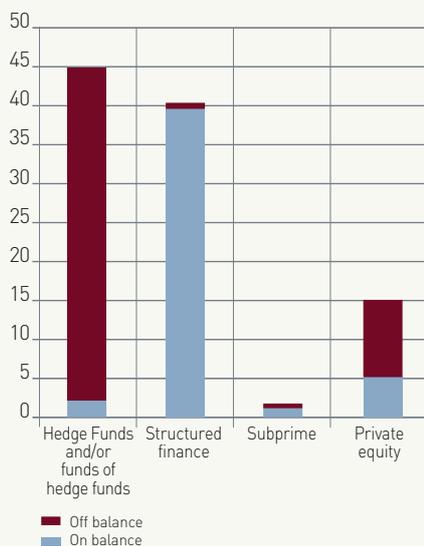
Graphique 29
Number of banks reporting exposures to BCL



Source: BCL

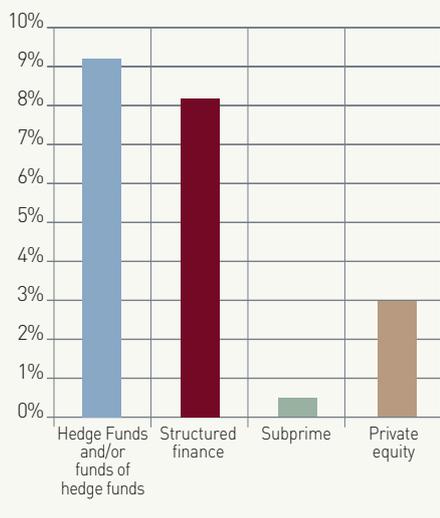
³⁰ All results are as of 15/08 if not otherwise indicated.

Graphique 30
Gross notional exposures (on- and off-balance sheet, in mio Euro)



Source: BCL

Graphique 31
Exposures as % of banking sector total assets



Source: BCL

Focusing on structured finance exposures, 45 banks representing 29% of the sample and 65% of the total assets of the Luxembourg banking sector have reported investments to structured products. The gross notional amount of these exposures represents 73.082 mio Euro (on-balance sheet: 38.756 ABS investments, 33.431 credit derivatives instruments and off-balance sheet: 895 representing intermediary activity in this field).

Banks indicating "subprime" exposures represent 10% of the whole sample of 157 banks and 32% in terms of total balance sheet. The gross notional exposure represents 4.010 mio Euro (3.510 direct investments in ABS tranches containing subprime exposures and 500 undrawn liquidity lines to conduits). Graph 30 gives an overview of the gross amount of exposures for each category of products, split between on- and off-balance sheet. 15 banks reported exposures to these latter financial products as well.

Total gross exposure towards structured finance (structured products and credit derivatives) was representing 8% of the total assets of the Luxembourg banking sector. The subprime exposure represents 0.5% of the total assets of the domestic banking sector. Regarding exposures towards ABS, CDO and RMBS, the banking portfolios were indicating that 83% of these investments were rated AA or above. The residual 17% was rated below AA. Graph 31 indicates exposures to the above-mentioned products as percentage of banking sector total assets.

As regards credit derivatives' instruments, 38% of institutions report to be active as protection seller and 27% as protection buyer. This activity represents 4% of total assets of the banking sector.

Further reflections in relation to structured products

Structured finance is a non-traditional form of financing. It still remains basically a funding strategy. It can be defined as a set of techniques used to transfer risk through the means of dedicated companies, called special purpose vehicles (SPV), whose legal structure enables them to isolate assets from the original seller. The methodology employed to practically execute this transfer of ownership is called securitization³¹. This latter term usually indicates the technique used to pool together financial assets (credits, mortgages, licenses, etc...), legally isolate them from the seller and transform them into securities. The cash flow generated by the pooled assets (such as receivables from loans, leases, mortgages, royalties, etc.) represents the basis for payments on the underlying securities (for coupons or reimbursements)³².

Several aspects of securitization have been analyzed during recent market turmoil. One major issue with regard to the current financial turbulences is related to the "originate and distribute" model. Securitization may contribute to a stabilizing effect on the global financial system through the reallocation of risk from originating banks to economic agents, which are willing to carry this risk. Nevertheless securitization may create uncertainty and increase the opacity of financial markets.

31 For further clarification regarding these terms, see "The role of ratings in structured finance: issues and implications" Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, January 2005.

32 European Securitization Forum, "a resource guide", downloadable from the following web address: <http://www.europeansecuritisation.com/pubs/ESFGuide.pdf>

Since the beginning of the “subprime” turmoil, several analyses have been carried out regarding asset-backed securitization (ABS) and risks related to these structures. These analyses focused particularly on securitization risk assessment. Indeed, securitization entails various risks which may impact several stakeholders in the ABS market.

Risks

Liquidity risk. Structured financial products are usually tailored according to specific needs of specific investors. The evaluation of these products by market participants is complex and ABS may not always have the necessary characteristics for being traded on secondary markets, and not be easily comparable.

In order to properly assess structured products’ *credit risk*, investors mainly rely upon rating agencies. In an ABS issuance, losses are allocated based upon their ratings. Losses impact first low and only ultimately highly rated tranches. If rating agencies underestimate credit risk, investors may not correctly perceive their risk exposures.

Legal risk is the risk incurred by stakeholders due to the legal structure of the issuer of ABS, namely an SPV. It usually refers to issues related to the property transfer of the underlying assets’ pool and to the potential legal issues between different jurisdictions. The SPV structure is frequently exposed to this risk due to the delocalization of its various entities. Moreover, SPVs are legally structured to be bankruptcy remote. This feature gives investors little incentives to sue SPVs in case of default.

Market risk. It is related to the exposures of ABS and ABCP to movements of market variables such as interest rates and foreign exchange rates. This risk is however not specifically related to securitized products. The severe dry-up of markets for asset-backed commercial papers (ABCP) has led SPVs to draw on their liquidity lines³³. Large amounts of off-balance sheet commitments were moved on-balance sheet and this risk returned in the books of banking institutions.

Moral hazard risk relates to the principal-agent problem generated by the divergence between assets property and assets servicing. In a “true sale” deal, assets property is legally transferred to the SPV. Nevertheless, the originator usually continues servicing the underlying assets’ pool clients. It does so for marketing (better knowledge of its clients) and opportunity reasons (clients typically prefer to interact with a bank than with an external entity). Property transfer implies risk transfer. The originator may have therefore a limited incentive to properly collect receivables and to recuperate past due obligations. This entails an enhanced risk for the SPV. Indeed, if a client defaults the lost receivables will impact SPV’s financial situation.

Dilution risk refers to a form of discount (debt forgiveness, cash discount or else) that the originator may grant to its clients. In this case, the originator would typically sell the underlying assets’ pool to the SPV at a discounted price. The SPV will issue notes to cover the purchased assets. When receivables are due, the SPV should receive the whole notional amount. If this is the case, it will repay the investors and transfer the difference to the originator. If receivables are less than the notional amount, the SPV retains the loss. Since in a securitized deal the underlying assets’ pool property is transferred to the SPV, this latter retains the default risk. Given that the servicing activity lies with the originator, it is unlikely that the SPV could recover even part of the incurred losses.

Cost risk indicates the costs generated by the ABS transactions. These costs usually include administration, hedging and issuance. In case these costs are not covered, the SPV retains the loss.

The above-mentioned risks³⁴ are usually hedged by the SPV through various forms of protection/insurance.

³³ Granted by sponsoring bank.

³⁴ For the definition of commingling risk, please refer to the article « Luxembourg and asset-backed securities : involvement and perspectives » in section 3.3.1.

Risk mitigation

In order to cover SPV's default risk, various forms of insurance and risk mitigation measures are in place. A common form of protection for investors is the issuance of ABS in tranches. Tranching offers investors a form of self-selection mechanism. Each investor can indeed choose the credit risk he truly wants to carry. Rating agencies provide the requested external credit risk assessment. Moreover, tranching is a form of credit enhancement as it protects higher rated notes holders from default risk. Highly rated tranches are the first to be repaid. They carry therefore a relatively lower risk. Regarding losses, the mechanism at work is bottom-up: losses impact first lower and then higher rated tranches. Tranching offers another advantage, in this case to the SPV. An SPV may issue ABCP or ABS with higher rating than the originating entity. This allows SPVs to fund in the financial markets exploiting the spread difference between originators and ABS.

Liquidity facilities are a further form of protection. Conduits hedge mainly market liquidity risk related to the possibility of dry-up of ABCP markets through liquidity lines. Liquidity lines also cover the risk that only a limited share of due receivables is collected so that the SPV has no available funds to reimburse investors. These facilities are usually granted by highly rated sponsoring banks.

Other measures of credit enhancement are over-collateralization and monoline insurances. The first one refers to selling the underlying assets' pool at discount price. In this case, an SPV usually issues notes for a lower notional amount, equal to the discounted assets price. The SPV receives usually higher cash flows than the disbursements needed to repay the notes and transfers back this difference to the originator. A monoline insurer provides a guarantee against default risk to one industry only. SPVs use monoline insurances as credit enhancements. These institutions' activity, which was traditionally limited to guarantee US municipal bonds, has extended to ABS structures.

As regards the exposures of the banking sector to structured products in general, a number of weaknesses have been highlighted during the recent months and call for corrective actions by the private and public sectors.

A first issue is the obvious underestimation by financial actors and supervisors of the actual degree of leverage in the financial system. This leverage is not only generated by traditional banking activities but also by highly leveraged institutions, SIVs, conduits, LBO-financed firms etc. There has been an imperfect assessment of the existing risks arising from the linkage between the banking sector and SIVs and conduits. Significant risks may be transferred back to banks using puts, guarantees, credit lines or other mechanisms. Hence it seems urgent for the financial industry to improve its risk management practices and the transparency in this respect. These characteristics, coupled with inadequate pricing and valuation, were at the heart of the present liquidity turbulences, implying a high degree of uncertainty about the size and location of the risks in the securities market.

A second issue is related to the respective responsibility of credit rating agencies and professional investors. Banks appear to have outsourced a significant part of their risk assessment and due diligence to rating agencies and credit scoring programs. Credit agencies usually only measure the probability of default with no responsibility or legal liability towards those who use the ratings. The information provided by rating agencies to investors on structured finance products definitely needs to be enhanced in order to increase investors' awareness of the effective risks associated with these products. The market needs to find a better balance between investor due diligence and agency ratings. The potential conflict of interest should be raised in this context, whereby rating agencies are paid by the issuer they rate.

Besides self-regulatory responses to be urged in the areas of risk management, disclosure, asset valuation and credit rating agencies, there is consensus as regards the need to strengthen EU's prudential framework for the banking sector, in particular regarding the treatment of large exposures, banks' capital requirements for securitisation including liquidity facilities for SPV's as well as liquidity management.

The new IAS/IFRS accounting standards raises some concerns regarding procyclicality of mark to market valuation. It might be appropriate from a financial stability point of view to reflect again on the proposal of a dynamic provisioning approach.

Third, the past turbulences have highlighted the necessity of adequate cooperation and information exchange mechanisms between central bankers, bank supervisors, and financial regulators at the national and international level. These mechanisms should ensure a timely and appropriate response to market and institutions in stress situations. The prominent role of central banks in the resolution of potential financial or banking crisis by the provision of liquidity has been underlined during the recent months. Central banks alone have the resources to serve as potential lender of last resort when the need arises. In order to allow for a timely and adequate decision by a central bank to potentially grant emergency liquidity assistance, it is of almost importance that it has access, in normal times and in times of crisis, to adequate information, including supervisory information.

b) Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt peut se définir comme une réduction probable des revenus résultant d'un changement de taux d'intérêt.³⁵ De par leurs métiers de transformation des échéances, les banques sont directement exposées à des risques de taux d'intérêt. Les banques peuvent également subir des pertes directes sur leurs propres positions de portefeuille.

L'analyse du bilan des banques de droit luxembourgeois montre que la plupart des actifs et passifs sont sensibles aux variations de taux d'intérêt (93% de l'actif du bilan et 90% du passif du bilan)³⁶. Les expositions sur taux d'intérêts des banques de droit luxembourgeois sont en partie couvertes par des produits dérivés. Les opérations liées aux taux d'intérêt atteignent en moyenne pondérée 18 fois les fonds propres en 2007 contre 21 fois en 2006, en raison d'une baisse de la valeur nominale de ces produits dérivés.

L'écart entre les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs, qui donne une indication du pouvoir de marché des banques et de leur capacité de génération de revenus sur intérêts, a diminué d'avantage en 2007 pour s'élever à 1,40 en 2007 contre 1,47 en 2006.

En ce qui concerne l'activité de crédits, les banques semblent relativement bien munies contre les variations de taux d'intérêt, suite à la prévalence des crédits à taux d'intérêt variable. Les banques peuvent ainsi faire passer les risques de taux d'intérêts à leurs débiteurs, en adaptant leurs taux en fonction des variations des taux des banques centrales (cf encadré « L'évolution des taux d'intérêt des banques luxembourgeoises »). Néanmoins, des expositions indirectes peuvent émaner de l'impact d'un changement de taux d'intérêt sur la capacité de remboursement des débiteurs ayant contracté des crédits à taux variables. Le risque de taux d'intérêt se transforme dans ce cas en risque de crédit ou de contrepartie.

³⁵ The economics of money, banking and financial markets, F. S. Mishkin, 2001

³⁶ Les éléments de l'actif du bilan sensibles aux taux d'intérêt sont composés à 71% de créances (46% relatifs aux créances interbancaires et 25% aux créances à la clientèle) et à 28% des obligations et autres valeurs mobilières à revenu fixe. Les éléments du passif du bilan sensibles aux taux d'intérêts sont composés à 88% de dépôts (48% de dépôts interbancaires et 40% de dépôts à la clientèle) et à 12% de titres émis.

L'ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES

Dans le sillage de la hausse de 50 points de base du taux de refinancement de l'Eurosystème entre décembre 2006 et décembre 2007, l'ensemble des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises a affiché une progression au cours de l'année 2007.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, s'est renchéri au cours de l'année 2007. Il a atteint 4,83% au 31 décembre 2007, contre 4,51% en décembre 2006, soit une progression de 32 points de base. Cette hausse a été pratiquement ininterrompue entre décembre 2006 et octobre 2007 (+ 42 points de base) pour connaître une légère inflexion en fin de période. Cette dernière, en l'absence d'une décision de baisse du taux de refinancement de l'Eurosystème, peut être expliquée en partie par la baisse concomitante des taux des swaps EONIA à deux semaines (voir graphique 32, ci-dessous) ; bien entendu, ces derniers reflètent les anticipations à court terme de la politique monétaire de l'Eurosystème. La collecte de données relative au mois de janvier 2008 fait en revanche état d'un léger resserrement de six points de base du coût des crédits immobiliers qui sont ainsi portés à 4,89%.

En outre, le volume mensuel moyen de nouveaux contrats est en progression à 195 millions d'euros en 2007 contre 155 millions en 2006. Ces niveaux demeurent considérables au regard des valeurs passées. C'est pourquoi, bien qu'il soit difficile d'isoler la composante prix de la composante demande, nous pouvons néanmoins estimer que les risques d'un retournement brutal de tendance au niveau de l'immobilier sont assez faibles.

Parallèlement, en fin d'année 2007, les banques luxembourgeoises n'anticipaient pas de durcissements des critères d'octroi pour les périodes à venir en ce qui concerne les ménages.

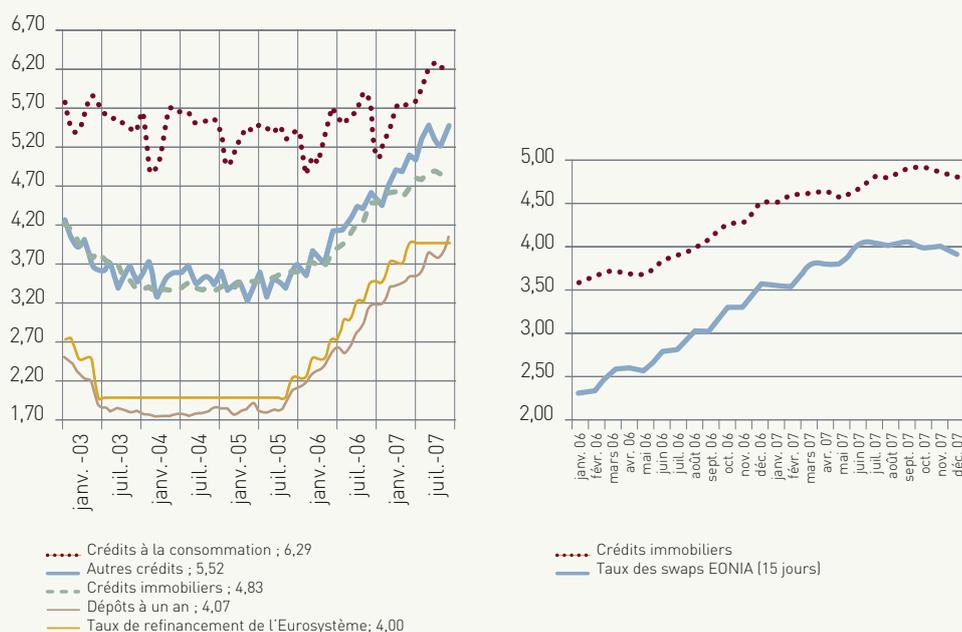
Les crédits à la consommation ont vu leur coût progresser de 47 points de base entre décembre 2006 (5,82%) et décembre 2007 (6,29%). Le graphique ci-dessous montre qu'il existe une saisonnalité assez forte de cette catégorie, marquée par des montants élevés et par une baisse sensible du taux d'intérêt en début d'année, liée à la tenue de divers salons durant le

premier trimestre de chaque année (ameublement, automobile etc.). Ainsi, dès janvier 2008, le coût moyen de cette catégorie de crédits s'est détendu de sept points de base, à 6,22%, et devrait apparaître en net repli en février.

Le coût des autres crédits à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a également fortement progressé au cours de l'année 2007, passant de 4,63% en décembre 2006 à 5,52% en décembre 2007, soit 89 points de base supplémentaires. Le fait que la progression de ce taux soit nettement supérieure à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème

Graphique 32

Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux opérations avec les ménages de la zone euro



(+ 50 points de base) sur la période n'est pas surprenant. En effet, la nature de cette catégorie de crédits suppose l'existence d'une prime de risque dont l'importance s'est accrue avec la crise financière débutée à l'été 2007. La séparation de tendance entre le coût des crédits immobiliers (pour lesquels le risque de défaut est couvert par un nantissement au réel du crédit) et celui des autres crédits, dès le mois de mars 2007, apparaît très nettement sur le graphique ci-contre.

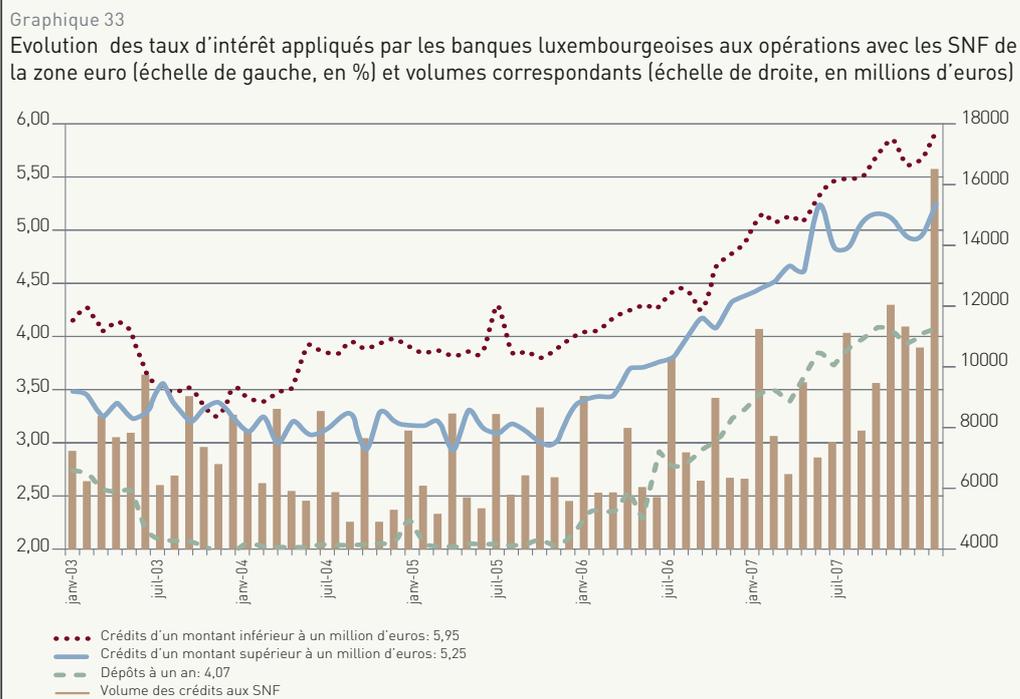
La rémunération des dépôts à terme des ménages, de maturité égale à un an, a

progressé de 88 points de base sur la période allant de décembre 2006 (3,19%) à décembre 2007 (4,07%). Cette progression, qui s'est accélérée à partir de septembre 2007, est conforme à celle observée sur le taux EURIBOR-12 mois au cours de la même période (+ 88 points de base). Nous observons que les tensions sur les taux interbancaires se répercutent de manière forte et rapide sur la rémunération des dépôts des ménages. Sans surprise, la demande de nouveaux contrats de dépôts émanant des ménages a été élevée entre août et novembre 2007 (9 488 millions d'euros en moyenne mensuelle) pour ralentir assez nettement en décembre 2007 (8 798 millions d'euros). A titre de comparaison, la moyenne mensuelle des nouveaux contrats de dépôts était de 8 545 millions d'euros au cours des sept premiers mois de 2007.

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF) à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a progressé de 80 points de base pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros comme pour celle des contrats supérieurs à un million d'euros. Celui-ci est passé de, respectivement, 5,15% et 4,45% en décembre 2006 à 5,95% et 5,25% en décembre 2007. Pour chacune des deux catégories, nous relevons une très nette accélération en fin de période, avec des hausses respectives de 29 et 31 points de base entre novembre et décembre 2007. Ces hausses en fin de période proviennent d'un renchérissement du taux EURIBOR-3 mois, qui, après deux légers reflux en octobre (- 6 points de base) et en novembre (- 5 points de base), a progressé de 22 points de base en décembre 2007. Le taux EURIBOR-3 mois constitue la meilleure référence de marché pour les crédits aux SNF. En dépit de la hausse du taux d'intérêt, le volume des nouveaux contrats de crédits aux SNF a progressé de manière assez nette en 2007. Par ailleurs, compte tenu des conditions de marché dégradées, les banques luxembourgeoises anticipent un durcissement des critères d'octroi pour les entreprises.

La rémunération des dépôts des SNF a progressé de 61 points de base entre décembre 2006 (3,46%) et décembre 2007 (4,07%). Cette progression a été moins importante que celle observée sur les dépôts à terme des ménages, ou que celle observée sur le taux EURIBOR-12 mois sur la période.

Finalement, nous constatons que la crise de liquidité qui a frappé les marchés financiers de la zone euro en 2007 a entraîné un renchérissement du coût de deux catégories de crédits: les crédits aux SNF et les autres crédits. En revanche le coût des crédits immobiliers, indexé de manière assez forte sur le taux de refinancement de l'Eurosystème, est demeuré plutôt stable, même au plus fort de la crise.



c) Risque de change

En moyenne annuelle 2007, les positions de change nettes³⁷ restent modestes par rapport aux fonds propres et représentent en moyenne annuelle environ 2% des fonds propres en 2007. Par rapport à la moyenne annuelle de 2006, nous remarquons une augmentation des positions nettes négatives en USD et une diminution des positions nettes positives en USD ainsi qu'une augmentation des positions nettes positives en CHF.

Les expositions aux risques de change sont en partie couvertes par des produits dérivés ; les opérations de dérivés liées aux taux de change atteignent en agrégé 9,8 fois les fonds propres et ont augmenté en valeur nominale de 2,4% en moyenne annuelle entre 2007 et 2006.

1.6.4 Conclusions

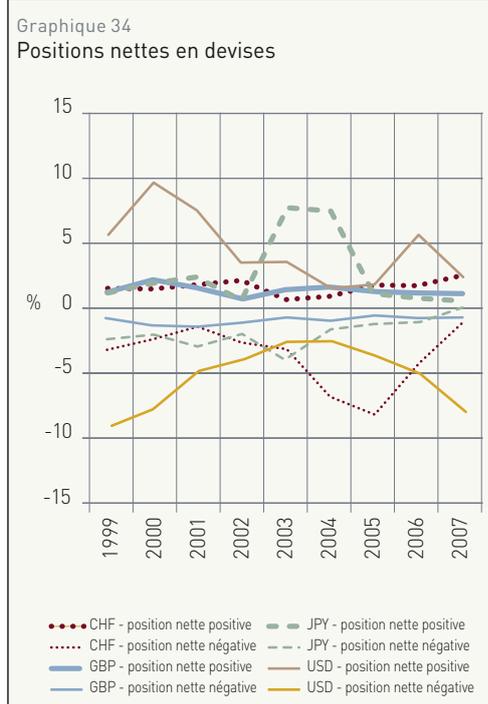
Les systèmes financiers internationaux ont été mis à l'épreuve par les turbulences à partir du deuxième semestre 2007. Les principaux risques auxquels les banques ont dû faire face ont découlé des perturbations dans les marchés financiers en général, et de crédit en particulier, ainsi que de l'essoufflement de la liquidité abondante jusqu'alors. Ceci est particulièrement important dans un environnement où les revenus hors intérêt ont continuellement augmenté et constituent désormais une grande partie dans les revenus totaux des banques. Les turbulences financières touchent en particulier les grandes banques d'investissement. Même si les activités des banques luxembourgeoises sont principalement *liabilities driven* et orientées vers le *private banking* ainsi que l'industrie des fonds d'investissement; elles ne sont néanmoins pas à l'abri des retombées indirectes engendrées par les turbulences financières dans un environnement d'interdépendance accrue entre systèmes financiers au niveau international.

Les résultats de la Place restent positifs en 2007 mais reculent par rapport aux excellentes performances des dernières années. Pendant l'année sous revue, les résultats de la Place s'inscrivent dans le cadre d'une baisse du résultat hors intérêts et d'une hausse de la marge sur intérêts conjuguée à une hausse des corrections de valeur.

La rentabilité des actifs et du capital ainsi que le ratio des coûts sur revenus s'est légèrement détérioré en 2007, en particulier au deuxième semestre. Le ratio de solvabilité reste largement au-dessus du seuil prudentiel minimum requis malgré un léger recul par rapport à 2006. Le ratio de liquidité est resté stable par rapport à 2006 à un niveau largement au-dessus de la norme prudentielle. L'exposition aux risques de marché devait avoir augmenté au deuxième semestre dans le sillage des turbulences financières internationales. En ce qui concerne le risque de crédit l'importante exposition des banques au niveau du marché interbancaire, dont les liens intragroupe se sont intensifiés au deuxième semestre, est susceptible d'amplifier les risques de contagion potentiels.

Malgré cet environnement moins favorable, les bonnes performances des années précédentes et des ratios de solvabilité confortables ont globalement permis aux banques luxembourgeoises de faire face à la hausse des risques. Des vulnérabilités auprès de quelques banques individuelles ne peuvent néanmoins pas être exclues et il faut rester vigilant quant aux retombées négatives en cas de persistance des turbulences financières.

³⁷ Si la position nette est positive, la banque enregistre un gain en cas d'appréciation de cette devise par rapport à la monnaie locale et une perte en cas de dépréciation de la devise en question. Si la position nette est négative, la banque enregistre un gain en cas de dépréciation de cette devise par rapport à la monnaie locale et une perte en cas d'appréciation de la devise en question.



Source: BCL

L'épisode des perturbations des marchés a en particulier mis en évidence les risques découlant des produits financiers complexes, des problèmes d'évaluation et de transparence ainsi que de la vitesse de propagation des problèmes de liquidité et de la contagion accrue à travers les différents systèmes financiers. Une coopération renforcée entre banques centrales et superviseurs ainsi que des travaux au niveau international en matière de surveillance et de gestion de risque de liquidité s'avère certes indispensable.

Les perspectives au niveau international restent incertaines pour l'année 2008. L'environnement financier en général doit faire face à une poursuite potentielle des moins-values d'évaluation de titres, de la croissance des coûts de refinancement sur les marchés, de la baisse des revenus sur activités en relation avec les produits structurés et l'*investment banking*, de la situation des monolines, de l'émergence potentielle de nouvelles vulnérabilités dans les systèmes financiers ainsi qu'aux retombées d'un environnement macro économique moins favorable.

Tableau 19
Indicateurs macro-prudentiels pour le secteur bancaire luxembourgeois

	1999 (moyenne ¹ annuelle)	2000 (moyenne ¹ annuelle)	2001 (moyenne ¹ annuelle)	2002 (moyenne ¹ annuelle)	2003 (moyenne ¹ annuelle)	2004 (moyenne ¹ annuelle)	2005 (moyenne ¹ annuelle)	2006 (moyenne ¹ annuelle)	2007 (moyenne ¹ annuelle)	31.12.07
1. RENDEMENT ET SOLIDITE DE GESTION										
<i>Rendements sur actifs²</i>										
- Produit bancaire par rapport au total des actifs	1,4%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,5%	-	1,4%
- Résultats avant provisions par rapport au total des actifs	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,9%	-	0,9%
- Résultats après provisions par rapport au total des actifs	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	-	0,8%
- Résultats nets par rapport au total des actifs	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,8%	-	0,7%
<i>Rendements sur capital</i>										
- Résultats après provisions par rapport au capital libéré	50,7%	51,1%	53,4%	44,1%	43,4%	49,9%	45,6%	59,4%	-	54,1%
- Résultats nets par rapport au capital libéré	34,0%	36,7%	40,7%	36,4%	34,9%	39,8%	37,8%	55,6%	-	47,0%
<i>Composition du revenu</i>										
<i>Part dans le revenu total³ :</i>										
- Marge sur intérêts	53,3%	49,5%	56,7%	58,4%	57,2%	53,1%	48,4%	50,6%	-	57,3%
- Revenus nets sur commissions	38,5%	43,8%	38,0%	38,0%	36,3%	38,8%	42,9%	41,8%	-	40,9%
- Revenus nets sur opérations financières	8,1%	6,7%	5,3%	3,6%	6,5%	8,2%	8,7%	7,8%	-	1,8%
<i>Frais généraux par rapport au produit bancaire</i>	40,5%	40,4%	40,8%	41,7%	41,2%	43,1%	42,3%	36,6%	-	39,0%
2. SOLVABILITE										
- Ratio de solvabilité global	12,9%	13,1%	13,7%	15,0%	17,1%	17,6%	16,3%	14,9%	14,2%	13,5%
- Ratio de solvabilité tier ¹	10,4%	11,0%	11,4%	13,1%	14,4%	14,7%	14,1%	13,6%	13,0%	12,3%
3. QUALITE DES AVOIRS										
<i>Corrections de valeur</i>										
- Corrections de valeur par rapport aux fonds propres	24,6%	21,6%	17,9%	17,7%	16,7%	14,9%	14,8%	14,1%	13,6%	13,4%
- Corrections de valeur sur crédits par rapport à la valeur brute des crédits - ratio global	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
- Corrections de valeur sur crédits par rapport à la valeur brute des crédits - créances interbancaires	0,3%	0,2%	0,1%	0,09%	0,08%	0,06%	0,03%	0,02%	0,02%	0,01%
- Corrections de valeur sur crédits par rapport à la valeur brute des crédits - créances sur la clientèle et opérations de crédit-bail	1,4%	1,2%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%
<i>Niveau des garanties</i>										
- Part des crédits garantis dans le total des crédits - ratio global	16,7%	17,4%	16,7%	17,1%	16,7%	16,7%	16,0%	17,4%	17,0%	19,9%
- Part des crédits garantis dans le total des crédits - créances interbancaires	2,9%	2,2%	1,7%	1,5%	1,9%	3,6%	3,4%	5,0%	3,8%	5,0%
- Part des crédits garantis dans le total des crédits - créances sur la clientèle et opérations de crédit-bail	47,0%	48,3%	47,6%	49,9%	51,4%	48,0%	46,5%	44,5%	43,9%	47,0%
<i>Engagements importants⁴</i>										
- Engagements importants par rapport au total des engagements	94,0%	94,6%	94,6%	94,1%	93,2%	93,1%	94,1%	94,4%	91,9%	86,5%
- Engagements importants par rapport aux fonds propres	1293%	1272%	1249%	1124%	976%	1061%	1163%	1346%	1347%	1351%
- Part des engagements importants à problèmes dans le total des engagements importants ¹⁶	1,5%	0,8%	0,6%	0,4%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

	1999 (moyenne ¹ annuelle)	2000 (moyenne ¹ annuelle)	2001 (moyenne ¹ annuelle)	2002 (moyenne ¹ annuelle)	2003 (moyenne ¹ annuelle)	2004 (moyenne ¹ annuelle)	2005 (moyenne ¹ annuelle)	2006 (moyenne ¹ annuelle)	2007 (moyenne ¹ annuelle)	31.12.07
Croissance réelle du crédit⁵										
- Croissance annuelle réelle du crédit envers les sociétés non financières	18,7%	6,6%	9,8%	-7,9%	-11,2%	-6,6%	5,8%	18,6%	16,8%	20,5%
- Croissance trimestrielle réelle du crédit envers les sociétés non financières	3,9%	1,9%	2,5%	-4,5%	-2,2%	-2,9%	4,3%	5,6%	3,4%	4,2%
- Croissance annuelle réelle du crédit envers les ménages au Luxembourg	5,5%	18,5%	6,5%	9,1%	19,5%	10,5%	11,6%	13,0%	19,6%	18,8%
- Croissance trimestrielle réelle du crédit envers les ménages au Luxembourg	1,3%	4,2%	1,6%	4,2%	3,2%	4,1%	3,2%	13,4%	4,5%	4,0%
Engagements hypothécaires et immobiliers										
Part du prêt hypothécaire dans le total des prêts à la clientèle privée	10,7%	13,3%	14,2%	17,8%	19,6%	15,6% ¹²	19,2% ⁴	17,7%	17,5%	17,6%
- Part du prêt hypothécaire dans le total des prêts aux sociétés	5,3%	9,1%	10,8%	12,5%	13,4%	10,3% ¹²	11% ⁴	8,3%	7,4%	7,7%
- Part du prêt hypothécaire dans le total des prêts aux ménages	27,9%	25,6%	23,6%	32,4%	34,0%	26,5% ¹²	36,1% ⁴	37,9%	41,1%	41,6%
Part du prêt immobilier dans le total des prêts aux ménages ¹⁶	37,5%	30,8%	30,9%	31,2%	34,4%	37,9%	40,6	44,9%	50,2%	52,3%
Engagements par secteur										
Engagements envers les ménages au Luxembourg par rapport au total des engagements	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%
Engagements envers les sociétés par rapport au total des engagements	80,6%	82,2%	83,5%	83,3%	83,6%	82,3%	82,3%	83,8%	85,6%	86,6%
- Engagements envers les sociétés financières par rapport au total des engagements	67,6%	68,4%	69,5%	70,0%	71,0%	70,8%	71,2%	71,6%	71,9%	72,4%
- Engagements envers les sociétés non financières par rapport au total des engagements	13,0%	13,8%	14,0%	13,3%	12,6%	11,5%	11,1%	12,2%	13,7%	14,3%
Engagements créances envers les ménages au Luxembourg par rapport au total des engagements créances	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,6%	2,6%
Engagements créances envers les sociétés par rapport au total des engagements créances	88,9%	89,4%	89,9%	90,0%	90,1%	89,4%	89,6%	90,2%	90,3%	90,2%
- Engagements créances envers les sociétés financières par rapport au total des engagements créances	73,1%	73,4%	73,7%	74,9%	76,8%	77,6%	78,3%	78,3%	77,3%	77,1%
- Engagements créances envers les sociétés non financières par rapport au total des engagements créances	15,8%	15,9%	16,1%	15,0%	13,2%	11,9%	11,3%	11,9%	13,0%	13,1%
Engagements titres de créance envers les sociétés par rapport au total des engagements titres de créance	58,2%	63,1%	66,0%	65,0%	66,7%	64,7%	65,6%	68,9%	75,0%	78,1%
- Engagements titres de créance envers les sociétés financières par rapport au total des engagements titres de créance	52,5%	55,1%	57,9%	56,4%	55,9%	54,0%	55,0%	56,1%	59,2%	61,0%
- Engagements titres de créance envers les sociétés non financières par rapport au total des engagements titres de créance	5,7%	8,0%	8,1%	8,6%	10,9%	10,7%	10,6%	12,9%	15,3%	17,1%
Avoirs sur pays à risque⁸										
Avoirs sur pays à risque par rapport aux fonds propres	64%	55,6%	48%	61,8%	63,7%	60,8%	69,3%	33,0%	-	-
Actifs envers entités liées										
Part des actifs envers entités liées dans le total des actifs	27,3%	27,7%	29,2%	32,7%	34,3%	34,9%	34,8%	36,2%	36,9%	39,3%
Part des actifs envers entités liées dans les créances interbancaires	47,0%	49,2%	52,8%	58,3%	61,3%	64,2%	64,2%	65,7%	68,3%	73,1%
4. RISQUES DE MARCHE										
Produits financiers dérivés										
Produits financiers dérivés par rapport aux fonds propres	2823%	2982%	3488%	3302%	2815%	2986%	2745%	3152%	2903%	2760%
- Opérations liées aux taux d'intérêts par rapport aux fonds propres	1994%	1817%	1817%	2127%	2083%	2216%	1913%	2108%	1766%	1622%
- Opérations liées aux cours de change par rapport aux fonds propres	1026%	1015%	1009%	860%	686%	724%	781%	952%	989%	999%
- Opérations liées à d'autres cours de marché par rapport aux fonds propres ¹³	140%	150%	662%	315%	45%	47%	52%	83%	148%	138%

	1999 (moyenne ¹ annuelle)	2000 (moyenne ¹ annuelle)	2001 (moyenne ¹ annuelle)	2002 (moyenne ¹ annuelle)	2003 (moyenne ¹ annuelle)	2004 (moyenne ¹ annuelle)	2005 (moyenne ¹ annuelle)	2006 (moyenne ¹ annuelle)	2007 (moyenne ¹ annuelle)	31.12.07
Actions et autres valeurs mobilières à revenu variable par rapport aux fonds propres	25,1%	21,1%	17,6%	15,5%	13,1%	15,9%	15,2%	38,4%	31,7%	28,9%
Position nette en devise par rapport aux fonds propres										
CHF - position nette positive	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	0,6%	0,8%	1,5%	1,5%	2,3%	2,4%
- position nette négative	-3,4%	-2,5%	-1,7%	-2,8%	-3,2%	-7,1%	-8,5%	-4,5%	-1,3%	-1,2%
GBP - position nette positive	1,1%	2,0%	1,6%	0,8%	1,2%	1,5%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%
- position nette négative	-0,9%	-1,5%	-1,5%	-1,4%	-0,8%	-1,2%	-0,8%	-0,9%	-0,8%	-0,9%
JPY - position nette positive	1,0%	1,8%	2,1%	0,5%	7,6% ¹⁴	7,4% ¹⁴	0,9%	0,6%	0,4%	0,1%
- position nette négative	-2,7%	-2,2%	-3,0%	-2,2%	-4,2%	-1,9%	-1,4%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
USD - position nette positive	5,6%	9,6%	7,4%	3,3%	3,3%	1,4%	1,6%	5,5%	2,3%	5,9%
- position nette négative	-9,2%	-8,0%	-5,1%	-4,2%	-2,9%	-2,8%	-3,8%	-5,1%	-8,3%	-0,7%
5. LIQUIDITE										
Ratio de liquidité ²¹	67%	64%	65%	66%	67%	66%	65%	63%	63%	61%
Part des dettes envers les banques centrales dans le total du passif ⁹	2,5%	3,1%	3,7%	3,7%	4,5%	4,8%	5,1%	5,5%	5,3%	4,8%
Coefficient de transformation d'échéance ¹⁰	3,46%	3,16%	2,50%	2,67%	2,74%	2,46%	2,47%	2,44%	2,44%	1,80%
Fonds en provenance de la clientèle privée par rapport aux créances non interbancaires	1,79%	1,74%	1,75%	1,78%	1,99%	2,13%	2,26%	2,19%	2,07%	1,91%
6. COMPETITIVITE										
Concentration des actifs - coefficient Gini ^{5/11}										
Concentration de la somme de bilan totale	0,74%	0,74%	0,76%	0,77%	0,77%	0,77%	0,76%	0,75%	-	0,73%
Concentration des créances non interbancaires	0,82%	0,83%	0,83%	0,82%	0,81%	0,81%	0,82%	0,80%	-	0,82%
Concentration des créances interbancaires	0,71%	0,71%	0,75%	0,75%	0,76%	0,76%	0,77%	0,74%	-	0,73%
Ecart des taux d'intérêts ^{5/15}	1,79%	1,13%	1,13%	1,57%	1,62%	1,65%	1,52%	1,47%	1,40%	1,39%

1 Moyennes pondérées

2 Actif diminué des comptes de régularisation

3 Sont considérées les catégories de revenu principales, revenu total = marge sur intérêts + revenus nets sur commissions + revenus nets sur opérations financières

4 Définis selon les règles prudentielles luxembourgeoises comme les engagements dépassant un montant de 6,25 millions d'euros ou un montant équivalent ou 10% des fonds propres de la banque

5 Sont prises en compte toutes les banques établies au 31/12/2007.

6 Chiffres jusqu'en novembre 2005 seulement

7 Zone euro uniquement

8 Pays à risque : tels que définis par la circulaire CSSF 06/270

9 Diminué des comptes de régularisation

10 Un coefficient supérieur à 1 signifie que les actifs de la banque ont une durée moyenne supérieure aux passifs. Un coefficient inférieur à 1 signifie que les engagements de la banque ont une durée moyenne supérieure aux actifs

11 Le coefficient Gini prend une valeur entre 0 et 1. Une valeur de 0 signifie une distribution égale de l'activité mesurée parmi les banques. Plus la valeur se rapproche de 1, plus l'activité en question est concentrée

12 Diminution de la moyenne pondérée due au manque de données d'une grande banque pour les mois de février à août 2004

13 Diminution à partir 2002 due au transfert d'activités d'une filiale vers une succursale au sein d'un même groupe

14 L'augmentation par rapport à 2002 est surtout due à la position importante d'une grande banque au 31/12/2003. La banque en question a pratiquement éliminé sa position par après

15 Suite à un changement du tableau de reporting sous-jacent, les chiffres à partir 2003 ne sont pas comparables aux chiffres précédents. Moyenne simple considérée pour cet indicateur

16 A partir de 2004: changement dans la méthode de calcul

2 LES AUTRES ACTEURS DU SECTEUR FINANCIER

2.1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Les conditions économiques et boursières favorables du premier semestre de l'année en cours ont stimulé le développement des OPC luxembourgeois qui ont poursuivi leur croissance au rythme soutenu, observé au cours des deux années précédentes. L'évolution en nombre des OPC a été accompagnée par celles de la valeur nette d'inventaire et de l'apport net en capital, confirmant ainsi la confiance des investisseurs internationaux, tant institutionnels que privés, dans la compétence et la compétitivité de la place financière luxembourgeoise en matière de gestion et d'administration de fonds d'investissement.

Le second semestre de l'année en cours, quant à lui, a été nettement marqué par les problèmes survenus sur le marché hypothécaire américain. Les répercussions de la crise de l'immobilier américain ont également affecté certains organismes de placement collectif luxembourgeois conduisant ainsi à un essoufflement du dynamisme observé au cours du premier semestre. Ainsi, durant le second semestre de l'année 2007, la valeur nette d'inventaire s'est stabilisée à un niveau élevé alors que l'apport net en capital s'est limité à 57 869 millions d'euros.

2.1.1 L'évolution en nombre

Le rythme de la création nette d'OPC luxembourgeois s'est accéléré très fortement au cours de l'année 2007 pour se chiffrer à 630 créations nettes d'unités, contre 178 au cours de l'année précédente. Ainsi, au 31 décembre 2007, la liste officielle des OPC comptait 2 868 unités; parmi celles-ci, 1 688 ont été constituées avec une structure à compartiments multiples, ce qui représente au total 9 935 compartiments, tandis que 1 180 unités ont opté pour une structure classique.

Tableau 20

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

Source: CSSF

Dans ce contexte, on notera que la crise de l'immobilier américain n'a, à ce stade, pas eu de répercussions sur la création nette d'OPC au Luxembourg; en effet, le dernier trimestre de l'année 2007 s'est caractérisé par 367 créations nettes d'unités, représentant un total de 700 compartiments.

2.1.2 L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Le patrimoine global net des organismes de placement collectif a dépassé le niveau historique de 2 000 milliards d'euros pour la première fois en mai 2007 et s'est, depuis lors, maintenu au-dessus de la barre des 2 000 milliards d'euros.

Au 31 décembre 2007, le patrimoine global net des OPC luxembourgeois s'est élevé à 2 059 395 millions d'euros, contre 1 844 850 millions d'euros au 31 décembre 2006, ce qui représente un taux de croissance de 11,6%.

Tableau 21

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

	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 %
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
2007							
jan.	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév.	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	22 233	17 403	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	21 578	36 088	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	20 598	1 762	394 896	23,9
juil.	2 407	10 194	2 052 977	23 771	-17 816	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	166	-17 849	327 888	19,2
sep.	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8
oct.	2 618	10 644	2 123 519	24 630	39 745	342 402	19,2
nov.	2 761	10 924	2 063 797	6 860	-66 582	264 272	14,7
déc.	2 868	11 115	2 059 395	3 049	-7 451	214 545	11,6

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.

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

La variation annuelle en termes bruts des actifs nets des OPC, entre fin décembre 2006 et fin décembre 2007, s'élève à 214 545 millions d'euros, soit une progression de 11,6%. L'accroissement de la valeur nette d'inventaire, observé au cours des douze derniers mois, s'explique d'une part par un afflux net de capital de 188 488 millions d'euros, qui représente 87,9% de la hausse de la VNI et, d'autre part, par une évolution favorable des marchés financiers pour un montant total de 26 057 millions d'euros, soit 12,1% de la progression de l'actif net.

L'apport net en capital, qui s'est élevé à 188 488 millions d'euros au cours de l'année sous revue, est en recul de 21,9% par rapport à l'année 2006, où l'investissement net en capital s'élevait à 241 344 millions d'euros. L'analyse de l'apport net en capital au cours des dernières années permet plusieurs constats.

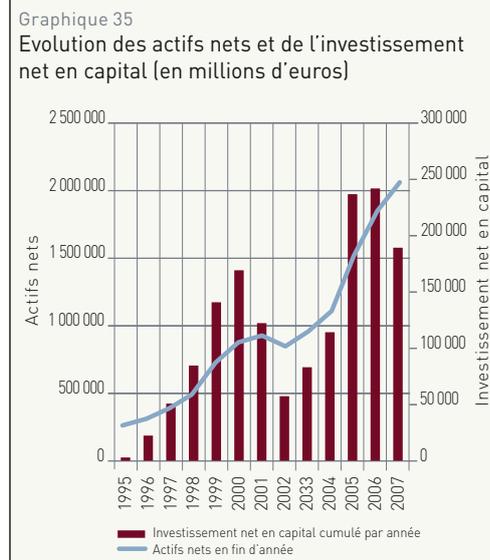
D'emblée il importe de noter que l'apport net en capital de l'année 2007 résulte essentiellement de l'apport des sept premiers mois avec 154 390 millions d'euros. Les mois d'août et de septembre, quant à eux, témoignent d'un apport net en capital très faible de 166 millions d'euros et d'un retrait net de capital de 607 millions d'euros. Le dernier trimestre, quant à lui, est également fort contrasté; alors qu'en octobre l'apport net en capital s'est élevé à 24 630 millions d'euros, novembre et décembre ont affiché un apport net moyen de 4 955 millions d'euros.

D'autre part, on notera que d'autres années, telles que 2006 par exemple, se sont également caractérisées par une évolution contrastée de l'apport net en capital. De plus, on remarquera également que les effets de la crise de l'immobilier américain sont encore loin d'atteindre ceux générés par les turbulences

observées sur les marchés boursiers au printemps 2001, qui ont été accentués par les attaques terroristes de septembre 2001 et se sont prolongées jusqu'en 2002. En effet, fin 2001 l'actif net sous gestion n'affichait qu'un taux de croissance de 6,2% par rapport à fin 2001 alors que, fin 2002, le patrimoine net était en recul de 9,0% par rapport au 31 décembre 2001.

Parallèlement à l'évolution de l'apport net en capital, on notera que l'impact négatif de la variation des marchés financiers sur la valeur nette d'inventaire a été particulièrement marqué au cours des mois de février, juillet, août et novembre 2007. Toutefois, alors qu'au cours des mois de février et juillet cet impact a été compensé par l'apport net en capital, il a fortement impacté l'évolution de la valeur nette d'inventaire au cours des mois d'août, novembre et décembre. En effet, au cours de ces derniers mois l'impact négatif de la variation des marchés a nettement surplombé l'apport net en capital, engendrant ainsi une baisse de la valeur nette d'inventaire.

Ces observations permettent de soutenir la thèse que la crise du marché immobilier américain et ses répercussions sur les marchés financiers n'ont pas épargné l'industrie luxembourgeoise des organismes de placement collectif, bien qu'à ce stade les conséquences ne semblent pas être trop marquées. En effet, le redressement rapide des indices boursiers en septembre 2007 a certainement contribué à la reprise assez considérable de l'apport net en capital au cours du mois d'octobre 2007.



Source: CSSF

Toutefois, dans ce contexte, il importe d'être vigilant puisque les répercussions de la crise de l'immobilier sont loin d'être terminées, ceci d'autant plus que les indices boursiers se sont à nouveau repliés dès novembre 2007 avec des baisses très fortes, dépassant les 10% en janvier 2008. Ainsi, la confiance des investisseurs a sans doute été ébranlée et ces derniers, surpris par la dégradation continue des indices boursiers ainsi que par la révision à la baisse des perspectives de croissance dans certaines zones géographiques, pourraient demeurer plus prudents et limiter ainsi l'apport net en capital au cours des mois à venir. En effet, ce dernier, très faible de novembre et décembre 2007, tend à confirmer que ces contretemps pourraient inciter les investisseurs à chercher refuge dans des valeurs plus certaines, telles que les fonds monétaires et/ou des dépôts en banque, annonçant ainsi une année 2008 plus difficile pour l'industrie luxembourgeoise des OPC.

2.1.3 Les OPC monétaires

a) L'évolution en nombre

Au 31 décembre 2007, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 463 unités contre 451 unités fin 2006, soit une hausse de 12 unités. Cette augmentation demeure toutefois relativement modeste par rapport à la croissance du nombre total de compartiments sur la place financière qui a augmenté de 1 642 unités au cours de la même période.

b) La somme de bilan

Au cours de la période sous revue, la somme de bilan des OPC monétaires s'est nettement accrue pour s'élever à 253 641 millions d'euros au 31 décembre 2007, contre 190 242 millions d'euros au 31 décembre de l'année précédente, ce qui représente une hausse de 33,3%. Dans ce contexte, on notera particulièrement les hausses marquées survenues au cours des quatre derniers mois de l'année 2007 et qui témoignent dès lors de la recherche d'investissements moins risqués.

c) Politique d'investissement

Fin 2007, le portefeuille de titres, autres que des actions, détenus par les OPC monétaires luxembourgeois représentait 187 531 millions d'euros (73,9% du total des actifs détenus) contre 166 243 millions d'euros (86,2%) à la fin de l'année précédente. Les OPC monétaires poursuivent donc une politique d'investissement axée sur le marché monétaire, à faible risque et à rendement modéré pour l'investisseur qui ne leur laisse que peu de marge de manœuvre pour diversifier leurs investissements en choisissant d'autres produits financiers. Dans le détail, 56,2% des titres autres que des actions, détenus par les OPC monétaires luxembourgeois ont été émis par les établissements de crédit, 5,8% par les administrations publiques et 38% par les autres secteurs.

Parallèlement, les OPC monétaires affichaient des créances bancaires pour un montant total de 58 833 millions d'euros à la fin de l'année 2007.

d) Ventilation géographique

En ce qui concerne la ventilation géographique de ces investissements, les émetteurs résidents, faute d'une offre suffisante, n'ont joué qu'un rôle marginal (2,9%) comparé aux émetteurs de la zone euro (48%) ou du reste du monde (49,1%).

Tableau 22

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois (en millions d'EUR, en fin de période)

Emetteurs des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾	
	2006/12	2007/09	2007/12	2006/12 - 2007/12		2007/09 - 2007/12		2007/12	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	3 857	4 981	5 473	1 616	41,9	492	9,9	2,9	100,0
Etablissements de crédit	2 662	2 903	2 961	299	11,2	59	2,0	1,6	54,1
Administrations publiques	51	0	0	-51	-	0	-	-	-
Autres secteurs	1 144	2 078	2 511	1 368	119,6	433	20,8	1,3	45,9
Autres intermédiaires financiers	902	975	2 187	1 285	142,4	1 211	124,2	1,2	40,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	34	82	77	43	125,8	-5	-6,1	0,0	1,4
Sociétés non financières	208	1 021	248	40	19,2	-773	-75,7	0,1	4,5
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	74 818	87 576	90 007	15 189	20,3	2 431	2,8	48,0	100,0
Etablissements de crédit	41 758	49 720	52 545	10 786	25,8	2 824	5,7	28,0	58,4
Administrations publiques	10 979	8 250	9 394	-1 586	-14,4	1 143	13,9	5,0	10,4
Autres secteurs	22 081	29 605	28 069	5 988	27,1	-1 536	-5,2	15,0	31,2
Autres intermédiaires financiers	13 254	15 645	15 340	2 086	15,7	-305	-2,0	8,2	17,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 007	1 142	777	-230	-22,8	-364	-31,9	0,4	0,9
Sociétés non financières	7 796	12 818	11 952	4 156	53,3	-867	-6,8	6,4	13,3
Ménages et ISBLM	24	0	0	-24	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	87 568	97 848	92 052	4 484	5,1	-5 797	-5,9	49,1	100,0
Etablissements de crédit	44 105	46 700	49 810	5 704	12,9	3 110	6,7	26,6	54,1
Administrations publiques	2 734	1 450	1 602	-1 132	-41,4	151	10,4	0,9	1,7
Autres secteurs	40 729	49 698	40 641	-88	-0,2	-9 058	-18,2	21,7	44,1
Total	166 243	190 405	187 531	21 288	12,8	-2 874	-1,5	100,0	100,0

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

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

Source: BCL

e) Ventilation sectorielle des investissements par région géographique

Les investissements des OPC monétaires luxembourgeois dans des titres autres que des actions émis par des résidents s'élevaient à 5 473 millions d'euros au 31 décembre 2007. Les établissements de crédit, avec un encours de 2 961 millions d'euros, suivis des autres intermédiaires financiers, avec un encours de 2 187 millions d'euros, étaient les secteurs émetteurs luxembourgeois les plus importants.

Une large part de l'encours des investissements en titres émis par des résidents de la zone euro est constituée de titres de créance des établissements de crédits; à la fin de l'année 2007, cet encours atteignait 54 545 millions d'euros, soit 58,3% sur l'actif représenté par les émetteurs de la zone euro. En même temps, le secteur des autres intermédiaires financiers a su confirmer sa deuxième position dans la préférence des gestionnaires par rapport à celui des administrations publiques. Parmi les variations remarquables au courant de l'année 2007, il y a lieu de mentionner le secteur des sociétés non financières qui affiche un rythme de croissance élevé, portant l'encours de 7 796 millions d'euros à 11 952 millions d'euros, soit une hausse de 53,3%.

Finalement, fin 2007, 49,1% du portefeuille de titres autres que des actions détenus par des OPC monétaires luxembourgeois, soit 92 052 millions d'euros, provenaient des émetteurs du reste du monde. Ceci représente une augmentation de 5,1% en termes de valeur par rapport à décembre 2006. La ventilation sectorielle confirme la tendance générale et montre que les établissements de crédit ont été la contrepartie favorisée par les investisseurs (49 810 millions d'euros), suivis par les autres secteurs (40 641 millions d'euros) avec des parts relatives de 26,6% et 21,7%. Il reste à remarquer que le secteur des établissements de crédit s'oriente à la hausse avec 12,9 %, alors que les autres secteurs affichent une légère baisse de 0,2%. La part du secteur des administrations publiques est relativement modeste avec 1 602 millions d'euros et fait état d'une tendance à la baisse (-88%).

2.2 LES ASSURANCES³⁸

Dans un contexte devenu extrêmement difficile comme suite aux turbulences affectant les marchés financiers, le quatrième trimestre s'est révélé décevant pour les assureurs luxembourgeois, notamment en assurance-vie. L'encaissement des branches vie au cours de cette période recule en effet de 22,55% par rapport au 4^e trimestre de 2006, alors que les primes en assurance non vie fléchissent de 2,83%.

Grâce aux bonnes performances des trimestres précédents, la décroissance des primes sur l'ensemble de l'année se limite à 4,78% : les branches non vie progressent de 2,18%, alors que celles de l'assurance-vie enregistrent un recul de 5,56%.

En assurance-vie la diminution de 3,79% de l'encaissement relatif aux produits en unités de compte, bénéficiaires de la bonne tenue persistante des marchés boursiers jusqu'à l'automne 2007, contraste avec celle bien plus importante de 15,87% de celui des produits vie à rendements garantis. Largement prépondérants depuis de nombreuses années, les produits en unités de comptes ont augmenté leur part de marché et les primes correspondantes constituent près de 87% de l'encaissement.

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 37.994 contrats – en progression de 9,08% par rapport à 2006 – ont généré un encaissement de 53,05 millions d'euros, soit 9,43% de plus qu'en 2006. L'épargne gérée à ce titre s'élève à 287 millions d'euros à la fin de 2007.

38 Contribution du Commissariat aux Assurances



Le total des provisions techniques des assureurs vie s'établit à 56,35 milliards d'euros à la fin 2007, en progression de 12,39% par rapport à fin 2006 et de 2,92% par rapport à la fin de septembre 2007.

Redevenus nettement positifs depuis 2004, les résultats des entreprises vie dépassent leur précédent record de 2006 avec un excédent de plus de 193 millions d'euros après impôts, en croissance de 66,38% par rapport à l'exercice précédent.

L'assurance non vie hors assurances maritimes progresse de 5,49%. Les assureurs travaillant essentiellement, sinon exclusivement sur le marché luxembourgeois, enregistrent une croissance de leur encaissement de 9,16%. Avec une augmentation de 0,22% 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 – restent stables après la croissance très importante des deux exercices précédents. 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 reculé de 6,23% au cours de cette période.

Avec un excédent après impôts estimé à 106,52 millions d'euros le résultat des entreprises d'assurance non vie luxembourgeoises hors assurances maritimes progresse de 26,80% par rapport à celui de 2006.

L'emploi des entreprises d'assurances directes a augmenté de 126 unités pour s'établir à 3.317 personnes à la fin de 2007. Avec un niveau de 82,90 millions d'euros les impôts directs sont en augmentation de 8,75% par rapport à 2006.

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 2007 ne sera connu qu'ultérieurement.

