

## 4 LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES

1. Le secteur bancaire luxembourgeois	58
1.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur bancaire	58
1.2 L'évolution du nombre d'établissements de crédit	59
1.3 Le bilan des établissements de crédit	59
1.4 Décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non bancaire	70
1.5 Le compte de pertes et de profits des établissements de crédit	83
a) Evolution des revenus	84
b) Evolution des coûts	87
1.6 La solvabilité	90
1.7 Le ratio de levier	95
1.8 La liquidité	96
1.9 Evaluation de la vulnérabilité du secteur bancaire	100
1.9.1 Indicateur de vulnérabilité	100
1.9.2 Les tests d'endurance en tant qu'outils macro-prudentiels	102
2. Les autres acteurs du secteur financier	104
2.1 Les organismes de placement collectif	104
2.2 L'évolution en nombre	104
2.2.1 L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC	105
2.2.2 L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement	105
2.2.3 Les OPC monétaires	107
2.3 Les assurances	109



## LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES

L'année 2011 a été particulièrement marquée par des turbulences très sévères induites par le déclenchement de la crise de la dette souveraine en Europe. L'intensité de cet épisode de crise majeure a affecté l'ensemble du système financier européen à travers de multiples canaux. Le « désordre » induit par le segment des dettes souveraines a propulsé une violente contraction du marché interbancaire et boursier. Bien que le degré d'exposition des établissements de crédit luxembourgeois aux pays dits périphériques de la zone euro soit contenu, la détérioration de l'environnement global n'a pas été, pour le moins, favorable au secteur financier luxembourgeois. Ainsi, la tendance baissière des années précédentes affichée par le secteur bancaire a certes été endiguée sans qu'il y ait toutefois une reprise notable du volume des affaires au niveau agrégé. Ce constat est le reflet du processus de restructuration et de consolidation des activités de certains grands groupes bancaires ayant des filiales ou des succursales au Luxembourg. L'analyse des données du secteur bancaire confirme la consolidation des activités du secteur dans un environnement réglementaire appelé à changer dans les années à venir et qui risque de peser davantage sur sa rentabilité. Alors que le nombre d'établissements de crédit et l'effectif des emplois n'ont guère varié au cours de la période sous revue, l'actif total du secteur accuse une légère hausse, qui est principalement due à l'augmentation des créances interbancaires. Enfin, concernant le compte de pertes et profits, en dépit d'une nette amélioration de la marge sur intérêts et des revenus sur commissions, les établissements de crédit luxembourgeois n'ont pas su répliquer les performances des deux années précédentes en raison des moindres valorisations des portefeuilles de titres ainsi que des importantes dépréciations nettes. Il importe toutefois, de garder à l'esprit que ces contreperformances s'expliquent majoritairement par des facteurs non-récurrents affectant un nombre limité des établissements de crédit. Le secteur bancaire continue à afficher des ratios de solvabilité et de liquidité confortables, alors que les indicateurs de rentabilité sont en baisse par rapport à l'année précédente. Même si l'analyse est diluée par la situation très hétérogène des différentes banques, les aspects de rentabilité devraient jouer un rôle prédominant pour le secteur bancaire dans son ensemble dans les années à venir, principalement sous l'effet des mesures réglementaires dans le cadre des accords de Bâle III.

Quant aux fonds d'investissement, les investissements nets se sont élevés à seulement 5 284 millions d'euros, sur une base annuelle, contre 161 568 millions d'euros pour l'année précédente. Quant aux effets de marché, ils ont eu un impact négatif de 107 766 millions d'euros, alors qu'ils avaient contribué à la croissance de la VNI à hauteur de 196 433 millions d'euros en 2010. Après une évolution en dents de scie au premier semestre, c'est principalement au cours des mois d'août et de septembre 2011 que les contre-performances boursières ont plombé la valeur des portefeuilles des fonds d'investissement, induisant en parallèle des retraits nets en capital de la part des investisseurs. Au final, au cours de l'année 2011, la valeur nette d'inventaire (VNI) s'est tassée de près de 4,7% par rapport au niveau observé à la fin de l'année 2010.

### 1. LE SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS

#### 1.1 L'ÉVOLUTION DE L'FFECTIF DANS LE SECTEUR BANCAIRE

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 696 personnes au 31 décembre 2011, ce qui représente une baisse de 37 emplois par rapport au 30 septembre 2011.

Dans le détail, 46 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs par rapport au mois de septembre 2011. Cette progression de l'effectif varie, selon les cas, dans un intervalle de [1 à 39] employés.

Quant aux 48 établissements de crédit ayant diminué leurs effectifs, la baisse varie de 1 à 68 employés.

Il convient toutefois de rappeler qu'une banque de la place a augmenté son effectif de 558 personnes au mois de septembre 2011. Ceci s'explique par l'internalisation d'activités assurées auparavant par un sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement. La neutralisation de cette activité non-récurrente se traduirait par une baisse de 117 unités à la fin de l'année 2011 en comparaison avec l'effectif affiché au 31 décembre 2010.

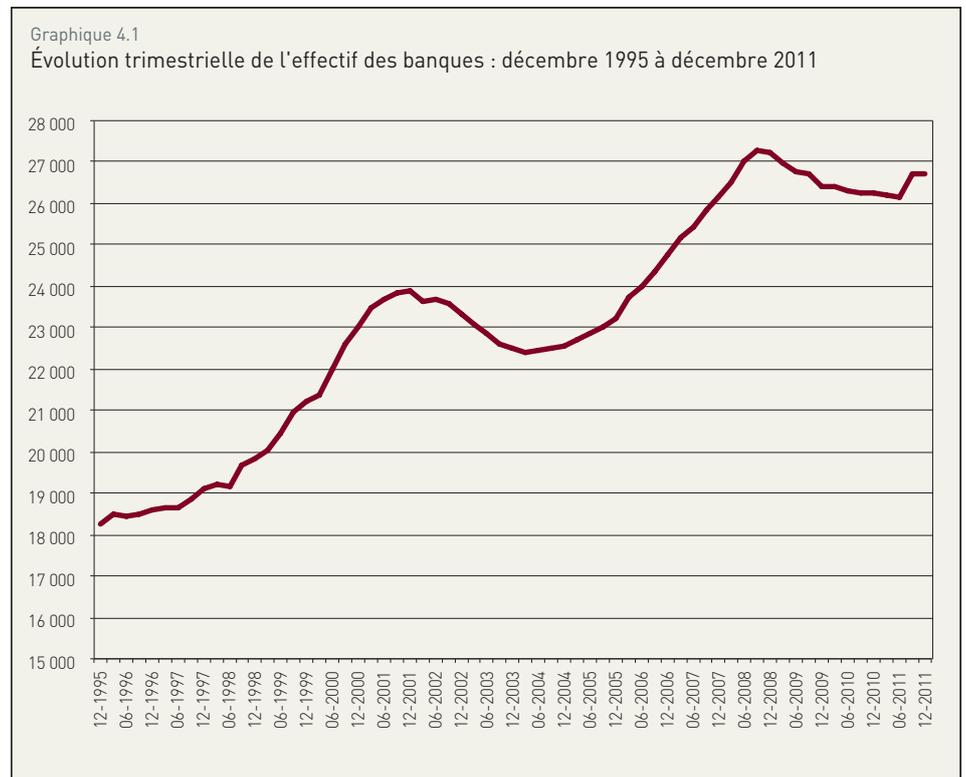
## 1.2 L'ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Le nombre d'établissements de crédit a diminué d'une unité entre fin février 2011 et fin février 2012 passant de 144 à 143 unités.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 41 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, on dénombre 5 banques luxembourgeoises, 11 banques belges, 14 banques françaises, 10 banques suisses et 8 banques italiennes.

## 1.3 LE BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Le graphique suivant montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. Il apparaît que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par une légère hausse de la somme des bilans, qui s'est estompée au cours de l'année 2010.

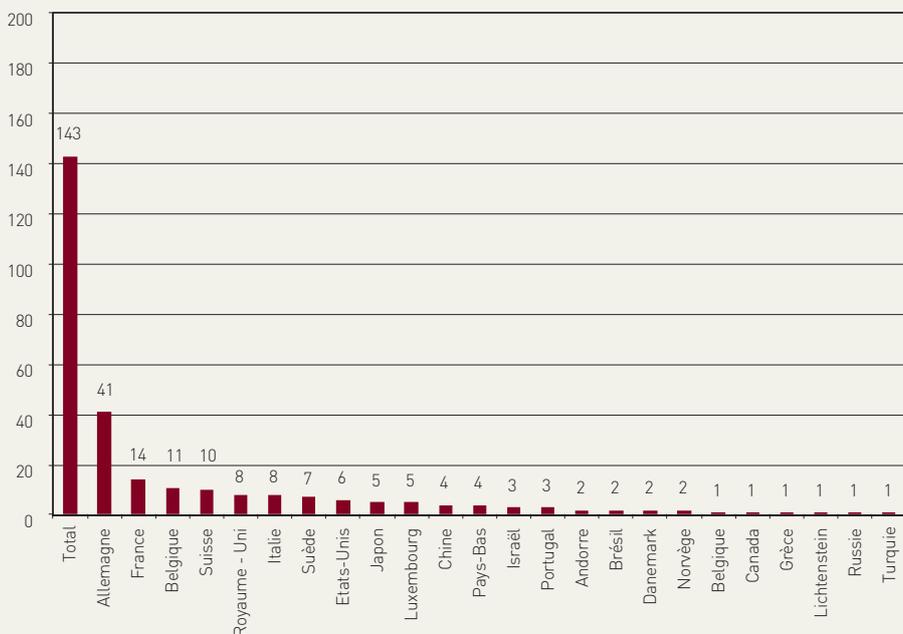


Source : BCL

Au cours de l'année 2011 la somme moyenne des bilans des établissements de crédit s'est établie à 779 741 millions d'euros. Il convient toutefois de noter que cette moyenne ne reflète que la tendance centrale des encours tout au long de l'année. L'analyse des évolutions bilantaires mensuelles révèle deux périodes distinctes: les quatre premiers mois sont reflétés par une moyenne de 766 285 millions d'euros, inférieure à celle affichée par les huit mois restant où l'encours moyen couvrant cette seconde période a atteint 786 201 millions d'euros. Le pic de l'activité fut observé à la fin du mois de septembre où la valeur des actifs totaux s'élevait à 805 998 millions d'euros. L'amplification de la crise des dettes souveraines au dernier trimestre a bien-sûr affecté les bilans des banques ; néanmoins, les actions prises par les autorités publiques et monétaires ont atténué les répercussions. Elles se sont traduites,

Graphique 4.2

Nombre et origine géographique des banques luxembourgeoises en février 2011



Source : CSSF

même, par une progression du volume d'activité affiché pour les banques luxembourgeoises. Ainsi, en janvier 2012, le niveau des actifs s'élevait à 803 465 millions. Toutefois, cette amélioration n'a été que de courte durée dans la mesure où l'activité a de nouveau décliné au mois de février pour s'établir à un niveau inférieur à celui affiché à la fin de l'année 2011. Cette volatilité n'est que le reflet de la nervosité des marchés qui a précédé la conclusion d'un accord européen sur le sauvetage de la Grèce, y compris l'implication du secteur privé. Le graphique 4.3 met également en exergue le mouvement de concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.

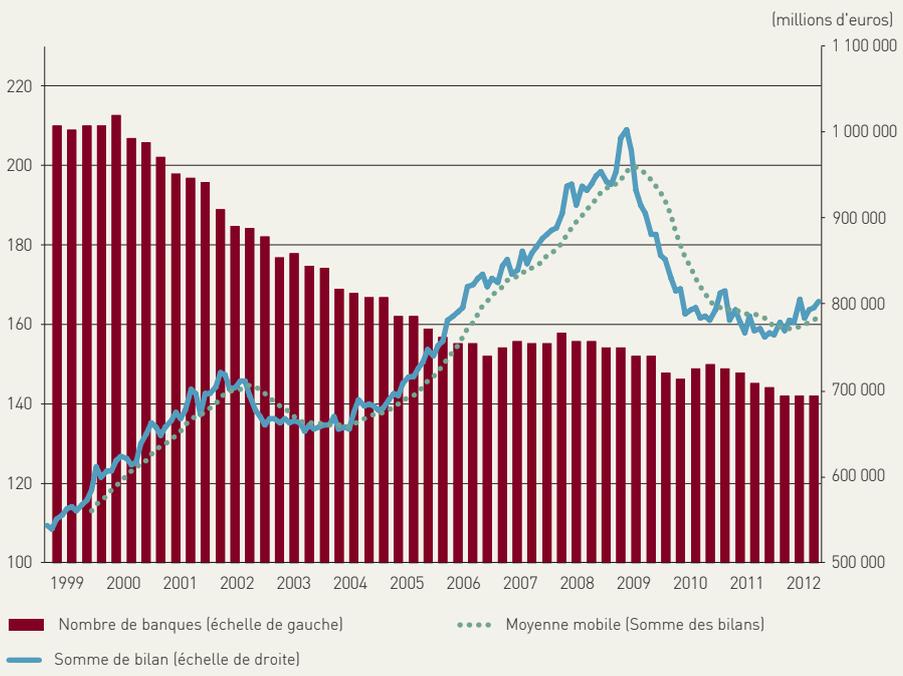
### Evolution du volume des principaux postes de l'actif du bilan

Entre les mois de février 2011 et de février 2012, la somme des bilans des établissements de crédit est en hausse de 1,9%, passant de 761 702 à 776 153 millions d'euros. Les créances interbancaires ainsi que les autres actifs expliquent cette augmentation. Le portefeuille de titres et les créances sur la clientèle sont, par contre, en baisse par rapport à l'année précédente. Par ailleurs, il convient de noter qu'entre les mois de décembre 2011 et de février 2012, la somme des bilans des établissements de crédit est en recul de 2,6% (soit de 20 493 millions d'euros).

Les créances interbancaires, qui représentent plus de la moitié (51,1%) de l'actif du bilan des banques, ont augmenté de 8,3%, soit 30 392 millions d'euros, entre février 2011 et février 2012, pour

Graphique 4.3

Évolution mensuelle de la somme des bilans et le nombre des établissements de crédit



Source : BCL

s'élever à 396 996 millions d'euros. L'évolution mensuelle sur la période étudiée reste contrastée. Toutefois, les créances interbancaires sont en hausse générale depuis le mois de juillet 2011.

Il convient cependant de noter que les facilités de dépôt auprès de la Banque centrale du Luxembourg sont incluses dans ces créances. Le mois de janvier 2012, avec 38 177 millions d'euros déposés représente le montant le plus élevé enregistré pour ce poste. Au mois de février, 28 011 millions d'euros étaient déposés auprès de la BCL. La faible rémunération des facilités de dépôt (0,25%) devrait inciter les banques commerciales à se prêter de l'argent entre elles. Or, la progression constatée du niveau des dépôts effectués auprès de la BCL serait plutôt un indicateur de la persistance des tensions sur le marché interbancaire et un levier de gestion de la liquidité des banques dont l'usage excessif serait synonyme de la perte de confiance dans les acteurs financiers.

Les créances sur la clientèle ont diminué de 4%, soit de 7 619 millions d'euros, entre février 2011 et février 2012, pour s'élever à 183 278 millions d'euros. Ce poste représente presque un quart de l'actif du bilan des banques. Notons qu'entre décembre 2011 et février 2012, les créances sur la clientèle sont en baisse de 5,4%.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente désormais 20,4% de l'actif du bilan, s'est contracté de 12,1% entre février 2011 et février 2012, passant de 180 071 millions d'euros à 158 341 millions d'euros, soit un montant proche de celui du début des années 2000. Cette contraction résulte en partie de la baisse de certains indices boursiers depuis le mois d'avril 2010. En effet en mars 2010, la valeur du portefeuille de titres s'élevait encore à 218 807 millions d'euros. Par ailleurs, cette contraction s'inscrit également dans un contexte où les banques cherchent à se libérer de certains titres, afin de réduire le volume de leurs actifs à risques et d'améliorer la qualité de leurs expositions. Le portefeuille-titres des banques est investi à 92,7% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 7,3% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a connu une forte évolution à la hausse entre février 2011 et février 2012 et s'élève à 37 539 millions d'euros, soit 4,8% de l'actif total. Cette évolution s'explique par un contexte d'incertitude élevée sur les marchés financiers, lequel serait un facteur incitatif pour les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection.

Tableau 4.1

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

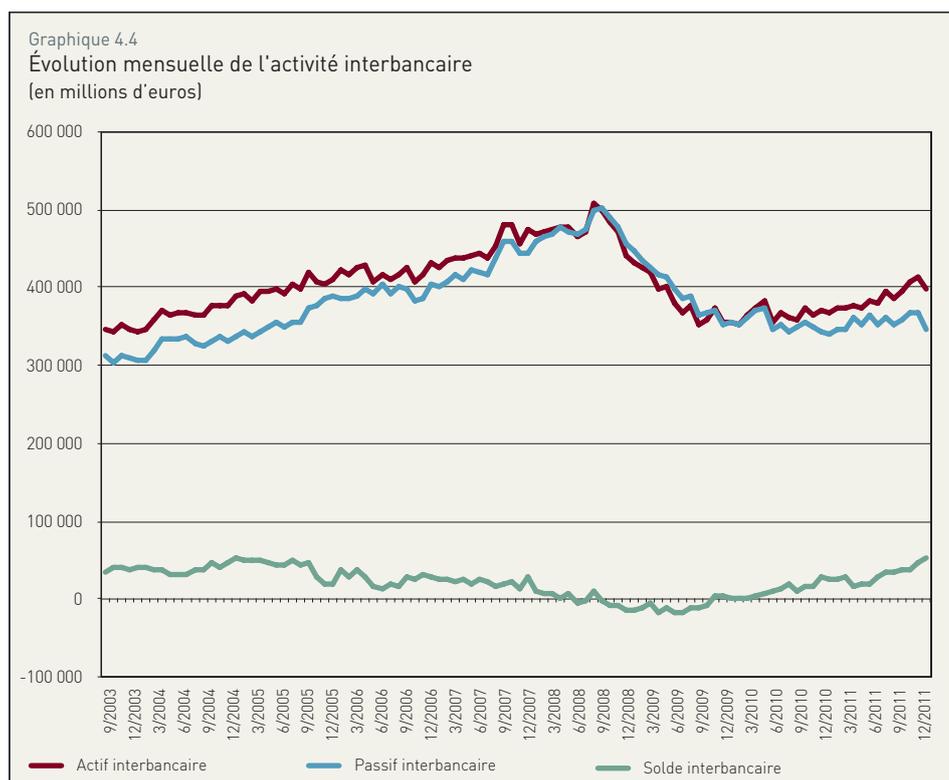
ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	02-2011	12-2011	02-2012	02-2011 - 02-2012		12-2011 - 02-2012		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Créances interbancaires</b>	366 603	406 268	396 996	30 392	8,3	-9 272	-2,3	51,1
<b>Créances sur la clientèle</b>	190 896	193 658	183 278	-7 619	-4,0	-10 380	-5,4	23,6
<b>Portefeuille titres</b>	180 071	162 705	158 341	-21 730	-12,1	-4 364	-2,7	20,4
<b>Autres actifs</b>	24 132	34 016	37 539	13 407	55,6	3 523	10,4	4,8
<b>Total de l'actif</b>	761 702	796 646	776 153	14 451	1,9	-20 493	-2,6	100,0

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

## Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également être transposées à l'analyse du passif.



Source : BCL

Les encours de dettes interbancaires, qui représentent 44,5% du passif du bilan des banques, ont augmenté de 1,5%, soit 5 133 millions d'euros entre février 2011 et février 2012, pour s'élever à 345 482 millions d'euros. Cependant, il convient de noter que ce poste a connu une évolution négative entre décembre 2011 et février 2012. Les positions interbancaires incorporent par ailleurs les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg. Néanmoins, les établissements de crédit ont réduit significativement leurs refinancements auprès de celle-ci. En effet, fin juillet 2009 les concours aux établissements de crédit de la zone euro représentaient 24 150 millions d'euros, contre 3 205 millions d'euros fin février 2012. Les encours de dettes interbancaires sont donc majoritairement des dettes contractées auprès des établissements de crédits. Le solde net des actifs et passifs interbancaires poursuit sa progression jusqu'à fin février 2012, telle qu'illustrée par le graphique 4.4 ci-dessus.

Ainsi, le solde créditeur en fin de période s'élevait à 51 513 millions d'euros.

Après avoir décrit d'une manière sommaire les évolutions de cet agrégat, une analyse est conduite par l'intermédiaire de la technique dite d'analyse de réseau afin d'approfondir l'importance des expositions interbancaires des banques luxembourgeoises. Les principaux résultats de celle-ci sont décrits dans l'encadré (4.1).

## Encadré 4.1:

## LES CANAUX INTERBANCAIRES DE CONTAGION AU LUXEMBOURG : L'APPORT DES ANALYSES DE RÉSEAUX

Les liens entre les institutions financières se sont révélés être une source de propagation potentielle des chocs au sein du système financier. Il s'est avéré que les conséquences sur la stabilité financière de l'émergence de vulnérabilités au sein de réseaux complexes et fortement interconnectés étaient particulièrement difficiles à anticiper. De plus, il est apparu qu'une institution peut non seulement être « *trop grande pour faire faillite* » mais aussi « *trop interconnectée pour pouvoir faire faillite* ». En effet, la taille n'est pas toujours *per se* un indicateur de l'importance systémique d'une institution financière et la prise en compte des liens interbancaires permet de compléter le profil systémique d'une institution financière<sup>27</sup>.

Par conséquent, la nécessité de renforcer le cadre analytique en matière de stabilité financière selon une approche macro-prudentielle s'est imposée. Dans ce contexte, l'analyse des réseaux, appliquée au système financier peut contribuer à l'amélioration de notre compréhension des liens entre institutions financières. La représentation d'un système financier sous forme d'un réseau permet de visualiser les liens et les expositions communes des institutions financières, d'identifier les établissements qui jouent un rôle central et de distinguer les canaux de transmission de vulnérabilités potentiels. Le marché interbancaire se prête tout particulièrement à cet exercice.

## 1 L'ANALYSE DES RÉSEAUX APPLIQUÉE AU SYSTÈME FINANCIER : PRINCIPAUX CONCEPTS

Le réseau est constitué de *nœuds* ou de *sommets*, représentant les institutions financières, et des liens entre ces dernières. Ces liens peuvent être soit des *arcs* (lien dirigé d'un nœud vers un autre) soit des *arêtes* (lien non dirigé entre deux nœuds). Appliqués au système financier, les arcs/arêtes peuvent être pondérés en fonction de l'importance de l'exposition interbancaire. De même, la taille des nœuds peut refléter la taille de l'institution financière en fonction de la somme de son bilan.

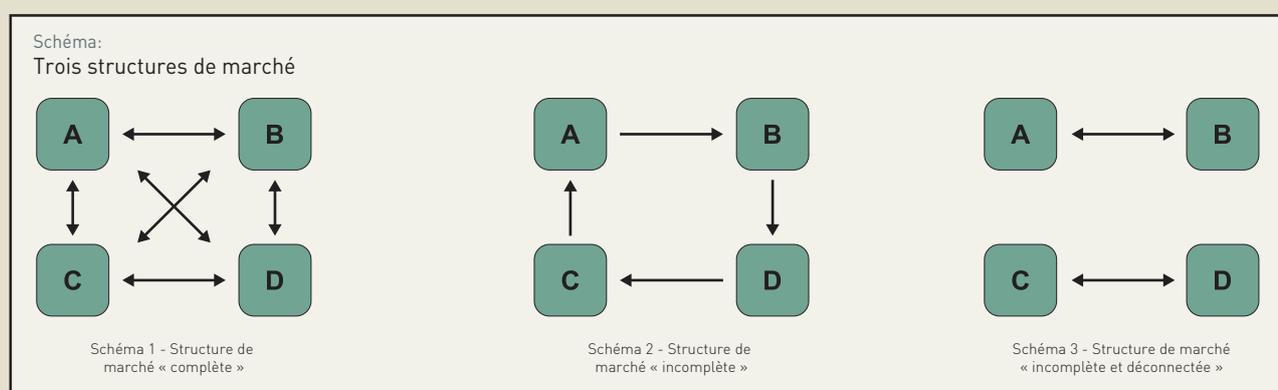
L'analyse de réseaux se concentre essentiellement sur la structure des liens entre les nœuds<sup>28</sup>. Dans un graphe dirigé, on définit le *degré entrant* d'un nœud comme étant le nombre de liens arrivant vers le nœud (soit le nombre de ses débiteurs) et le *degré sortant* d'un nœud comme le nombre de liens partant du nœud (soit le nombre de ses créditeurs). Par conséquent, le *degré* d'un nœud est la somme des *degrés entrants* et *sortants*. Afin d'étudier le réseau dans son ensemble, il y a lieu de s'intéresser à certaines notions pouvant fournir des indications sur les caractéristiques inhérentes au réseau. Par exemple, le *diamètre* du réseau mesure le chemin le plus long entre deux nœuds alors que la *distance* entre deux nœuds est la longueur du chemin le plus court les rejoignant. La *connectivité* du réseau est le ratio du nombre de lien observés dans le réseau par rapport au nombre total de liens possibles. Les concepts de *centralité* et de *prestige*<sup>29</sup> peuvent également être utilisés.

27 Voir par exemple IMF/BIS/FSB, Octobre 2009, *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*

28 ECB, *Financial Stability Review*, June 2012, *Special feature D*.

29 Au sens large, les nœuds centraux sont ceux qui ont le plus de liens avec les autres nœuds (degré le plus élevé). On peut calculer par exemple le degré de centralité d'un nœud comme étant le degré du nœud normalisé par le degré maximal ( $n-1$ ). Dans le cas d'un graph dirigé, le degré de centralité est calculé à partir des degrés sortants. La centralité de proximité (*closeness centrality*) se base sur la notion de distance : un nœud est central s'il est « proche » des autres nœuds (c'est-à-dire si la distance avec les autres nœuds est peu élevée). La centralité d'intermédierité (*betwensness centrality*) qualifie un nœud de central si celui-ci se situe sur plusieurs chemins reliant deux nœuds entre eux (c'est-à-dire s'il joue un rôle d'intermédiaire entre deux autres nœuds). Par ailleurs, le prestige d'un nœud traduit le nombre de liens entrants de ce dernier.

De nombreuses études se sont intéressées à l'analyse empirique des caractéristiques de réseaux interbancaires dans différents pays (van Lelyveld et Liedorp (2006) pour les Pays-Bas, Upper et Worms (2004) en Allemagne, Boss et al. (2004) pour l'Autriche...). Une revue détaillée de ces études est à retrouver dans Upper (2011). Il ressort de ces analyses que l'ampleur des risques de contagion entre établissements de crédits dépend fortement de la structure précise du marché interbancaire. D'un point de vue théorique, Allen et Gale (2000) examinent différentes configurations au sein d'un système bancaire constitué de quatre banques.



Source : Allen et Gale, 2000

Cette étude démontre qu'une structure de marché « complète » (schéma 1), c'est-à-dire une situation dans laquelle chaque banque a une exposition envers chacune des autres banques, est plus robuste qu'une structure de marché « incomplète » (schéma 2), où une banque n'a qu'une seule exposition envers la banque « la plus proche ». Dans le cadre de la structure de marché incomplète, et bien que les banques soient uniquement reliées une à une, l'ensemble du système se trouve connecté, rendant possible la transmission d'un choc à tout le système. Ceci n'est pas le cas dans la configuration de marché « incomplète et déconnectée » (schéma 3) : bien que l'analyse conclue que cette configuration est davantage sensible aux effets de contagion que la structure de marché « complète », elle permet cependant d'éviter que les implications du choc initial en termes de fragilités financières ne se propagent à l'ensemble du système.

Ces modèles théoriques, qui peuvent être étendus à d'autres situations (par exemple une structure de marché avec un centre monétaire, Freixas *et al.* 2000) permettent de comprendre les mécanismes de base qui sont à l'œuvre en cas de transmission d'un choc. Cependant, il s'avère plus délicat d'appliquer ces modèles aux structures plus complexes des marchés interbancaires existants (pour une illustration voir Boss *et al.* 2004).

## 2 ANALYSE DU RÉSEAU INTERBANCAIRE DOMESTIQUE LUXEMBOURGEOIS

Bien que la part domestique des transactions interbancaires ne représente que 10 % (respectivement 12%) des créances (dettes) totales des établissements de crédit établis au Luxembourg au 30 septembre 2011, l'absence de données plus complètes sur les expositions bilatérales croisées avec des établissements de crédit à l'étranger limite l'analyse au marché interbancaire domestique. Dans ce contexte, seuls les établissements de crédit luxembourgeois ayant renseigné des données dans le reporting prudentiel sur la concentration des risques envers d'autres banques domestiques au 30 septembre 2011, soit 95 banques, sont repris dans la matrice des expositions interbancaires servant à la construction

du réseau<sup>30</sup>. Le tableau ci-dessous décrit brièvement les données utilisées pour la construction du réseau interbancaire domestique.

Tableau 4.2

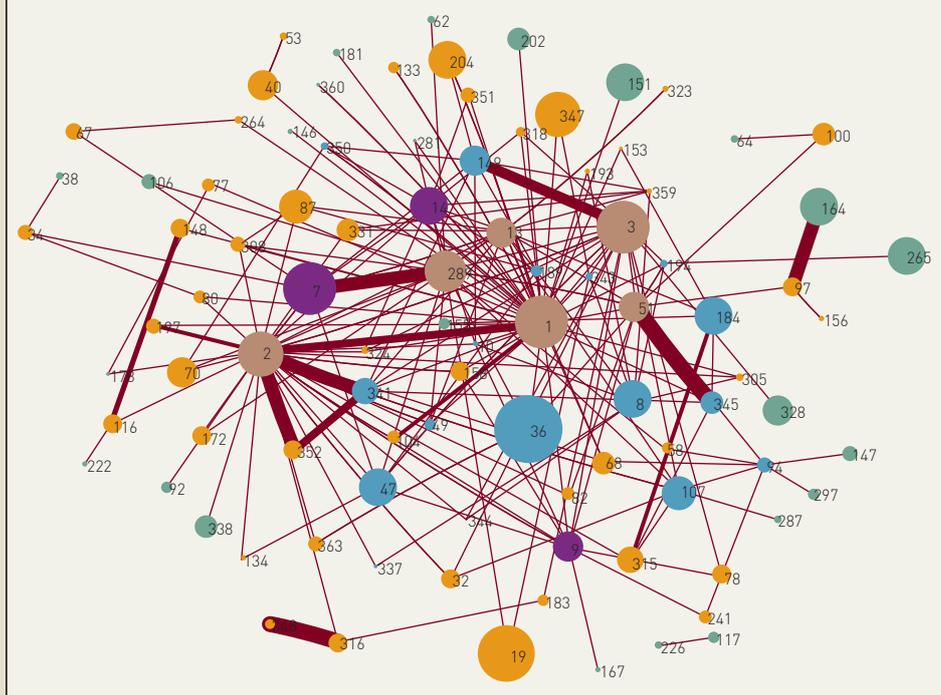
Reporting de la concentration des grands risques pour le marché interbancaire domestique

EXPOSITIONS BILATÉRALES	CRÉDITS ACCORDÉS (EUR)	CRÉDITS UTILISÉS (EUR)
<b>Moyenne</b>	103 840 478	103 143 673
<b>Écart type</b>	376 716 039	376 830 240
<b>5% quantile</b>	7 835	1 893,65
<b>95% quantile</b>	274 632 895	274 632 894,75
<b>Maximum</b>	2 914 049 267	2 914 049 267
<b>Mediane</b>	14 989 358	14 257 184

Données : CSSF, calculs BCL

Le réseau ainsi constitué est caractérisé par 95 nœuds et 228 arcs. Ce réseau démontre l'importance de certains acteurs de la Place (aussi bien du point de vue de la taille de leur bilan, de l'importance en volume de leurs expositions interbancaires que du nombre de liens avec d'autres banques) et permet de représenter les canaux de transmission de vulnérabilité potentiels. Il y a lieu de souligner l'importance des liens interbancaires entre entités du même groupe, puisque la plupart des expositions interbancaires très importantes (représentées par des lignes rouges plus foncées) sont intra-groupes.

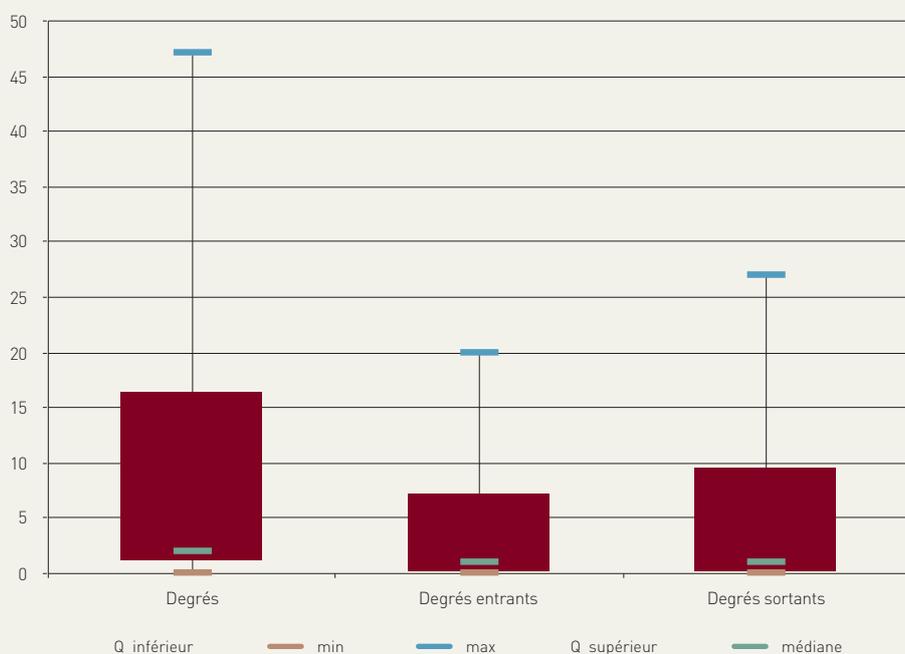
Graphique 4.5  
Réseau interbancaire domestique luxembourgeois, au 30 septembre 2011



Sources : CSSF, calculs BCL

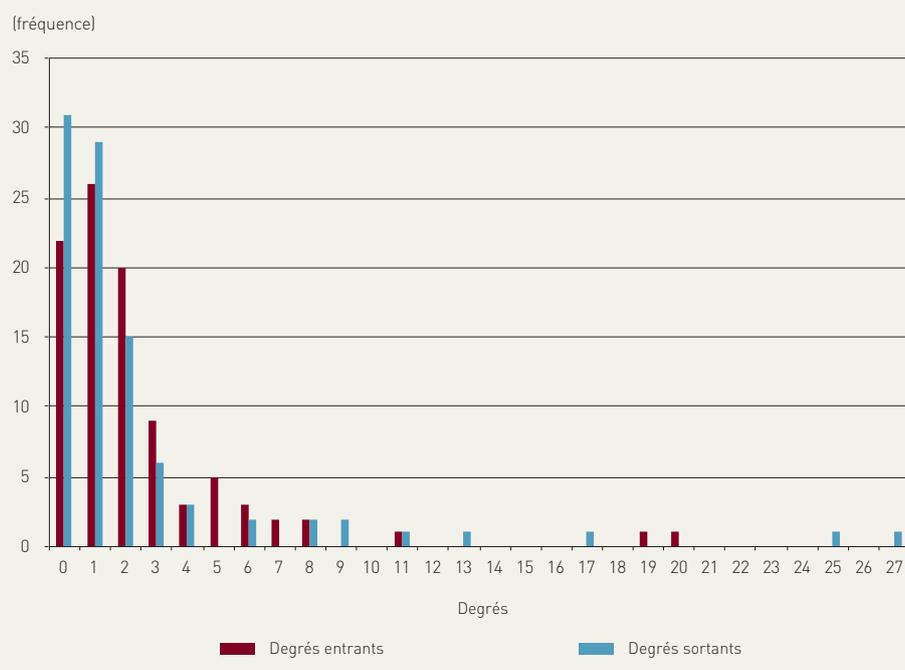
30 Le tableau B 2.3 est un tableau prudentiel ayant pour objet de fournir des informations sur la concentration des risques dans les portefeuilles des établissements de crédit : il s'agit des risques dépassant 10 % des fonds propres ou EUR 12.500.000 (respectivement EUR 25.000.000 pour les risques sur des établissements). Pour plus de détails voir le document CSSF, 7 décembre 2010, "instructions relatives au tableau B 2.3".

Graphique 4.6  
Dispersion des degrés, des degrés entrants et sortants



Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 4.7  
Distribution des degrés entrants et sortants



Sources : CSSF, calculs BCL

Les graphiques ci-contre présentent la dispersion ainsi que la distribution des liens entre les institutions financières, au 30 septembre 2011. Ces graphiques démontrent que le réseau luxembourgeois des expositions interbancaires domestiques est caractérisé par l'existence de nœuds ayant des niveaux de connexion assez hétérogènes. Le réseau interbancaire luxembourgeois présente une distribution asymétrique des liens due à la présence d'un petit nombre d'institutions financières fortement interconnectées et jouant un rôle de « hub » alors que la plupart des autres établissements restent à la périphérie, avec un nombre de liens assez faible.

La *densité* du réseau ou *connectivité*, soit le ratio du nombre total de lien par rapport au nombre total de liens possibles dans le réseau, s'élève à 0.05. Cette observation corrobore le fait que les réseaux réels sont loin d'avoir une structure *complète* telle que décrite par Allen et Gale (2000). La *distance* moyenne entre deux nœuds du réseau, c'est-à-dire la longueur du chemin le plus court les rejoignant, s'élève à 2.83 ce qui est assez bas. Ceci signifie que le réseau interbancaire domestique luxembourgeois se





Les données représentées dans le graphique 4.10 correspondent aux seules créances et dettes interbancaires envers d'autres établissements de crédit et l'analyse se base sur les chiffres d'un échantillon d'établissements de crédit couvrant 95% de la somme des bilans de la Place au 30 septembre 2011, soit 75 établissements de crédit. Les cercles représentent le volume des créances et des dettes interbancaires des établissements de crédit luxembourgeois par pays destinataire/d'origine et l'épaisseur des lignes représente le pourcentage par rapport au total des créances/dettes interbancaires. Cette illustration met en évidence que l'Allemagne, la Suisse, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas, les États-Unis, la Grèce, Singapour et Hong-Kong sont des acteurs importants pour les transactions interbancaires transfrontalières des établissements de crédit établis au Luxembourg.

#### 4 CONCLUSION

L'analyse du marché interbancaire domestique luxembourgeois sous la forme d'un réseau permet d'appréhender les liens et les expositions communes des établissements de crédit, d'identifier les institutions qui jouent un rôle central et de visualiser les canaux de contagion potentiels au sein de ce marché. Cependant, les limitations des données dont nous disposons actuellement ne permettent pas d'étendre cette analyse aux contreparties bancaires transfrontalières alors que celles-ci représentent l'essentiel du marché interbancaire des banques luxembourgeoises.

Les dettes envers la clientèle non-bancaire ont augmenté de 1,4%, entre février 2011 et février 2012, pour s'élever à 274 226 millions d'euros. Le refinancement des banques est donc toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle, qui représentent un poids relatif de 35,3% de la somme du passif fin février 2012.

Entre février 2011 et février 2012, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 8,1%. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 63 798 millions d'euros fin février 2012, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (8,2% de la somme du passif).

Fin février 2012, 92 646 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Les autres passifs sont en hausse de 13,6% par rapport à la même période de l'année précédente.

Tableau 4.3

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 <sup>1)</sup>
	02-2011	01-2011	02-2012	02-2011 - 02-2012		12-2011 - 02-2012		02-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Dettes interbancaires</b>	340 349	368 773	345 482	5 133	1,5	-23 291	-6,3	44,5
<b>Dettes envers la clientèle</b>	270 343	272 998	274 226	3 883	1,4	1 228	0,4	35,3
<b>Dettes représentées par un titre</b>	69 442	66 231	63 798	-5 643	-8,1	-2 433	-3,7	8,2
<b>Autres passifs</b>	81 568	88 643	92 646	11 078	13,6	4 003	4,5	11,9
<b>Total du passif</b>	<b>761 702</b>	<b>796 646</b>	<b>776 153</b>	<b>14 451</b>	<b>1,9</b>	<b>-20 493</b>	<b>-2,6</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

#### 1.4 DÉCOMPOSITION DES CRÉDITS ET DES DÉPÔTS DE LA CLIENTÈLE NON BANCAIRE

A la fin du mois décembre 2011, l'encours total de crédits envers la clientèle non bancaire s'élevait à 193 658 millions d'euros, en hausse de 2 484 millions d'euros (soit 1,3%) par rapport à décembre 2010. Entre décembre 2010 et décembre 2011, les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg ont augmenté, tout comme ceux accordés à la clientèle des autres Etats membres de la zone euro et du reste du monde. Cependant, la tendance s'est inversée entre décembre 2011 et février 2012 avec une baisse des crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg et dans les autres Etats membres de la zone euro.

##### Les crédits accordés aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg s'élevaient à 67 505 millions d'euros fin février 2012, contre 69 671 millions d'euros l'année précédente, soit une baisse de 3,1%. Cette baisse est essentiellement due à une diminution de la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers, qui représentent 44,1% de l'ensemble des crédits accordés aux résidents.

Avec un encours total de 22 153 millions d'euros fin février 2012, les crédits aux ménages représentent 32,8% de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident. Ces crédits ont affiché une progression de 6,8% (soit 1 402 millions d'euros) entre février 2011 et février 2012 et sont toujours principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers, en hausse de 7,2% sur la période.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a diminué de 1,9% entre février 2011 et février 2012. Cette diminution peut s'expliquer par une baisse de la demande de crédits provenant des entreprises, ainsi que par un resserrement des conditions d'octroi de prêts à ces dernières. De plus, entre les mois de décembre 2011 et février 2012, les crédits accordés aux sociétés non financières ont également connu une baisse de 4,6%. Les encours de crédits accordés aux sociétés non financières représentaient 12 934 millions d'euros fin février 2012, soit 19,2% de l'ensemble des crédits accordés au secteur non bancaire résident. L'encadré relatif à l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit

bancaire est un outil pertinent pour relater les facteurs sous-jacents aux comportements des banques en matière d'attribution de crédit, mais aussi en ce qui concerne les perspectives d'évolution de cette source de financement de l'économie au Luxembourg.

#### Encadré 4.2:

### L'ENQUÊTE TRIMESTRIELLE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE

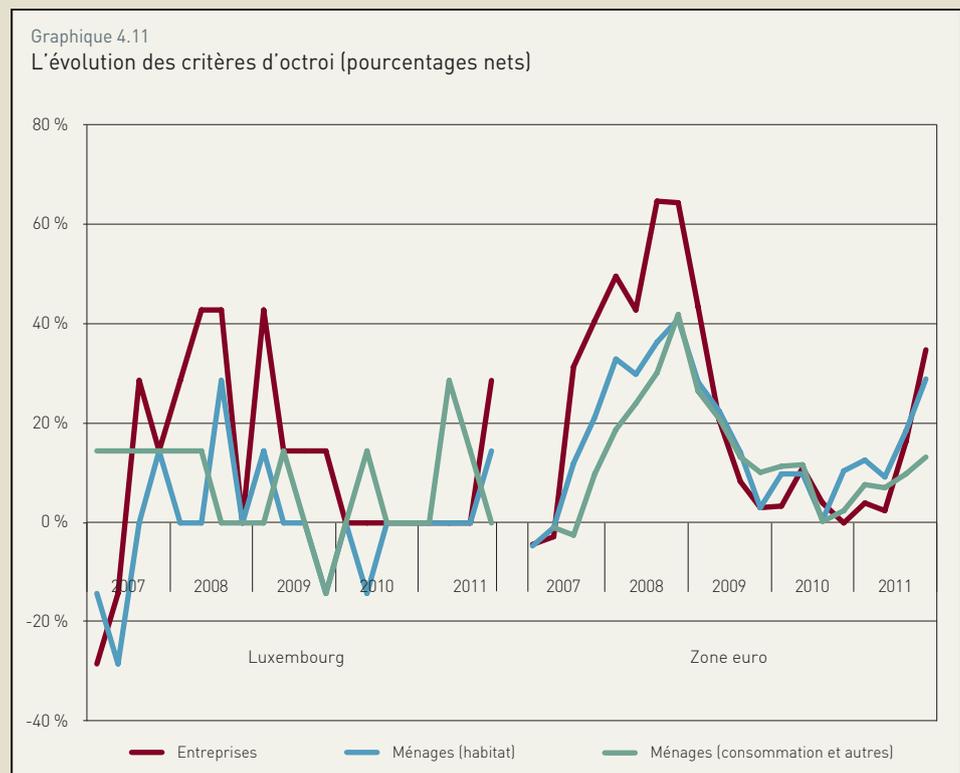
L'enquête relative à l'évolution du comportement des banques en matière d'attribution de crédits est un outil d'une nature prospective très utile pour appréhender l'importance de certains risques qui ont trait à la stabilité financière. L'enquête s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème et se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets ». Dans le contexte de la politique de crédit des banques, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères ou des conditions d'octroi et la part de celles ayant signalé un assouplissement. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

Si les données relatives aux volumes des prêts octroyés au Luxembourg et dans la zone euro ne signalent pas de resserrement significatif du crédit, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire permet toutefois d'évaluer les risques d'un resserrement futur. La première partie de cet encadré expose donc l'évolution de la politique de crédit des banques. L'enquête fournit également des informations sur le risque de refinancement des banques, évalué dans la deuxième partie de l'encadré.

Etant donné que l'intérêt de cet encadré est en premier lieu d'identifier d'éventuels éléments porteurs de risques pour la stabilité financière, l'analyse des données sous-jacentes se focalise prioritairement sur les résultats couvrant les trimestres récents.

#### 1. LA POLITIQUE DE CRÉDIT DES BANQUES

Le Graphique 4.11 retrace l'évolution des critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux entreprises et aux ménages dans la zone euro et au Luxembourg depuis l'émergence des tensions financières en 2007.



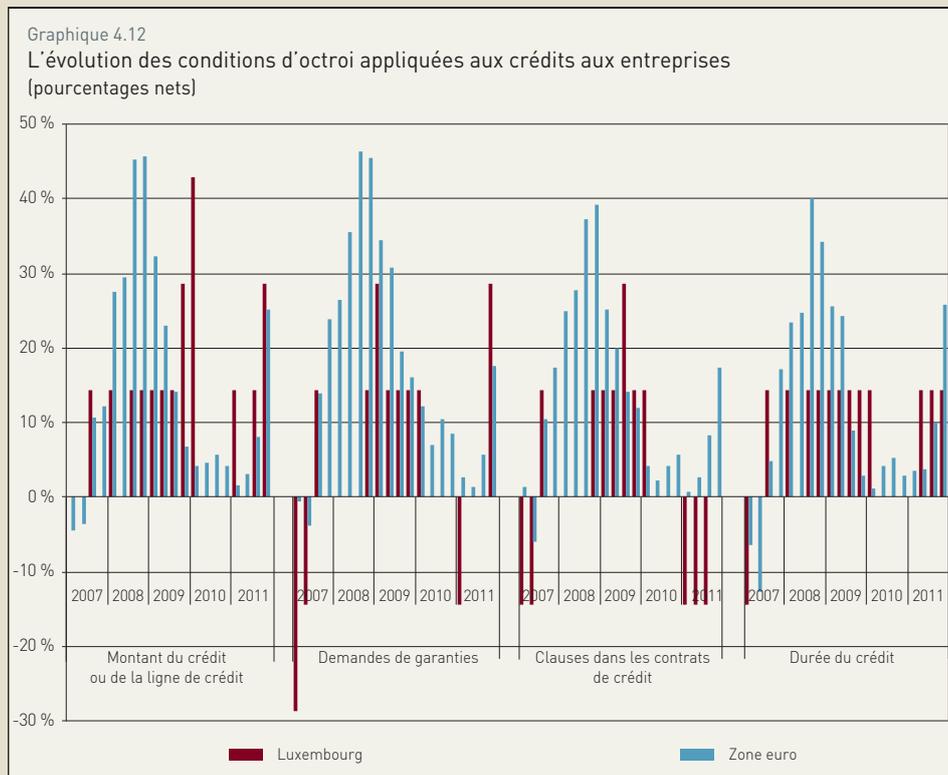
Sources : BCL, BCE

Dans l'ensemble, les résultats de l'enquête ne témoignent pas d'un durcissement généralisé des critères d'octroi au Luxembourg. Néanmoins, au cours du dernier trimestre 2011, les banques ont indiqué avoir resserré leur politique d'octroi de crédit en ce qui concerne les sociétés non-financières (SNF), et ce pour la première fois depuis fin 2009. Cependant, le durcissement est relativement faible, notamment si on tient compte de la taille des banques. Par ailleurs, un faible durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat a été signalé au quatrième trimestre. Si les critères appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés entre octobre et décembre 2011, un léger durcissement a néanmoins été enregistré aux deuxième et troisième trimestres de l'année passée. Les résultats luxembourgeois relatifs au premier trimestre 2012 vont dans le sens d'un faible durcissement des critères d'attribution, notamment pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises.

Les résultats de la zone euro dans son ensemble sont beaucoup moins favorables. En effet, les pourcentages nets des critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises et aux ménages ont connu une hausse continue pratiquement tout au long de l'année passée. Les résultats relatifs aux crédits octroyés aux SNF ainsi que ceux relatifs aux crédits immobiliers sont particulièrement inquiétants et les pourcentages nets ont fortement rebondi lors de l'enquête du dernier trimestre 2011.

Les données disponibles sur l'évolution des volumes de prêts octroyés n'indiquent actuellement pas de resserrement du crédit. Néanmoins, dans la mesure où les résultats de l'enquête affichent des propriétés d'indicateur avancé, notamment pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises, l'évolution des critères d'octroi demeurera porteuse de risques dans les trimestres à venir. En outre, il est important de souligner l'effet cumulé des durcissements enregistrés depuis l'émergence des tensions financières, notamment au sein de la zone euro dans son ensemble où les résultats de l'enquête sont

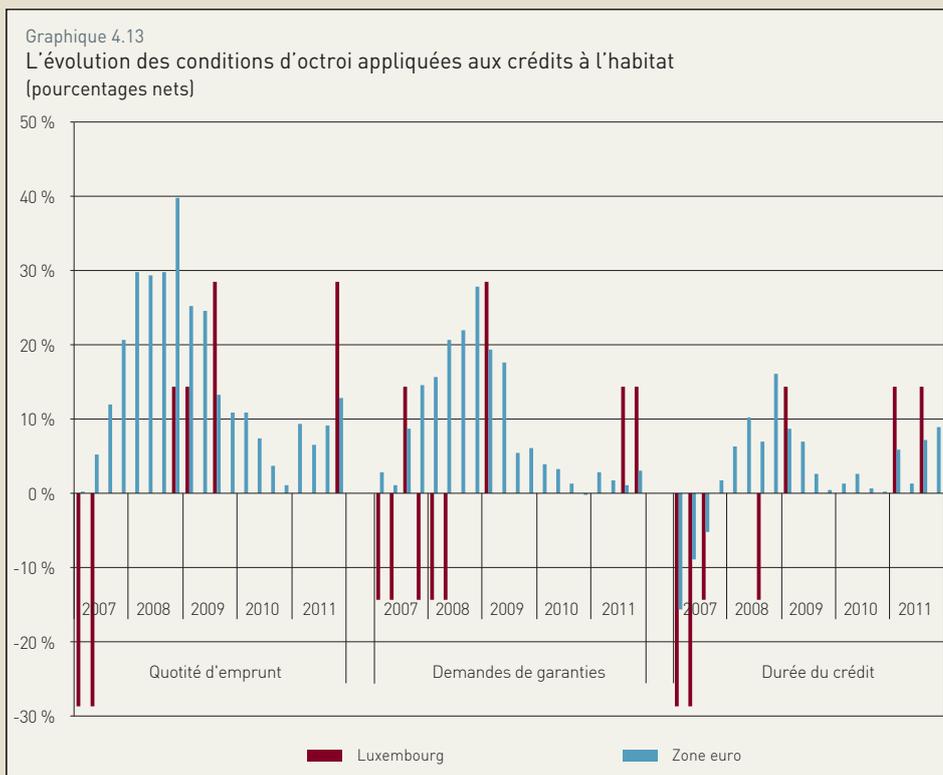
nettement plus négatifs qu'au Luxembourg.



Sources : BCL, BCE

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire permet d'ailleurs d'identifier certaines contraintes de crédit découlant de l'évolution des conditions d'attribution appliquées aux crédits. Un éventuel resserrement du crédit est en principe plus étroitement lié aux modalités non tarifaires, comme par exemple le montant du crédit ou encore les demandes de garanties, qu'aux marges appliquées par les banques. Pour des raisons de clarté, le graphique 4.12 et le graphique 4.13 ne représentent que les conditions d'attribution les plus pertinentes appliquées aux crédits à l'habitat et aux crédits destinés aux SNF.

Pour le secteur des entreprises, certaines conditions non tarifaires se sont légèrement durcies au Luxembourg. Il s'agit notamment du montant du crédit ou de la ligne du crédit, ainsi que de la durée du prêt. Ces développements font en plus suite à une période de trois trimestres en 2010 durant laquelle les conditions d'octroi sont restées inchangées. Les banques ont d'ailleurs rapporté un faible assouplissement des clauses dans les contrats du crédit. En ce qui concerne les résultats du premier trimestre 2012, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que certaines conditions d'octroi non tarifaires appliquées aux crédits destinées aux entreprises se sont durcies davantage, bien que légèrement.



Sources : BCL, BCE

Quant à la zone euro, les conditions d'octroi se sont durcies sans interruption depuis le deuxième semestre 2007. Le graphique 4.12 fait en outre ressortir une forte tendance à la hausse, discernable depuis quelques trimestres, ainsi qu'un fort rebond des pourcentages nets à la fin de l'année passée.

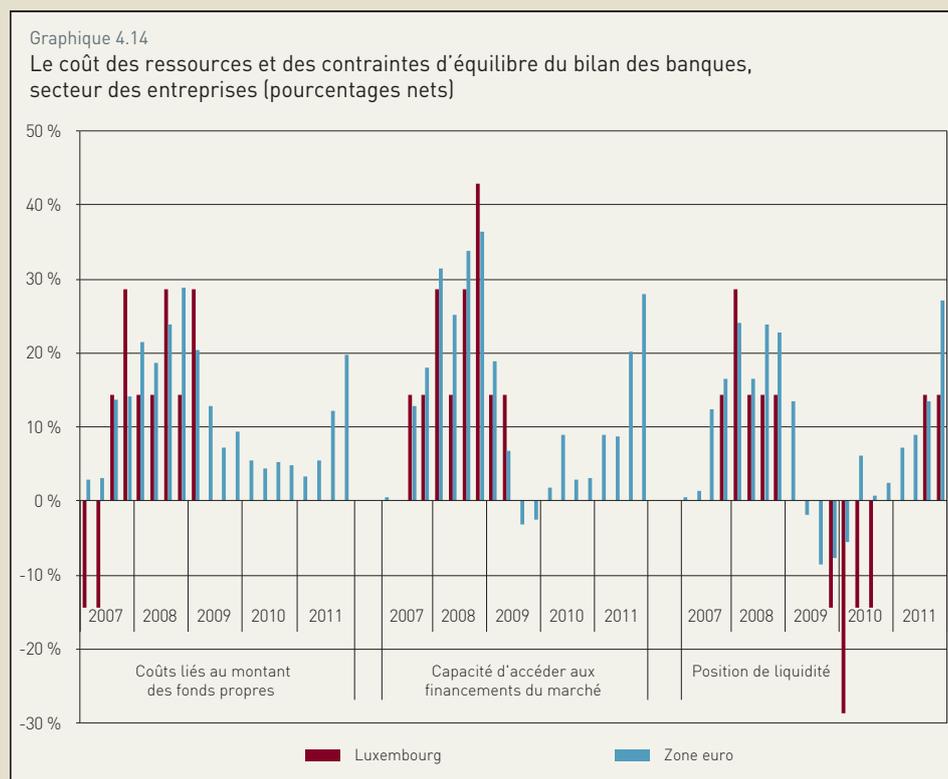
Pour ce qui est des conditions d'octroi appliquées aux crédits immobiliers, le graphique 4.13 révèle l'absence d'un durcissement généralisé des modalités non tarifaires au Luxembourg, bien qu'un faible durcissement partiel soit identifiable. Les résultats relatifs au premier trimestre de l'année en cours confirment l'absence d'un durcissement généralisé des conditions non tarifaires. Le graphique met toutefois en exergue que les banques de la zone euro ont fortement durci leurs conditions d'octroi appliquées aux crédits à l'habitat, surtout pour ce qui est de la quotité d'emprunt. Les durcissements cumulés, ainsi que le rebond des pourcentages nets en 2011, sont particulièrement porteurs de risque et pourraient avoir un effet modérateur sur la dynamique de crédit dans la zone euro dans les trimestres à venir.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne couvre pas les risques émanant de l'activité interbancaire ou intra-groupe, ni les crédits octroyés à certaines contreparties comme par exemple les autres intermédiaires financiers (AIF). Si ces crédits constituent une partie considérable des encours totaux, l'enquête fut conçue à des fins de politique monétaire et non pas à des fins de stabilité financière. Néanmoins, certains éléments de réponse du questionnaire peuvent compléter l'analyse ci-dessus, notamment pour ce qui est du risque de refinancement des banques. Ces éléments sont examinés dans la partie qui suit.

## 2. LE RISQUE DE REFINANCEMENT DES BANQUES

Le questionnaire de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire couvre également les éléments explicatifs qui se rapportent à l'évolution des critères d'octroi. Ces facteurs explicatifs, qui varient en fonction du secteur économique et du type de crédit, fournissent des indications sur l'évolution du coût des ressources et des contraintes bilantaires des banques. Depuis l'émergence des tensions financières, certaines questions additionnelles fournissent des informations complémentaires sur les conditions de financement du marché des banques. Il va de soi que l'ensemble de ces informations peut être utile pour appréhender le risque de refinancement des banques (ou encore leur risque de liquidité).

Le graphique 4.14 retrace l'évolution des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques pour le secteur des SNF uniquement, étant donné qu'une ventilation plus détaillée est disponible pour ce secteur. Un pourcentage net positif (négatif) signifie que la majorité des banques a indiqué que ces éléments ont contribué à un durcissement (assouplissement) des critères d'octroi.



Sources : BCL, BCE

Les facteurs explicatifs représentés dans le graphique ont toutefois fortement contribué au resserrement de la politique d'octroi de crédits des banques de la zone euro. Le graphique fait de surcroît ressortir une forte tendance à la hausse des pourcentages nets en 2011.

Dans la mesure où les résultats de l'enquête ne témoignent pas d'un durcissement généralisé des critères d'octroi au Luxembourg, il est peu surprenant de constater qu'une détérioration du coût des ressources et des contraintes bilantaires n'a pas été citée comme ayant eu un impact considérable sur la politique de crédit des banques de la place financière. En effet, en 2011, seule la position de liquidité des banques s'est détériorée. De plus, la détérioration de la position de liquidité n'est pas très importante et fait suite à une période de baisse du risque de liquidité. Les résultats de l'enquête du premier trimestre 2012 confirment par ailleurs l'absence d'une détérioration généralisée du coût des ressources et des contraintes bilantaires.

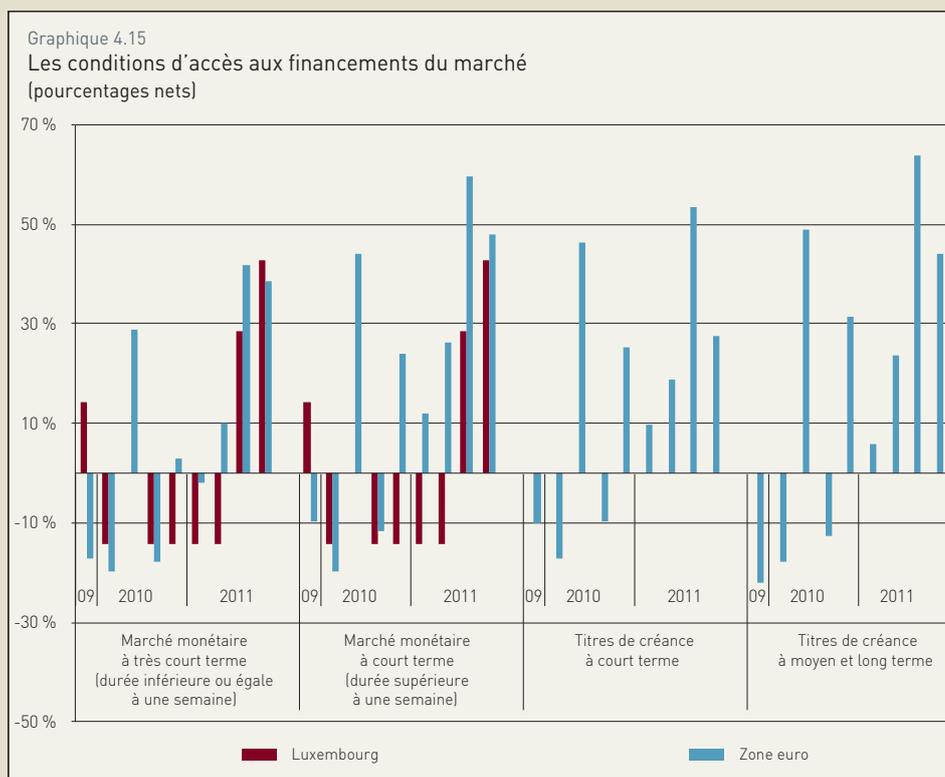
Une analyse des résultats dérivés d'une question supplémentaire sur l'accès aux financements du marché permet d'apporter des précisions concernant l'évolution du risque de refinancement des banques. Si cette question fut introduite dans l'enquête régulière en réponse à l'émergence des tensions financières en 2007, elle fut modifiée par la suite afin de mettre en évidence les développements par rapport au trimestre précédent. Pour cette raison, le graphique 4.15 ne couvre que la période allant du dernier trimestre 2009 au dernier trimestre 2011.

Il convient tout d'abord de mentionner que les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont guère eu recours à l'émission de titres de créance pour se refinancer.

Les observations disponibles pour ce segment de marché ne peuvent pas être présentées dans le graphique, soit pour des raisons de confidentialité, soit parce qu'elles révèlent l'absence d'une détérioration ou d'une amélioration quelconque. Quant au financement par l'intermédiaire des marchés monétaires, une détérioration des conditions d'accès est discernable au cours du second semestre 2011. De légères améliorations successives avaient toutefois été signalées au cours de la période qui précède. La plus récente enquête indique d'ailleurs que les conditions de financement sur les marchés n'ont pas considérablement changé entre janvier et mars 2012. Pour ce qui est de la zone euro dans son ensemble, le graphique fait état d'une détérioration des conditions d'accès à partir du dernier trimestre 2010, mais surtout dans la deuxième moitié de 2011. Les pourcentages nets avaient en outre fortement rebondi au deuxième trimestre 2010.

Pour plus de clarté, les résultats relatifs aux conditions d'accès à la titrisation ont été omis du graphique. De plus, les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont guère eu recours à la titrisation pour se refinancer. Cependant, au niveau de la zone euro ce segment de marché est relativement important et les résultats de l'échantillon agrégé indiquent que les conditions d'accès se sont surtout détériorées dans la deuxième moitié de l'année passée.

Afin d'être complet, il convient également d'évoquer le risque de contrepartie, bien qu'une analyse détaillée dépasse la portée de cet encadré. Cette problématique fut d'ailleurs abordée en détails dans le cadre de la Revue de Stabilité Financière 2011. Bien que les résultats luxembourgeois signalent une hausse du risque de contrepartie pour le secteur des entreprises au cours du second semestre 2011, notamment au quatrième trimestre, il est important de souligner que cette



Sources : BCL, BCE

N.B. : Pour des raisons de confidentialité, les résultats luxembourgeois relatifs à l'émission de titres de créance ont été mis à zéro pour le dernier trimestre 2009 et le premier trimestre 2010.



évolution fait suite à une période de plusieurs trimestres où ce risque était à la baisse. Par conséquent, l'effet cumulé des deux dernières années n'apparaît pas être particulièrement préjudiciable à la stabilité financière. Les résultats de l'enquête du premier trimestre 2012 sont en ligne avec cette évaluation. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les résultats sont toutefois nettement moins favorables.

En guise de conclusion, on peut constater que les résultats luxembourgeois ne signalent pas de risques majeurs pour les trimestres à venir, ni par rapport à un éventuel risque de resserrement de crédit, ni en ce qui concerne le risque de refinancement des banques. Le risque de contrepartie ne semble d'ailleurs pas avoir augmenté considérablement au Luxembourg. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les résultats de l'enquête sont toutefois nettement moins optimistes. En effet, depuis plusieurs années déjà, les banques de la zone euro ne cessent de resserrer leurs critères et leurs conditions d'octroi de crédits. Le risque de refinancement des banques de la zone euro s'est également inscrit en hausse, alors que les informations relatives au risque de contrepartie sont nettement moins favorables qu'au Luxembourg.

Les administrations publiques, quant à elles, affichaient un endettement bancaire de l'ordre de 2 534 millions d'euros fin février 2012, en légère hausse de 0,9% par rapport à la même période de l'année précédente. Soulignons, par ailleurs, qu'en mars 2012 un emprunt de 1 milliard d'euros avec une maturité de dix ans a été émis par le gouvernement luxembourgeois.

On note par ailleurs que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent très peu importants en volume (0,2 % de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident) et sont toujours extrêmement volatils. Les encours s'élevaient à 138 millions d'euros fin février 2012.

### **Les crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro**

L'encours de crédits accordés aux résidents des autres pays membres de la zone euro était de 72 792 millions d'euros fin février 2012, contre 74 518 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 2,3%.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par le poids important que revêtent les sociétés non-financières. Ainsi, leur part dans l'ensemble des crédits s'élevait à 54,4% en février 2012, avec un encours de 39 585 millions d'euros, contre 43 318 millions d'euros l'année précédente. Tout comme pour les sociétés non-financières basées à Luxembourg, cette diminution est véhiculée par une baisse de la demande de crédits, ainsi que par un resserrement des conditions d'octroi de prêts. Par ailleurs, entre décembre 2011 et février 2012, le volume de ces crédits a baissé de 0,8%.

Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro sont quant à eux en hausse de 7,1% entre fin février 2011 et fin février 2012. Ils représentent un poids relatif de 16,4% dans l'ensemble des crédits accordés à la clientèle non bancaire en provenance des autres pays de la zone euro et un encours de 11 925 millions d'euros. Dans cette catégorie, les crédits immobiliers progressent de 12,4% sur la période.

## Les crédits accordés aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde<sup>31</sup> ont connu une hausse de 2,7% entre fin décembre 2010 et fin décembre 2011, où l'encours de crédits atteignait 47 555 millions d'euros. Tous les secteurs économiques, à l'exception des ménages et des sociétés non-financières, ont contribué à cette hausse.

Les autres intermédiaires financiers et les sociétés non-financières dominent ces crédits, puisqu'ils représentent 80% des crédits accordés aux résidents du reste du monde.

Tableau 4.4:

### Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales

#### 1. Luxembourg

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	02-2011	12-2011	02-2012	02-2011 - 02-2012		12-2011 - 02-2012		02-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Total</b>	69 671	68 316	67 505	-2 167	-3,1	- 811	-1,2	100,0
<b>Administrations publiques</b>	2 511	2 592	2 534	23	0,9	- 57	-2,2	3,8
<b>Autres intermédiaires financiers</b>	33 009	29 719	29 745	-3 263	-9,9	26	0,1	44,1
<b>Sociétés d'assurances et fonds de pension</b>	214	133	138	- 77	-35,7	5	3,5	0,2
<b>Sociétés non financières</b>	13 186	13 559	12 934	- 252	-1,9	- 625	-4,6	19,2
<b>Ménages &amp; ISBLM</b>	20 751	22 313	22 153	1 402	6,8	- 160	-0,7	32,8
Crédits à la consommation	1 164	1 205	1 231	67	5,8	26	2,2	5,6
Crédits immobiliers	17 267	18 622	18 513	1 246	7,2	- 109	-0,6	83,6
Autres crédits	2 320	2 486	2 409	89	3,8	- 77	-3,1	10,9

Source: BCL

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

<sup>2)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis

#### 2. Autres pays membres de la zone euro

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	02-2011	12-2011	02-2012	02-2011 - 02-2012		12-2011 - 02-2012		02-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Total</b>	74 518	77 787	72 792	-1 727	-2,3	-4 995	-6,4	100,0
<b>Administrations publiques</b>	1 864	1 830	1 818	- 46	-2,5	-12	-0,6	2,5
<b>Autres intermédiaires financiers</b>	17 244	23 878	18 483	1 238	7,2	-5 395	-22,6	25,4
<b>Sociétés d'assurances et fonds de pension</b>	954	980	980	26	2,7	0	0,0	1,3
<b>Sociétés non financières</b>	43 318	39 904	39 585	-3 733	-8,6	-319	-0,8	54,4
<b>Ménages &amp; ISBLM</b>	11 138	11 194	11 925	788	7,1	731	6,5	16,4
Crédits à la consommation	187	183	179	- 8	-4,2	- 4	-2,0	1,5
Crédits immobiliers	1 461	1 633	1 643	182	12,4	10	0,6	13,8
Autres crédits	9 489	9 378	10 103	614	6,5	725	7,7	84,7

Source: BCL

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

<sup>2)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis

<sup>31</sup> Ces données sont disponibles sur base trimestrielle.



## **Les dépôts de la clientèle non bancaire**

A la fin de l'année 2011, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 272 998 millions d'euros, en baisse de 7 193 millions d'euros, soit de 2,7%, par rapport à la même date de l'année précédente.

## **Les dépôts des résidents**

Fin février 2012, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 148 699 millions d'euros, en baisse de 0,7% par rapport à la même date l'année précédente.

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, on constate que la majeure partie de l'encours (67,2% de l'ensemble des dépôts de la clientèle résidente) provient des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers, à savoir les OPC, les PSF et les sociétés holdings. Cet encours est en baisse de 1,4% entre février 2011 et février 2012 ; tandis que l'encours des dépôts de la clientèle non-bancaire a décru de 1 381 millions d'euros.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 17,6% du total des dépôts des résidents en février 2012, soit une progression de 1 810 millions d'euros, par rapport à la même date de l'année précédente. Le mois de février 2012 a, par ailleurs, représenté un pic jamais atteint pour cette catégorie de dépôts (26 192 millions d'euros). L'explication peut résider dans une aversion au risque accrue de la part des ménages à l'égard du marché financier, les conduisant à privilégier des produits d'épargne classiques.

Les dépôts des sociétés non-financières ont diminué de 1,5% entre février 2011 et février 2012 pour atteindre un encours de 11 491 millions d'euros. Cette baisse demeure faible et peut s'expliquer par des besoins de financement additionnels ou nouveaux. Ajoutons que les dépôts des administrations publiques sont en forte baisse entre février 2011 et février 2012.

## **Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro**

Les dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro sont en hausse de 2,1%, entre fin février 2011 et fin février 2012, portant l'encours à 73 840 millions d'euros.

L'encours en dépôts bancaires des sociétés non-financières atteint 17 400 millions d'euros fin février 2012, en baisse de 44% par rapport à l'année précédente. Cet encours ne représente plus que 23,6% du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro, contre 37,5 % fin 2010.

L'encours en dépôts des autres intermédiaires financiers représente 29 678 millions à la fin du mois de février 2012. Il convient de noter que les dépôts des autres intermédiaires financiers résidents dans d'autres pays membres de la zone euro ont pratiquement doublé par rapport au mois de février 2011.

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont déposé 277 millions d'euros de moins sur un an, soit une réduction de 1,4% de leurs encours. Il convient de noter que cet encours en dépôts, qui représente 19 629 millions d'euros, a nettement diminué par rapport à l'année 2003, où il représentait plus de 35 000 millions d'euros. Les ménages ont pu être incités à retirer une partie de leur épargne à l'étranger en raison de la crise. De plus, la mise en place au Luxembourg de la retenue à la source sur les revenus produits dans le champ d'application de la directive européenne 2003/48 CE sur la fiscalité des revenus de l'épargne, a pu avoir un impact sur les fonds déposés auprès des banques de la Place. En effet, le taux d'imposition prévu par la directive est passé de 15% à 20% en juillet 2008 et a atteint 35% en juillet 2011. Cependant, entre décembre 2011 et février 2012, ces dépôts affichaient une légère progression de 0,7%.

Représentant 9,4% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, les dépôts des sociétés d'assurances et fonds de pension ont affiché une hausse de 14,4% entre février 2011 et février 2012.

Les administrations publiques des autres pays membres de la zone euro ont quasiment divisé par deux leur encours de dépôts au Luxembourg sur la période allant de février 2011 à février 2012. Il faut cependant noter que leur poids relatif n'est que de 0,2%.

### Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts des résidents du reste du monde<sup>32</sup> ont connu une baisse de 6,4%, soit 3 362 millions d'euros, entre fin décembre 2010 et décembre 2011, portant l'encours à 49 428 millions d'euros.

Les ménages ont particulièrement contribué à cette baisse, en effet leurs encours de dépôts ont diminué de 30,2% entre décembre 2010 et décembre 2011, passant de 19 133 millions d'euros à 13 363 millions d'euros. Ici aussi la directive européenne 2003/48 CE sur la fiscalité des revenus de l'épargne, a pu avoir un impact négatif sur les dépôts des ménages du reste du monde.

Les autres intermédiaires financiers ont augmenté leurs encours de dépôts de 10,4% entre décembre 2010 et décembre 2011. Ils représentent 47,2% des dépôts du reste du monde. Par ailleurs, les dépôts des sociétés d'assurances et des fonds de pensions ont également évolué à la hausse, avec une augmentation de 32,4% sur la période. Les encours de cette catégorie demeurent cependant très volatils et représentent un poids relativement faible dans l'ensemble des dépôts (1,5%). Enfin, les administrations publiques du reste du monde, dont le poids relatif est de 7,2% en fin de période, ont diminué leurs dépôts de 0,9 % sur la période allant de décembre 2010 à décembre 2011.

<sup>32</sup> Ces données sont disponibles sur base trimestrielle.

Tableau 4.5

## Dépôts reçus par les établissements de crédit

## 1. Luxembourg

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	02-2011	12-2011	02-2012	02-2011 - 02-2012		01-2012 - 02-2012		02-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Total</b>	149 699	147 744	148 699	-1 000	-0,7	955	0,6	100,0
<b>Administrations publiques</b>	5 459	4 564	3 968	-1 490	-27,3	-595	-13,0	2,7
<b>Autres intermédiaires financiers</b>	101 315	99 493	99 934	-1 381	-1,4	441	0,4	67,2
<b>Sociétés d'assurances et fonds de pension</b>	6 881	7 221	7 115	234	3,4	-106	-1,5	4,8
<b>Sociétés non financières</b>	11 662	11 125	11 491	-171	-1,5	365	3,3	7,7
<b>Ménages &amp; ISBLM</b>	24 382	25 341	26 192	1 810	7,4	850	3,4	17,6

Source: BCL

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte d'informations nouvelles.<sup>2)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

## 2. Autres pays membres de la zone euro

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	02-2011	12-2011	02-2012	02-2011 - 02-2012		12-2011 - 02-2012		02-2012
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Total</b>	72 325	75 826	73 840	1 515	2,1	-1 986	-2,6	100,0
<b>Administrations publiques</b>	337	271	178	-159	-47,1	-93	-34,4	0,2
<b>Autres intermédiaires financiers</b>	14 929	30 423	29 678	14 749	98,8	-746	-2,5	40,2
<b>Sociétés d'assurances et fonds de pension</b>	6 081	5 945	6 954	873	14,4	1 009	17,0	9,4
<b>Sociétés non financières</b>	31 071	19 693	17 400	-13 671	-44,0	-2 292	-11,6	23,6
<b>Ménages &amp; ISBLM</b>	19 906	19 493	19 629	-277	-1,4	136	0,7	26,6

Source: BCL

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte d'informations nouvelles.<sup>2)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Encadré 4.3:

CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR LES ADMINISTRATIONS  
PUBLIQUES DES PAYS MEMBRES DE L'UNION EUROPÉENNE**Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois au secteur public des pays membres de l'Union européenne**

Le volume des crédits accordés par les établissements de crédit aux administrations publiques des pays membres de l'Union européenne s'élevait à 7 741 millions d'euros au 31 décembre 2011. Ainsi, sur un encours total de crédits aux administrations publiques de 9 682 millions d'euros, 79,9% des crédits ont été accordés à des administrations publiques des pays membres de l'Union européenne. Par rapport à la somme de bilan agrégée, qui s'élevait à 796 646 millions d'euros au 31 décembre 2011, le volume total des crédits accordés aux administrations publiques représente 1,2%.

Tableau 4.6:

Encours de crédits accordés aux administrations publiques des pays de l'Union européenne par les établissements de crédit luxembourgeois (en millions d'euros)

	12-2010	03-2011	06-2011	09-2011	12-2011
<b>Luxembourg</b>	2554	2491	2486	2487	2592
<b>Espagne</b>	806	805	870	787	732
<b>Allemagne</b>	524	420	431	456	448
<b>Belgique</b>	176	173	362	340	339
<b>France</b>	215	209	200	174	168
<b>Portugal</b>	0	0	58	58	58
<b>Autriche</b>	32	32	32	34	34
<b>Pays-Bas</b>	4	4	32	33	32
<b>Italie</b>	30	20	21	70	10
<b>Finlande</b>	1	1	1	1	0
<b>Grèce</b>	21	20	20	20	0
<b>Zone euro</b>	4 363	4 175	4 513	4 460	4 412
<b>Royaume-Uni</b>	2 767	2 592	2 543	2 967	3 329
<b>Suède</b>	0	0	0	0	0
<b>Roumanie</b>	85	85	85	0	0
<b>UE hors zone euro</b>	2 852	2 678	2 629	2 967	3 329
<b>Suisse</b>	993	1 083	1 074	968	983
<b>Etats-Unis</b>	415	373	347	355	348
<b>Autres</b>	580	571	579	584	610

Source: BCL

Le Luxembourg et la Grande-Bretagne se distinguent par le volume de crédits le plus important respectivement des pays membres de la zone euro et des pays membres de l'Union européenne n'ayant pas adopté la monnaie unique. Pour ce qui est du Luxembourg, ce montant élevé de crédits s'explique par le fait que les administrations publiques sont de faibles émetteurs de titres obligataires et ont eu davantage recours au prêt bancaire. Ainsi, celles-ci se fournissent presque exclusivement sur le marché bancaire local.

## Détention de titres publics par les établissements de crédit

Les établissements de crédit détiennent des titres émis par des administrations publiques pour un volume total de 43 997 millions d'euros, dont 30 234 millions d'euros sont émis par des pays de la zone euro. Au 31 décembre 2011, la part relative des titres publics détenus par les établissements de crédit s'élevait à 5,5% de la somme de bilan agrégée.

Tableau 4.7:

Encours de titres publics émis par des pays de l'Union européenne, détenus par les établissements de crédit luxembourgeois (en millions d'euros)

	12-2009	12-2010	03-2011	06-2011	09-2011	12-2011
Italie	10 577	9 780	9 543	9 401	7 653	6 732
Allemagne	4 399	5 593	4 750	4 701	4 795	4 791
France	6 561	3 982	5 044	4 979	4 989	4 783
Belgique	4 302	5 025	3 399	3 845	3 588	3 214
Espagne	5 732	4 125	3 981	3 919	3 818	2 950
Pays-Bas	1 585	2 010	2 125	2 208	1 463	1 460
Portugal	1 626	1 294	1 212	1 065	1 159	1 148
Autriche	865	1 124	825	835	1 080	1 086
Grèce	2 823	2 060	2 045	1 466	1 101	729
Luxembourg	291	607	599	636	642	676
Finlande	257	330	364	388	533	547
Irlande	307	106	103	96	83	80
Slovaquie	41	42	56	76	79	78
Slovénie	36	16	57	41	40	37
Chypre	26	25	26	25	22	22
Estonie	0	0	0	0	0	
Malte	0	0	0	0	0	
<b>Zone euro</b>	<b>39 428</b>	<b>36 119</b>	<b>34 129</b>	<b>33 681</b>	<b>31 045</b>	<b>28 333</b>
Pologne	1 281	893	798	937	988	978
Hongrie	747	491	460	453	465	414
République tchèque	173	165	163	161	166	167
Royaume-Uni	64	64	135	133	150	154
Lituanie	103	87	85	85	85	82
Danemark	74	55	53	53	57	48
Suède	117	76	77	41	42	42
Lettonie	16	16	16	16	16	16
Bulgarie	19	0	0	0	0	0
Roumanie	0	0	0	0	0	0
<b>UE hors zone euro</b>	<b>2 594</b>	<b>1 847</b>	<b>1 787</b>	<b>1 879</b>	<b>1 969</b>	<b>1 901</b>
<b>UE</b>	<b>42 022</b>	<b>37 966</b>	<b>35 916</b>	<b>35 560</b>	<b>33 014</b>	<b>30 234</b>
Etats-Unis	3 939	4 241	3 868	4 349	5 284	5 503
Japon	540	661	576	597	698	782
Suisse	93	564	86	91	91	74
Autres	5 206	4 816	4 208	4 085	4 469	3 488
Institutions internationales	2 621	3 249	3 268	3 637	3 299	3 916
<b>Hors UE</b>	<b>12 399</b>	<b>13 531</b>	<b>12 006</b>	<b>12 759</b>	<b>13 841</b>	<b>13 763</b>
<b>Total</b>	<b>54 421</b>	<b>51 497</b>	<b>47 922</b>	<b>48 319</b>	<b>46 855</b>	<b>43 997</b>

Source: BCL

Ainsi, par rapport à la fin de l'année 2011, le volume de titres publics émis par les administrations publiques des pays membres de l'Union européenne a diminué de 7 500 millions d'euros. Dans ce contexte, on remarquera que l'encours de titres émis par les administrations publiques de l'Italie, de l'Espagne, de la Grèce, de Chypre, du Portugal, de l'Irlande, de la Belgique, des Pays-Bas, de l'Autriche et de l'Allemagne ont été réduits au cours de l'année sous revue. Cependant, les encours de titres publics français, finlandais, luxembourgeois, slovènes et slovaques ont augmenté durant cette période.

### 1.5 LE COMPTE DE PERTES ET DE PROFITS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

L'amélioration des résultats dégagés par les établissements de crédit luxembourgeois en 2009 et 2012 à la suite d'une année 2008 marquée par la crise des *subprimes* a été de courte durée. En effet, la crise de l'endettement souverain dans l'Union européenne ainsi que dans d'autres zones économiques et le ralentissement économique subséquent ont fortement pesé sur les performances des établissements de crédit luxembourgeois en 2011. Ainsi, en dépit d'une nette amélioration de la marge sur intérêts et des revenus sur commissions, les établissements de crédit luxembourgeois n'ont pas su répliquer les bonnes performances des deux années précédentes en raison des moindres valorisations des portefeuilles de titres ainsi que des importantes dépréciations nettes. Il importe toutefois de garder à l'esprit que ces contreperformances s'expliquent majoritairement par des facteurs non-récurrents affectant un nombre limité d'établissements de crédit.

Le tableau ci-dessous décrit les composantes du compte agrégé des pertes et des profits pour l'ensemble des établissements bancaires situés au Luxembourg, y compris leurs succursales à l'étranger, et leur évolution fin-décembre 2011 par rapport à la fin de l'année précédente. Les calculs se basent sur les chiffres disponibles à ce jour.

Tableau 4.8:

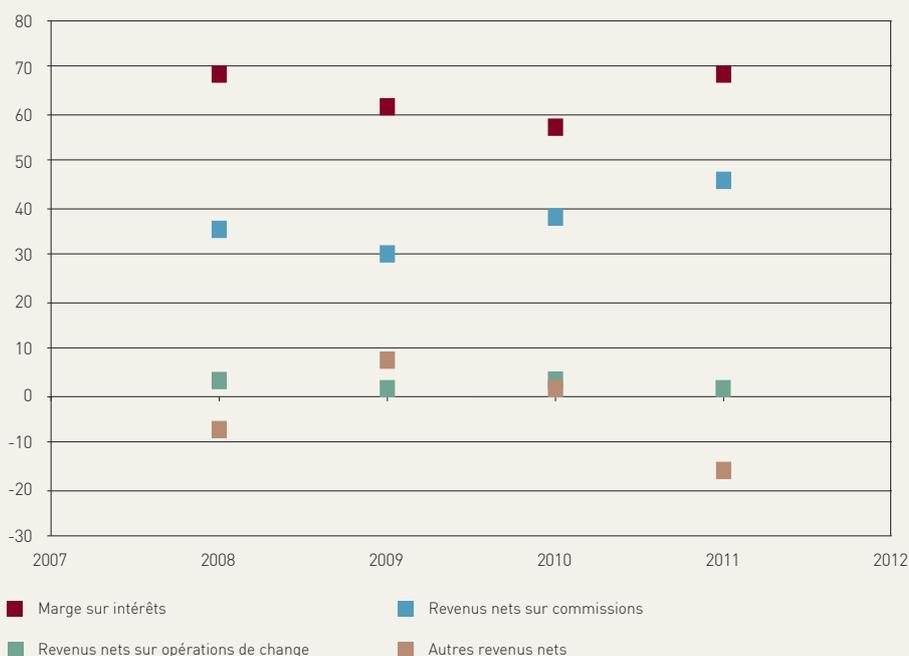
Comptes de profits et pertes des établissements de crédit, y inclus les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions d'euros sauf indication contraire)

RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2008	2009	2010	2011	VARIATION 2010 - 2011	
					EN POURCENTAGE	EN TERMES BRUTS
1 Produits d'intérêts	60 968	27 755	18 278	19 939	9,1	1 661
2 Revenus de valeurs mobilières	1 515	773	750	910	21,3	160
3 Intérêts bonifiés	55 023	21 906	13 375	14 829	10,9	1 454
4 Marge sur intérêts (1+2-3)	7 460	6 622	5 653	6 020	6,5	367
5 Revenus sur commissions	3 801	3 188	3 808	4 055	6,5	247
6 Revenus sur opérations de change	384	103	288	106	-63,2	-182
7 Autres revenus nets	- 836	780	169	-1 432	-947,3	-1 601
8 Revenus hors intérêts (5+6+7)	3 349	4 071	4 265	2 729	-36,0	-1 536
9 Produit bancaire (4+8)	10 809	10 693	9 918	8 749	-11,8	-1 169
10 Frais de personnel	2 635	2 491	2 669	2 767	3,7	98
11 Frais d'exploitation	1 931	1 747	1 937	2 102	8,5	165
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 566	4 238	4 606	4 869	5,7	263
13 Amortissements sur immobilisé non financier	264	279	281	296	5,3	15
14 Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	5 979	6 176	5 031	3 584	-28,8	-1 447
15 Constitution nette de provisions	-113	256	21	-291	-1 485,7	-312
16 Dépréciations nettes	5 654	2 432	555	1 800	224,3	1 245
17 Résultats divers	6	13	92	0	-99,6	-92
18 Résultats avant impôts (14-15-16)	444	3 501	4 547	2 075	-54,4	-2 472
19 Impôts sur revenu et le bénéfice	268	875	638	229	-64,1	-409
20 Résultat net (18-19)	176	2 626	3 909	1 846	-52,8	-2 063

Source: BCL

Graphique 4.16

Contribution des sources de revenus au produit net bancaire (en pourcentage du produit net bancaire)



Sources : CSSF, calculs BCL

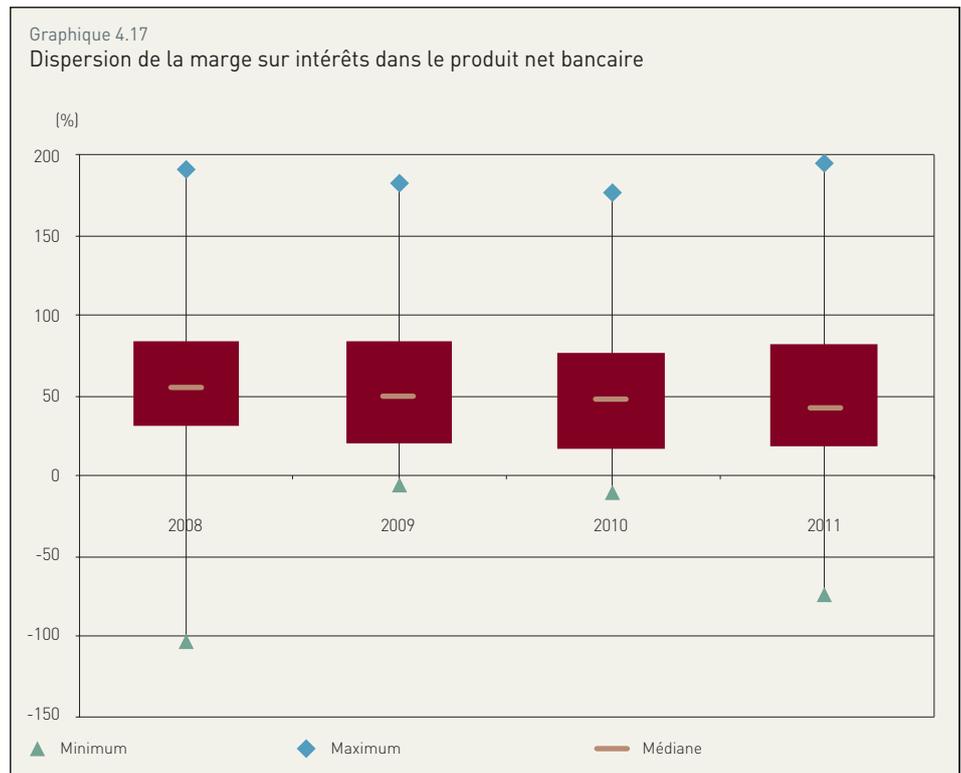
#### a) Evolution des revenus

Les différentes composantes des revenus bancaires sont caractérisées par des évolutions contrastées. Ainsi, les revenus d'intérêts affichent une hausse et leur contribution au produit net bancaire qui est nettement plus importante que celle observée au cours des années 2009-2010, retrouvant ainsi le niveau observé en 2008. La hausse importante de cette catégorie s'explique principalement par la combinaison de deux facteurs. Le premier trouve son origine dans la stabilisation de l'actif total bilantaire accompagné de possibilités de transformation d'échéances et de refinancement à très faible coût (cf. mesures non standard à 3 ans de la BCE). Le second facteur est lié à la faiblesse des autres

revenus nets caractérisés par des pertes nettes dues notamment aux moindres valorisations des portefeuilles de titres, qui a contribué à l'augmentation de l'importance de la marge sur intérêts dans les revenus bancaires.

Compte tenu de ces évolutions, la marge sur intérêt demeure la source prépondérante des revenus bancaires et sa contribution au produit net bancaire avoisine les 70%. A titre indicatif, les intérêts perçus en 2011 ont augmenté de 9,1% soit 1 661 millions d'euros par rapport au niveau observé pour l'année 2010. Les intérêts bonifiés, quant à eux, ont progressé de 1 454 millions d'euros, soit 10,9%, entre 2010 et 2011. Sur une base annuelle, la marge sur intérêts, y compris les revenus de dividendes, a affiché une hausse de 6,5%, soit 247 millions d'euros. A la fin de l'année 2011, celle-ci s'élevait à 6 020 millions d'euros, contre 5 653 millions d'euros pour 2010. Les revenus de valeurs mobilières, en tant que composante de la marge sur intérêts, s'élevaient à 910 millions d'euros en 2011. Ils ont enregistré une légère hausse par rapport aux flux générés en 2010. Il est important de souligner que la diversité du modèle d'affaires sous-jacent à l'activité bancaire au Luxembourg a joué un rôle prédominant dans l'explication de la diversité des performances des établissements de crédit. En effet, les données individuelles révèlent que les flux de chaque composante des revenus d'intérêts sont dictés par la politique d'investissement propre à chaque banque. L'analyse de la dispersion, illustrée par le graphique 4.17, de la contribution de la marge sur intérêts au produit net bancaire indique une concentration importante autour de la médiane en comparaison avec les données des années antérieures<sup>33</sup>. Ce tassement de la dispersion s'explique par un rétrécissement des valeurs extrêmes de la distribution par rapport au premier et au troisième quartile.

Quant aux autres sources de revenus bancaires, la baisse affichée en 2009 par les flux nets générés par les commissions a cédé le terrain à des hausses successives en 2010-2011. Ainsi, leur poids s'est amélioré par rapport aux années 2009-2010 contribuant ainsi positivement à la progression du produit net bancaire. Leur augmentation trouve son origine principalement dans le développement de l'industrie des fonds d'investissement dont la valeur nette d'inventaire n'a cessé de progresser tout au long de l'année 2011. L'encours des actifs sous gestion servant d'assiette au calcul des commissions de gestion

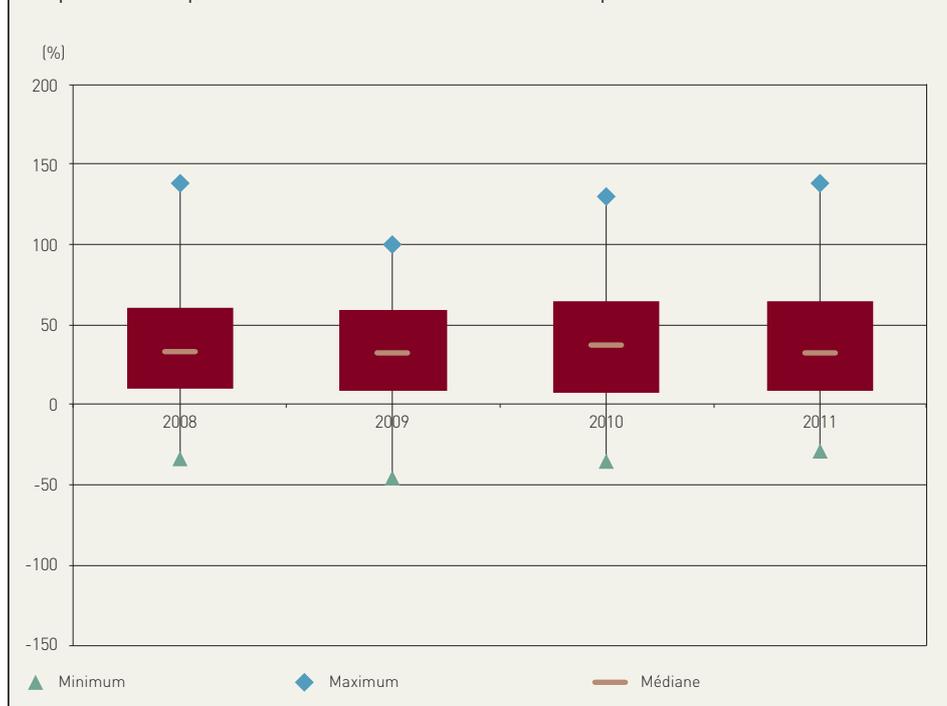


Sources : CSSF, calculs BCL

<sup>33</sup> Dans ce contexte, il convient de noter que les valeurs extrêmes, observées pour les banques individuelles, ont été écartées: il convient de noter qu'il s'agit d'un nombre très limité de cas individuels.

Graphique 4.18

## Dispersion de la part du solde net sur commissions dans le produit bancaire



Sources : CSSF, calculs BCL

et le volume d'activité d'investissement de la clientèle ont été les facteurs déterminants pour la hausse du solde net sur commissions. Ainsi, il semblerait que les établissements de crédit luxembourgeois ont su profiter de la volatilité des marchés financiers pour consolider cette catégorie de revenus. Les revenus nets sur commissions ont progressé de 6,5% en 2011, soit 247 millions d'euros. Dans ce contexte, on note que l'analyse individuelle des banques montre que l'intervalle interquartile de la distribution des revenus nets sur commission en 2011 est relativement comparable à celui de 2010. Toutefois, la médiane s'est légèrement repliée pour s'élever à 32,4% en comparaison avec 37,0% en 2010 et 33,5% en 2009.

La troisième composante du produit bancaire, à savoir les autres revenus nets a connu un renversement profond dû notamment

aux variations de valeur des portefeuilles titres évalués aux prix de marché ainsi qu'aux pertes non récurrentes sur la vente de titres, et ceci dans des conditions de marché très incertaines. Toutefois, il semble plus approprié de relativiser l'impact de cette composante. Les autres revenus nets restent caractérisés par une volatilité relativement élevée comparativement aux autres sources de revenus et les performances des banques s'expliquent par le degré d'hétérogénéité de leurs modèles d'affaires. 49 banques sont déficitaires pour un total de 2 756 millions d'euros contre 94 banques bénéficiaires pour un total de 1 324 millions d'euros au 31 décembre 2011, ce qui montre une disparité importante entre les établissements. Ainsi, les autres revenus nets affichaient, en 2011, un déficit de 1 431 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 1 601 millions d'euros par rapport aux gains réalisés au cours de l'année 2010. Dans le détail on note encore que les moins-values les plus importantes ont été réalisées au cours du quatrième trimestre de l'année 2011, ce qui s'explique en partie par la participation du secteur privé dans la restructuration de la dette souveraine grecque.

La dispersion de la part des autres revenus nets par rapport au produit bancaire est illustrée par le graphique 4.19. L'écart interquartile reste stable. Par contre, les valeurs extrêmes, s'éloignant de la médiane en comparaison avec 2010, indiquent une accentuation du contraste entre les établissements de crédit.

Compte tenu des évolutions contrastées des sources de revenus des activités bancaires ordinaires, le produit net bancaire affiche un solde de 8 749 millions d'euros en 2011 sous l'impulsion des effets non-récurrents. Le produit bancaire a donc poursuivi sa tendance baissière enclenchée en 2009 en affichant une diminution de 11,8% en 2011 comparativement à l'année 2010.

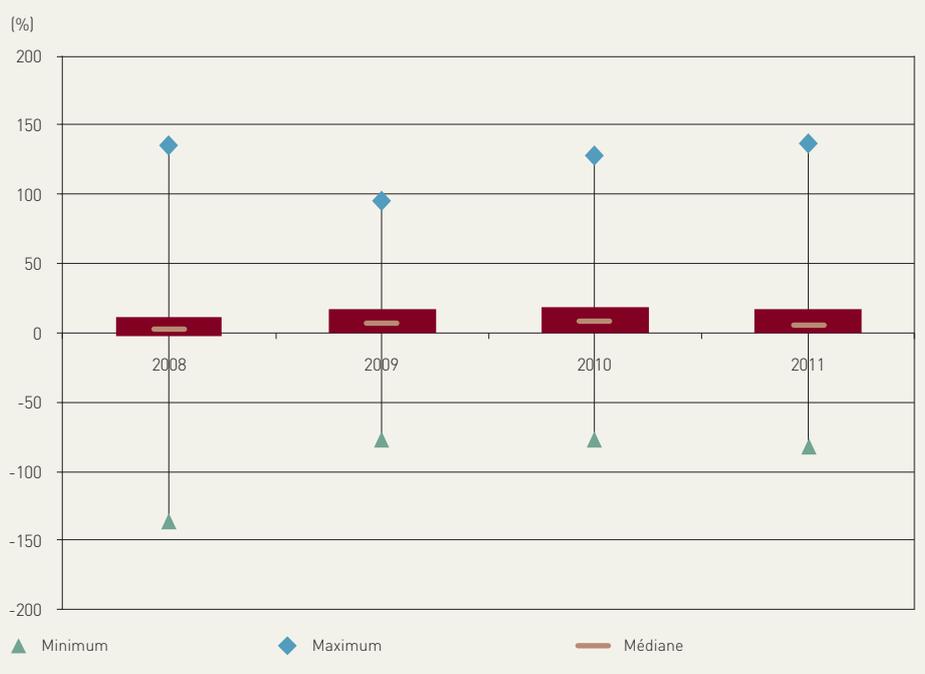
#### b) Evolution des coûts

Parallèlement à l'évolution positive du produit net bancaire enregistrée en 2011, les frais généraux ont affiché une progression de 5,7%. L'origine de cet accroissement est double: d'une part, les frais de personnel ont enregistré une hausse de 98 millions d'euros (+ 3,7%) par rapport à fin 2010 et d'autre part, les frais d'exploitation ont augmenté de 165 millions d'euros (+8,5%) en comparaison annuelle. Le coefficient d'exploitation (*cost income ratio*) a atteint un niveau sans précédent comparativement aux standards historiques des dix dernières années. Il est la résultante de la progression des

charges d'exploitation (y compris les effets des plans sociaux) conjuguée à une progression moins importante du produit net bancaire en 2011. Autrement dit, les deux leviers du coefficient d'exploitation ont pris une trajectoire peu favorable à la stabilité ou à la baisse de cet indicateur de maîtrise des coûts. Ainsi, le coefficient d'exploitation a atteint 55,7% du produit net bancaire en 2011. En d'autres termes, plus de la moitié de la valeur ajoutée générée par le secteur bancaire est absorbée par les frais de personnel et les autres charges d'exploitation. Dans ce contexte, il convient toutefois de rappeler qu'une banque a repris à son propre compte le personnel d'un sous-traitant actif dans le domaine des services de gestion d'OPC pour un effectif de quelque 560 personnes. Ses frais de personnel affichent donc une hausse assez conséquente, puisque cet effet se conjugue à la tranche indiciaire d'octobre 2011.

En ce qui concerne les dépréciations nettes, on constate une nette détérioration par rapport aux valeurs observées en 2010. En effet, l'embellie survenue à la suite de la crise des *subprimes* en 2009-2010 avait conduit à une baisse significative des dépréciations. Toutefois, la crise de la dette souveraine dans l'Union européenne et l'affaiblissement subséquent des perspectives économiques ont conduit à une nette augmentation du volume des dépréciations au cours de l'année 2011 et principalement au cours du dernier trimestre de cette année. En effet, le deuxième semestre de l'année écoulée a connu une forte croissance des dépréciations dans les livres des banques sous l'impulsion de la discussion sur la participation du secteur privé à la restructuration de la dette grecque.

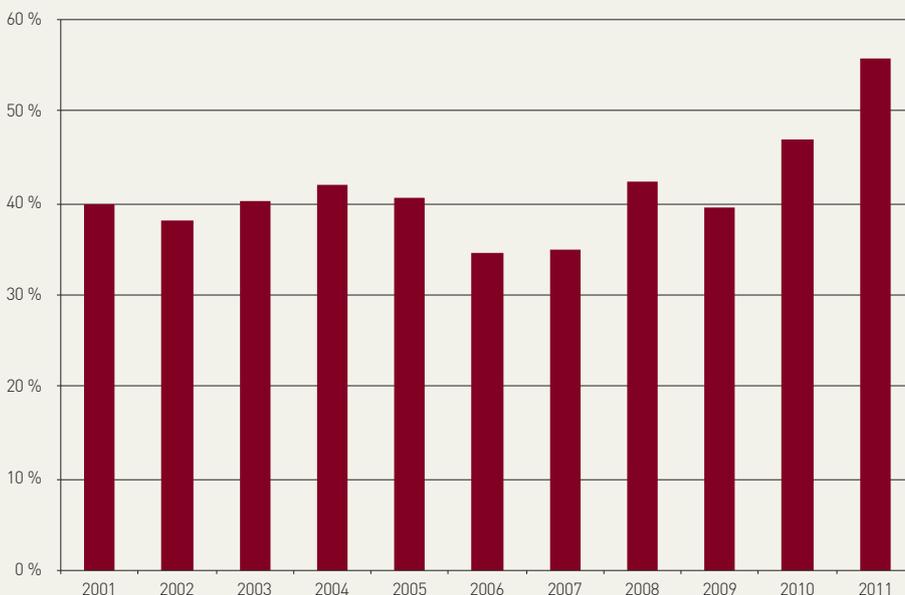
Graphique 4.19  
Dispersion des autres revenus nets dans le produit bancaire



Sources : CSSF, calculs BCL



Graphique 4.20  
L'évolution du coefficient d'exploitation : 2001-2011



Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 4.21  
Dispersion du ratio des dépréciations nettes à l'actif total



Sources : CSSF, calculs BCL

En ce qui concerne la part des dépréciations dans l'actif total, les chiffres montrent que la dispersion de ce ratio pour les banques continues dans l'intervalle défini par le 1<sup>er</sup> et le 3<sup>ème</sup> quartiles s'est légèrement élargi de 0.02% à 0.04% en 2011 comparativement à 2010. Toutefois, il s'avère que l'étendue des valeurs extrêmes de la distribution de ce rapport s'est réduite en culminant à 3.6%, alors qu'elle atteignait 5.8% en 2010, comme illustré par le graphique 4.21. Bien que la médiane affiche un niveau proche ou équivalent à zéro pour les quatre périodes analysées, l'étendue de l'impact de la crise pour certaines banques reste très importante.

En termes absolus, les dépréciations nettes s'élevaient à 1 800 millions d'euros fin 2011 (contre 555 millions d'euro fin 2010 et 5 654 millions d'euros en 2008, année de la crise).

Quant à la constitution nette de provisions, on constate une dissolution d'un montant net de 291 millions d'euros de provisions auparavant constituées pour faire face aux risques bancaires généraux.

En 2011, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois a diminué de 28,8% soit 1 447 millions par rapport à l'année 2010, pour afficher 3 584 millions d'euros. La majorité des banques a dégagé un excédent dont le montant global s'élevait à 5 625 millions d'euros. Il y a lieu de noter que 25 établissements ont enregistré un déficit en 2011 dont le montant total atteignait 2 040 millions d'euros. La chute du résultat en termes

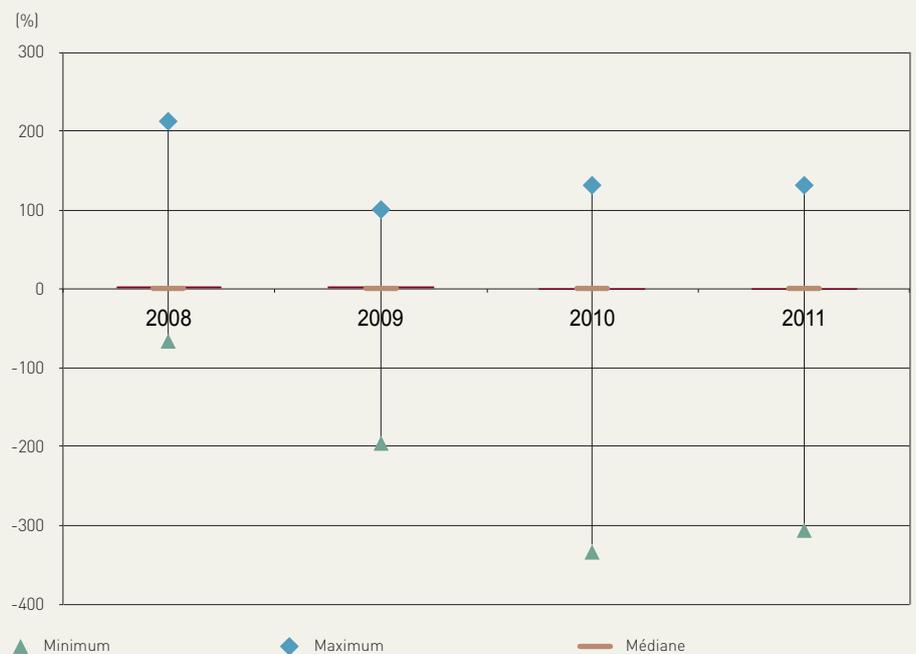
agrégés est principalement due à la perte non-récurrente enregistrée dans les autres revenus nets par un nombre limité de banques. Cette perte n'a pas pu être compensée par la hausse de la marge sur intérêts et les revenus nets des commissions. Le résultat après dépréciations nettes et provisions a diminué de 54,4%, soit 2 472 millions d'euros en comparaison annuelle pour s'élever à 2 075 millions d'euros. Après déduction de l'impôt sur les revenus, les établissements de crédit luxembourgeois, y compris leurs succursales à l'étranger, ont dégagé un résultat net de 1 846 millions d'euros en 2011, soit une baisse importante par rapport à 2010 (-52,8% ou -2 063 millions d'euros).

La rentabilité peut être mesurée par le rapport entre le résultat net et les fonds propres calculés en moyenne de l'année 2011<sup>34</sup>. La conjugaison des résultats nets modestes dégagés en 2011 et du renforcement des fonds propres à la suite des divers *stress tests* effectués par les autorités européennes donnent lieu à des ratios *Return on equity* (ROE) très faibles. Ainsi, le ratio du rendement sur fonds propres (ROE), qui s'élevait encore à 11,8% en 2010 retombe à 4,5% en 2011. Néanmoins, et en dépit des circonstances exceptionnelles, l'analyse des données individuelles des banques révèle que la rentabilité médiane s'élève à 7,6%, en légère progression par rapport à 2010. Autrement dit, le rendement des fonds propres de

<sup>34</sup> Ce volet de l'analyse se limite aux banques de droit luxembourgeois puisque seules ces dernières ont une obligation de disposer de fonds propres à Luxembourg

Graphique 4.22

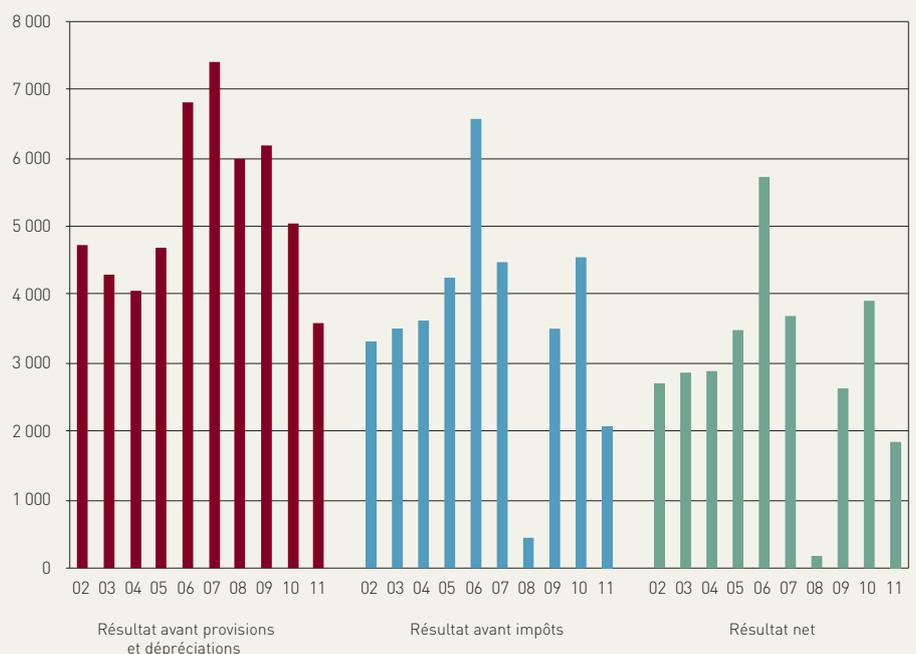
L'importance des provisions nettes par rapport à la marge sur intérêts



Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 4.23

Evolution des résultats des établissements de crédit (en millions d'euros)



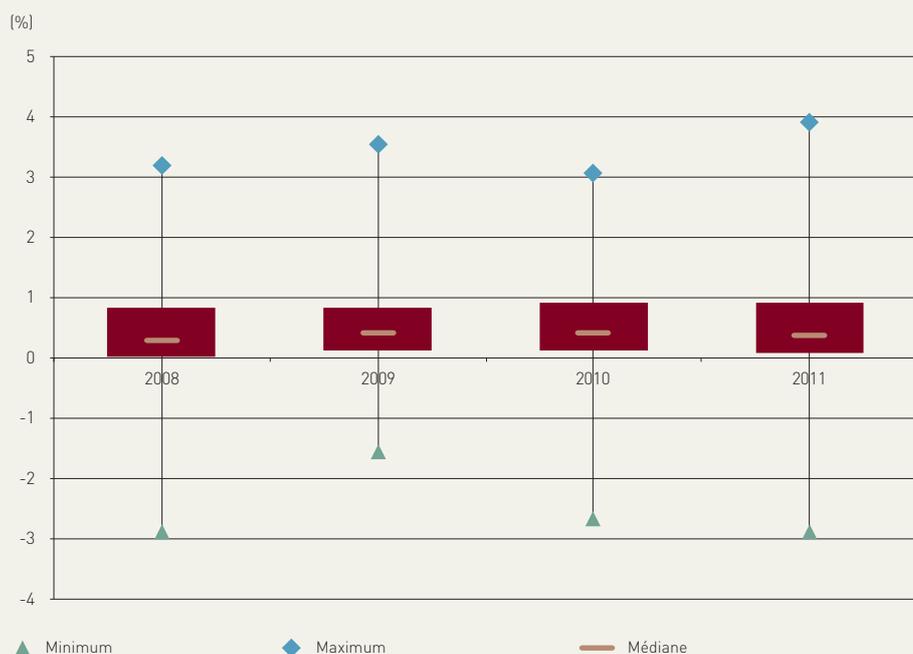
Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 4.24  
Dispersion du résultat net dans les fonds propres



Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 4.25  
Dispersion du résultat net dans l'actif total



Sources : CSSF, calculs BCL

plus de 50% des établissements de crédit a été supérieur à la médiane.

Le second indicateur standard de profitabilité pour analyser les performances des établissements de crédit est le rendement des actifs. En 2011, la détérioration du ratio du rendement sur l'actif total est essentiellement dictée par la baisse des résultats dégagés par les banques luxembourgeoises. En effet, le total des actifs s'est stabilisé à un niveau proche de celui observé en 2010. Ainsi, le niveau de ce ratio, à la fin de l'année 2011, ne fut que de +0,3%; alors que la valeur de celui-ci représentait 0,4% en 2010. L'analyse des banques individuelles fait ressortir un léger élargissement entre les ratios positifs et négatifs ce qui signifie une tendance à la divergence des rendements qui peut trouver son origine dans l'hétérogénéité des modèles d'affaires des banques.

## 1.6 LA SOLVABILITÉ

Historiquement, les établissements de crédit luxembourgeois, de par leurs niveaux de capitalisation élevés, présentent des ratios de solvabilité nettement supérieurs aux minima réglementaires requis. Ce constat demeure valable sur la période 2010-2011 et est conforté par les résultats des estimations du z-score pour l'ensemble des banques luxembourgeoises ainsi que par la dispersion des probabilités de défauts individuels des établissements de crédit (voir encadré 4.4).

Encadré 4.4 :

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

Le z-score est une mesure très répandue pour l'évaluation de la santé financière des établissements bancaires. 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 de ses actifs soit insuffisante pour couvrir le remboursement du passif contracté.

Le z-score demeure une approximation à l'indicateur reflétant la distance par rapport au seuil de défaillance (DD)<sup>35</sup> d'une banque ou d'une société quelconque. La différence fondamentale entre le z-score et la DD 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 est une mesure conservative qui s'appuie exclusivement sur des informations bilantaires historiques, tandis que la DD requiert une combinaison de données de marché et de bilan des banques. En d'autres termes, la distance par rapport au défaut (DD) est reflétée par le nombre d'écart-types qui sépare la valeur de marché des actifs d'un établissement bancaire de la valeur comptable de ses dettes. En l'absence de cotations boursières pour certains établissements, le z-score représente un substitut approprié 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, les ratios macro-prudentiels ou encore la modélisation des répercussions des chocs économiques ou financiers sur l'activité bancaire dans le cadre des stress-tests.

Le z-score est défini comme étant la mesure en nombre 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 assez faible. A contrario, le rapprochement du z-score de la valeur de l'écart-type du rendement des actifs est une indication d'une probabilité de défaut élevée de 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, ( $\mu$ ) est la moyenne du rendement des actifs, approché par le rapport entre le profit après impôts et l'actif total, tandis que ( $\sigma$ ) reflète la volatilité du rendement des actifs.

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

$$PoD_t = N(-z_t)$$

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

Pour les besoins de l'analyse, le secteur bancaire luxembourgeois est représenté par les 113 banques et filiales présentes durant la période 1994T1-2011T3. Les banques disparues suite à des processus de fusion-acquisitions ou à des fermetures de filiales au cours de cette période sont donc exclues de notre échantillon, tandis que les nouveaux entrants sont

35 DtoD : Distance to default. La construction de cet indicateur (DtoD) 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).

Graphique 4.26

L'indice logarithmique du z-score des banques luxembourgeoises : 1995T4-2011T3

(Distance par rapport au défaut (nbre de sigma))



Sources : CSSF, calculs BCL

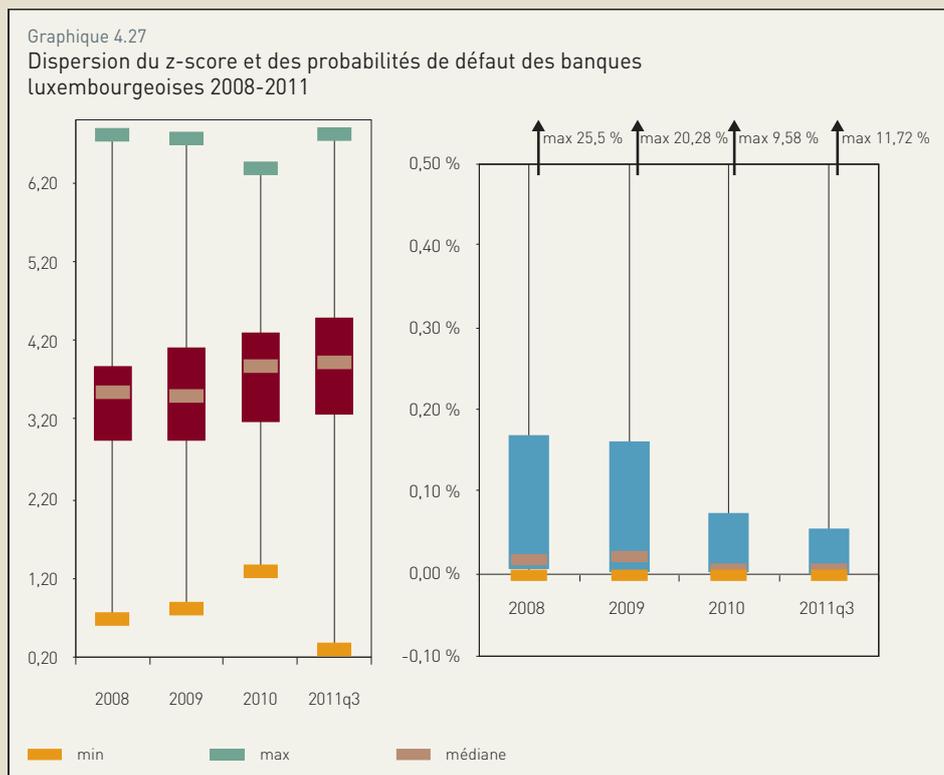
la période 2005-2007 est caractérisée par une nette amélioration du z-score. Cette nouvelle phase reflète une amélioration significative de la profitabilité des banques. Elle résulte de la diminution de la volatilité des rendements des actifs bancaires ; laquelle est associée à une grande stabilité de la volatilité des marchés financiers sur cette période. Il convient de souligner la nette dégradation de l'indice depuis le dernier trimestre 2007 jusqu'au premier trimestre de l'année 2009. Au cours de cette période le niveau de cet indice a atteint son plus bas niveau historique. A cette phase de fragilité a succédé une période durant laquelle une amélioration appréciable du niveau de l'indice z-score est enregistrée. D'ailleurs, cette progression s'est traduite par un niveau de l'indice supérieur à sa moyenne historique. Toutefois, cet ajustement n'a été que transitoire dans la mesure où la tendance de l'indice z-score s'est inversée au troisième trimestre 2011 avec l'amplification de la crise de la dette souveraine en Europe. En dépit de cette dégradation, le niveau agrégé de l'indice z-score demeure relativement élevé et supérieur à deux fois l'écart-type, qui reflète le seuil de vulnérabilité. Un tel niveau est synonyme d'une capacité « appréciable » du système bancaire luxembourgeois dans son ensemble, à absorber des chocs sévères et/ou de nature systémique. Néanmoins, il y a lieu de rappeler que l'effet de la crise souveraine a affecté sensiblement les profits des banques en 2012. Sous le poids de l'ajustement des bilans des établissements de crédit en cette période de croissance faible et d'incertitudes persistantes, il est fort probable que la tendance affichée se poursuive.

inclus. 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 agrégé est reflétée par la moyenne de l'ensemble des observations disponibles au cours d'un trimestre donné. Le graphique ci-contre illustre les résultats obtenus.

D'une manière générale, les variations de l'indice agrégé z-score sont caractérisées par une évolution cyclique. Tout d'abord, un léger creux est observé en 2001-2002 ; il peut être attribué à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques. En revanche,

Le constat de la résilience du système au niveau agrégé doit toutefois être nuancé, au vu des disparités observées sur les niveaux de l'indice entre les banques luxembourgeoises, qui affichent des degrés de vulnérabilité divers. Il n'est donc pas surprenant de constater que la probabilité théorique de défaut estimée pour certains établissements bancaires affiche des niveaux susceptibles d'engendrer des risques d'instabilité au niveau agrégé du fait des expositions réciproques et des interconnexions des établissements bancaires.

Les graphiques ci-contre présentent conjointement le résumé de la dispersion des z-score trimestriels des banques, et celui de leurs probabilités de défaut pour la période 2008-2011



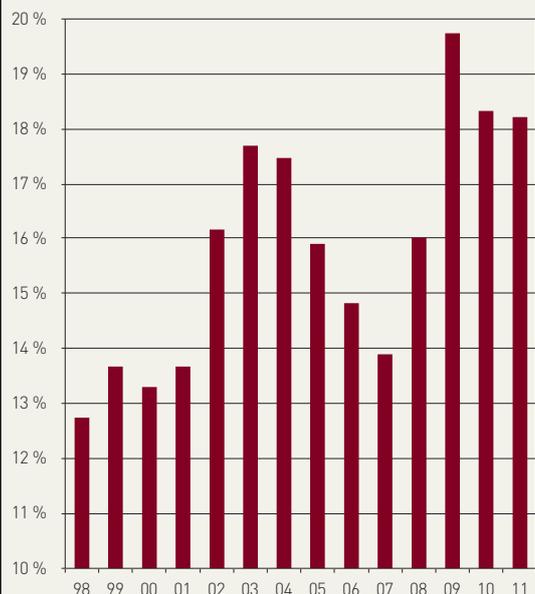
Sources : CSSF, calculs BCL

Bien que la médiane de la probabilité de défaut demeure stationnaire (0.01%), il ressort de l'analyse que le niveau maximum de cette probabilité en 2011 affiche une progression de près de 2 points de pourcentage par rapport au niveau estimé à la fin du quatrième trimestre 2010. Ainsi, après avoir atteint 20.3% au dernier trimestre 2009 pour l'établissement le plus vulnérable, la probabilité de défaut maximale affiche un net repli significatif à 9.58% au troisième trimestre 2010, puis une progression à 11,72% au troisième trimestre 2011. Cependant, la dispersion des probabilités de défaut décrite par les trois quantiles est contenue dans un intervalle beaucoup plus étroit, ce qui constitue plutôt un signe d'amélioration de la solidité financière des établissements bancaires.

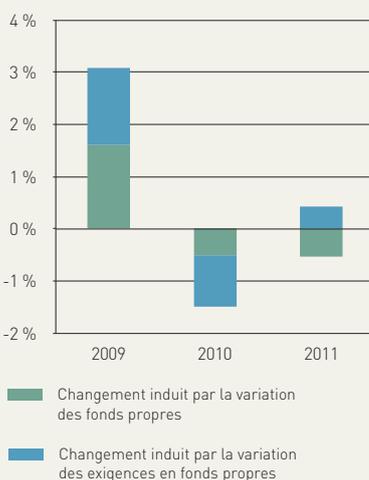
En guise de conclusion, il faut noter que la situation financière globale du secteur bancaire est compatible avec les exigences de stabilité financière du système bancaire. Toutefois, l'examen des scores individuels des banques luxembourgeoises laisse présager la persistance d'un certain degré de fragilité. Au vu de l'absence de liens interbancaires importants avec ces établissements de crédit, il nous semble que les risques de contagion à d'autres acteurs luxembourgeois sont marginaux.

Graphique 4.28

Evolution des ratios de solvabilité



Sources de fluctuations du ratio de solvabilité



Sources : BCL/CSSF

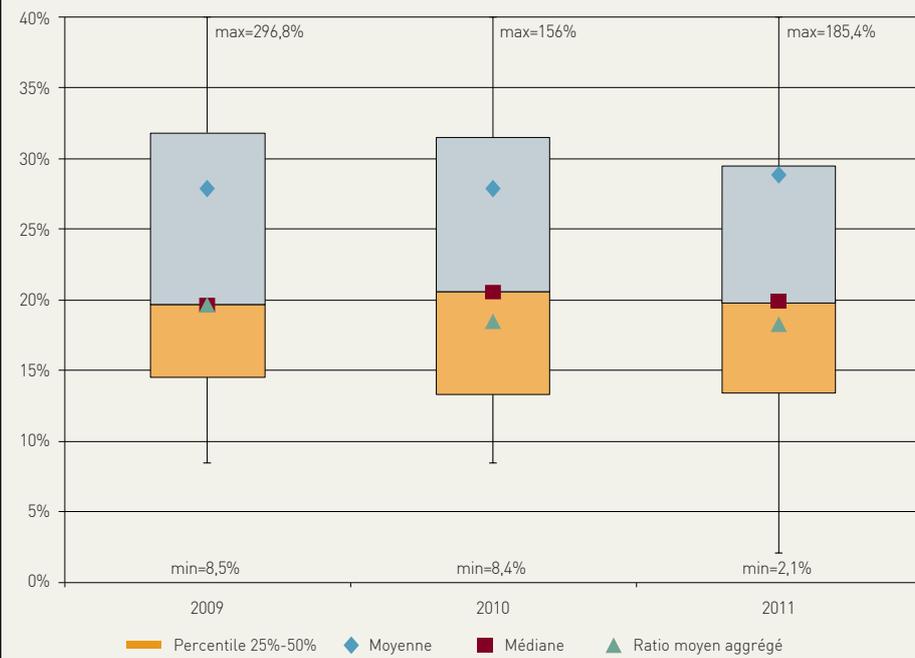
Au 31 décembre 2011, le ratio de solvabilité moyen des banques luxembourgeoises est resté quasiment constant à un niveau de 18,2%, en baisse de seulement 0,1% par rapport au 31 décembre 2010 (voir graphique 4.28). Quant aux deux composantes du ratio de solvabilité, on observe, d'une part, une diminution des fonds propres (-2,9%), contribuant pour -0,6% à l'évolution du ratio, et d'autre part, une diminution des actifs pondérés par le risque, qui se traduit par une baisse des exigences additionnelles en fonds propres de -2,4%, contrebalançant ainsi l'effet de la diminution des fonds propres sur le ratio de +0,5%.

Le ratio de solvabilité s'est amélioré pour 53 établissements parmi les 107 établissements considérés. Le taux moyen de progression affiché par ces derniers a été de 43%, alors que les autres établissements ont affiché une détérioration dont le taux moyen est de 21%. Le nombre de banques pris en compte pour cette analyse a diminué d'une unité sur une base annuelle.

Le graphique 4.29 illustre la dispersion des ratios de solvabilité des banques luxembourgeoises. Comme pour les années précédentes, la distribution de ratios reste caractérisée par une asymétrie positive. Dans ce cadre, il y a lieu de noter que 50% des banques disposent d'un ratio de solvabilité contenu dans un intervalle déterminé par le premier et le troisième quartile de la distribution [13% - 29%]. L'analyse des données individuelles fait ressortir, qu'à l'exception d'une banque qui se trouve en phase de restructuration, toutes les banques disposent

Graphique 4.29

Dispersion des ratios individuels de solvabilité



Sources : BCL / CSSF

d'un ratio de solvabilité supérieur aux exigences légales (8%). En effet, le ratio de solvabilité minimal observé fin 2011, hormis l'établissement de crédit en restructuration, est de 8,5%, en hausse marginale comparativement à celui enregistré en 2010 (8,4%). Enfin, il ressort de l'analyse que le nombre d'établissements de crédit ayant un ratio inférieur à 10% en 2011 atteint le nombre de 12 entités, en progression de 2 unités par rapport à 2010. Par ailleurs, 62% des établissements considérés présentaient un ratio de solvabilité supérieur à 15% fin 2011, contre 73% fin 2010. Les actifs totaux de ces banques représentaient 46% du total des banques considérées fin 2011 contre 61% fin 2010.

Quant au ratio Tier 1 agrégé, qui ne tient compte que des fonds propres de base, il est resté stable à un niveau de 15,9% en 2011. Au Luxembourg, il est à noter que le poids des fonds propres qualifiés de « Tier 1 » des banques représente 87% de l'ensemble des fonds propres disponibles.

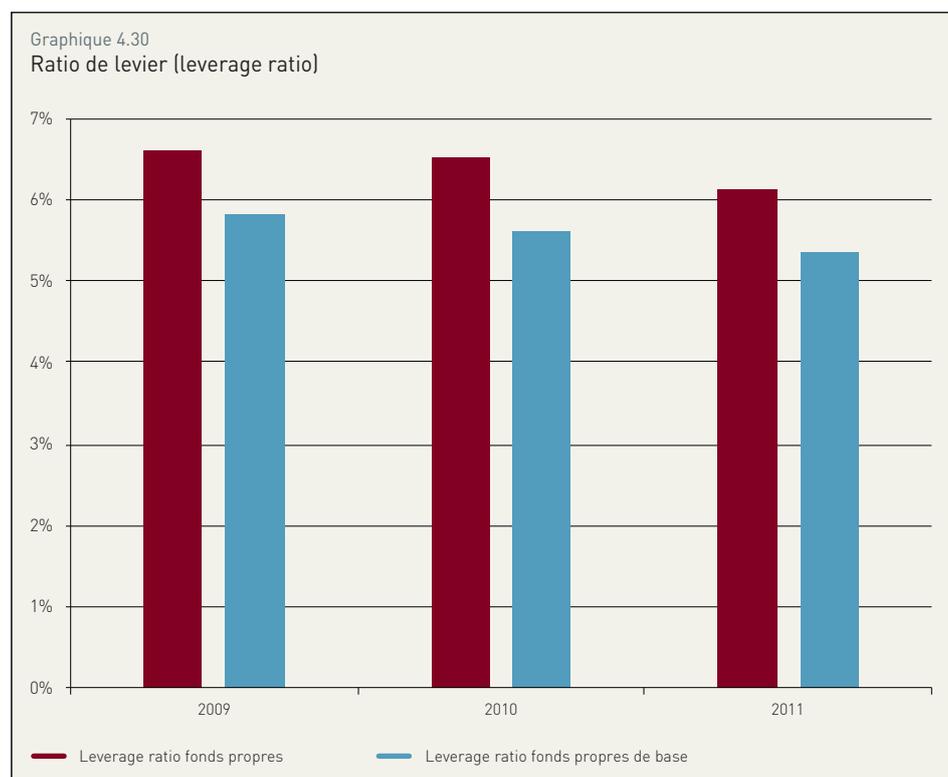
S'agissant de la composition des exigences en matière de fonds propres, le risque de crédit, avec une part relative de 86%, demeure le facteur déterminant de l'évolution du dénominateur du ratio de solvabilité.

En comparant les ratios de solvabilité des banques luxembourgeoises aux futures exigences en capital découlant des règles de Bâle III, on constate qu'en moyenne les banques luxembourgeoises gardent une certaine marge afin de répondre à ces exigences plus contraignantes.

Les nouvelles normes Bâle III prévoient en effet un ratio minimum de fonds propres de base de 6%, contre 4% à l'heure actuelle, auquel s'ajoute une exigence en matière de capitaux propres « durs » de 4,5%. Ces ratios qui vont entrer en vigueur à partir de 2015 seront complétés progressivement par des exigences supplémentaires afin que les banques disposent de coussins de fonds propres pendant les périodes favorables dans le but de couvrir les pertes en périodes de crise. Il s'agit d'un coussin dit « de conservation » des fonds propres constitué de capitaux propres « durs », qui sera fixé à 2,5% des actifs pondérés. Ainsi, le niveau de capitaux propres « durs » en temps normal s'élèvera à terme à un minimum de 7% auquel pourra s'ajouter en dernier lieu un coussin contra-cyclique tenant compte de l'évolution de l'environnement macro-économique à hauteur d'un maximum de 2,5% des actifs pondérés.

### 1.7 LE RATIO DE LEVIER

Quant au ratio de levier, c'est-à-dire le rapport des fonds propres, respectivement les fonds propres de base, au total des actifs (sans pondération au risque), celui-ci a augmenté de 4,8% en 2011 sous l'effet à la fois d'une légère réduction des fonds propres (-2,9%) et



Sources : CSSF, calculs BCL

d'une hausse des actifs totaux (3,5%). Le ratio de levier par rapport aux fonds propres de base se situe, quant à lui, à 5,3%.

Le ratio de levier ne constitue pas un ratio prudentiel à l'heure actuelle, néanmoins dans le cadre de la réforme de Bâle III et de sa transposition au niveau européen, l'introduction d'un ratio de levier comme mesure prudentielle est étudiée. Le ratio de levier envisagé par la nouvelle réglementation sera plus contraignant dans la mesure où certains éléments du hors-bilan, tels que les lignes de crédit confirmées, seront également pris en compte.

Alors que le seuil définitif du ratio de levier n'a pas encore été fixé, un ratio de 3% est mis à l'étude, c.-à-d. que l'ensemble des engagements du bilan et du hors-bilan d'une banque ne peut être 33,33 fois supérieur à la somme de ses fonds propres de base.

## 1.8 LA LIQUIDITÉ

Les établissements de crédit luxembourgeois ont, de par leurs modèles d'affaires, majoritairement un surplus de liquidité. Celui-ci peut être évalué par le « non-bank customer funding gap », mesurant les dépôts non-bancaires par rapport aux crédits à la clientèle non-bancaire. Ainsi, au niveau agrégé, le volume des dépôts non-bancaires est 1,4 fois plus élevé que celui des prêts non-bancaires au 31 décembre 2011. En comparaison annuelle, ce coefficient est resté stable. En ce qui concerne les activités interbancaires, le « interbank funding gap » qui met en relation les dépôts interbancaires avec les crédits interbancaires, a enregistré un excédent de liquidité, en passant de 95% à 102% entre décembre 2010 et décembre 2011.

Le ratio des dépôts de la clientèle non-bancaire par rapport aux actifs liquides des banques luxembourgeoises est passé de 60% fin 2010 à 56% fin 2011. La couverture des dépôts par les actifs liquides s'est donc améliorée de 4%.

Le «ratio de liquidité» global des banques, mesurant les actifs liquides par rapport aux passifs exigibles, a enregistré une augmentation de 2,7 points de pourcentage entre fin 2010 et fin 2011 et s'élève ainsi à 69%.

Tableau 4.9

### Distribution des ratios de liquidité

SOMME DE BILAN (€ MILLIONS)	12-2009			12-2010			12-2011		
	NOMBRE	RATIO DE LIQUIDITÉ MOYEN	% SOMME DE BILAN	NOMBRE	RATIO DE LIQUIDITÉ MOYEN	% SOMME DE BILAN	NOMBRE	RATIO DE LIQUIDITÉ MOYEN	% SOMME DE BILAN
>= 10 000	19	59%	63%	20	61%	66%	21	65%	67%
>= 2 500 et < 10 000	39	74%	29%	35	73%	26%	36	73%	25%
>= 500 et < 2 500	46	72%	7%	46	73%	7%	43	80%	7%
< 500	41	85%	1%	42	87%	1%	40	85%	1%

Sources: BCL / CSSF

Ces chiffres agrégés peuvent masquer des divergences entre banques individuelles même si la plupart connaissent une situation de liquidité assez confortable d'après les résultats de ce ratio. Les 21 établissements de crédit ayant des sommes de bilan supérieures à 10 000 millions d'euros au 31 décembre 2011 et représentant 67% de la somme de bilan totale des banques luxembourgeoises, affichaient un ratio de liquidité moyen de 65% (alors que le seuil minimum est de 30%), enregistrant une hausse de 4 points de pourcentage par rapport à 2010. D'après le tableau 4.9, le ratio de liquidité reste toutefois plus élevé pour les banques de petite taille et enregistre même, en 2011, une forte augmentation pour les établissements de crédit ayant une somme de bilan comprise entre 500 et 2 500 millions d'euros.

Il convient de noter que le ratio prudentiel de liquidité compilé actuellement n'a qu'un contenu informationnel limité, étant donné qu'il est basé sur des données statiques et ne tient pas compte des flux. La BCL, dans sa mission de surveillance, s'appuie dès lors sur des outils complémentaires pour évaluer la liquidité des établissements de crédit, notamment un outil permettant de conduire des tests d'endurance en matière de liquidité (voir encadré 4.5) ainsi qu'un reporting journalier sur la situation de liquidité à court terme des établissements de crédit.

Encadré 4.5:

## LA SENSIBILITÉ DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES AUX CHOCS DE LIQUIDITÉ

Cet encadré décrit les évolutions de la vulnérabilité des banques luxembourgeoises à des chocs de liquidité.

En vue d'analyser le degré de résistance des banques luxembourgeoises face à l'émergence de chocs de liquidité, la BCL a développé un indicateur statistique de liquidité (voir Rychtárik and Stragiotti [2009]<sup>36</sup>). L'analyse de la vulnérabilité est conduite à travers la simulation d'un ensemble de chocs différents et en quantifiant leur impact potentiel sur la valeur de référence de l'indicateur de liquidité.

La simulation est effectuée à travers 6 scénarios différents: i) un choc sur le marché interbancaire; ii) un retrait important de dépôts; iii) une utilisation importante des lignes de crédits, iv) un retrait partiel, mais conséquent des avoirs de tiers; v) une progression importante des décotes des titres admis au refinancement de l'Eurosystème, et vi) une simulation du « netting » des positions du bilan et du hors bilan avec les parties liées (intragroupe).

L'indicateur de liquidité adopté est le rapport entre les actifs liquides et l'actif total. L'impact d'un scénario est mesuré par un changement relatif ( $r_{b,t}$ ) de l'indicateur de liquidité, c'est-à-dire de sa valeur sous stress ( $s_{b,t}$ ) par rapport à sa valeur de référence ( $b_{b,t}$ ).

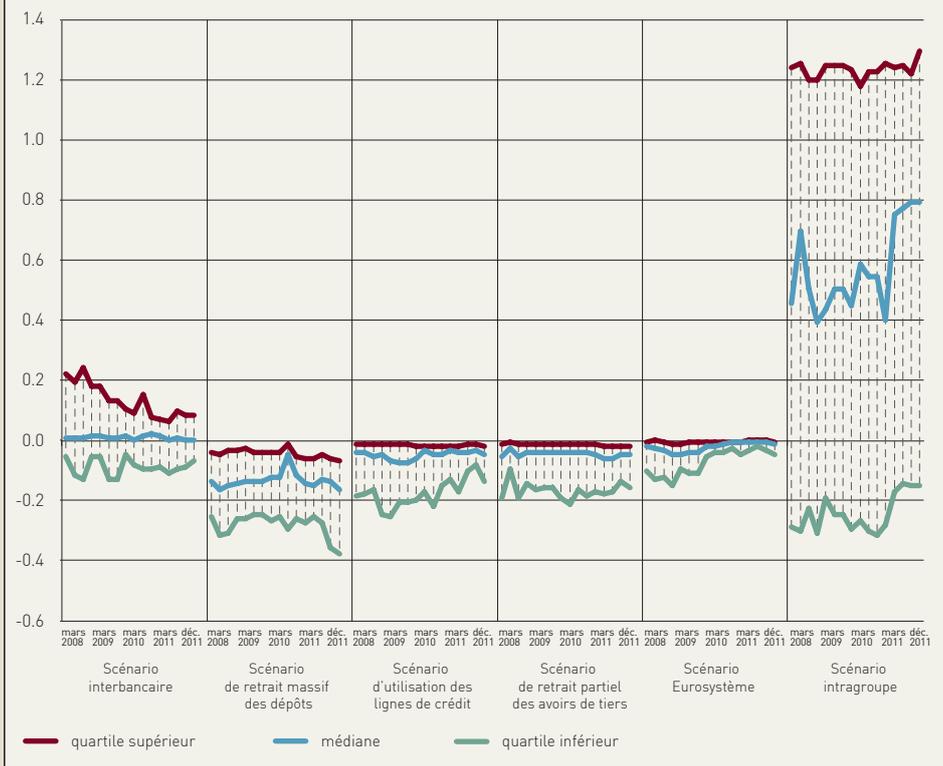
$$r_{b,t} = \frac{s_{b,t}}{b_{b,t}} - 1$$

Le graphique 4.31 illustre les résultats des différents scénarios sur base d'un échantillon de 70 banques. Ce graphique représente l'évolution graphique de la valeur de  $r_{b,t}$

Il en ressort que les scénarios de chocs affectant les activités interbancaires et intragroupes engendrent des valeurs négatives de l'indicateur de liquidité, mais aussi positives, tandis que les autres scénarios n'engendrent que des valeurs

36 La méthodologie sous-jacente est expliquée dans le cahier d'études Numéro 41 de la BCL publié en septembre 2009 par Rychtárik, «Liquidity scenario analysis in the Luxembourg banking sector»

Graphique 4.31  
Impact des différents scénarios



Sources : BCL, BCE

#### Scénario de retrait massif des dépôts:

Ce scénario est caractérisé par un retrait significatif des dépôts par les entreprises, les fonds d'investissement respectivement les ménages auprès des banques. Au vu de l'évolution de la médiane et du premier quartile, la matérialisation d'un tel scénario aurait pour conséquence une progression significative des besoins de liquidité de la plupart des banques. Pour l'année 2011, on constate des résultats en net déclin pour les banques du premier quartile, ce qui signifie que les banques les plus exposées à ce risque ont connu une détérioration de leur situation, principalement au cours de la deuxième moitié de l'année 2011.

#### Scénario d'utilisation des lignes de crédits:

Ce scénario envisage l'utilisation des lignes de crédit accordées par les banques en faveur de leurs contreparties. Alors que le scénario a présenté une distribution relativement stable au cours des années 2008 à 2010, on observe une évolution plus favorable par rapport à ce scénario pour les banques du premier quartile, ce qui s'explique par une réduction des lignes de crédit accordées en 2011.

négatives. Cette divergence s'explique par l'hypothèse adoptée quant à la liquidité des actifs interbancaires. Ainsi, les banques actives sur ce segment avec des engagements à court terme sur le marché interbancaire peuvent afficher des résultats positifs.

#### Scénario interbancaire:

Ce scénario considère une évaporation de la liquidité sur le marché interbancaire. La médiane de l'indicateur de liquidité reste relativement stable sur l'ensemble de la période sous revue. Le quartile supérieur, qui a connu une baisse entre 2008 et 2010 traduisant une diminution des crédits interbancaires, s'est stabilisé au cours de l'année 2011.

**Scénario de retrait partiel des avoirs de tiers:**

Ce scénario considère la possibilité d'un retrait d'avoirs de tiers auprès des banques. La distribution de cet indicateur de liquidité est relativement constante sur l'ensemble de la période d'observation.

**Scénario Eurosysteme:**

Le choc afférent à ce scénario est simulé à travers une hausse des décotes (haircuts) appliquées au collatéral mobilisable dans le cadre des opérations de refinancement auprès des banques centrales. L'évolution de la distribution de l'indicateur de liquidité, principalement pour le quartile inférieur, montre la diminution de la dépendance des banques envers les opérations de politique monétaire au cours de l'année 2011.

**Scénario intragroupe:**

Ce scénario tient compte de la situation des banques luxembourgeoises vis-à-vis des parties liées (intragroupe). On constate que la distribution est relativement dispersée, ce qui reflète la diversité des modèles d'affaires des filiales des groupes bancaires, qui agissent soit en tant que fournisseur de liquidité, soit en tant que receveur de liquidité pour leur groupe.

Les valeurs positives de la médiane et du quartile supérieur indiquent une tendance à donner plus de liquidité au groupe qu'à en recevoir. La distribution en 2011 a été moins volatile que les années précédentes, alors que la médiane se situe à niveau plus élevé, témoignant d'une augmentation de l'excédent de liquidité vis-à-vis des parties liées.

Dans le cadre de l'accord Bâle III, il est par ailleurs prévu d'établir des normes de liquidité, qui établissent des exigences minimales en cette matière. Ces normes visent deux objectifs distincts, mais complémentaires.

Le premier objectif est de favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une crise de liquidité intense durant une période d'un mois. Le cadre Bâle III prévoit à cet effet le ratio de liquidité à court terme (LCR, liquidity coverage ratio). Il est prévu que ce ratio de liquidité à court terme entre en vigueur à partir de 2015.

Le second objectif est de promouvoir la résilience à plus long terme en instaurant des incitations supplémentaires, afin que les banques financent leurs activités au moyen de sources structurellement plus stables. Le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR, net stable funding ratio), assorti d'un horizon de 1 an, est mis en place pour fournir une structure d'échéances viable à l'actif et au passif. Il est prévu que ce ratio structurel de liquidité entre en vigueur en 2018.



En vue de la mise en place de ces nouvelles normes de liquidité, des études d'impact sont menées au niveau luxembourgeois depuis le 31 décembre 2010. Celles-ci servent à évaluer la situation des banques luxembourgeoises par rapport à ces normes, à détecter d'éventuelles conséquences non intentionnelles et à fournir des renseignements nécessaires à leur calibrage final.

D'après l'étude d'impact réalisée d'après les chiffres du 30 juin 2011, 26% des banques luxembourgeoises ayant été soumises à cette enquête ont rempli les exigences du ratio de liquidité à court terme et 45% des banques ont respecté les exigences du ratio structurel de liquidité. Alors que les valeurs des deux ratios doivent être supérieures à 100%, la valeur moyenne du ratio de liquidité à court terme se situe à 55% tandis que la valeur moyenne du ratio structurel de liquidité se situe à 110%. D'après l'enquête effectuée par l'Autorité bancaire européenne pour 158 banques européennes, les valeurs moyennes pour les deux ratios au niveau européen se situent à 70% et 89% respectivement.

En dépit d'une situation de liquidité saine, une majorité des banques luxembourgeoises ne respecte pas encore les nouvelles normes de liquidité. S'agissant du ratio de liquidité à court terme, certaines hypothèses comme la composition restrictive des actifs éligibles pour le stock d'actifs liquides et le plafonnement des flux entrants à 75% des flux sortants s'avèrent particulièrement pénalisantes pour le modèle d'affaires des banques luxembourgeoises. Alors que tous les paramètres du ratio de liquidité à court terme ne sont pas encore figés, une partie des banques devra apporter des ajustements à son modèle d'affaires, rallonger la structure d'échéance de ses sources de refinancement ou bien augmenter le stock des actifs liquides éligibles afin de respecter le ratio de liquidité à court terme lors de son entrée en vigueur en 2015.

## 1.9 EVALUATION DE LA VULNÉRABILITÉ DU SECTEUR BANCAIRE

### 1.9.1 Indicateur de vulnérabilité

L'indicateur de vulnérabilité élaboré par la BCL est un indice construit à partir d'un éventail de variables bilantaires et de pertes et profits (dépôts à vue et interbancaires, profitabilité, variabilité des fonds propres, FRBG), macro-financières (rendements de l'indice boursier européen) et de structure compétitive (nombre de banques) susceptibles de constituer autant d'indicateurs avancés de la vulnérabilité du système face à des chocs macroéconomiques<sup>37</sup>.

En réalité, il s'agit de procéder à des transformations sur les variables désaisonnalisées afin de capter l'impact des chocs sur leur évolution. Le procédé consiste à calculer le ratio du niveau de la variable à la date  $t$  et du maximum observé au cours d'une période donnée (ratio  $C_{max}$ )<sup>38</sup>. Pour cela, la période 1993T1-2011T3 est découpée en intervalles de 3 mois, selon une fenêtre glissante. Dans chaque fenêtre on retient la mesure de valeur absolue minimale.

Afin de contourner les limites des résultats issus de l'application d'une seule méthodologie d'agrégation et afin de s'assurer de leur robustesse, les diverses composantes de l'indice de vulnérabilité sont agrégées selon différentes approches. La vraisemblance de l'indice est testée en mettant sa dynamique en regard de périodes de vulnérabilité ou de crises avérées.

<sup>37</sup> Pour une présentation détaillée de la méthodologie Cf. Rouabah A. (2007) : *Mesure de la Vulnérabilité du Secteur Bancaire Luxembourgeois*, Banque centrale du Luxembourg, Cahier d'études, n° 24, Avril.

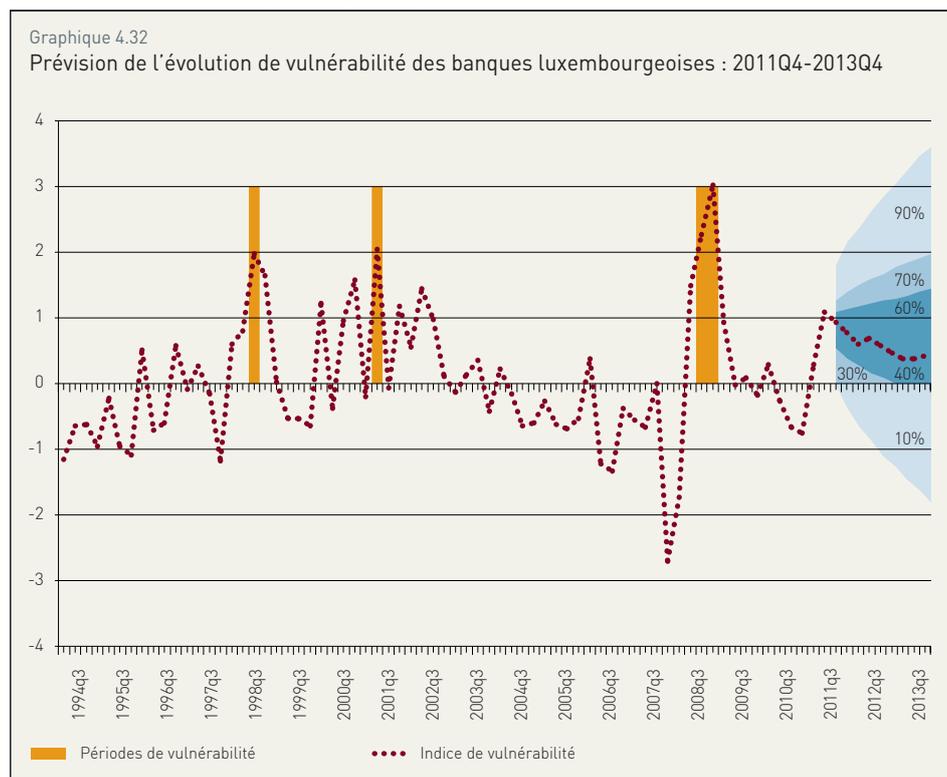
<sup>38</sup> Cette mesure est qualifiée dans la littérature de « CMAX ». Elle s'apparente à la notion de « Maximum Drawdown » utilisée couramment en gestion de portefeuille. Elle est quantifiée par le ratio :  $C_{MAX_t} = (\text{variable à l'instant } t) / (\text{maximum de la variable au cours des 3 mois})$ .

Enfin, un modèle économétrique composé de trois équations est utilisé pour prédire l'évolution de l'indice de vulnérabilité. Les variables explicatives retenues pour la prévision de cet indice sont afférentes au PIB et à l'investissement physique de la zone euro, au volume des crédits accordés à l'économie luxembourgeoise ainsi qu'aux rendements de l'indice boursier Euro Stoxx. Les prévisions sont obtenues par la résolution du modèle de manière stochastique à travers la réalisation de simulations Monte Carlo. La dynamique de cet indice constitue un outil d'analyse pertinent de la situation macro-prudentielle.

Le graphique ci-dessous illustre la dynamique historique de l'indice et les projections de son évolution au cours des neuf prochains trimestres (2011q4-2013q4). Il est exprimé en déviation par rapport à sa moyenne historique. Par conséquent, tout écart positif, respectivement négatif, est synonyme d'un stress d'intensité supérieure, respectivement inférieure, à cette moyenne. Dans ce cadre, et compte tenu de la standardisation de l'indice, le franchissement du seuil, caractérisé par deux fois l'écart-type inconditionnel, reflète l'entrée dans une phase de vulnérabilité importante du secteur bancaire.

A partir des résultats affichés sur ce graphique, on constate que la dynamique de l'indice affiche une rupture importante à partir du troisième trimestre de 2008 avec un pic reflétant une période de vulnérabilité importante au cours du troisième trimestre 2009. L'accroissement du risque systémique durant cette période traduit en réalité la mise en sursis de paiement de plusieurs établissements bancaires de droit luxembourgeois. L'apport de garanties et de fonds publics au cours du quatrième trimestre de l'année 2008 pour deux grandes banques est une seconde illustration de la sévérité du choc induit par la crise des prêts immobiliers toxiques.

Cette évolution préjudiciable à la stabilité financière s'est inversée au cours du troisième trimestre de l'année 2009. A l'exception de l'enregistrement d'une déviation importante du risque au troisième trimestre de l'année 2011, période de tension sur les titres souverains européens, nos projections affichent plutôt une convergence vers un niveau suffisamment compatible avec les exigences de la stabilité financière. Toutefois, les résultats de nos prévisions laissent présager que la bande supérieure de l'intervalle de confiance de l'indicateur du stress demeure supérieure au seuil de déclenchement, en l'occurrence deux sigmas. Ceci reflète l'importance de l'incertitude qui caractérise la projection de l'évolution future de cet indice. L'examen de la trajectoire prévue pour cet indice au cours des huit trimestres à venir (2012-2013) affiche une tendance très proche du niveau du risque historique moyen. Bien que nos estimations laissent présager une robustesse assurée du secteur bancaire, il est important de tenir compte de l'incertitude reflétée par les intervalles de confiance



Sources : BCL, CSSF, calculs BCL

ainsi que du type d'enchaînement que peut induire l'émergence de nouveaux chocs sur le degré de vulnérabilité des banques luxembourgeoises.

## 1.9.2 Les tests d'endurance en tant qu'outils macro-prudentiels

L'importance de la mise en place de politiques macro-prudentielles est devenue un impératif pressant dans la majorité des pays. Au niveau européen et après la mise en place du Comité européen du risque systémique, le directoire de cette nouvelle structure a émis une recommandation afin que les autorités politiques des pays de l'Union désignent une autorité indépendante en charge de la conduite de telles politiques. L'enjeu principal de l'approche macro-prudentielle est l'évaluation des risques d'une nature systémique et le monitoring de leurs accumulations temporelles. Ceci exige le développement d'analyses macro-économiques du système financier et de ses multiples interactions avec la sphère réelle et ses composantes sectorielles. A cet égard, les tests de résistance constituent un levier important permettant l'analyse des liens entre les évolutions macro-économiques et la stabilité du système financier ou l'une de ses composantes.

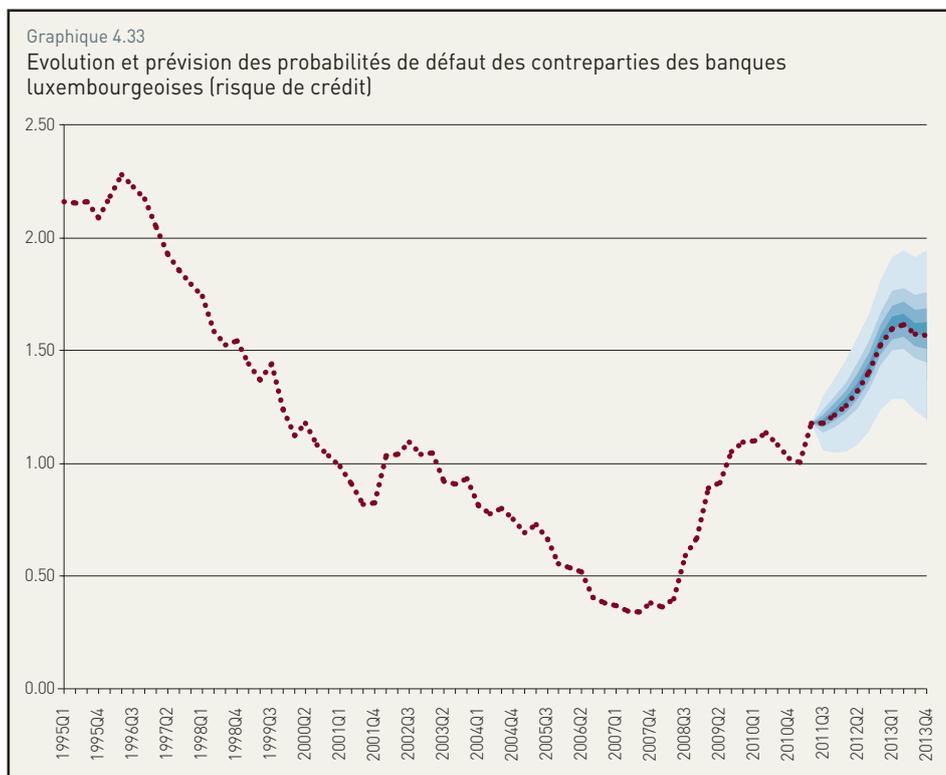
### I - Caractéristiques du stress test macro-prudentiel de la BCL

L'innovation de l'approche adoptée dans la conduite de ce type de stress test est tout d'abord notre appui sur un modèle macro-économétrique, composé de plusieurs spécifications, lesquelles sont estimées par un modèle autorégressif (VAR) sur des données à fréquence trimestrielle afin de tenir compte des interactions entre les différentes variables. Les principales variables agrégées du modèle sont :

- La probabilité de défaut des contreparties des banques, approximée par le ratio des créances douteuses ;

- Les produits intérieurs bruts de la zone euro et du Luxembourg ;
- Les taux d'intérêts réels (EU-RIBOR 3 mois) ;
- Les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

Les scénarios de stress prennent en compte des chocs aussi importants que ceux observés au cours de la période de la récente crise (2008-2009), en particulier en ce qui concerne le produit intérieur brut et les prix de l'immobilier. Les stress tests réalisés sont conduits selon une approche « top down » et le modèle adopté permet de relier explicitement l'évolution des probabilités de défaut à la conjoncture économique. L'horizon de projection retenu pour ces scénarios est de deux ans 2012-2013. Ainsi, pour chaque scénario de stress l'effet du choc est quantifié à travers son



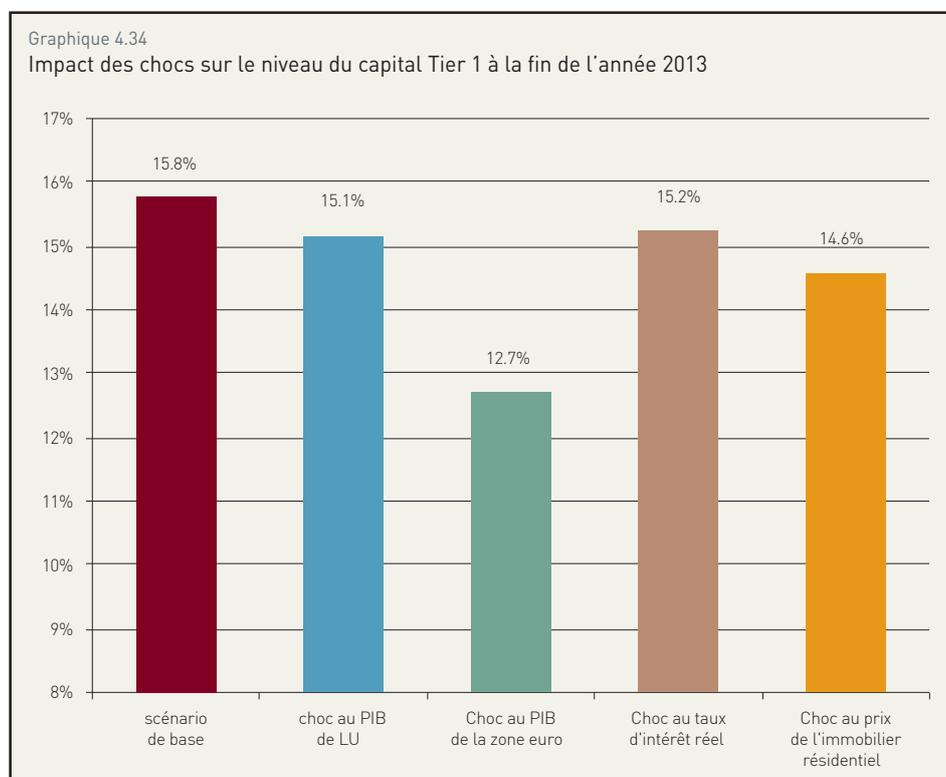
Sources: CSSF, calculs BCL

impact sur le niveau des probabilités de défaut, lequel demeure un facteur déterminant des exigences de capitaux propres (Tier 1). Autrement dit, les probabilités de défaut simulées à partir des spécifications de notre modèle sont ensuite traduites en termes d'exigences de capitaux conformément aux exigences établies par les accords de Bâle.

Les résultats du scénario de base quant à l'évolution de la probabilité de défaut laissent présager que la tendance est plutôt ascendante. La projection et les intervalles de confiance associés sont illustrés par le graphique ci-dessous. La hausse affichée s'explique par une croissance économique atone et des perspectives de progression sensibles du taux de chômage en Europe au cours des années 2012-2013.

## II - Résultats des simulations des chocs et de leurs impacts sur les capitaux propres

Après avoir estimé et simulé les probabilités de défaut propres à chaque scénario, ces dernières ont été utilisées pour quantifier leur impact sur l'exigence en termes de capitaux propres des banques. Les résultats agrégés sont illustrés par le graphique ci-contre. Ils révèlent que les simulations de stress ont bien une incidence défavorable sur les capitaux propres des banques en comparaison avec le scénario de base. Bien que les chocs adoptés soient sévères, leurs effets entraîneraient une baisse du ratio de solvabilité de 0.7 à 3.1 points de pourcentage. Néanmoins le système bancaire luxembourgeois dans son ensemble dispose, avec un ratio moyen issu du scénario de base de près de 16%, d'une marge de solvabilité suffisante pour absorber de tels chocs.



Source : calculs BCL

Par ailleurs et compte-tenu de la sensibilité significative du portefeuille-crédits des banques luxembourgeoises aux facteurs externes, en particulier le PIB de la zone euro, les autorités de supervision devraient accorder une importance particulière aux trajectoires vraisemblables de cet agrégat. S'agissant de l'impact du choc des prix de l'immobilier résidentiel au niveau national sur le ratio des fonds propres, celui-ci apparaît à première vue peu vraisemblable étant donné que peu de banques sont impliquées dans le financement de l'immobilier résidentiel au Luxembourg. Néanmoins et à titre indicatif, le stock du volume de crédits accordés à la clientèle pour le financement des opérations immobilières s'élevait à la fin de l'année 2011 à près de 20 milliards d'euros, ce qui représentait près de 3% de l'actif total de l'ensemble des établissements de crédit établis au Luxembourg. Certes, cette part demeure modérée, mais l'exposition à cette catégorie de risques est concentrée au niveau de quelques banques. La matérialisation d'un tel choc est susceptible d'entraîner des déséquilibres préjudiciables à la stabilité du système bancaire luxembourgeois.

## 2. LES AUTRES ACTEURS DU SECTEUR FINANCIER

### 2.1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

#### 2.1.1 L'évolution en nombre

L'année 2011 a été caractérisée par un accroissement du nombre des fonds d'investissement de 178 unités, pour s'établir à 3 845 entités au 31 décembre 2011. Cette hausse se décompose en une augmentation de 182 entités du nombre de fonds d'investissements spécialisés (FIS) qui s'élevait à 1 374 entités au 31 décembre 2011, combinée à une diminution de 4 unités du nombre d'organismes de placement collectif soumis à la loi de 2010, dont le nombre total s'élevait à 2 471. En outre, malgré la diminution constante du nombre de compartiments monétaires, le nombre total de compartiments a progressé de 357 unités au cours de l'année écoulée, passant de 12 937 à 13 294 unités entre décembre 2010 et décembre 2011. Il convient enfin de relever qu'au cours du mois de janvier 2012, cette tendance à la hausse s'est quelque peu infléchi. Le nombre d'OPC a diminué de 8 unités, tandis que le nombre de compartiments a décréu de 21 unités par rapport à la fin du mois de décembre.

Tableau 4.10:

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Dont nombre de compart. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1)2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
<b>2000</b>	1 785	6 995	435	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
<b>2001</b>	1 908	7 519	406	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
<b>2002</b>	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
<b>2003</b>	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
<b>2004</b>	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
<b>2005</b>	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
<b>2006</b>	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
<b>2007</b>	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
<b>2008</b>	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
<b>2009</b>	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
<b>2010</b>	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
<b>2011</b>	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
<b>2011</b>										
<b>jan.</b>	3 684	12 979	451	2 184 027	14 212	-29 179	323 339	17,4	-14 967	-0,7
<b>fév.</b>	3 705	13 030	447	2 208 198	15 623	8 548	310 264	16,3	24 171	1,1
<b>mars</b>	3 724	13 057	435	2 190 896	2 515	-19 817	210 358	10,6	-17 302	-0,8
<b>avril</b>	3 736	13 097	430	2 195 408	10 667	-6 155	182 521	9,1	4 512	0,2
<b>mai</b>	3 749	13 186	424	2 219 208	7 906	15 894	226 795	11,4	23 800	1,1
<b>juin</b>	3 749	13 164	421	2 184 999	-4 879	-29 330	174 362	8,7	-34 209	-1,5
<b>juil.</b>	3 795	13 210	428	2 189 665	-7 883	12 549	170 442	8,4	4 666	0,2
<b>août</b>	3 799	13 256	427	2 085 941	-10 550	-93 174	16 951	0,8	-103 724	-4,7
<b>sep.</b>	3 816	13 312	427	2 032 077	-11 343	-42 521	-51 663	-2,5	-53 864	-2,6
<b>oct.</b>	3 819	13 307	424	2 071 937	-7 706	47 566	-35 638	-1,7	39 860	2,0
<b>nov.</b>	3 833	13 328	424	2 059 419	206	-12 724	-101 453	-4,7	-12 518	-0,6
<b>déc.</b>	3 845	13 294	412	2 096 512	-3 484	40 577	-102 482	-4,7	37 093	1,8
<b>2012</b>										
<b>jan.</b>	3 837	13 273	287	2 157 081	5 163	55 406	-26 946	-1,2	60 569	2,9

Source: CSSF

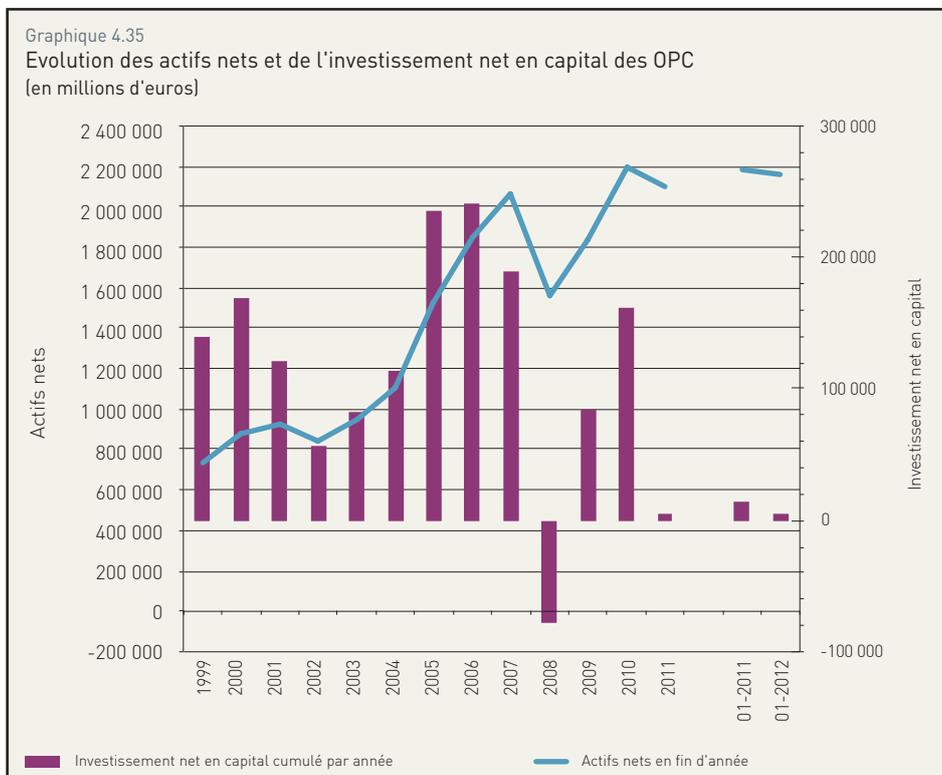
<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.

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

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

Dans l'ensemble, l'année 2011 n'a pas été favorable au secteur des fonds d'investissement. Sur une base annuelle, les investissements nets se sont élevés à 5 284 millions d'euros seulement, contre 161 568 millions d'euros pour l'année 2010. Quant aux effets de marché, ils ont eu un impact négatif de 107 766 millions d'euros, alors qu'ils avaient contribué à la croissance de la VNI à hauteur de 196 433 millions d'euros en 2010. Après une évolution en dents de scie au premier semestre, c'est principalement au cours des mois d'août et septembre 2011 que les contre-performances boursières ont plombé la valeur des portefeuilles des fonds d'investissement, induisant en parallèle des retraits nets en capital de la part des investisseurs. Au final, au cours de l'année 2011, la valeur nette d'inventaire (VNI) s'est tassée de près de 4,7% par rapport au niveau observé à la fin de l'année 2010. Fin décembre 2011, elle s'élevait à 2 096 512 millions d'euros, contre 2 198 994 millions à la fin du mois de décembre 2010. Toutefois, les timides améliorations observées au quatrième trimestre, ainsi que la bonne tenue des marchés boursiers en ce début d'année 2012, laissent présager un retour sur un chemin de croissance pour le secteur au cours du premier trimestre 2012.



## 2.1.3 L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds en actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds', autres fonds) permet une analyse plus fine des développements constatés dans le secteur des fonds d'investissement.

Tableau 4.11:

**Total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement (en millions d'euros, encours en fin de période)**

	Fonds obligatoires	Fonds actions	Fonds mixtes	Fonds immobiliers	Hedge funds	Autres fonds
<b>2008</b>	506 236	411 095	324 716	31 803	33 966	96 580
<b>2009</b>	584 222	587 830	385 162	30 266	21 501	89 399
<b>2010</b>	754 748	737 842	478 518	34 129	25 483	107 043
<b>2011</b>	777 088	622 724	488 725	40 222	22 478	104 240
<b>2011</b>						
jan.	759 242	729 925	484 778	34 132	24 764	108 225
fév.	777 300	741 829	492 513	35 004	24 759	109 582
mars	779 725	730 750	492 821	34 565	25 315	109 444
avril	773 833	734 349	508 582	37 483	24 436	111 906
mai	793 531	736 545	513 154	37 563	25 529	112 324
juin	790 087	717 195	508 333	37 254	25 241	111 173
juil.	816 422	717 351	521 205	38 879	25 606	112 846
août	804 611	641 998	501 601	39 496	24 383	108 755
sep.	798 528	598 907	492 836	41 177	24 374	108 268
oct.	795 725	635 715	500 678	40 231	22 704	108 561
nov.	772 801	622 008	488 918	40 293	22 239	106 038
déc.	777 088	622 724	488 725	40 222	22 478	104 240
<b>2012</b>						
jan.	858 998	659 013	503 127	40 797	21 872	106 445

Source: BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds à partir de décembre 2008, date à laquelle la BCL a commencé une collecte statistique détaillée auprès des fonds d'investissement non-monétaires. En termes de total bilantaire, les fonds obligatoires constituent la catégorie la plus importante. Ils sont suivis par les fonds en actions et les fonds mixtes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Les évolutions récentes varient quelque peu selon le type de fonds. Les actifs des fonds obligatoires ont affiché une tendance globalement haussière entre janvier 2010 et juillet 2011. Par la suite, la tendance s'est inversée. La valeur des actifs s'est progressivement affaiblie, passant de 816 422 millions d'euros fin juillet 2011 à 772 801 millions en novembre 2011. Ces évolutions sont liées à la hausse des taux d'intérêts enregistrée au cours de la deuxième partie de l'année 2011, et à la crise des dettes souveraines. En décembre, une légère amélioration a été constatée, suivie d'une très nette hausse en janvier, portant le total du bilan de cette catégorie de fonds à 858 998 millions d'euros. Toutefois, une partie de cette hausse est liée à la modification de la définition des fonds monétaires en janvier 2012 (voir ci-dessous). Le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligatoires d'un montant de 52 569 millions d'euros.

Au cours du troisième trimestre 2011, la chute des cours boursiers a provoqué une forte baisse du total de l'actif des OPC majoritairement investis en actions. Celui-ci a chuté de 16,5% entre juillet et septembre, passant de 717 351 millions d'euros à 598 907 millions d'euros. Au quatrième trimestre, le total bilantaire s'est stabilisé pour atteindre 622 724 millions d'euros en décembre 2011. En janvier 2012, les bonnes performances des marchés financiers ont certainement contribué à la hausse importante du total des avoirs des fonds en actions, qui sont remontés à 659 013 millions d'euros.

Quant aux fonds mixtes, ils synthétisent les évolutions des fonds obligatoires et en actions, soit une croissance stable entre janvier 2010 et juillet 2011, suivie d'une brusque inversion de tendance à partir de juillet 2011, d'une stabilisation en toute fin d'année, et d'une hausse en janvier 2012.

Encadré 4.6:

## DÉTENTION DE TITRES PUBLICS PAR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Au 31 décembre 2011, les OPC luxembourgeois détenaient des titres émis par les administrations publiques pour un montant total de 413 741 millions d'euros, dont 193 691 millions d'euros de titres émis par les pays de la zone euro. A cette date, le volume total des titres publics représentait 19,7% de la valeur nette d'inventaire des fonds, qui pour rappel s'élevait à 2 096 512 millions d'euros.

Tableau 4.12

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

	12-2009	12-2010	03-2011	06-2011	09-2011	12-2011
Allemagne	51 614	58 576	57 286	57 663	66 413	65 674
Italie	58 982	54 677	56 860	57 464	52 420	47 085
France	39 068	33 092	31 960	34 082	35 210	38 005
Pays-Bas	11 444	12 478	11 414	10 870	12 974	11 249
Belgique	10 240	9 133	9 493	8 331	8 327	8 916
Espagne	7 602	8 505	9 350	9 472	9 159	7 799
Autriche	4 213	5 530	5 859	5 494	6 145	6 138
Finlande	3 735	3 334	3 247	3 391	3 944	4 192
Irlande	3 452	1 935	1 353	1 261	2 836	3 123
Grèce	7 859	2 227	1 872	1 178	713	426
Portugal	1 668	1 193	1 286	1 232	769	401
Luxembourg	50	174	152	216	222	260
Slovaquie	205	259	203	208	231	212
Slovénie	207	185	232	211	167	149
Chypre	160	60	53	29	58	62
Estonie	0	0	0	0	0	0
Malte	0	0	0	0	0	0
<b>Zone euro</b>	<b>200 499</b>	<b>191 358</b>	<b>190 620</b>	<b>191 102</b>	<b>199 588</b>	<b>193 691</b>
<i>dont total Italie, Espagne, Portugal, Grèce et Irlande</i>	<i>79 563</i>	<i>68 537</i>	<i>70 721</i>	<i>70 607</i>	<i>65 897</i>	<i>58 834</i>
Bulgarie	7 068	10 164	11 860	11 868	12 742	12 790
Danemark	4 495	8 645	8 827	10 153	10 181	9 949
Hongrie	5 518	5 142	4 671	6 035	6 694	7 119
Lettonie	2 511	3 925	5 462	6 177	6 966	5 732
Lituanie	1 195	1 526	1 528	1 504	1 481	1 282
Pologne	345	362	486	1 303	1 282	1 172
République tchèque	909	596	836	1 023	1 338	1 078
Roumanie	419	935	1 020	1 015	972	1 047
Royaume-Uni	1	4	11	145	130	126
Suède	48	44	61	56	43	36
<b>UE hors zone euro</b>	<b>22 509</b>	<b>31 343</b>	<b>34 762</b>	<b>39 279</b>	<b>41 829</b>	<b>40 331</b>
<b>UE</b>	<b>223 008</b>	<b>222 701</b>	<b>225 382</b>	<b>230 381</b>	<b>241 417</b>	<b>234 022</b>
Suisse	36 800	81 446	80 868	87 817	90 345	91 925
Japon	40 227	50 655	45 663	47 186	53 182	65 680
Etats-Unis	6 820	4 886	4 007	5 024	5 627	6 559
Institutions supranationales	10 204	11 952	11 924	13 282	15 017	14 365
Autres	366	1 667	834	884	512	1 190
<b>Hors UE</b>	<b>94 417</b>	<b>150 606</b>	<b>143 296</b>	<b>154 193</b>	<b>164 683</b>	<b>179 719</b>
<b>Total</b>	<b>317 425</b>	<b>373 307</b>	<b>368 678</b>	<b>384 574</b>	<b>406 100</b>	<b>413 741</b>

Source: BCL



A la fin 2011, les OPC luxembourgeois détenaient un volume de 58 834 millions d'euros de titres émis par les pays européens dont les finances publiques se caractérisent par une dette publique et/ou un déficit élevé. La grande majorité de ces titres, soit 80%, ont été émis par l'Etat italien. L'encours total de titres émis par des pays à dette ou déficit élevé avait déjà considérablement décru en 2010 (-13,9%). Il a encore régressé en 2011, en particulier au cours du second semestre, pour atteindre 58 834 millions d'euros à la fin décembre.

A l'exception des titres irlandais, tous les encours vis-à-vis des pays mis en évidence dans le tableau ci-dessus ont diminué au cours de l'année 2011. En particulier, la position en titres de l'Etat grec s'est fortement réduite, passant de 2 227 millions d'euros fin 2010 à 426 millions d'euros fin 2011, ce qui représente une baisse de plus 80%. Quant à l'encours de titres émis par l'Etat portugais, il a diminué de plus de 66% au cours de l'année 2011.

Pour compléter cette analyse, il convient encore de relever que, au 31 décembre 2011, les OPC monétaires détenaient des titres publics (de court terme) pour un montant de 56 306 millions d'euros, ce qui représentait 18,6% de leurs actifs totaux. Parmi ces titres publics, 8 899 millions d'euros étaient émis par les autorités des pays listés ci-dessus, représentant 2,9% du total bilantaire des OPC monétaires au 31 décembre 2011. Il s'agissait essentiellement, pour près de 7,7 milliards d'euros, de titres de court terme émis par l'Etat italien. Notons encore que l'encours des titres grecs, portugais et irlandais est devenu quasi-nul fin 2011, alors qu'il s'élevait à 374 millions d'euros en décembre 2010 et 2 404 millions d'euros en décembre 2009.

## 2.1.4 Les OPC monétaires

### a) Le nombre de compartiments

Au 31 décembre 2011, 412 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés auprès de la CSSF, alors que ce nombre s'élevait à 461 un an auparavant. La diminution du nombre de compartiments monétaires, entamée fin 2009, s'est poursuivie tout au long de l'année 2011. En janvier 2012, ce nombre est tombé à 287 en raison d'un changement de définition. En effet, depuis le 30 janvier 2012, la BCL applique la nouvelle définition des OPC monétaires. Les conditions d'accès à cette catégorie de fonds sont plus restrictives qu'auparavant. Notamment, elles garantissent que le portefeuille présente une maturité moyenne pondérée inférieure ou égale à six mois. La nouvelle définition est décrite dans le règlement (UE) No 883/2011 de la Banque centrale européenne du 25 août 2011 modifiant le règlement (CE) No 25/2009 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires (BCE/2008/32). Cette définition est cohérente avec les lignes directrices (CESR 10-049) concernant une définition commune des OPC monétaires européens, publiées le 19 mai 2010 par le Comité européen des autorités de régulation de marchés de valeurs mobilières (CERVM). Le CERVM (CESR en anglais) est le prédécesseur de l'Autorité européenne des marchés financiers.

### b) La somme de bilan

A partir de juillet 2011, on note une reprise de la croissance du total bilantaire des fonds monétaires, qui s'est nettement accru, passant de 262 546 millions d'euros en juillet à 302 696 millions d'euros en décembre. A un an d'écart, la progression est également manifeste. Entre le 31 décembre 2010 et le 31 décembre 2011, la somme de bilan des OPC monétaires est passée de 284 555 millions d'euros à 302 696 millions d'euros, ce qui représente une augmentation de 6,4%.

Les OPC monétaires, qui avaient perdu de leur attrait aux yeux des investisseurs depuis avril 2009, ont retrouvé un certain intérêt suite à la crise de la dette publique de la zone euro et à l'instabilité des marchés financiers. Ainsi, au cours de l'année 2011, les gestionnaires de patrimoine se sont tournés vers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais constituent un placement peu risqué.

En janvier 2012, en raison du changement de définition évoqué plus haut, le total bilantaire des OPC monétaires a chuté à 245 919 millions d'euros. Cette diminution est imputable à un reclassement à hauteur de 52 569 millions d'euros. Si l'on fait abstraction de ce saut technique, l'actif des OPC monétaires a diminué de 4 208 millions d'euros entre décembre 2011 et janvier 2012.

### c) La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et de titres de créance dont l'échéance initiale et/ou résiduelle n'excède pas 12 mois.

Fin décembre 2011, le portefeuille de titres représentait 73% de l'actif, soit 220 889 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 25%, soit 75 586 millions d'euros. Il convient de noter que le poids relatif de ces créances était en constante augmentation depuis l'été 2011, passant de 18,7% en juin à 28,6% en novembre. Toutefois, en décembre, il est retombé à 25%. Ce niveau reste élevé en regard des niveaux observés avant la crise financière de 2008 (environ 12% en moyenne) ou au cours de l'année 2010 (19,7% en moyenne). Cet indicateur est à observer, car lors des crises financières, la politique d'investissement des OPC monétaires se tourne généralement vers les placements bancaires, considérés comme moins risqués.

Le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se compose de titres émis par des établissements de crédit (125 010 millions d'euros au 31 décembre 2011), de titres émis par le secteur public (56 306 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (38 648 millions d'euros). Le volume de titres émis par les administrations publiques a nettement diminué entre septembre 2009, où il atteignait 69 412 millions d'euros, et mars 2011 où il s'élevait à 40 044 millions d'euros. Toutefois, depuis lors, il s'est lentement consolidé pour atteindre 56 306 millions d'euros à la fin du mois de décembre. Quant aux titres émis par les établissements de crédits, ils ont enregistré une nette progression par rapport au trimestre précédent (10%), mais sont en recul par rapport au volume détenu en décembre 2010 (-7,6%). Enfin, les titres émis par les autres secteurs continuent de perdre de l'importance dans le portefeuille des OPC monétaires. En 2007, ils représentaient plus de 40% du portefeuille des titres, avec un volume dépassant les 80 milliards d'euros. En décembre 2011, ils se sont élevés à 38 648 millions d'euros et leur poids relatif ne s'est élevé qu'à 17,6%.

Tableau 4.13:

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

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	12-2010	09-2011	12-2011	12-2010 - 12-2011		09-2011 - 12-2011		12-2011
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
<b>Etablissements de crédit</b>	135 309	113 652	125 010	-10 299	-7,6	11 358	10,0	56,8
<b>Administrations publiques</b>	40 219	46 501	56 306	16 087	40,0	9 805	21,1	25,6
<b>Autres secteurs</b>	45 521	39 211	38 648	-6 873	-15,1	- 563	-1,4	17,6
<b>Total</b>	221 049	199 364	219 964	-1 085	-0,5	20 600	10,3	100,0

Source: BCL

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des titres.

## 2.2 LES ASSURANCES

Après quatre trimestres consécutifs de baisse de l'encaissement, le secteur des assurances a renoué avec une très légère croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre 2011. L'encaissement des branches non vie a progressé de 5,32% par rapport au dernier trimestre 2010 et les primes en assurance-vie ont augmenté de 0,12% par rapport à la collecte du trimestre correspondant de l'exercice précédent.

Etant donné les performances négatives des trimestres précédents, l'ensemble de l'année enregistre une baisse des primes de 31,10%: les branches vie reculent de 34,10%, alors que celles de l'assurance non vie augmentent de 2,37%.

En assurance-vie, à l'exception des fonds de pension, toutes les branches sont touchées par la diminution de l'encaissement. La décroissance de 32,36% de l'encaissement relatif aux produits en unités de compte est le reflet de la crise des marchés boursiers tant en actions qu'en obligations, alors que la baisse de 38,96% des primes des produits vie à rendements garantis marque un retour à la normale après l'envolée de l'encaissement correspondant en 2010. Très largement prépondérants, les produits en unités de comptes ont vu leur part de marché remonter et les primes correspondantes constituaient plus de 69% de l'encaissement en 2011, contre 67% en 2010.

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 48.340 contrats – en progression de 2,55% par rapport à 2010 – ont généré un encaissement de 70,24 millions d'euros, soit 5 % de plus qu'en 2010. L'épargne gérée à ce titre s'élevaient à 499 millions d'euros à la fin de 2011.

Le total des provisions techniques des assureurs vie s'établissait à 91,94 milliards d'euros à la fin 2011, en progression de 3,99% par rapport à fin 2010 et de 4,79% par rapport à la fin du mois de septembre 2011.

Les résultats des entreprises vie affichent un montant de 76,97 millions d'euros en diminution de 37,97% par rapport à l'exercice précédent.

L'assurance non vie - hors assurances maritimes du 4<sup>ème</sup> trimestre - progresse de 2,37%. L'encaissement des assureurs travaillant essentiellement, sinon exclusivement sur le marché luxembourgeois, augmente plus vite que l'inflation avec une croissance des primes de 8,28%. Avec une progression de 0,75% de leur encaissement, les entreprises opérant à l'étranger dans les branches d'assurances non vie hors assurances maritimes marquent le pas après la croissance importante enregistrée il y a un an. 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 régressé de 4,05% au cours de cette période.

Avec un excédent après impôts estimé à 262,30 millions d'euros, le résultat des entreprises d'assurance non vie luxembourgeoises hors assurances maritimes progresse de 87,15% par rapport à celui de 2010, grâce à quelques opérations exceptionnelles et non récurrentes.

L'emploi des entreprises d'assurances directes a augmenté de 65 unités pour s'établir à 4 021 personnes fin 2011. Avec un niveau de 81,39 millions d'euros les impôts directs sont en diminution de 18,73% par rapport à 2010.

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 2011 ne sera connu qu'ultérieurement.