

2.2 LA PRÉSENTATION DE L'ÉVOLUTION DE LA MASSE MONÉTAIRE AU LUXEMBOURG

En octobre et en décembre 1998, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a rendu public les principaux éléments de sa stratégie de politique monétaire. L'objectif premier de cette politique est de maintenir la stabilité des prix au sein de la zone euro, en vertu du mandat confié au Système européen de banques centrales (SEBC) par le Traité portant création de la Communauté européenne. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a assigné à l'agrégat monétaire large M3 un rôle de premier plan dans sa stratégie en annonçant une valeur de référence pour son taux de croissance annuel. Selon les études effectuées par le SEBC, les agrégats monétaires larges de la zone euro sont des indicateurs à la fois stables et fiables de l'inflation à moyen terme. La première partie de cette étude est consacrée à l'explication du concept de masse monétaire au sens large. Une deuxième partie est consacrée à une comparaison de l'évolution de la masse monétaire dans la zone euro et de celle au Luxembourg.

2.2.1 Définitions

Les agrégats monétaires européens comprennent les positions monétaires des résidents de la zone euro (secteur détenteur de monnaie) auprès des institutions financières et monétaires (IFM) situées dans la zone euro (secteur créateur de la monnaie). La définition de ces agrégats monétaires par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a donc été sujette à diverses décisions conceptuelles.

Les institutions financières monétaires

Au cours de la phase II de l'Union économique et monétaire (UEM), les banques centrales nationales, l'Institut monétaire européen (IME) et ensuite la BCE ont déployé des efforts considérables pour établir des statistiques monétaires harmonisées de la zone euro. On a ainsi abouti à un bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires, à partir duquel les agré-

gats de la zone euro sont élaborés. Le secteur des IFM comprend les institutions dont les exigences peuvent être de nature monétaire. Elles recouvrent: la BCE, les banques centrales nationales, les établissements de crédit et les autres institutions financières, principalement les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires. Au Luxembourg, le secteur des IFM comprend par conséquent la Banque centrale du Luxembourg, les établissements de crédit figurant sur le tableau officiel des banques établies au Luxembourg et les OPCVM monétaires figurant sur la liste officielle des IFM.

La sectorisation

La sectorisation économique distingue entre trois grandes catégories.

Le secteur créateur de monnaie

Le secteur créateur de monnaie se compose des IFM, comprenant les banques centrales, les établissements de crédit ainsi que d'autres institutions financières monétaires résidentes.

Le secteur neutre

Il s'agit des administrations publiques centrales. Les administrations centrales sont considérées comme un secteur neutre du point de vue de la création monétaire, à une exception près. Dans certains pays de l'Union monétaire (Belgique, France, Irlande, Italie, Luxembourg), le Trésor public et/ou la Poste sont habilités à collecter des dépôts. Ces dépôts des administrations centrales de type monétaire entrent dans la définition des agrégats monétaires de l'Euro-système.

Le secteur détenteur de monnaie

Dans le cadre de la définition des agrégats monétaires, le secteur détenteur de monnaie comprend les administrations publiques hormis l'administration publique centrale ainsi que le secteur privé

non créateur de monnaie. D'une part, il s'agit des administrations d'Etats fédérés, les administrations de la Sécurité sociale et des administrations publiques locales. D'autre part, il s'agit des autres intermédiaires financiers (OPC non monétaires,

entreprises d'investissement, sociétés holding, etc.), des sociétés d'assurances et fonds de pension, des sociétés non financières, des ménages ainsi que des institutions sans but lucratif au service des ménages.

Tableau 7 Principales catégories d'agents économiques

(classification selon le Système européen des comptes SEC95)

Secteur créateur de monnaie	Secteur neutre	Secteur détenteur de monnaie		
Institutions financières monétaires (IFM)		Autres intermédiaires financiers	Secteur non financier	
		Secteur privé	Administrations publiques hors administrations centrales	
<ul style="list-style-type: none"> • BCE et BCN • Etablissements de crédit • OPC monétaires 	<ul style="list-style-type: none"> • Administrations publiques centrales 	<ul style="list-style-type: none"> • OPC non monétaires • Entreprises d'investissement • Sociétés holding • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sociétés non financières • Sociétés d'assurance et fonds de pension • Ménages • Institutions sans but lucratif au service des ménages 	<ul style="list-style-type: none"> • Administrations d'Etats fédérés • Administrations publiques locales • Administrations de la Sécurité sociale

Source: «Bulletin de la Banque de France», février 1999

Les agrégats monétaires de la zone euro

La composition des agrégats monétaires de l'Eurosystème

Tout d'abord, il a été nécessaire de délimiter le secteur détenteur de monnaie. Seules les positions monétaires vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM, ni des administrations publiques centrales sont incluses dans les agrégats monétaires. Ensuite, comme essentiellement les actifs qualifiés de monétaires entrent dans la composition de l'agrégat monétaire large, il était nécessaire de définir un concept de liquidité des actifs. Le degré de liquidité des actifs monétaires est évalué en fonction de leur échéance initiale; le seuil a été fixé à deux ans à l'instar de ce qui a été retenu pour le calcul de la base de réserves obligatoires. Finalement, le souci d'éviter des mouvements de substitution entre actifs monétaires libellés en euros et devises a conditionné le choix

d'une option «toutes devises». Les agrégats monétaires incluent par conséquent les actifs monétaires indépendamment de la devise dans laquelle ils sont libellés.

Compte tenu de ces observations, trois agrégats monétaires ont été définis sur base des éléments du passif des IFM de la zone euro: un agrégat étroit (M1); un agrégat intermédiaire (M2) et un agrégat large (M3). L'agrégat monétaire étroit M1 inclut la monnaie fiduciaire ainsi que les dépôts à vue. L'agrégat monétaire intermédiaire M2 inclut la monnaie au sens étroit M1 ainsi que les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois et les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans. L'agrégat monétaire large M3 recouvre M2 ainsi que les pensions, les titres d'OPCVM monétaires, les instruments du marché monétaire et les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.

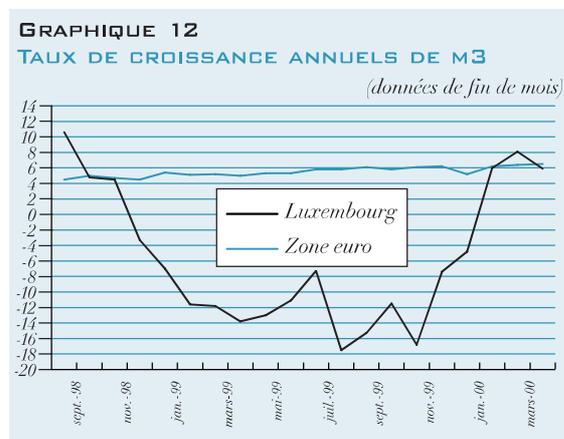
Tableau 8 Agrégats monétaires

Passifs	M1	M2	M3
Monnaie fiduciaire	X	X	X
Dépôts à vue	X	X	X
Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans		X	X
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois		X	X
Pensions			X
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire			X
Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			X

Source: «Bulletin mensuel de la BCE», BCE, février 1999

2.2.2 Analyses empiriques

L'évolution des agrégats monétaires

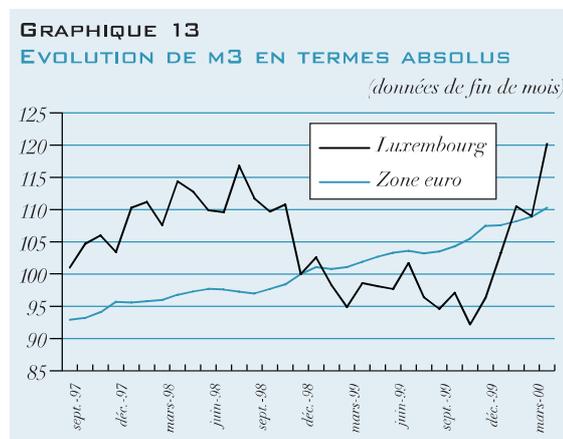


Source: BCE et BCL

Les chiffres luxembourgeois des croissances annuelles de M3³ diffèrent considérablement de ceux de la zone euro. La zone euro connaît une évolution relativement stable de M3 quoique supérieure à sa valeur de référence de 4,5% alors que la composante luxembourgeoise connaît de fortes fluctuations. De plus, les taux de croissance annuels de la composante luxembourgeoise sont

largement négatifs pendant toute l'année 1999. A partir de février 2000, nous en revenons à des taux de croissance annuels positifs plus ou moins compatibles avec ceux observés pour l'agrégat monétaire au niveau de la zone euro. Selon la BCE, l'expansion relativement soutenue de M3 dans la zone euro durant l'année 1999 peut être expliquée à titre principal par le faible coût d'opportunité de détention des placements en avoirs monétaires, en particulier les plus liquides. Une réallocation de portefeuille des placements inclus dans M3 vers des actifs financiers à plus long terme n'a pas eu d'effet négatif tangible sur la croissance de M3 dans la zone euro.

Le graphique ci-dessous reprend les données mensuelles de M3 en termes absolus pour le Luxembourg ainsi que pour la zone euro. Afin de ramener les chiffres sur une base comparable, nous les avons recalculés par rapport à la base décembre 1998=100.



Source: BCE et BCL

Nous constatons que la courbe luxembourgeoise fluctue considérablement dans les deux sens (importantes augmentations et baisses mensuelles) alors que les fluctuations mensuelles de la courbe de la zone euro sont nettement moins fortes et orientées dans le même sens. Ces fortes fluctuations mensuelles luxembourgeoises suggèrent que l'évolution ne résulte pas seulement

³ La composante luxembourgeoise comprend les passifs des IFM luxembourgeoises qui sont pris en considération dans le calcul des agrégats monétaires de la zone euro.

d'une tendance macro-économique sous-jacente, principalement due au climat de taux historiquement bas favorisant les investissements alternatifs plus rémunérateurs ainsi qu'à l'introduction de réserves minimum, mais qu'elle est également susceptible de témoigner de facteurs micro-économiques (i.e. mouvements ad hoc au niveau des IMF individuelles). Nous allons dans la suite de ce document analyser la masse monétaire luxembourgeoise dans l'optique de déceler des explications quant à son évolution.

La composition des agrégats monétaires

Le tableau ci-dessous reprend la part des différentes composantes dans le total de M3 au Luxembourg ainsi que dans la zone euro. Nous remarquons en particulier la forte importance des «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans» et des «Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire» au Luxembourg par rapport à la zone euro. Les «Dépôts remboursables avec préavis jusqu'à 3 mois» et les «Dépôts à vue» sont nettement moins élevés que dans la zone euro.

Tableau 9 *Composition des agrégats monétaires en %*

(moyenne septembre 1997-avril 2000)

		<i>Luxembourg</i>	<i>zone euro</i>
(1)	M3 (= points 1.1 à 1.7)	100%	100%
(1.1)	Monnaie fiduciaire	0,2%	7,2%
(1.2)	Dépôts à vue	23,5%	31,9%
(1.3)	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	49,8%	19,7%
(1.4)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	2,6%	27,4%
(1.5)	Pensions	0,9%	4,2%
(1.6)	Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	23%	7,9%
(1.7)	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	0,0%	1,7%

Source: BCE et BCL.

L'évolution des différents postes intervenant dans la masse monétaire luxembourgeoise

La contribution des différentes composantes aux taux de croissance annuels de la masse monétaire luxembourgeoise

Afin de réaliser cette analyse, nous avons calculé les taux de croissance annuels des différentes composantes de M3. A partir de ces taux de croissance nous avons ensuite calculé la contribution des différentes composantes sur le taux de croissance annuel de M3 au Luxembourg. La méthodologie utilisée est celle de la pondération des taux de croissance annuels par poste avec la part respective en n-1 des différents postes dans le montant total de M3.

Nous pouvons déduire des analyses réalisées au sujet de l'évolution des différents postes intervenant dans la composition de M3 (voir tableau 2) que la forte baisse du taux de croissance annuel luxembourgeois à partir de décembre 1998 résulte principalement de la baisse des «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans». A partir de février 2000, ce fort impact négatif des «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans» perd son ampleur et la masse monétaire luxembourgeoise revient à des taux positifs. Pendant la période de taux de croissance négatifs, la contribution des «Dépôts à vue» ainsi que celle des «Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire» a amorti en partie la contribution des «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans» qui a été déterminante pour l'évolution de M3 au Luxembourg.

Tableau 10 Contribution des différentes composantes aux taux de croissance annuels de la masse monétaire luxembourgeoise

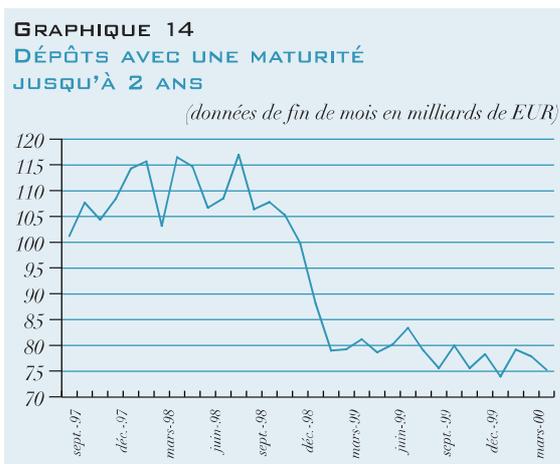
	1998			1999												2000				
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	févr.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	févr.	mars	avril
(1) M3 (= points 1.1 à 1.7)	10,6	4,8	4,5	-3,3	-7,0	-11,6	-11,8	-13,8	-13,0	-11,1	-7,3	-17,5	-15,3	-11,5	-16,8	-7,4	-4,8	6,0	8,1	5,9
(1.1) Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
(1.2) Dépôts à vue	4,5	2,1	1,8	4,7	6,9	5,5	2,7	4,0	4,7	2,2	4,2	1,8	1,0	2,4	2,5	1,7	1,6	3,1	4,1	4,9
(1.3) Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	2,9	0,0	0,4	-4,6	-13,3	-18,4	-12,4	-17,2	-17,8	-13,5	-12,8	-18,1	-15,4	-14,1	-14,9	-11,5	-7,3	0,1	-0,7	0,7
(1.4) Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	0,2	0,0	0,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,1	0,1
(1.5) Pensions	-1,0	-0,5	-0,8	-0,9	-0,5	-1,8	-1,6	-1,4	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0	-0,8	-0,1	0,1	-0,1
(1.6) Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	4,6	4,4	2,6	1,3	3,0	6,6	5,1	6,5	5,6	5,1	4,1	2,5	3,0	3,6	1,4	3,6	1,2	2,2	4,4	-0,2 ¹⁾
(1.7) Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans	-0,6	-1,1	0,5	-3,0	-2,7	-2,9	-5,2	-5,1	-3,8	-3,3	-1,6	-2,7	-2,9	-2,3	-4,6	-0,2	0,4	0,2	0,2	0,5
Croissance de M3 (= contribution des points 1.1 à 1.7)	10,6	4,8	4,5	-3,3	-7,0	-11,6	-11,8	-13,8	-13,0	-11,1	-7,3	-17,5	-15,3	-11,5	-16,8	-7,4	-4,8	6,0	8,1	5,9

Source: BCL.

1) Contribution négative due aux ajustements comptabilisés en avril 1999

L'évolution en chiffres absolus du poste «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans»

La forte décroissance des fonds investis dans cet instrument survient principalement à partir de novembre 1998, ce qui coïncide avec le mouvement de baisse importante de l'agrégat monétaire en termes absolus. A partir de février 1999, cette chute se stabilise et les «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans» restent à des niveaux nettement inférieurs à ceux observés pendant l'année 1998. Ce mouvement a ainsi mené à des taux de croissance annuels fortement négatifs pendant toute l'année 1999. Enfin, à partir de février 2000 cet effet de base n'a plus d'influence sur les taux de croissance annuels des «Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans».



Source: BCL

La réallocation éventuelle de fonds inclus dans M3 vers des instruments n'entrant pas dans la composition de M3

La forte évolution négative des taux de croissance annuels de M3 en 1999 pourrait s'expliquer par une réallocation des fonds investis dans des instruments à court terme inclus dans M3 vers des instruments n'entrant pas dans la composition de M3. Une telle réallocation de fonds pour-

rait résulter de l'introduction de réserves obligatoires au Luxembourg, mais également de la recherche d'investissements financiers plus rémunérateurs que les instruments monétaires inclus dans M3. Nous allons, dans un premier temps, analyser une réallocation éventuelle de fonds inclus dans M3 vers des engagements à échéances supérieures à deux ans. Nous allons également analyser une réallocation éventuelle vers des OPC non-monétaires.

La réallocation de fonds inclus dans M3 vers des échéances supérieures à 2 ans

Nous basons notre analyse sur le ratio suivant:

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Exigibilités non monétaires}}{\text{Total M3}}$$

Les exigibilités non monétaires retenues pour cette analyse comprennent :

- les dépôts à terme d'une durée supérieure à 2 ans,
- les titres de créance émis par les IFM de la zone euro assortis d'une durée initiale supérieure à 2 ans,
- les dépôts remboursables avec un préavis supérieur à 3 mois.

Les exigibilités non monétaires sont exclues de la définition de M3, étant donné qu'elles sont considérées comme des instruments de placement aux fins d'épargne plutôt que comme des moyens de transaction. Au Luxembourg, le ratio des exigibilités non monétaires par rapport aux exigibilités monétaires (donc par rapport au total de M3) est passé de 0,13 en septembre 1998 à 0,23 en novembre 1999 alors que, dans la zone euro, ce ratio est resté stable autour de 0,58. Ce ratio témoigne donc, au Luxembourg, l'existence d'une certaine réallocation des exigibilités à caractère monétaire vers les exigibilités non monétaires pendant l'année 1999.

Tableau 11

Ratio «Exigibilités non monétaires
Exigibilités monétaires»

	LU	zone euro
sept. 98	0,13	0,59
oct. 98	0,12	0,58
nov. 98	0,14	0,58
déc. 98	0,16	0,57
jan. 99	0,17	0,57
fév. 99	0,17	0,57
mars 99	0,19	0,58
avr. 99	0,19	0,58
mai 99	0,19	0,57
juin 99	0,20	0,58
juil. 99	0,19	0,58
août 99	0,22	0,58
sept. 99	0,22	0,58
oct. 99	0,21	0,58
nov. 99	0,23	0,58
déc. 99	0,22	0,57
jan. 00	0,21	0,57
fév. 00	0,16	0,57
mars 00	0,19	0,57
avr. 00	0,17	0,56

Source: BCE et BCL

La réallocation de fonds inclus dans M3 vers les
OPC non monétaires

Il convient d'étudier l'évolution des investissements nets en capital dans les OPC, donc sur la différence entre les rachats de parts et l'apport de nouveaux capitaux. En fait, une analyse sur les actifs nets des OPC risquerait d'être fortement biaisée par la valorisation boursière des portefeuilles détenus par les OPC.

Tableau 12

Evolution de l'investissement net en capital des
OPC en milliards de EUR

	Investissements net en capital
1997	50,1
1998	84,1
1999	140,1
jan.-avril 2000	73,4

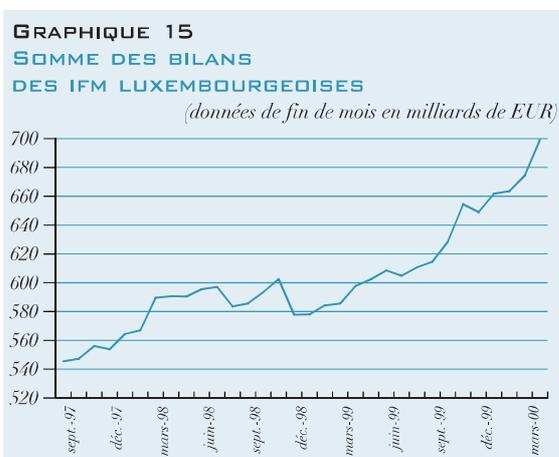
Source: Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)

Les chiffres témoignent d'une croissance très solide des OPC pour une partie au détriment des dépôts bancaires classiques faiblement rémunérés. On remarque que l'investissement net en capital des OPC était particulièrement élevé en 1999 avec un montant de 140,1 milliards d'euros. En effet, l'équivalent du total de 1998 était déjà atteint lors des 7 premiers mois de l'année 1999.

Depuis janvier 1999, nous assistons donc à un essor remarquable en investissement net dans les OPC et parallèlement à une baisse importante des actifs monétaires. Bien que nous ne disposions pas de la désagrégation de l'investissement net dans la partie revenant aux OPC monétaires et celle revenant aux OPC non monétaires, la majeure partie devrait être attribuée aux OPC non monétaires comme ceux-ci représentent environ 90% de l'actif net des OPC au Luxembourg. De plus, les rendements peu élevés des OPC monétaires durant l'année 1999, dus à un environnement de taux monétaires historiquement bas, ne devraient point avoir attiré des nouveaux investissements en OPC monétaires. Plus récemment, le relèvement des taux directeurs du SEBC (hausse de 0,5% le 4 novembre 1999 ainsi que de 0,25% le 3 février, le 15 mars et le 27 avril 2000 ainsi que de 0,5% le 8 juin 2000) pourrait contribuer à créer un environnement plus attractif pour les instruments à court terme dont les OPC monétaires.

Le départ éventuel de capitaux hors du Luxembourg

Une autre explication possible du déclin de M3 serait un départ éventuel de capitaux hors du Luxembourg. Ceci impliquerait une baisse de la somme des bilans des IFM luxembourgeoises. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, la somme des bilans des IFM luxembourgeoises est en hausse et ne témoigne donc pas d'un éventuel départ de capitaux du Luxembourg.



Source: BCI.

2.2.3 Synthèse

A travers les analyses reprises dans cette note, quelques tendances majeures ayant influencé l'évolution négative des taux de croissance annuels de M3 en 1999 au Luxembourg ont pu être mises en évidence. Il s'agit, tout d'abord, de l'importante contribution de la régression des «Dépôts avec une maturité jusqu'à 2 ans» dans les taux de croissance négatifs de M3. Après une forte baisse survenue fin 1998-début 1999, ce poste s'est stabilisé à des niveaux bas contribuant considérablement au taux de croissance annuels négatifs de M3. Cet effet de base, dû à la forte chute de ce poste survenue fin 1998-début 1999, ne joue plus à partir de février 2000.

Nos analyses montrent que la forte décroissance de M3 s'explique surtout par une réallocation des fonds investis dans des instruments à court terme

inclus dans M3, comme les «Dépôts avec une maturité jusqu'à 2 ans», vers des instruments n'entrant pas dans la composition de M3. L'essor net des OPC au détriment des dépôts bancaires classiques trop faiblement rémunérés devrait avoir joué un rôle non négligeable dans ce mouvement de réallocation de fonds. Nous avons également observé une certaine réallocation de fonds investis dans les postes monétaires vers les exigibilités non-monétaires du bilan. Une telle réallocation de fonds pourrait résulter de l'introduction de réserves obligatoires au Luxembourg, mais également de la recherche d'investissements financiers plus rémunérateurs que les instruments monétaires inclus dans M3.