

1 L'IMPACT DES TURBULENCES FINANCIÈRES SUR LES CRÉDITS

Cette analyse examine l'impact des tensions financières sur l'octroi de crédits au Luxembourg. L'analyse s'appuie dans une grande mesure sur les données obtenues dans le cadre du recensement statistique des bilans agrégés des banques de la Place financière¹, ce qui permet d'évaluer l'évolution des encours des crédits sur base annuelle. Les données sur les taux d'intérêt et les nouveaux contrats (données MIR) sont ensuite exploitées. Finalement, les conclusions sont confrontées aux résultats disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire.

Étant donné que les tensions sur les marchés financiers trouvent leur origine dans le marché immobilier, l'évolution des crédits à l'habitat a une importance particulière et sera donc examinée en premier. Ensuite, l'analyse se penche sur les développements des crédits à la consommation, et finalement sur les crédits aux sociétés non-financières (SNF).

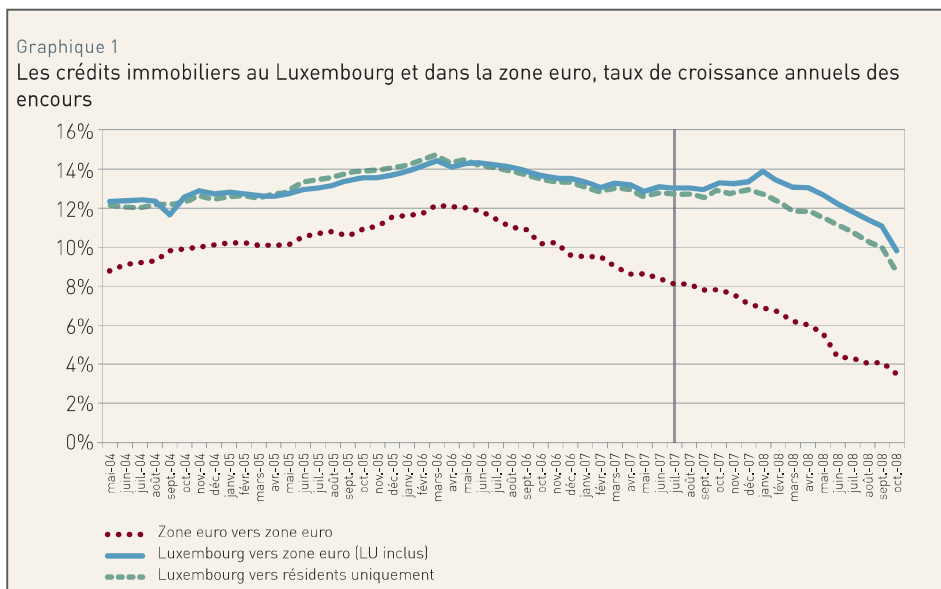
1.1 LES CRÉDITS IMMOBILIERS

Il convient tout d'abord d'évoquer les développements de crédit dans la zone euro dans son ensemble, ce qui permettra de mettre en contexte la situation sur le marché luxembourgeois. Après avoir atteint un sommet² de huit ans (12,1%) en mars et avril 2006, les taux de croissance annuels des crédits immobiliers octroyés par les institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro ont suivi une tendance baissière pour atteindre leur creux historique (3,5%) en octobre de l'année en cours. Le Graphique 1 montre clairement que cette inversion de tendance a été entamée bien avant les événements survenus sur les marchés financiers à partir de la mi-2007. Depuis lors, les taux de croissance annuels ont toutefois continué à se replier, passant de 8,1% en mi-2007 à leur creux actuel.

Ce ralentissement du rythme de progression de l'encours de crédits immobiliers se retrouve dans l'évolution du volume de nouveaux contrats³. En septembre 2007, 54,7 milliards d'euros de nouveaux crédits

étaient accordés par les IFM de la zone euro contre 47,2 milliards en septembre 2008. La décélération est progressive. Cela est cohérent avec le marasme immobilier qui touche un certain nombre de pays européens et avec les conditions de financement devenues moins accommodantes.

En effet, les conditions financières auxquelles ces crédits sont accordés n'ont cessé de se durcir, dans le sillage de l'augmentation du taux de refinancement de l'Eurosystème et de la prime de risque. Ainsi, au 30 septembre 2008, les taux d'intérêt offerts par les IFM de la zone euro, s'élevaient de 5,28% pour des périodes de fixation comprises entre cinq et 10 ans à 5,80% pour des



Sources: BCL, BCE

- 1 Pour des raisons statistiques, une banque de la Place est exclue de l'analyse.
- 2 Sauf indication contraire, les termes « sommet » et « creux » dans cette analyse font référence à la période sous revue (mai 2004 à octobre 2008).
- 3 Par nouveau contrat, il faut entendre « crédit accordé par une IFM au cours du mois de référence ». Un nouveau crédit peut-être soit partiellement, soit intégralement, libéré. Dans le premier cas la variation de l'encours sera, toutes choses égales par ailleurs, inférieure au volume du nouveau contrat. Dans le second cas, elle sera, toutes choses égales par ailleurs, égale au volume du nouveau contrat.

périodes de fixation inférieures à un an (taux variables inclus). Il est évident que les baisses des taux directeurs annoncées le 8 octobre et le 6 novembre ne peuvent pas être reflétées dans les données de septembre.

Qu'en est-il du Luxembourg⁴? Tout d'abord, on constate que les développements sur le marché luxembourgeois affichent une certaine ressemblance avec ceux de la zone euro dans son ensemble. En effet, les taux de croissance annuels des crédits immobiliers se sont également inscrits en baisse après avoir atteint leur sommet (14,4%) en mars 2006, c'est-à-dire bien avant l'émergence des turbulences financières.

Néanmoins, les taux de croissance ont ensuite brièvement repris de vigueur pour se rapprocher de leur sommet, avant de fléchir d'environ 400 points de base depuis le début de l'année pour s'inscrire à 9,8% en octobre. En septembre, la progression annuelle s'est encore inscrite à 11,1%. Il est impératif de souligner que la progression annuelle des crédits immobiliers se situe nettement au-dessus de celle enregistrée au niveau de la zone euro dans son ensemble. Les taux de croissance annuels à deux chiffres enregistrés au Luxembourg jusqu'en septembre ne sont d'ailleurs guère en ligne avec certaines allégations nettement plus pessimistes selon lesquelles l'évolution des crédits à l'habitat se serait détériorée considérablement, bien qu'on ne puisse nier que la progression de ces crédits s'est ralentie assez rapidement depuis le début de l'année. Dans la mesure où certaines informations, anecdotiques et autres, laissent supposer une modération des prix immobiliers, on ne peut toutefois exclure un ralentissement des développements de crédit dans les trimestres à venir.

Paradoxalement, le volume moyen des nouveaux contrats ne fléchit pas. D'un volume mensuel moyen de 230 millions d'euros sur l'ensemble de l'année 2007, la demande des ménages est passée à un volume mensuel moyen de 248 millions d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2008. Deux raisons peuvent expliquer ce paradoxe : d'une part de nombreux crédits sont accordés en cours de mois, mais les fonds ne sont mis à disposition que progressivement tout au long de la vie du crédit (il s'agit ici du cas classique du financement de l'acquisition d'un bien à bâtir pour lequel les paiements sont effectués par tranches ou sur base de factures). D'autre part, il est possible que les remboursements de crédits aient augmentés sur la période (encours venant à échéance et remboursements par anticipation).

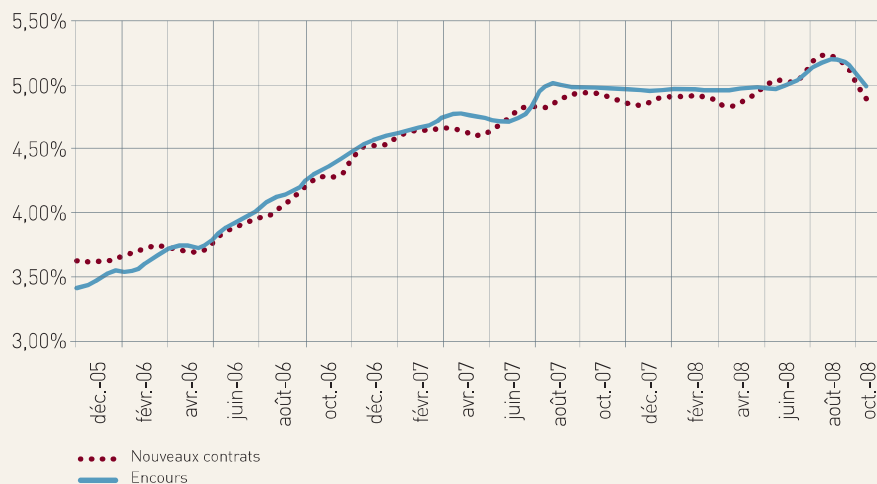
En ce qui concerne les conditions de financement des nouveaux crédits immobiliers, la tendance observée dans les banques luxembourgeoises est identique à celle observée au niveau de la zone euro. Ainsi, celles-ci ont progressé de manière continue depuis décembre 2005, passant de 3,62% à 5,22% en août 2008 pour la partie à taux variable (la plus représentative pour les données luxembourgeoises), soit 155 points de base supplémentaires. Dans cet intervalle, le taux de refinancement de l'Eurosystème progressait de 225 points de base. Entre août et octobre 2008 (4,89%), une nette décrue de 33 points de base a été observée, dans le sillage de la réduction de 50 points de base des taux de l'Eurosystème.

En observant l'évolution des taux d'intérêt portant sur l'encours, qui correspondent à la moyenne des conditions offertes à la fois en cours de mois et dans le passé (crédits toujours en vie), il apparaît que l'écart avec les taux des nouveaux contrats se resserre (Graphique 2).

Les taux d'intérêt sur les encours sont passés de 3,44% en décembre 2005 à 5,18% en septembre 2008, pour ensuite redescendre à 4,99% en octobre 2008, réduisant ainsi l'écart entre l'encours et les nouveaux contrats de 18 à 10 points de base. Puisque le volume de nouveaux contrats n'a cessé d'augmenter d'année en année et que, parallèlement, un certain nombre de crédits plus anciens, sans doute portant des taux d'intérêt plus faibles, ont été remboursés, cette situation n'a rien de surprenant.

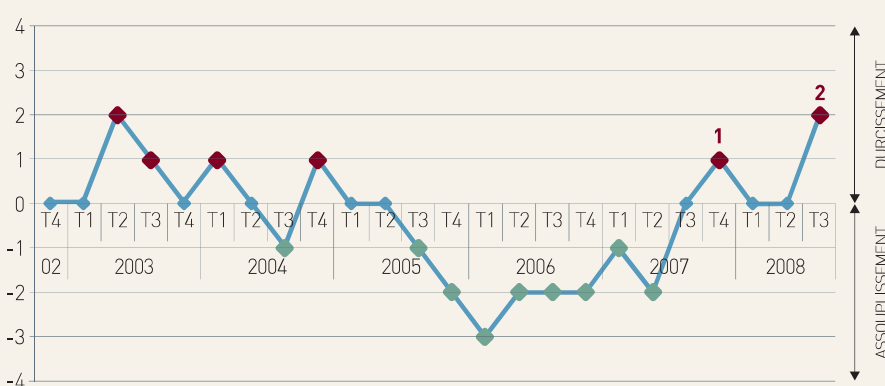
⁴ Sauf indication contraire, les parties de cette analyse qui concernent les crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg font référence aux crédits octroyés aux résidents de la zone euro dans son ensemble, et non pas aux crédits octroyés aux résidents du Luxembourg exclusivement.

Graphique 2
L'évolution des taux d'intérêt portant sur l'encours et sur les nouveaux contrats de crédits immobiliers



Source: BCL

Graphique 3
L'évolution des critères d'octroi des crédits immobiliers au Luxembourg, nombre net de banques



Source: BCL

Ces résultats sont tout à fait en ligne avec ceux de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ; la dernière enquête date de fin septembre et les données les plus récentes font référence au troisième trimestre. Le Graphique 3 montre que les banques n'ont pas durci leurs critères d'octroi de façon généralisée jusqu'à présent. Le nombre net⁵ de banques ayant rapporté un durcissement des critères se trouve sur l'axe verticale supérieure du graphique ; le nombre net de banques ayant rapporté un assouplissement se trouve sur l'axe verticale inférieure. Les durcissements nets sont donc en rouge et les assouplissements nets en vert, alors que les points bleus indiquent que les banques ont laissé leur politique de crédit inchangée.

Depuis le début des tensions financières au troisième trimestre 2007, trois durcissements seulement ont été signalés : une seule banque a signalé un durcissement au dernier trimestre 2007 et deux banques ont indiqué avoir durci leurs critères d'octroi au troisième trimestre de cette année. Cette évolution fait suite à une période prolongée lors de laquelle les critères ont en fait été assouplis.

Bien que les résultats ne soient pas pondérés pour prendre en compte la taille de chacune des six⁶ banques de

l'échantillon, le lecteur est contraint de conclure que les données défont les allégations selon lesquelles les banques de la Place auraient implémenté une politique de crédit restrictive généralisée. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (qui ne couvrent pas le mois d'octobre) laissent d'ailleurs apparaître une modération de la demande, mais certainement pas un effondrement. Les résultats de l'enquête sont parfaitement en ligne avec une modération de la progression des crédits immobiliers, bien que ces derniers s'inscrivent toujours à des niveaux élevés.

1.2 LES CRÉDITS À LA CONSOMMATION

S'agissant des crédits à la consommation, leur progression annuelle commença également à se replier bien avant l'émergence des turbulences financières, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son

5 Si une banque signale un assouplissement alors qu'au même trimestre une autre banque signale un durcissement des critères d'attribution, les critères nets demeurent inchangés ; si deux banques signalent un durcissement et une autre un assouplissement, les résultats indiqueraient un durcissement net d'une seule banque pour ce trimestre et ainsi de suite.

6 Sept banques participent à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, dont une qui n'octroie pas de crédits à l'habitat ou à la consommation.

ensemble. Une détérioration de l'évolution des crédits à la consommation attribuable aux turbulences financières ne peut être constatée.

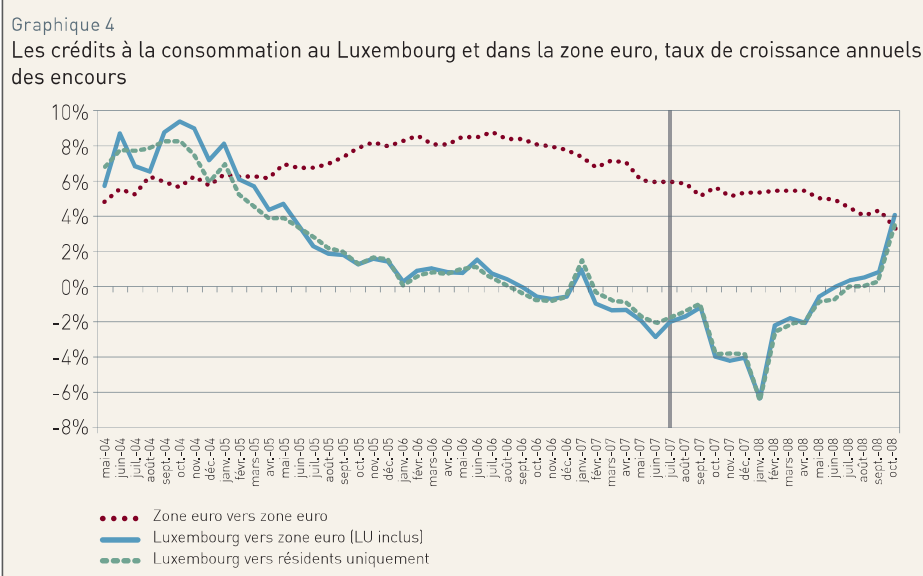
En ce qui concerne tout d'abord les crédits à la consommation octroyés par les IFM de la zone euro, on note que les taux de croissance annuels ont atteint leur sommet (8,7%) en juillet 2006. Depuis lors, ils suivent une tendance baissière, passant à 5,9% en juillet 2007 et atteignant leur creux de 3,3% en octobre de l'année en cours. Ainsi, on ne peut guère conclure que les événements survenus sur les marchés financiers sont à l'origine du ralentissement des crédits à la consommation.

L'observation des volumes mensuels de nouveaux contrats confirme cette tendance : le volume mensuel observé en septembre 2007 ressortait à 21,3 milliards d'euros, toutes périodes de fixation confondues, contre 17,9 milliards d'euros en septembre 2008.

Du point de vue des conditions de financement de ces crédits, ils affichent une progression de 37 points de base sur un an, entre septembre 2007 (6,83%) et septembre 2008 (7,20%), pour des maturités comprises entre un et cinq ans (les plus utiles dans le cadre d'une comparaison avec la situation luxembourgeoise). L'essentiel de cette progression a eu lieu au cours du troisième trimestre 2008, entre juin (6,94%) et septembre (7,20%). A noter que les maturités plus courtes (moins de un an) affichent des conditions de financement beaucoup moins favorables (8,79% en septembre 2008).

Pour ce qui est des développements sur le marché luxembourgeois⁷, les taux de croissance annuels se sont d'abord trouvés sur une trajectoire baissière, et ce depuis le troisième trimestre 2004. Un an et demi avant l'émergence des tensions financières, les progressions annuelles s'inscrivaient déjà à des niveaux proches de zéro, voire même négatifs ; il serait donc faux de conclure que les tensions financières sont à l'origine du repli des crédits à la consommation. En effet, depuis le troisième trimestre 2004, les crédits à la consommation ont affiché une tendance baissière qui s'est encore poursuivie jusqu'en janvier 2008. Alors que les taux de croissance annuels ont chuté davantage depuis la mi-2007, le Graphique 4 fait néanmoins apparaître une tendance haussière depuis le début de l'année. Les taux de croissance annuels sont toutefois restés négatifs ou proche de zéro jusqu'en septembre. Le rebond des taux de croissance annuels en octobre découle d'un effet de base (forte baisse des encours en octobre 2007) ; effectivement, sur base mensuelle, les encours se sont légèrement repliés.

Si l'on observe les volumes de nouveaux contrats (par les IFM au Luxembourg, aux résidents de la zone euro), il apparaît effectivement que le volume mensuel moyen est passé de 35 millions d'euros en 2005 à 28 millions d'euros en 2006 puis 26 millions d'euros en 2007 pour atteindre 22 millions d'euros en moyenne au cours des dix premiers mois de 2008. La reprise observée en février 2008 (32 millions d'euros de nouveaux



Sources: BCL, BCE

⁷ Le nombre de banques concernées a été réduit d'une unité supplémentaire, en raison de l'apparition d'un biais statistique important pouvant fausser l'interprétation des résultats.

crédits à la consommation), liée en grande partie au festival de l'automobile, a donc joué comme un levier sur l'encours. Néanmoins pour obtenir un tel effet sur l'encours, il aura fallu parallèlement une réduction des remboursements.

Les conditions de financements affichent une saisonnalité assez forte sous cette catégorie de crédits, en particulier en raison de l'événement cité précédemment. La tendance est la suivante : entre décembre 2005 et octobre 2008, le coût des nouveaux crédits a progressé de 100 points de base, passant de 5,42% en à 6,42%. L'essentiel de cette hausse s'est produit entre décembre 2005 (5,42%) et décembre 2006 (5,82%), soit 40 points de base, puis entre décembre 2006 et décembre 2007 (+47 points de base). Les taux d'intérêt portant sur l'encours ont pour leur part diminués sur la période passant de 5,84% en décembre 2005 à 5,65% en octobre 2008.

En ce qui concerne l'évolution de la politique de crédit des banques, les résultats non-pondérés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire doivent être interprétés avec précaution. Compte tenu des poids des banques dans l'encours de crédits, les résultats indiquent que les critères d'octroi relatifs aux crédits à la consommation sont restés largement inchangés depuis le début de l'enquête.

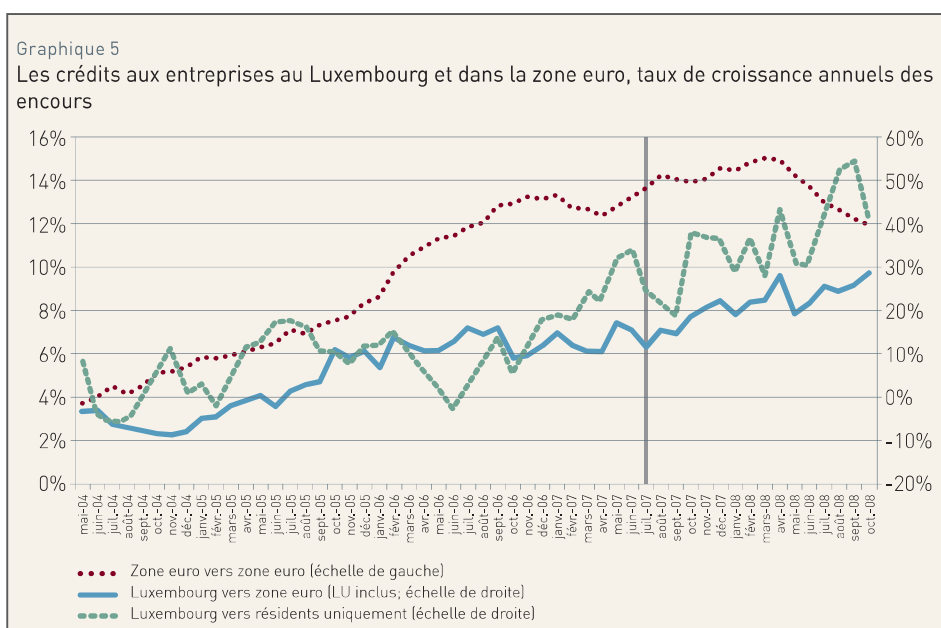
1.3 LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Pour ce qui est de la progression des crédits envers les sociétés non-financières (SNF), le Graphique 5 fait apparaître une tendance haussière pratiquement ininterrompue entre mai 2004 et mars 2008 pour les crédits octroyés par les IFM de la zone euro dans son ensemble. Alors qu'un sommet (15,0%) fut atteint en mars de cette année, les taux de croissance s'inscrivent en baisse depuis le mois d'avril tout en continuant à s'établir à des niveaux élevés (11,9% en octobre).

Les volumes de nouveaux contrats ont progressé de près de 61 milliards d'euros sur un an, entre septembre 2007 (301,9 milliards d'euros) et septembre 2008 (362,4 milliards d'euros), toutes périodes de fixation confondues. Les conditions de financement correspondant à ces crédits se sont également tendues. Pour la catégorie des crédits aux SNF, d'un montant inférieur à un million d'euros et de période de fixation inférieure à un an (taux variables inclus), leur coût est passé de 5,93% en septembre 2007 à 6,34% en septembre 2008 (+41 points de base). En ce qui concerne la catégorie des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros

et de période de fixation inférieure à un an, leur coût est passé de 5,20% en septembre 2007 à 5,62% en septembre 2008 (+42 points de base).

Si la tendance haussière des taux de croissance relatifs aux crédits octroyés par les IFM de la zone euro s'est inversée en 2008, celle des crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg continue à accélérer. D'un point de vue conjoncturel, il est utile d'examiner l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg, dont la part dans les crédits octroyés (par les IFM au Luxembourg) aux entreprises de la zone euro s'inscrit en moyenne entre 20% et 25%.



Sources: BCL, BCE

Il n'y a jusqu'à présent aucune indication que la progression de ces crédits aurait été freinée par les événements survenus sur les marchés financiers. Effectivement, le Graphique 5 montre bien que les taux de croissance annuels relatifs aux crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg ne cessent d'atteindre de nouveaux sommets, même si ce taux s'est replié en octobre, évolution qui découle d'un effet de base. En moyenne, pour la période de janvier à octobre 2008, les taux de croissance annuels se sont inscrits à 38,7%, s'établissant à 40,7% en fin de période.

Alors que la progression des crédits octroyés (par les IFM au Luxembourg) aux SNF de la zone euro dans son ensemble est moins dynamique, elle demeure toutefois très importante. En effet, la moyenne des taux de croissance annuels s'élève à 23,5% en 2008 ; un nouveau sommet (28,4%) fut d'ailleurs atteint en octobre. On ne peut donc guère parler de politique de crédit restrictive en ce qui concerne l'octroi de crédits aux SNF.

Pour ce qui est des nouveaux crédits accordés par les IFM luxembourgeoises aux SNF de la zone euro, leur volume mensuel moyen a atteint 1 270 millions d'euros entre octobre 2007 et octobre 2008 pour la partie inférieure à un million d'euros et 13 401 millions d'euros pour la partie supérieure à un million d'euros.

Les conditions de financement relatives aux nouveaux crédits se sont très nettement tendues avec des hausses de 220 (période de fixation du taux inférieure à un an et moins d'un million d'euros) et 166 points de base (période de fixation du taux inférieure à un an et plus d'un million d'euros) entre décembre 2005 et octobre 2008. Ces progressions demeurent toutefois inférieures à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème (+175 points de base durant cette période).

À première vue, il est difficile de consolider l'évolution des encours et des nouveaux crédits avec les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg, menée depuis fin-2002. Cette enquête indique que, depuis le troisième trimestre 2007, les banques n'ont cessé de durcir leurs critères d'attribution en matière de crédits aux SNF. Un durcissement des critères d'octroi devrait, en principe, conduire à une baisse des volumes octroyés et donc des taux de croissance ; pourtant, comme l'analyse ci-dessus l'a bien montré, ce n'est pas le cas.

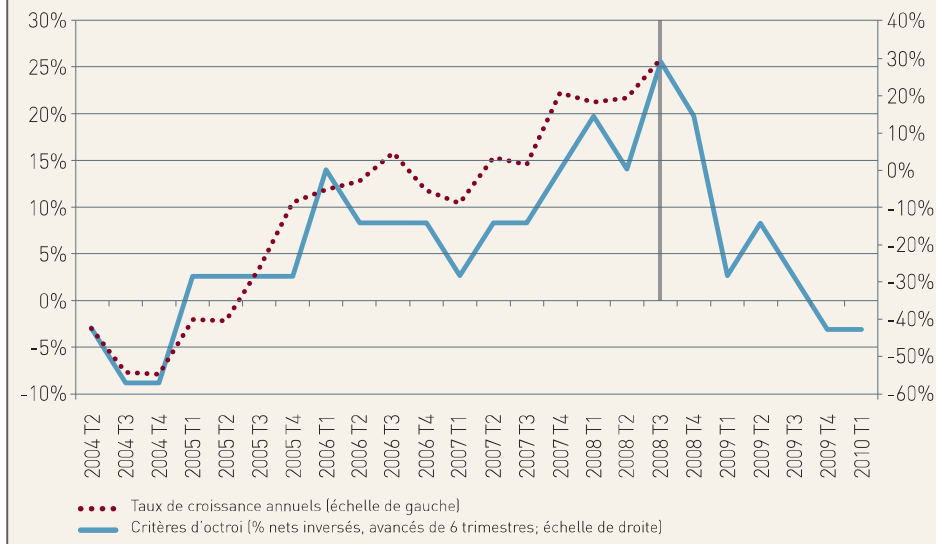
Il serait néanmoins opportun de rappeler que les résultats ne sont pas pondérés par la part des encours de chaque banque dans l'ensemble des crédits octroyés. Une des sept banques de l'échantillon n'octroie d'ailleurs pas de crédits aux entreprises implantées au Luxembourg. On ne peut donc guère parler d'un durcissement généralisé des critères d'attribution appliqués aux crédits aux entreprises situées au Luxembourg. Compte tenu de ces remarques, pour les crédits aux SNF, la politique de crédit des banques et notamment l'évolution des critères d'octroi a tendance à précéder un ralentissement des développements de crédit. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire sert donc comme indicateur avancé ; en effet, la corrélation entre l'évolution des critères d'attribution et les développements de crédit n'est élevée que si l'on considère les résultats de l'enquête avancés de trois à huit trimestres.

Selon le Graphique 6, qui retrace l'évolution (inversée) des pourcentages nets⁸ avancés de six trimestres, les taux de croissance annuels relatifs aux crédits envers les SNF devraient s'inscrire en baisse dans les trimestres à venir.

Il est toutefois impossible de tirer des conclusions quant à l'envergure du ralentissement futur de la progression des crédits aux SNF. Le graphique fait d'ailleurs apparaître que des taux de croissance annuels à deux chiffres sont tout à fait compatibles avec un durcissement des crédits d'octroi (avancé de six trimestres). Ce fut, par exemple, le cas pour la période du quatrième trimestre 2005 au troisième trimestre 2007.

8 À noter que le Graphique 6 retrace les pourcentages nets inversés ; ainsi, si la courbe se trouve en-dessous de l'axe horizontale (sur l'échelle de droite), cela indique que les banques de l'échantillon ont signalé un durcissement des critères d'octroi. Pour une définition des pourcentages nets, voire l'analyse des derniers résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans ce bulletin.

Graphique 6
L'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux entreprises par rapport à la progression annuelle des encours



Source: BCL

Alors que les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire signalent une modération de la demande de crédits émanant des entreprises, les données bilantaires signalent que la progression des crédits aux entreprises demeure importante, comme indiqué ci-dessus. Dans ce contexte, il convient de rappeler que la chute des « pourcentages nets » relatifs à la demande émanant des entreprises est attribuable à la réponse non-pondérée de deux banques uniquement.

1.4 CONCLUSIONS

L'incidence des turbulences financières sur les développements de crédit demeure faible, au Luxembourg. Si on constate un ralentissement de la

progression des encours de crédits immobiliers depuis le début de l'année, cette évolution s'inscrit dans le cadre d'une tendance baissière entamée bien avant l'émergence des tensions financières ; les taux de croissance annuels continuent d'ailleurs à s'établir à des niveaux élevés. En même temps, sur les dix premiers mois de l'année, le volume moyen des nouveaux contrats a augmenté par rapport à l'année passée. De plus, il n'y a aucun signe jusqu'à présent que les banques de la Place auraient durci leurs critères d'octroi relatifs aux crédits immobiliers de façon généralisée, alors que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire signale un ralentissement de la demande. Dans la mesure où certaines indications laissent supposer une modération des prix immobiliers, un ralentissement continu des développements de crédit ne peut toutefois pas être exclu dans les trimestres à venir.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, la progression annuelle des encours a commencé à fléchir bien avant le début des tensions sur les marchés financiers. En plus, la période des turbulences financières coïncide pour partie avec une tendance haussière des taux de croissances annuels, bien que la progression annuelle des crédits à la consommation envers les résidents du Luxembourg demeura négative ou proche de zéro jusqu'en septembre.

Finalement, s'agissant du secteur des entreprises, les développements de crédit demeurent très dynamiques et les taux de croissance annuels des crédits envers les SNF se trouvent toujours sur une trajectoire haussière. Néanmoins, les propriétés d'indicateur avancé relatifs à l'évolution des critères d'octroi de crédits indiquent qu'un ralentissement des crédits aux entreprises est à anticiper dans les prochains trimestres.

S'agissant de l'évolution des taux d'intérêt, la première baisse du taux principal de refinancement de l'Euro-système, survenue le 8 octobre 2008 (baisse effective à partir du 15 octobre), a été rapidement transmise.