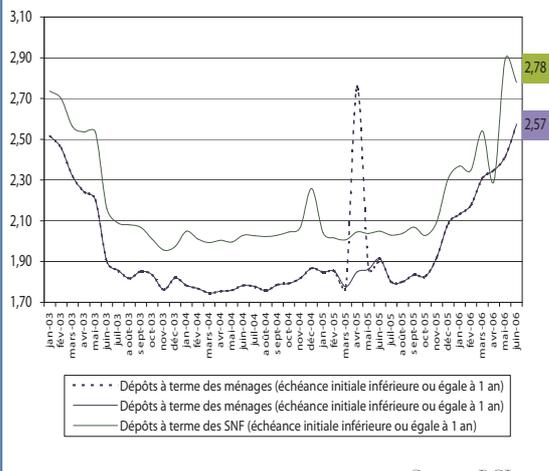


Graphique 31

Evolution des taux d'intérêt appliqués aux dépôts ayant une maturité inférieure ou égale à un an, par les banques luxembourgeoises



Source: BCL

Un bref aperçu de la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises

L'observation des données relatives aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises a montré que le resserrement monétaire de 75 points de base opéré par l'Eurosystème en décembre 2005, en mars 2006 et en juin 2006, s'est traduit par des hausses comprises entre 15 points de base pour les taux des crédits immobiliers et 49 points de base pour ceux des dépôts des ménages. Le fait que l'impulsion initiale de 75 points de base ne se soit pas intégralement transmise aux taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises ne doit pas surprendre puisque la transmission des modifications des conditions de financement offertes à la clientèle des banques se fait en général suivant un délai relativement long; ainsi, par exemple, s'appuyant sur les données de cinq grands pays de l'OCDE²², Cottarelli et Kourelis (1994) ont mesuré un délai de transmission moyen de 6 mois.

Pour décrire la situation au Luxembourg, nous proposons d'estimer le pouvoir explicatif de l'évolution des taux courts sur celle des taux débiteurs et créditeurs des banques à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires; cette analyse est complétée à l'aide d'indicateurs simplifiés. Les données sur lesquelles se base cette analyse sont collectées depuis janvier 2003, ce qui est relativement récent.

Le pouvoir explicatif des taux courts est-il satisfaisant dans le cas des banques luxembourgeoises?

Notons tout d'abord que le taux de refinancement de l'Eurosystème influence directement les taux du marché monétaires et indirectement les taux à long terme. En effet, la répartition des impulsions de politique monétaire sur la courbe des taux n'est pas univoque en raison notamment de l'impact des anticipations macro-économiques. Cela montre, entre autres, l'importance de la structure bilantaire des banques et des opérations de transformation d'échéance dans la détermination des taux débiteurs et créditeurs des banques.

Traditionnellement, la plupart des crédits accordés par les banques luxembourgeoises aux agents économiques non financiers de la zone euro sont à taux variables; seuls les crédits à la consommation ne satisfont pas à cette règle, puisqu'ils portent des taux d'intérêt dont la période de fixation est calquée sur la durée du crédit.

²² L'Allemagne, le Canada, les Etats-Unis, le Japon et le Royaume-Uni.

Ainsi, au Luxembourg, la durée de fixation de référence pour ce type de crédits est majoritairement comprise entre un et cinq ans (près de 66% des nouveaux contrats). D'un point de vue statistique, deux difficultés se posent pour l'observation de l'évolution des taux des crédits à la consommation, à savoir, d'une part, la forte saisonnalité de la série, et, d'autre part, l'impossibilité de déterminer de manière précise la maturité moyenne des crédits; ce dernier aspect est fondamental dans la mesure où il n'est pas exclu que cette maturité moyenne soit très différente d'un mois à l'autre. Par conséquent, ces incertitudes nous contraignent à exclure les crédits à la consommation de l'analyse présentée ci-dessous; nous nous concentrons sur un ensemble de quatre taux débiteurs (crédits immobiliers, crédits aux SNF dont le montant est inférieur ou supérieur à un million d'euros et les autres crédits) et de deux taux créditeurs (les dépôts à moins d'un an des ménages et des SNF).

A l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires, nous pouvons comparer la part de l'évolution des taux débiteurs et créditeurs expliquée par l'évolution du taux interbancaire EONIA avec la part expliquée par un modèle plus complet faisant intervenir un nombre plus important de variables (Euribor 1, 3, 6 et 12 mois, emprunts d'Etats à 5 et 10 ans, LTIR Lux²³ une estimation du rendement des émissions à 10 ans sur le marché luxembourgeois); parmi ces variables, seules celles qui permettent d'améliorer la part expliquées (R^2 ajusté) sont retenues; les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous:

Estimation des modèles explicatifs par la méthode des moindres carrés ordinaires

	Variable explicative unique: EONIA		Variables explicatives multiples			
	R ² ajusté	Coefficient (t - stat)	R ² ajusté	Variables	Coefficients	t - stat
Crédits immobiliers	0,68	0,7193 (9,343)	0,89	Euribor 6 Euribor 12 EUR 5 EUR 10 Const.	3,3603 -3,1775 1,1910 -0,7190 2,4880	13,4114 -9,5931 4,3154 -3,7614 12,2423
Crédits aux SNF (<€1m)	0,47	0,8184 (6,153)	0,76	Euribor 12 EUR 5 EUR 10 LTIR Lux. Const.	1,1798 -1,2684 0,9792 -0,3310 2,4775	4,4486 -2,5563 3,7826 -2,1234 5,3509
Crédits aux SNF (>€1m)	0,43	0,5651 (5,690)	0,66	Euribor 12 EONIA LTIR Lux Const.	0,3254 0,3224 0,1097 1,3355	4,8856 4,2777 3,0181 2,4567
Autres crédits	0,66	0,7221 (8,955)	0,74	EONIA EUR 10 Const.	0,6996 0,1728 1,4139	9,9063 3,6823 6,1363
Dépôts à terme des ménages	0,94	0,9455 (25,603)	0,99	Euribor 1 Euribor 3 Euribor 6 Euribor 12 Const.	1,0219 -0,9430 1,4555 -0,5995 -0,1436	7,9239 -7,4103 14,6331 -6,9196 -3,6558
Dépôts à terme des SNF	0,88	0,9601 (17,033)	0,91	Euribor 1 Euribor 3 Euribor 6 Euribor 12 Const.	1,0974 -0,9711 1,5106 -0,6875 0,0646	2,9598 -2,6544 5,2826 -2,7604 0,5718

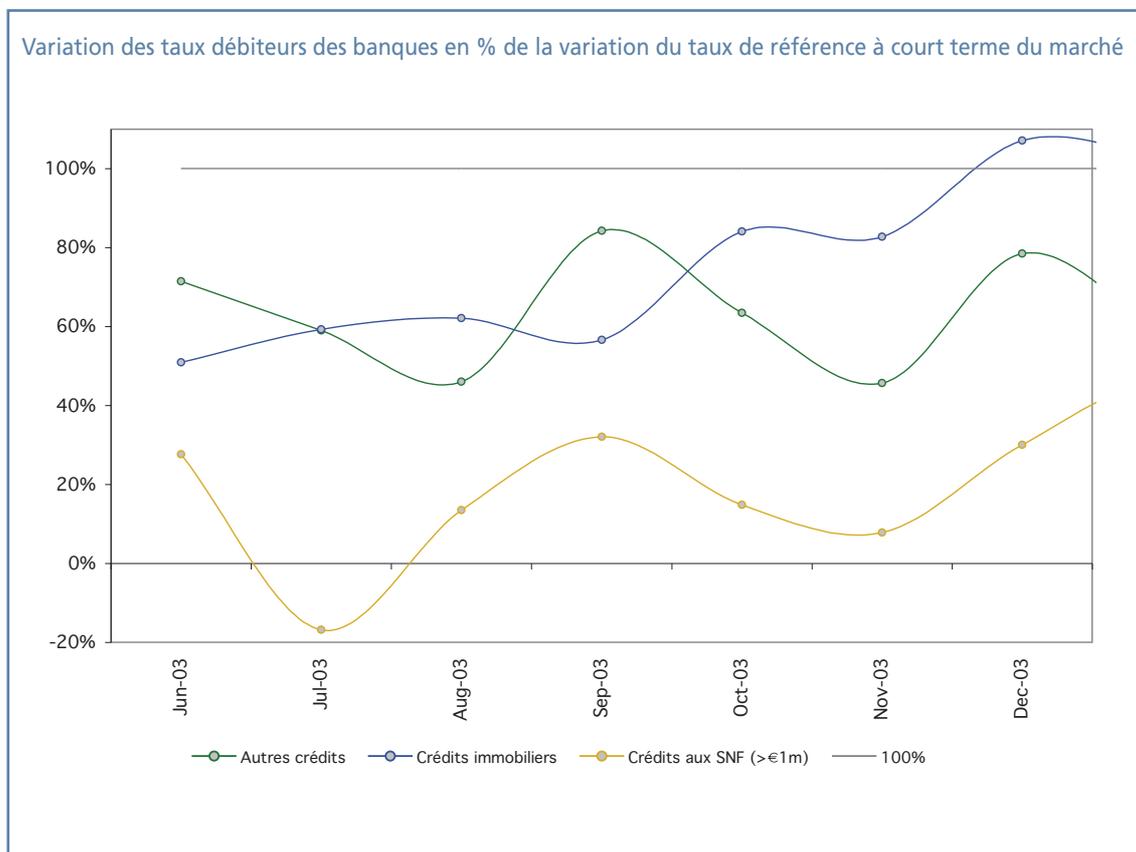
Note: Les valeurs critiques à comparer avec la valeur absolue de la statistique t sont: 2,5758 (1%), 1,96 (5%) et 1,6449 (10%).

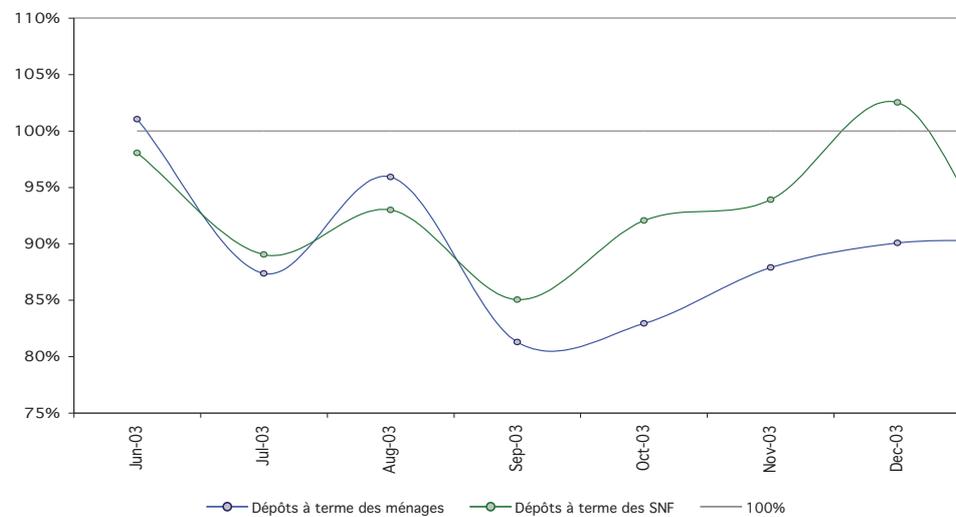
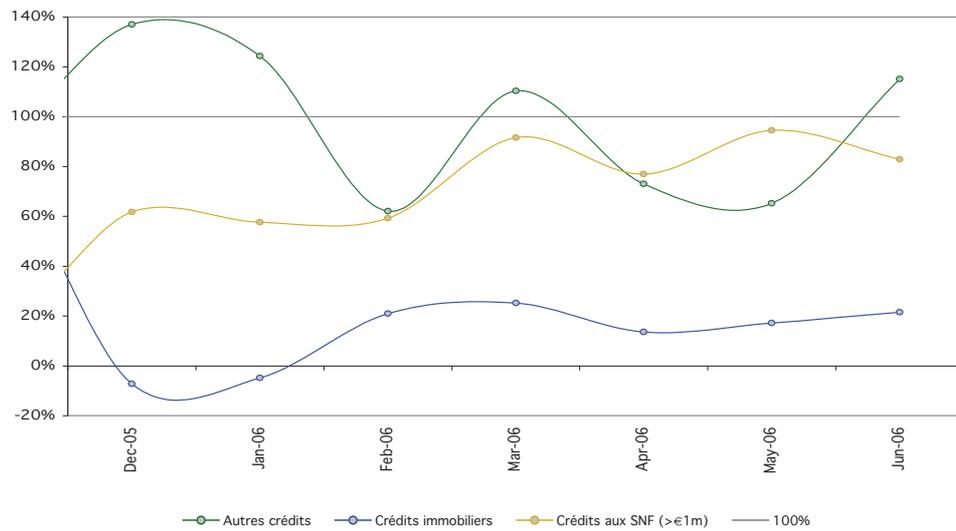
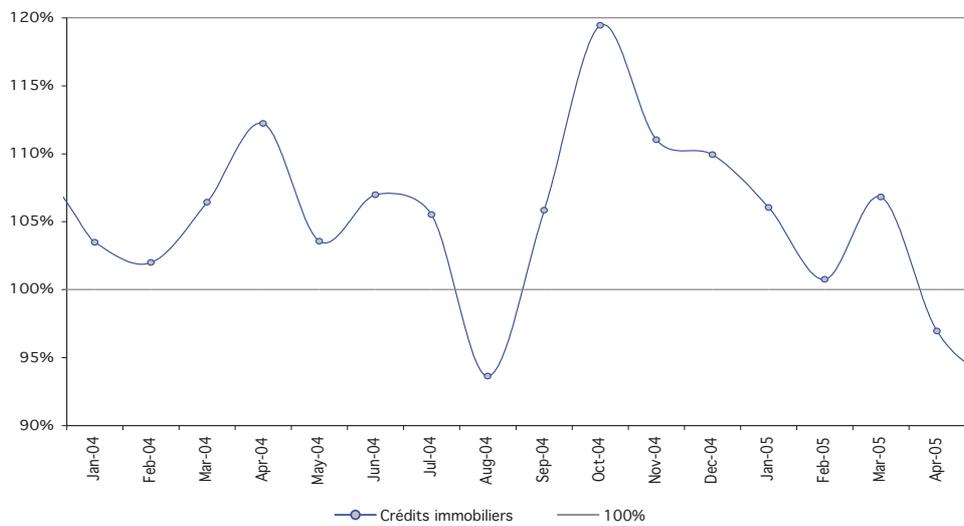
23 Le LTIR Lux est calculé par la BCL à partir d'un panier de titres de créances à 10 ans émis sur le marché luxembourgeois.

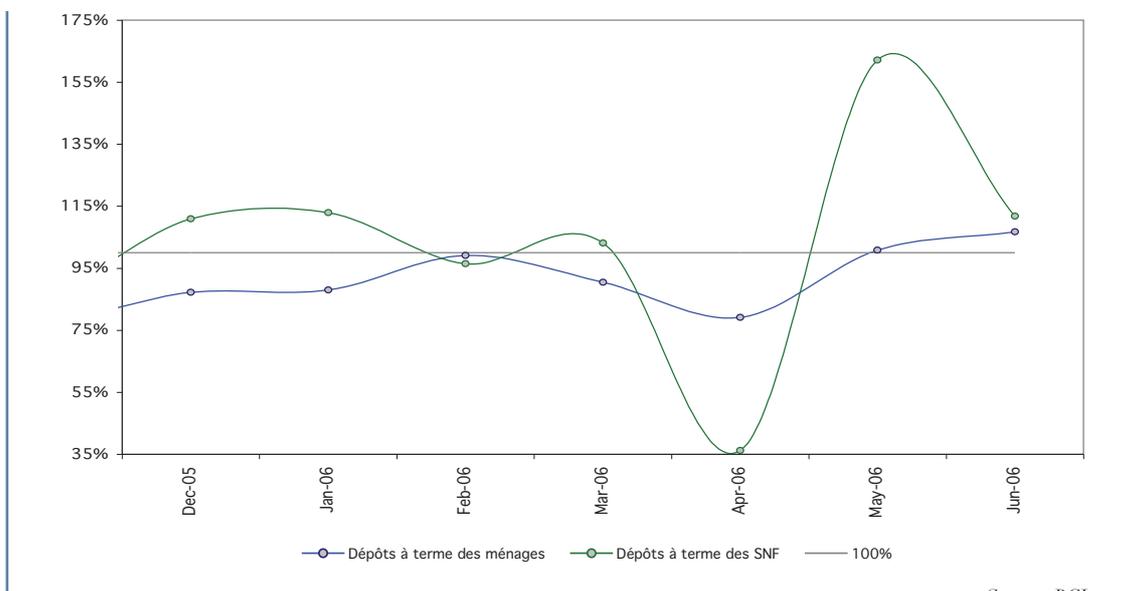
Il ressort de l'observation du tableau ci-dessous que l'évolution du taux EONIA ne permet d'expliquer qu'une part limitée de l'évolution des taux d'intérêt des crédits immobiliers, des crédits aux SNF et des autres crédits (respectivement 68%, 43%, 47% et 66%); l'utilisation de modèles faisant apparaître plus de variables améliore la part expliquée. En revanche, pour les taux créditeurs la part expliquée par l'évolution du taux interbancaire est satisfaisante (88% pour les dépôts des SNF et 94% pour les dépôts des ménages). Toutefois, il convient de formuler deux critiques concernant la technique utilisée et partant la robustesse de nos observations. Tout d'abord les observations s'étendent sur une période relativement courte (42 mois), notamment au regard du nombre limité d'évènements de politique monétaire survenu (5 modifications du taux de l'Eurosystème). Ensuite, celle-ci débute au lendemain de la baisse de 50 points de base du taux de refinancement survenue en décembre 2002. Il est donc proposé de compléter cette première approche à l'aide d'un indicateur simplifié du délai de transmission des taux du marché monétaire aux taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises.

Une estimation du délai de transmission des taux courts

Les graphiques ci-dessous comparent les variations des taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises en proportion de la variation du taux de référence à court terme du marché, en l'occurrence le taux EONIA. Cette comparaison est effectuée à partir d'une date de référence fixe, correspondant à la période précédant une modification du taux de refinancement de l'Eurosystème. Nous n'avons retenu que deux dates de référence: février 2003 et novembre 2005, correspondant respectivement à la première baisse et à la première hausse observables sur la période allant de janvier 2003 à juin 2006. Ainsi, par exemple, entre février et août 2003, le taux EONIA a diminué de 66,54 points de base, tandis que les taux des crédits immobiliers et des autres crédits baissaient de respectivement 41,37 et 30,67 points de base, soit des transmissions respectives de 62% et 46% de la variation du taux EONIA; les valeurs observées en septembre 2003 correspondent au taux de transmission sur la période février 2003 – septembre 2003.







Source: BCL

Nous constatons que le taux de transmission est beaucoup plus important pour les taux créditeurs qu'il ne l'est pour les taux débiteurs.

Malgré tout, le délai pour intégrer 100% de la baisse des taux courts dans le contexte du double assouplissement monétaire de mars et juin 2003 est identique pour les crédits immobiliers, les dépôts des ménages et ceux des SNF. Il atteint six mois, ce qui est conforme aux observations relevées par Cottarelli et Kourelis. En revanche, sur la période de resserrement monétaire entamée en décembre 2005, le taux de transmission des taux du marché monétaire aux taux des crédits immobiliers est relativement faible; toutefois l'importance de ce phénomène peut être nuancée par le fait que celui-ci a été assez nettement supérieur à 100% sur pratiquement toute la période allant de décembre 2003 à avril 2005. Cela pourrait signifier que le renchérissement des conditions de refinancement, survenu en décembre 2005, avait été anticipé par les banques luxembourgeoises, du moins dans le cadre de la négociation des taux des nouveaux contrats. Dans le même temps, les crédits aux SNF semblent intégrer mieux, et plus rapidement, les hausses des taux que les baisses. Le délai d'ajustement de la rémunération des dépôts des ménages s'améliore pour atteindre trois mois (contre six mois dans la période d'assouplissement de 2003); le constat est identique en ce qui concerne le délai d'ajustement de la rémunération des dépôts des SNF qui devient quasiment nul. Ceci semble logique compte tenu de l'importance du financement par intermédiation bancaire de l'économie luxembourgeoise et du rôle majeur des activités de banque privée et de gestion d'actifs de tiers. Ces deux éléments tendent à accroître la pression concurrentielle sur le segment des dépôts des agents économiques non financiers. Ce constat n'est par ailleurs pas fortuit puisque c'est sur ce segment que la part expliquée par l'évolution des taux courts du marché est la meilleure. Toutefois, la volatilité importante de la rémunération des contrats des SNF limite quelque peu la valeur interprétative de ces observations; en effet, comme cela est expliqué dans le présent bulletin, les maturités des produits inclus dans les dépôts pouvant varier de un jour à un an, des mises en place ponctuelles de contrats portant des valeurs extrêmes peuvent créer des ruptures de tendance dans les séries.

Conclusions

Comme nous l'avons vu, les données sur lesquelles se basent cette analyse sont collectées depuis janvier 2003, ce qui est relativement récent et empêche l'utilisation de procédures plus robustes en matière d'analyse. Par ailleurs, dans le cas des taux débiteurs, les constats sont assez différents entre la période d'assouplissement monétaire allant de mars à juin 2003 et la période de resserrement allant de décembre 2005 à juin 2006. Enfin, le pouvoir explicatif de l'évolution des taux courts sur l'évolution des taux débiteurs et créditeurs est dans une majorité de cas incomplet; cela rend plus complexe la détermination de la relation de transmission de la politique monétaire, puisque le nombre de paramètres exogènes, tels que les anticipations macroéconomiques ou la répartition du passif sur la courbe des taux, augmente. Toutefois nous pouvons retenir de cet exercice que l'ajustement des taux créditeurs des ménages et des SNF aux conditions du marché monétaire est beaucoup plus rapide que celui des taux débiteurs.