

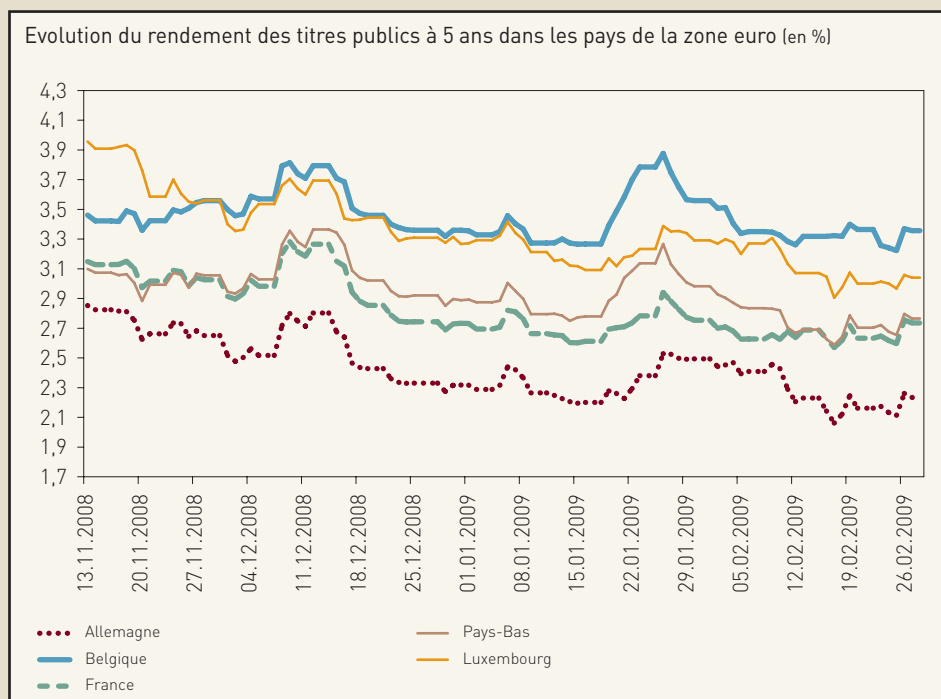
L'ÉVOLUTION DES RENDEMENTS SUR LES TITRES DE DETTE ÉMIS PAR L'ÉTAT

LUXEMBOURGEOIS

L'Etat luxembourgeois a émis à la fin de l'année 2008 pour 2 milliards d'euros d'emprunt à 5 ans afin de financer son programme de soutien aux banques. La souscription de ces titres a remporté un vif succès auprès des investisseurs particuliers, notamment des résidents luxembourgeois qui ont absorbé près des ¾ des montants adjugés lors de cette opération. Du point de vue de ses caractéristiques, cet emprunt d'Etat luxembourgeois est composé d'obligations à taux fixe de maturité décembre 2013 dont la valeur nominale est de 1 000 euros et le coupon de 3,75%. Ces titres ont par ailleurs été émis sous forme de nouveaux certificats globaux (*New global Note*) et sont de ce fait éligibles en tant que garanties collatérales pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

En comparaison avec des titres de même maturité, le Luxembourg, qui dispose d'une notation AAA, se positionne parmi les pays de la zone euro dont l'écart de rendement est le plus faible vis-à-vis de l'Allemagne, après la France, les Pays-Bas et la Finlande (respectivement +50, +53, et +56 points de base contre +0,92% pour le Luxembourg au 28 février 2009). Bien que l'absence de CDS sur la dette de l'Etat luxembourgeois ne permette pas d'évaluer précisément la perception du risque de défaut par les opérateurs de marché, les indicateurs relatifs à la soutenabilité des finances publiques apparaissent dans l'immédiat comme étant largement favorables, avec une dette publique de l'ordre de 14% du PIB et une prévision de déficit légèrement inférieure à 2% pour l'année 2009 (selon les prévisions de décembre de la BCL). Dans cette perspective, la *prime de risque* inhérente à la qualité de la signature de l'Etat luxembourgeois devrait donc être relativement faible, ce qui implique que le Grand-Duché se situerait dans une position «intermédiaire» qui s'expliquerait alors par la prime de liquidité correspondant à la taille limitée du marché secondaire pour ce type de titre.

D'un point de vue évolutif, le taux de rendement de l'emprunt public luxembourgeois a connu une nette tendance à la baisse depuis sa souscription, passant de 3,96% le 13 novembre 2008 à 3,04% le 28 février 2009. Sur l'ensemble de cette période, le profil de développement de la rémunération de l'emprunt d'Etat luxembourgeois est relativement similaire à celui des autres Etats membres de la zone euro (l'Irlande et la Grèce faisant cependant figure d'exception), à la différence près que l'écart de rendement entre l'Allemagne et le Grand-Duché s'est réduit de manière croissante, en passant de 1,10% à 0,81% entre novembre 2008 et février 2009. De fait, partant d'un niveau plus



Source : Bloomberg

élevé, le Luxembourg est le pays de la zone euro dont le rendement a le plus diminué sur l'ensemble de la période considérée (-92 points de base contre -0,62% pour l'Allemagne et -0,41% pour la France).