

2 ANALYSES

1	L'impact des turbulences financières sur les crédits	90
1.1	Les crédits immobiliers	90
1.2	Les crédits à la consommation	92
1.3	Les crédits aux entreprises	94
1.4	Conclusions	96
2	La position extérieure globale du Luxembourg	97
2.1	Introduction	97
2.2	Évolutions de la position extérieure du Luxembourg : vue d'ensemble	98
2.3	Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg	103
2.3.1	La position des investissements directs	103
	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	103
	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	104
2.3.2	La position des investissements de portefeuille	105
	Le portefeuille des résidents en titres étrangers	105
	Le portefeuille des non-résidents en titres luxembourgeois	110
2.3.3	La position des autres investissements (dépôts et crédits)	111
2.4	Conclusion	111
3	Résumé non technique du cahier d'études « (In)stabilité financière, supervision et injections de liquidités : une approche d'équilibre général dynamique »	114

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).

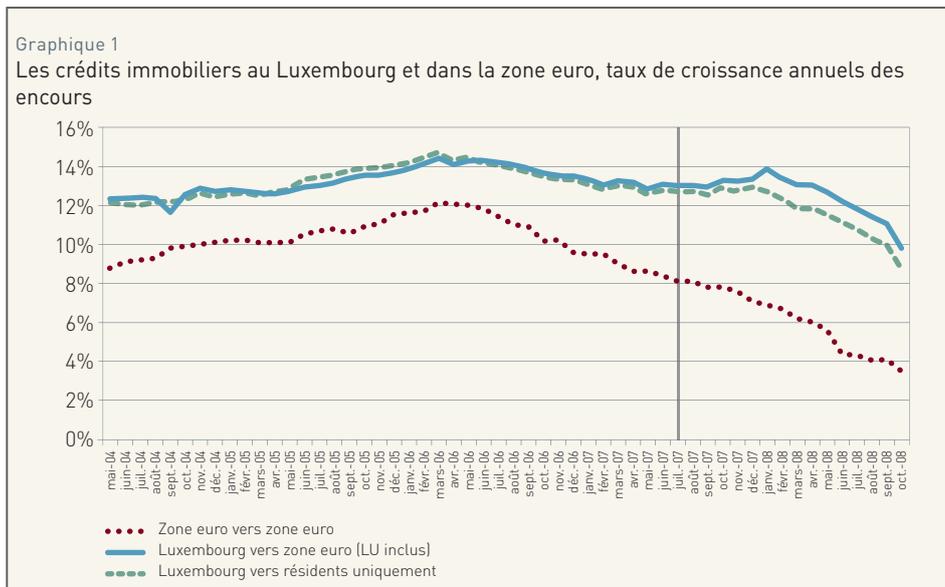
1.1 LES CRÉDITS IMMOBILIERS

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'évaluaient 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).

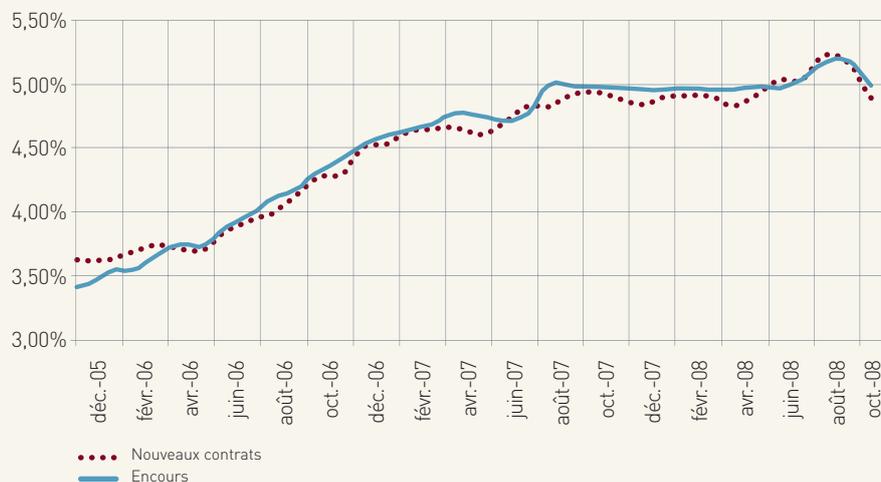
En ce qui concerne les conditions de financement des nouveaux crédits immobiliers, la tendance observée dans les banques luxembourgeoises est identique à celle observée au niveau de la zone euro. Ainsi, celles-ci ont progressé de manière continue depuis décembre 2005, passant de 3,62% à 5,22% en août 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.

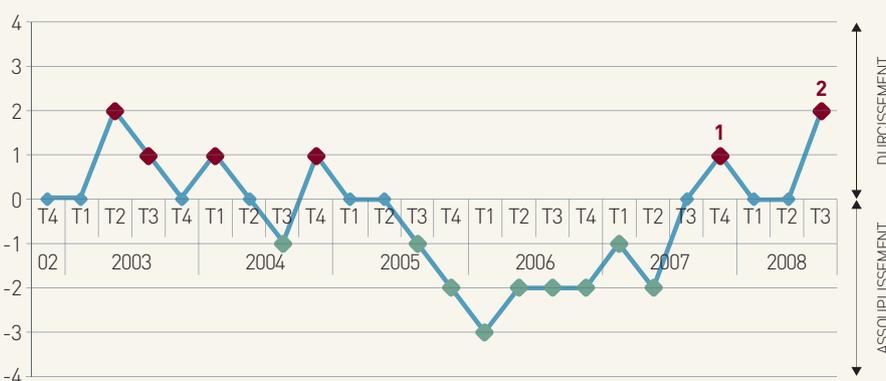
⁴ Sauf indication contraire, les parties de cette analyse qui concernent les crédits octroyés par les IFM implantées au Luxembourg font référence aux crédits octroyés aux résidents de la zone euro dans son ensemble, et non pas aux crédits octroyés aux résidents du Luxembourg exclusivement.

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.

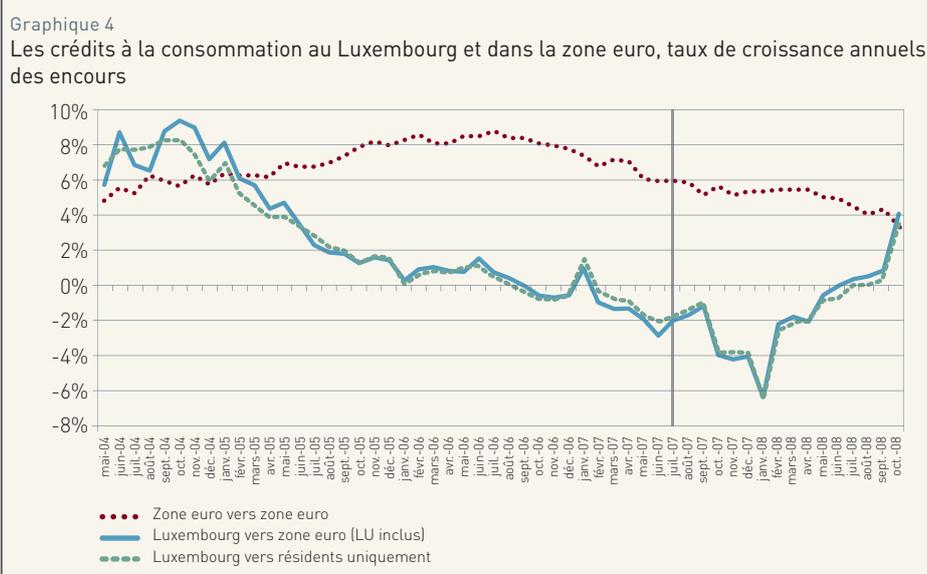
En ce qui concerne tout d'abord les crédits à la consommation octroyés par les IFM de la zone euro, on note que les taux de croissance annuels ont atteint leur sommet (8,7%) en juillet 2006. Depuis lors, ils suivent une tendance baissière, passant à 5,9% en juillet 2007 et atteignant leur creux de 3,3% 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.

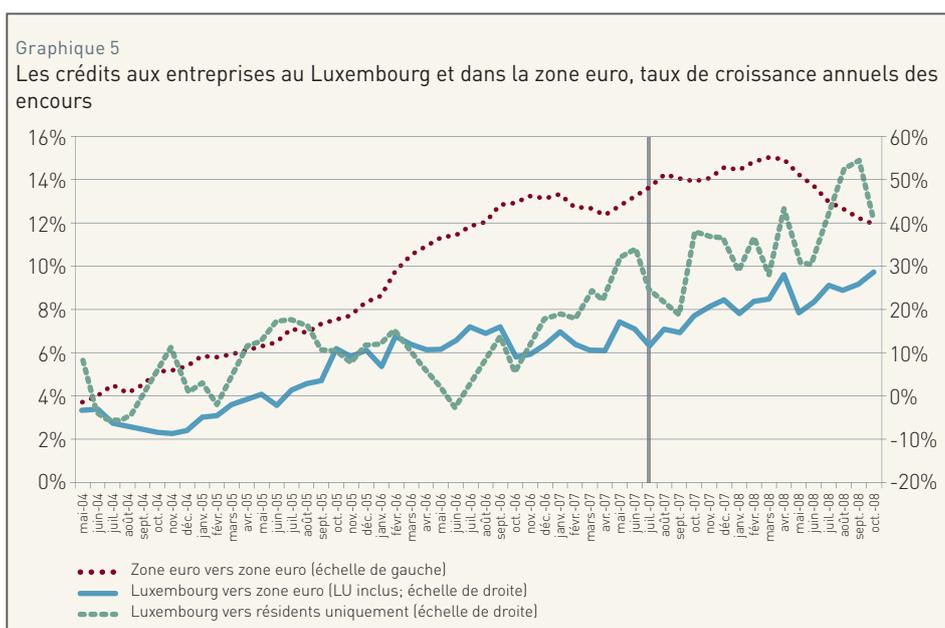
1.3 LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

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.

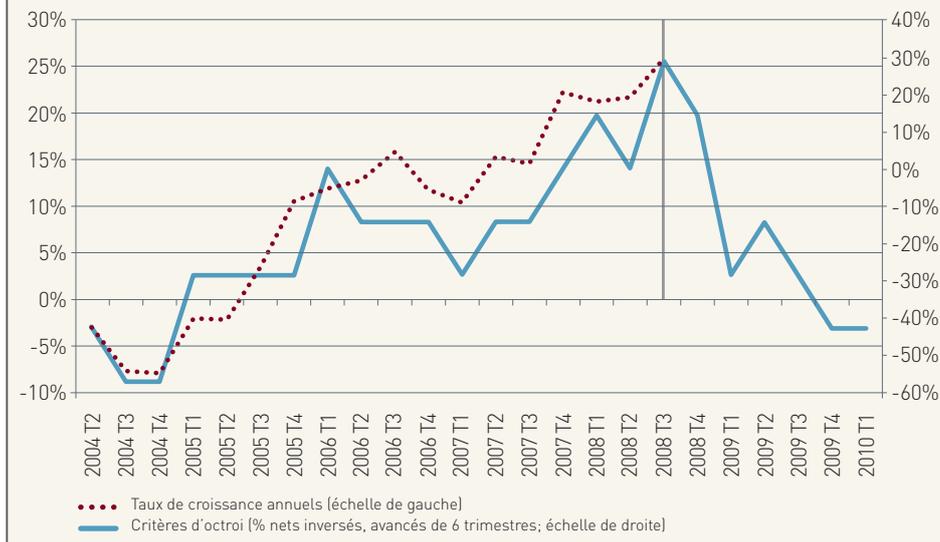
Selon le Graphique 6, qui retrace l'évolution (inversée) des pourcentages nets⁸ avancés de six trimestres, les taux de croissance annuels relatifs aux crédits envers les SNF devraient s'inscrire en baisse dans les trimestres à venir.

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.

2 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG⁹

2.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale (PEG) recense, à un moment donné, les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs d'un pays. On y distingue, selon la classification internationale¹⁰, plusieurs catégories d'actifs financiers :

- (a) Sous la rubrique « investissements directs » sont recensés les investissements qui ont pour finalité d'exercer un pouvoir de contrôle dans la gestion d'entreprises situées hors du territoire de l'investisseur. Par convention, le pouvoir de contrôle est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10% du capital social de l'entreprise non-résidente. Dans la pratique, les capitaux d'investissements directs (ID) se matérialisent sous forme de participations au capital social, de bénéfices non rapatriés ainsi que sous forme de prêts intragroupes.
- (b) Les investissements de portefeuille couvrent les encours d'investissements internationaux en valeurs mobilières, notamment sous forme de titres de participation et de titres de créance. Les titres de participation détenus dans le cadre d'une relation d'investissement direct (au moins 10% du capital) sont exclus de cette rubrique.
- (c) Les autres investissements regroupent tous les avoires et tous les engagements financiers extérieurs qui ne sont ni des investissements directs, ni de portefeuille, ni de produits dérivés, ni des avoires de réserve. Il s'agit principalement des crédits commerciaux, des prêts ainsi que des dépôts et monnaies fiduciaires.

En raison de leurs montants relativement faibles, comparés aux trois catégories ci-dessus, les produits financiers dérivés et les avoires de réserve, malgré qu'ils constituent aussi des composantes principales de la position extérieure, ne sont pas analysés distinctement dans la présente étude.

Dans sa première section, la présente note analyse les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, en montrant les facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été à la base de ces développements. Au cours de l'année 2007, les avoires financiers extérieurs bruts ont augmenté de 472 milliards d'euros pour atteindre 4 136 milliards d'euros à la fin de l'année, essentiellement sous l'effet de nouveaux flux financiers tels que recensés dans la balance des paiements. L'effet flux (489,6 milliards au total) a toutefois été partiellement réduit (à concurrence de 17 milliards) par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers sur certains marchés financiers internationaux. Ces mêmes effets négatifs de valorisation ont affecté (à concurrence de 10 milliards d'euros) l'encours d'engagements financiers extérieurs qui a tout de même progressé de 13% pour atteindre 4 098 milliards à la fin de l'année 2007, sous l'effet d'importantes entrées de fonds (486 milliards d'euros en 2007). Ayant davantage affecté les avoires financiers extérieurs (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards), les effets négatifs de valorisation ont provoqué une détérioration du solde positif de la position extérieure du Luxembourg qui a atteint 38 milliards d'euros à fin 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006.

La deuxième section de cette analyse présente la structure de la position extérieure globale du Luxembourg, selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. La ventilation par secteur économique et par zone géographique de différents avoires et engagements financiers y est également abordée. Les données montrent que les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg sont détenus (émis) essentielle-

⁹ Note rédigée par Albert Lendele - Kola.

¹⁰ Cfr. Pour la méthodologie, voir FMI, Manuel de Balance des paiements, 5^e édition, 1993.



ment par trois sous-secteurs du secteur financier luxembourgeois, à savoir les entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens de loi de 1929 et sociétés de participation financières), les organismes de placements collectifs (OPC) et les institutions financières monétaires (banques et OPC monétaires). La répartition par pays partenaire des encours d'avoires et d'engagements extérieurs du Luxembourg montre une légère baisse de la quote-part des pays membres de la zone euro. Corrélativement, la quote-part des pays « extra-zone euro » est en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore¹¹, et la Suisse sont les principaux partenaires.

2.2 ÉVOLUTIONS DE LA POSITION EXTÉRIEURE DU LUXEMBOURG : VUE D'ENSEMBLE

Les actifs financiers étrangers détenus par les résidents du Luxembourg sont évalués à 4 136 milliards d'euros à fin décembre 2007, après avoir atteint 3 664 milliards à la fin de l'année 2006. Les engagements financiers extérieurs des résidents se montent à 4 098 milliards d'euros à fin 2007, contre 3 623 milliards à fin 2006. La position extérieure nette du Luxembourg, c'est-à-dire la valeur des avoires financiers extérieurs après soustraction de la valeur des engagements, était positive de 38 milliards d'euros à la fin de 2007 (105% du PIB de 2007), soit une baisse de 3,4 milliards par rapport à la situation de fin de 2006. Cette détérioration de la position nette résulte essentiellement des pertes de change mais aussi, dans une moindre mesure, des baisses de cours sur certains marchés financiers (voir graphiques ci-dessous).

Au cours de l'année 2007, les avoires financiers extérieurs bruts ont augmenté de 472 milliards d'euros au total, essentiellement sous l'effet de nouveaux flux financiers tels que recensés dans la balance des paiements. L'effet total lié aux flux (489,6 milliards) a toutefois été réduit en partie (à concurrence de 17 milliards) par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers. Ces mêmes effets négatifs de valorisation ont affecté (à concurrence de 10 milliards d'euros) les engagements financiers extérieurs qui ont dans l'ensemble progressé de 476 milliards d'euros sous l'effet d'importantes entrées de fonds (486 milliards d'euros en 2007) telles que recensées par la balance des paiements. Comparées à leurs niveaux de fin décembre 2006, la plupart des devises se sont en effet dépréciées par rapport à l'euro à fin décembre 2007 comme le montre le graphique ci-dessous¹². Cette dépréciation a généré des moins-values tant à l'actif qu'au passif. De même, les cours boursiers ont baissé en Europe et au Japon (respectivement de -0,2% et -12,6%) même s'ils ont légèrement progressé aux États-Unis (+3,6%) et les cours des obligations se sont également tassés ce qui a eu pour conséquence de générer d'importantes pertes de valeur tant à l'actif qu'au passif (voir graphique). Ces effets négatifs de valorisation ont donc occasionné une détérioration de la position extérieure nette du Luxembourg à la fin de 2007, en raison du fait qu'ils ont affecté davantage les avoires (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards) financiers extérieurs.

11 Dans cette analyse, les Centres financiers offshore regroupent 37 pays (définition de l'OCDE et d'EUROSTAT) dont les Antilles néerlandaises, Gibraltar, Hong Kong, Liechtenstein, les Îles vierges britanniques, les Îles Caimans, Singapour, etc.

12 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoires et les engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2006 et fin décembre 2007, l'euro s'est apprécié de 11,8% par rapport au USD, de 3% par rapport au CHF, de 9% par rapport au GBP et de 5% par rapport au JPY.

Tableau 1

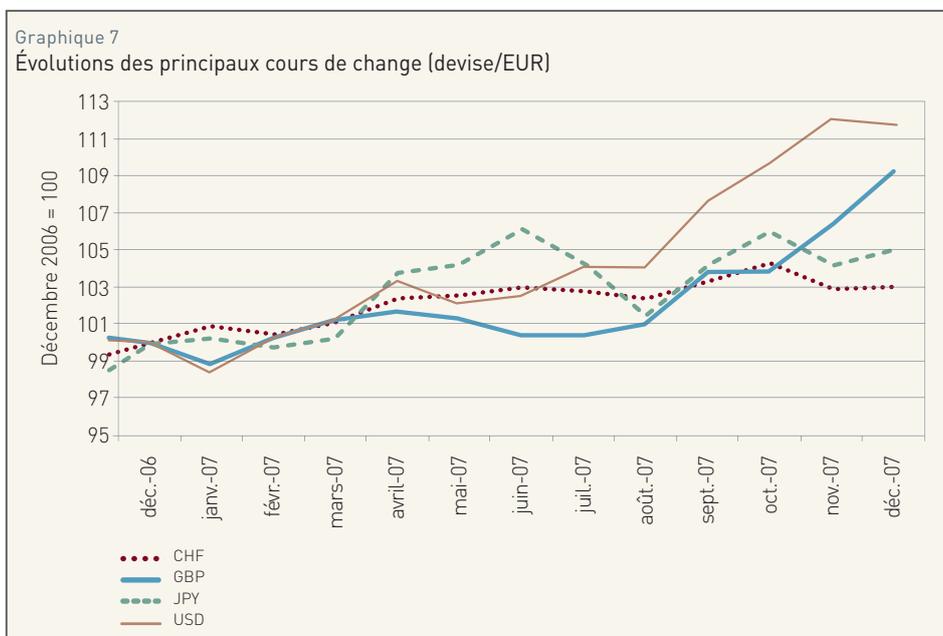
Évolution de principales composantes de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2007 et fin 2006 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2006 ⁽¹⁾	Flux de balance de paiement ⁽²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ⁽²⁾	Stocks à fin 2007 ⁽¹⁾
Position extérieure nette	41,4	3,6	-7,0	38,0
Avoirs extérieurs bruts	3 663,9	489,6	-17,1	4 136,5
Engagements extérieurs bruts	-3 622,6	-486,1	10,1	-4 098,5
Investissements directs	-47,2	44,9	-12,5	-14,9
Luxembourgeois à l'étranger	826,8	180,4	-15,4	991,9
Étrangers au Luxembourg	-874,0	-136	2,9	-1 006,8
Investissements de portefeuille	-74,5	-99,5	-18,9	-192,9
Titres étrangers	1 846,9	128,0	-16,8	1 958,2
Titres luxembourgeois	-1 921,4	-227,6	-2,1	-2 151,1
Produits dérivés	-1,1	-11,1	5,2	-7,0
Créances	9,3	-0,7	0,9	9,6
Engagements	-10,4	-10,4	4,2	-16,6
Autres investissements	163,9	69,4	19,3	252,7
Créances	980,7	181,9	14,2	1 176,8
Engagements	-816,8	-112,5	5,1	-924,1
Avoirs de réserve	0,202	-0,061	0,0	0,140

Source: BCL

⁽¹⁾ Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance ;

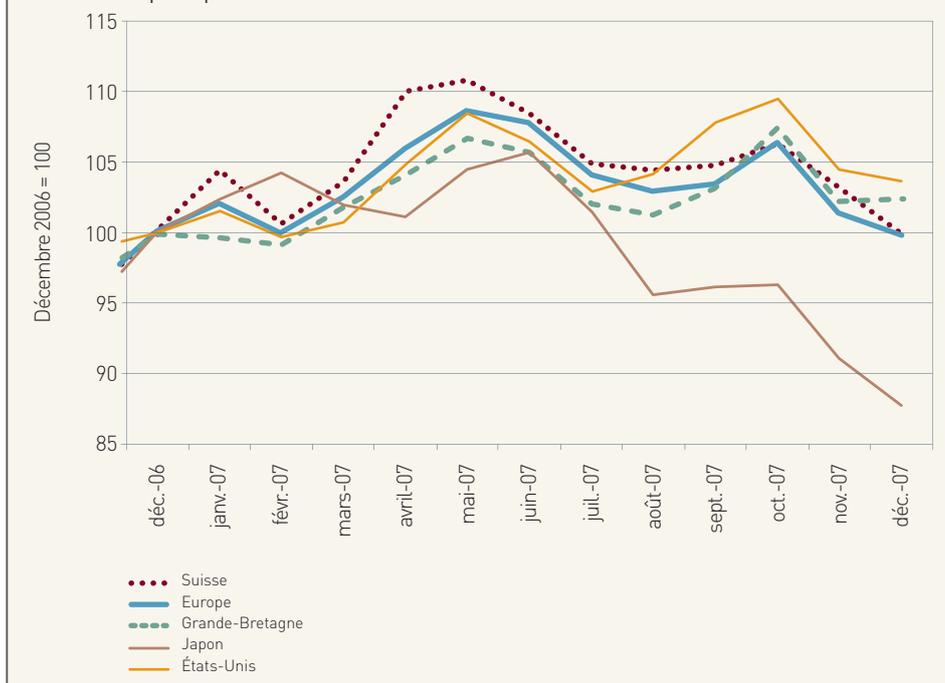
⁽²⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.



Source: Bloomberg, calculs BCL.

Graphique 8

Évolution des principaux cours boursiers



Sources: Bloomberg, calculs BCL

ANALYSE DES PREMIERS EFFETS DES TROUBLES FINANCIERS SUR LE COMPTE DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ET LA POSITION EXTÉRIÈRE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹³

La correction du marché immobilier américain, l'éclatement de la crise du subprime qui s'est étendue au marché monétaire et au crédit s'est finalement propagée au secteur financier à l'échelle mondiale en empruntant deux canaux majeurs ; d'une part elle a directement affecté les établissements engagés dans les crédits immobiliers aux États-Unis ou détenant des valeurs mobilières représentant des créances titrisées et d'autre part, elle a agi indirectement par la baisse importante des indices boursiers observée surtout au cours du dernier trimestre de l'année 2007 et au 2^e trimestre de l'année 2008. Ainsi, le secteur financier luxembourgeois, de même que celui d'autres pays, a vécu une période mouvementée, tant en ce qui concerne les établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif.

Le but du présent encadré est de savoir de quelle façon les troubles sur les marchés financiers ont pu avoir un impact éventuel sur les activités de la place financières telles qu'elles sont enregistrés à travers les statistiques extérieures, notamment sur le « compte des opérations financières » de la balance des paiements ainsi que sur la position extérieure globale.

La présente analyse se concentrera principalement sur les investissements en portefeuille qui ont par leur nature la plus grande exposition aux marchés boursiers mondiaux. La période couverte s'étend de janvier 2007 à juin 2008 et, suite à des contraintes des données, n'inclut pas le 3^e trimestre 2008, période où la crise financière a connu son plein essor. Afin de tenir compte d'importantes évolutions survenues au troisième et au quatrième trimestres 2008, le présent encadré sera actualisé dans l'une des prochaines publications de la BCL.

En période de crise caractérisée par une baisse de la valeur des actifs et par une grande incertitude, le comportement des investisseurs (résidents ou non-résidents) se traduit généralement par une forte préférence pour des actifs nationaux don-

13 Encadré rédigé par Monsieur Tom BERGH.

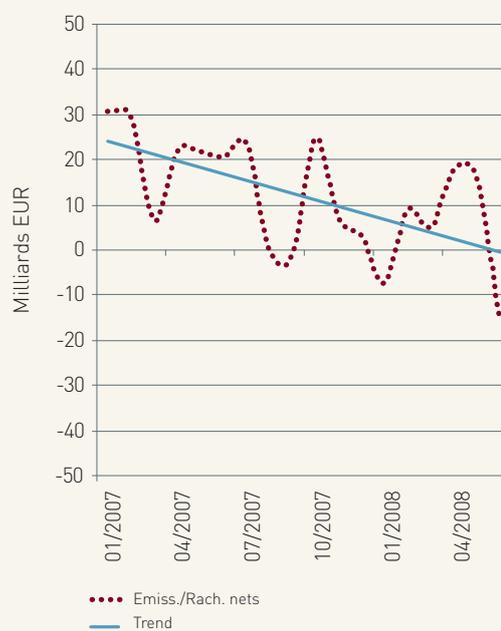
nant lieu à des rapatriements de fonds. Ce phénomène a pu être observé dans le compte d'opérations financières au dernier trimestre 2007 et au 1^{er} trimestre 2008 et sera sans doute visible au 3^e et 4^e trimestre de l'année en cours. En effet, du côté des engagements de portefeuille, les flux sur titres émis par des résidents deviennent négatifs au premier trimestre 2008 (-4,4 milliards d'euros) après avoir considérablement ralenti au dernier trimestre 2007 en passant de 64 milliards d'euros au 3^e trimestre 2007 à 38 milliards d'euros. La performance négative constatée début 2008 se traduit par un désinvestissement des non-résidents où encore à un rapatriement de leurs fonds (-209 millions d'euros au niveau des titres de participation et -4 milliards d'euros pour les titres de créance pour 2008/T1). Ceci est confirmé par l'évolution des émissions nettes de parts par les OPC luxembourgeois qui affichent une tendance baissière manifeste depuis le début 2007 (cfr. graphique).

S'agissant du comportement des résidents, les données sur les avoirs de portefeuille indiquent au premier trimestre 2008 une vente de titres émis par des non-résidents ou encore un rapatriement de fonds au Luxembourg. Ces flux s'élèvent à 29 milliards d'euros au premier trimestre 2008 pour être quasiment neutres au second trimestre 2008 (244 millions d'euros investis par les résidents Luxembourgeois). Au niveau des flux sur titres de créance, on observe aux deux premiers trimestres 2008 une transformation d'échéances par les résidents qui ont favorisé les instruments du marché monétaire (court terme) au détriment des obligations (moyen et long terme). Au premier trimestre et au deuxième trimestre 2008, les résidents ont désinvesti dans les obligations à concurrence respectivement de 9 milliards et de 15 milliards d'euros. Sur les mêmes trimestres, les résidents ont augmenté respectivement de 29 milliards et de 22 milliards leurs placements dans les instruments du marché monétaire.

Au niveau des encours d'investissements de portefeuille tels que repris dans la position extérieure globale, ils sont en recul à partir du 3^e trimestre 2007 pour se stabiliser au 2^e trimestre 2008.

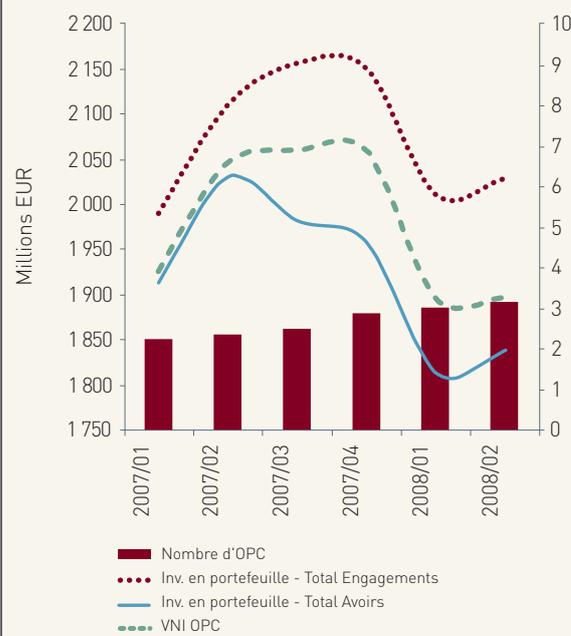
Ainsi, les encours des titres de participation détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents subissent un recul annuel de 14,7% au premier trimestre 2008 par rapport au premier trimestre 2007, respectivement de 19,4% au deuxième trimestre 2008 par rapport au deuxième trimestre 2007. Il en est de même pour les titres émis par des résidents reculant sur base annuelle de 5,2% au premier trimestre 2008 respectivement de 6,5% au deuxième trimestre 2008. Remarquons que cette baisse des encours s'explique par l'effet cumulé de la variation des prix et des flux observés.

Évolution des Émissions / Rachats nets des parts d'OPC



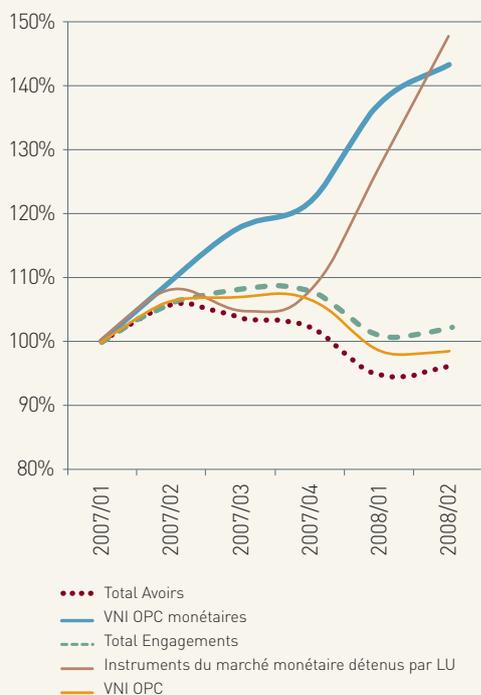
Source: CSSF, calculs BCL

Évolution absolue des investissements en portefeuille par rapport à la VNI des OPC



Source: CSSF, BCL

Évolution relative des investissements en portefeuille par rapport à la VNI totale des OPC et la VNI des OPC monétaires



Source: BCL, CSSF

Du côté des encours des titres de créance détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents, on observe une progression de 3,3% au premier trimestre 2008 en comparaison annuelle, respectivement de 0,04% au deuxième trimestre de 2008. Les titres émis par des résidents quant à eux reculent de 2% au premier trimestre 2008 par rapport au même trimestre de 2007 et de 1% au second trimestre 2008. Il faut préciser que l'évolution positive des titres de créance détenus par le Luxembourg et émis par des non-résidents est essentiellement due aux instruments du marché monétaire affichant une évolution positive de 27% au premier trimestre 2008 en comparaison annuelle, respectivement de 37% pour le second trimestre de la même période. Les titres obligataires détenus par le Luxembourg quant à eux diminuent de 3,9% en comparaison annuelle au premier trimestre 2008, respectivement de 2,9% au second trimestre 2008.

Les évolutions observées au niveau des flux et des encours permettent de conclure que la crise financière a modifié le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) qui s'est caractérisé par une grande méfiance et par la recherche de sécurité. La crise a donc eu un impact manifeste sur les comptes extérieurs du Luxembourg et notamment sur les encours d'avoirs et d'engagements de portefeuille qui ont diminué par l'effet cumulé de l'érosion des cours boursiers et de la réorientation de capitaux par les investisseurs (résidents et non-résidents) vers des produits du marché monétaire considérés comme valeurs sûres.

Évolution trimestrielle des parts relatives dans le total des actifs nets des OPC



Source: CSSF, calculs BCL

2.3 STRUCTURE PAR COMPOSANTE DE LA POSITION EXTÉRIÈRE DU LUXEMBOURG

La structure de la position extérieure nette montre des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs (15 milliards d'euros pour 2007) et d'investissements de portefeuille (193 milliards en 2007), fortement compensés par une position créditrice excédentaire dans les autres investissements (252 milliards en 2007, voir graphique).

2.3.1 La position des investissements directs

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger est évalué à 992 milliards d'euros à fin 2007 contre 1 007 milliards pour les stocks d'investissements directs étrangers au Luxembourg. Puisqu'à la fin de l'année 2007 la valeur de l'encours d'investissements directs étrangers (engagements) dépasse celle des investissements directs luxembourgeois à l'étranger (avoirs), le Luxembourg présente une position nette négative de 15 milliards d'euros sur cette composante.

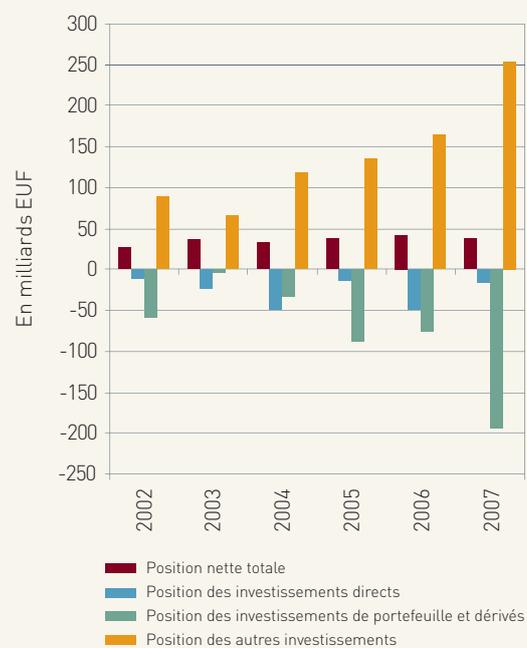
La structure des capitaux d'investissements directs montre qu'à fin 2007, la position nette négative du Luxembourg résulte avant tout de l'encours des participations au capital social. Sur cette sous-rubrique, la position nette est débitrice de 37 milliards d'euros, les participations luxembourgeoises et les bénéficiaires réinvestis dans des filiales établies à l'étranger se chiffrant à 842 milliards d'euros (85% de l'encours d'ID à l'étranger), contre 879 milliards d'euros (87% de l'encours total) pour les participations des non-résidents à leurs filiales luxembourgeoises. Au niveau de la deuxième forme d'ID (prêts entre affiliés essentiellement), le Luxembourg affiche une position nette créditrice de 22 milliards d'euros, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

L'ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DU LUXEMBOURG À L'ÉTRANGER

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 992 milliards d'euros à fin 2007 contre 826 milliards l'année précédente. Cette progression s'explique essentiellement par les flux records de nouveaux investissements réalisés en 2007 (180 milliards) tels que recensés par la balance des paiements. L'année 2007 était en effet exceptionnelle par le nombre et par la valeur des fusions et acquisitions au niveau mondial¹⁴ et cela s'est reflété dans les statistiques IDE du Luxembourg qui joue un rôle d'intermédiation financière internationale. Citons dans ce contexte la deuxième phase de la fusion entre Arcelor S.A et Mittal Steel N.V, entreprise de droit néerlandais, qui a fortement influencé les flux d'investissements direct à l'étranger, avec l'absorption de l'entité néerlandaise par ArcelorMittal, société de droit luxembourgeois.

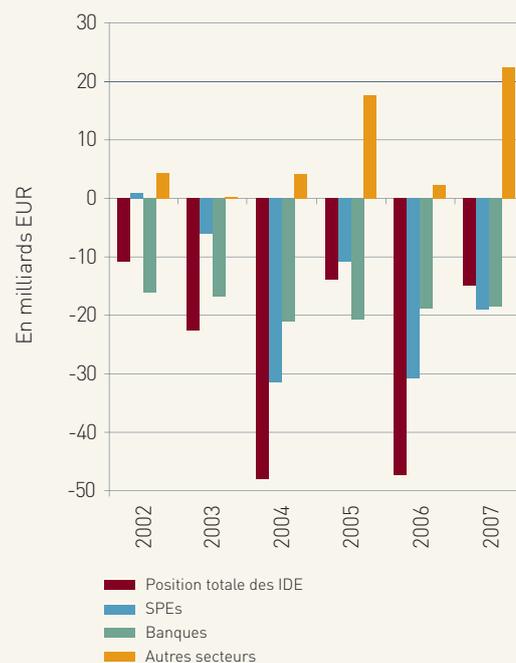
14 Selon la CNUCED, les flux mondiaux d'IDE ont atteint un niveau record de 1 833 milliards de dollars, dépassant de loin le précédent record atteint en 2000.

Graphique 9
Évolution de principales composantes de la position extérieure nette du Luxembourg



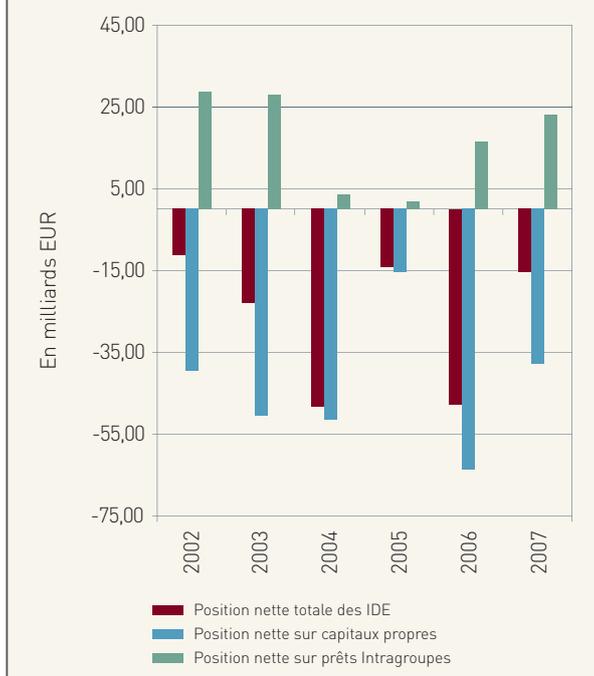
Sources: BCL

Graphique 10
Évolution de la position nette des investissements directs par secteur résident



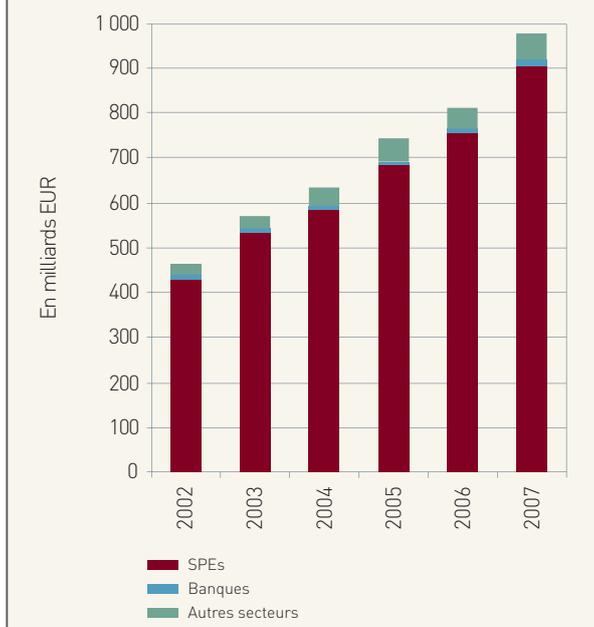
Sources: BCL/STATEC

Graphique 11
Évolution de la position nette d'investissements directs par catégorie de capitaux



Sources: BCL/STATEC

Graphique 12
Ventilation par secteur résident des ID luxembourgeois à l'étranger



Sources: BCL/STATEC

La ventilation par secteur économique résident de l'encours d'investissements directs à l'étranger confirme, à fin 2007, la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou « Special Purpose Entities ») constituées essentiellement des sociétés holdings et d'autres sociétés des participations financières (SOPARFI). Sur les 992 milliards d'euros d'encours d'investissements directs à fin 2007, 931 milliards (94%) sont détenus par les SPEs. En dehors de ces entités, l'encours s'établit à 61 milliards d'euros à la fin de 2007 dont 8 milliards provient du secteur bancaire, 43 milliards pour les sociétés non financières et 10 milliards pour les placements immobiliers de certains fonds d'investissements.

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois montre une légère baisse des investissements dans la zone euro dont la part dans les encours totaux a baissé d'un point de pourcentage d'une année à l'autre depuis 2004 pour s'établir à 50% en 2007. La part des encours investis dans les pays « extra-zone euro » est par conséquent en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni (18% de l'encours total de fin 2007), les Centres financiers offshore (10%), les États-Unis (8%) et la Suisse (5%) sont les principales destinations (voir graphique). La place particulière occupée par les Centres financiers offshore est à mettre en relation avec les SPEs dont les investissements dans ces pays sont motivés par des considérations fiscales. En excluant les SPEs, la part des pays « extra-zone euro » ne baisse que légèrement (de 50% à 48%) mais le classement change : les États-Unis (17%) deviennent la première destination « extra-zone euro », suivis des Centres financiers offshore (6%), du Royaume Uni (5%) et de la Suisse (3%).

L'ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS AU LUXEMBOURG

L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'est établi à 1007 milliards d'euros à fin 2007 contre 874 milliards l'année précédente. Cette hausse est due en grande partie aux nouveaux flux entrants recensés en 2007, les effets de réévaluation ayant été négatifs. La répartition par secteur bénéficiaire montre une concentration au niveau des SPEs dont l'encours s'est élevé, à la fin de l'année 2007, à 950 milliards d'euros (94% du total). En dehors des SPEs, le stock d'investissements directs atteint 57 milliards d'euros dont 27 milliards dans le secteur bancaire résident et 31 milliards dans les assurances et dans l'industrie.

S'agissant de l'origine des investisseurs, les données incluant tous les secteurs résidents laissent apparaître qu'à fin 2007 les encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg sont détenus à 25% par les entreprises établies dans la zone euro et à 75% par les non-résidents de la zone euro. Parmi ces derniers, les maisons-mères établies au Royaume-Uni, avec 50% de l'encours total, constituent la première source d'investissements directs au Luxembourg, suivi par les Centres financiers offshores (13%), les États-Unis (9%) et la Suisse (1%). Les

investissements des pays précités se concentrent dans les SPEs et sont vraisemblablement motivés par des considérations fiscales. En excluant les SPEs, les proportions se modifient significativement : sur un total

de 57 milliards d'euros du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg, les entreprises implantées dans la zone euro détiennent 57% (soit 32 milliards). En dehors de la Zone euro, c'est le Royaume-Uni qui reste le premier pays investisseur (mais sa part relative passe à 8%), suivi par les États-Unis (4%) et la Suisse (3%).

2.3.2 La position des investissements de portefeuille

La position nette négative dans les encours d'investissements de portefeuille s'est fortement accrue pour s'établir à 193 milliards d'euros à la fin de 2007 contre 74 milliards à la fin de 2006. Ce creusement s'explique par le fait que la hausse de 230 milliards dans les engagements de portefeuille a dépassé la progression (111 milliards) des valeurs mobilières étrangères détenues par les résidents. En outre, les effets négatifs de valorisation ont davantage affecté les avoirs (-17 milliards en 2007) que les engagements (-2 milliards).

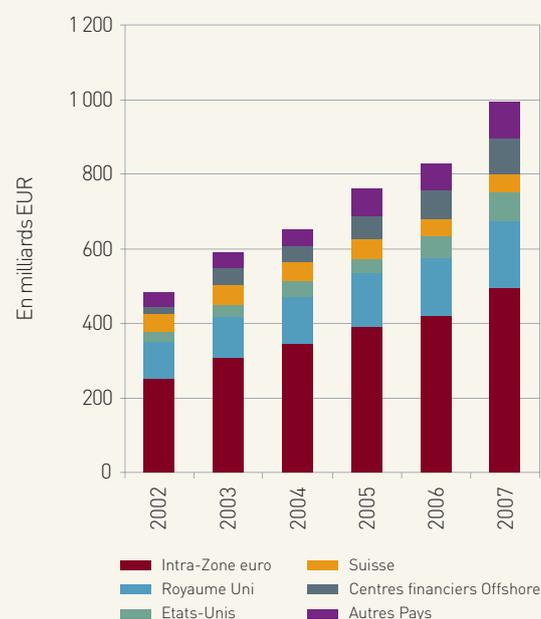
La position nette d'investissements de portefeuille varie fortement en fonction du type d'instruments financiers. Pour les titres de participation, la position débitrice s'est fortement accentuée en passant de 823 milliards d'euros à fin 2006 à 956 milliards à fin 2007. Cette évolution est directement liée à la croissance des fonds d'investissements, croissance qui est restée positive sur toute l'année 2007, et ce malgré le début de la crise financière au troisième trimestre. Pour les titres de créance, la position nette créditrice a aussi progressé (mais à un rythme moindre) en passant de 775 milliards d'euros en 2006 à 790 milliards à la fin de 2007.

LE PORTEFEUILLE DES RÉSIDENTS EN TITRES ÉTRANGERS

Le stock de titres étrangers détenus par les résidents a progressé de 6% en un an pour atteindre 1 958 milliards d'euros à la fin de 2007. La ventilation de ce portefeuille par instrument financier a évolué fortement : en 2002, la part d'obligations était de 57% et celle d'actions de 33%. À fin 2007, ce même portefeuille est composé à 43,6% d'obligations, 49% d'actions et 7,3% d'instruments du marché monétaire. Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) a donc atteint 998 milliards d'euros à fin 2007, soit une hausse de 24 milliards (2,5%) par rapport au niveau de 2006. Malgré des acquisitions nettes de près de 90 milliards au cours de l'année 2007, l'encours de titres de dette détenus n'a progressé que très légèrement (+2,5% pour rappel), en raison des effets négatifs valorisation (-66 milliards, soit -6,8%). L'effet flux ci-dessus (+90 milliards) a donc été partiellement réduit par des pertes de valeur résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs concernés.

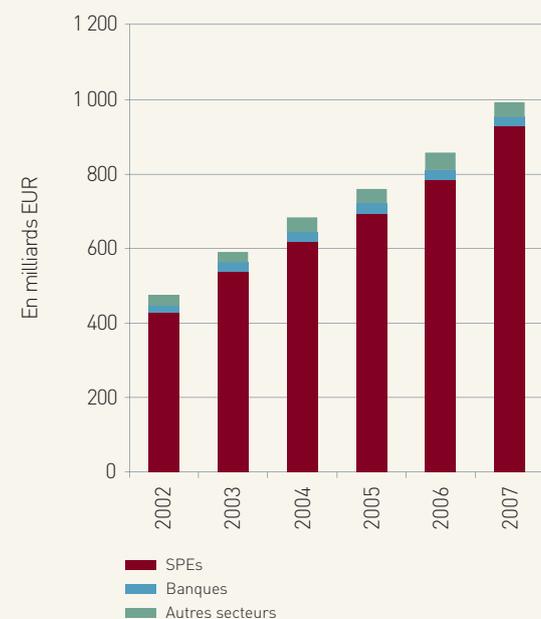
L'encours d'avoirs en titres de participation, qui est évalué à 960 milliards d'euros à la fin de 2007, a augmenté de 87 milliards (10%) par rapport à son niveau de fin 2006. Cette hausse s'explique par des nouveaux achats de 38 milliards réalisés en 2007 et le reste (49 milliards, soit 5,6% de l'encours de départ) correspondant à un ajustement statistique et aux plus values résultant des variations positives des cours boursiers sur certains marchés internationaux (voir graphique).

Graphique 13
Ventilation géographique des IDE luxembourgeois à l'étranger



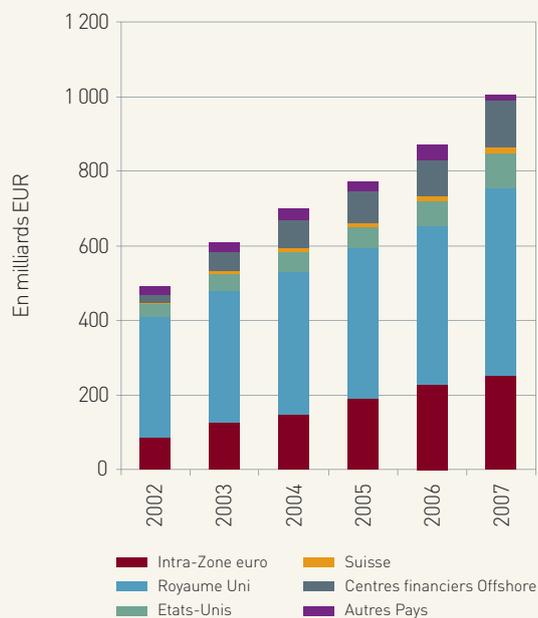
Sources: BCL/STATEC

Graphique 14
Répartition par secteur bénéficiaire des encours d'investissements directs de l'étranger



Sources: BCL/STATEC

Graphique 15
Origine des encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg



Sources: BCL/STATEC

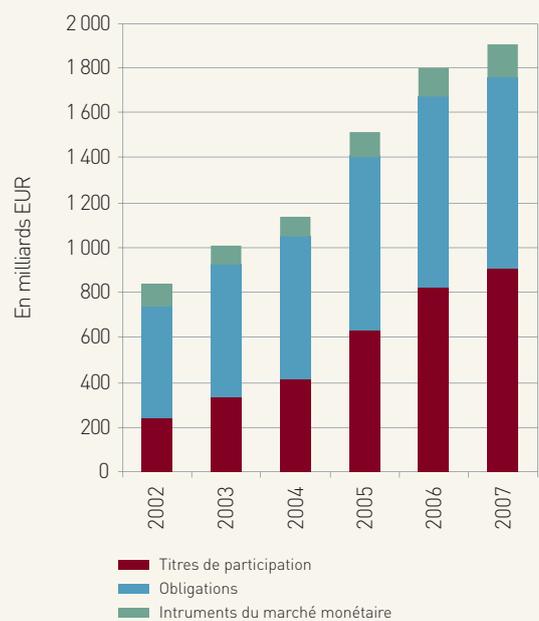
Parmi les détenteurs du portefeuille de titres étrangers, la part des Institutions financières et monétaires s'est élevée à 21% à fin 2007, celle des autres secteurs (essentiellement les OPC non monétaires) étant de 79%. Par ailleurs les investissements des résidents restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro. Celle-ci absorbe 57% des placements en titres de créance et 34% pour les investissements en actions. Les États-Unis, avec respectivement 15% des titres de créance et 17% des titres participation, constituent la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 7% et 8% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents (cfr. encadré ci-dessous).

Graphique 16
Position nette des investissements de portefeuille



Sources: BCL/STATEC

Graphique 17
Encours de titres étrangers détenus par les résidents



Sources: BCL

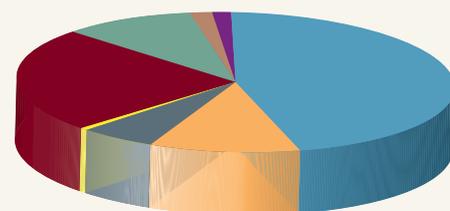
ENQUÊTE COORDONNÉE SUR LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG¹⁵

L'enquête coordonnée de l'investissement de portefeuille ou CPIS¹⁶, menée sur base annuelle depuis 2001 par le Fonds monétaire international (FMI) permet de constater que la hiérarchie des principaux créanciers et débiteurs mondiaux en matière d'investissement de portefeuille n'a pas été bouleversée.

LES AVOIRS

À fin 2007, la valeur totale des avoirs détenus au Luxembourg en termes d'investissement de portefeuille a progressé de 17,6%¹⁷ par rapport à 2006. Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger à fin 2007 est estimé à 2 883 milliards d'USD, dont 49% sont des titres de participation et 51% sont des titres de créance. Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays¹⁸, on observe une forte concentration d'actifs dans les pays industrialisés, notamment dans les pays de la zone euro. En effet, 45% des titres que constitue le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par la zone euro. Parmi ces titres, 36% sont des titres de participation et 64% sont des titres de créance.

Graphique 1
RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE
DU LUXEMBOURG EN 2007



AUTRES PAYS D'EUROPE	5,43%
AFRIQUE	0,55%
AMÉRIQUE	24,13%
ASIE - PAYS DU PROCHE ET MOYEN-ORIENT	10,27%
OCEANIE	1,50%
AUTRES	1,53%
ZONE EURO	45,40%
ZONE NON-EURO	11,20%

Source: BCL

15 Encadré rédigé par Monsieur Anh-Tuan BUI.

16 CPIS: Coordinated Portfolio Investment Survey, l'enquête menée auprès des organismes en charge des statistiques de balance des paiements et de position extérieure.

17 Cette progression intègre outre les acquisitions nettes, les fluctuations des cours boursiers et des cours de change.

18 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu) tableau 11.6 « Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois ».

Au sein de la zone euro, l'Allemagne, la France et l'Italie constituent les principaux pays d'investissement pour le Luxembourg. Les titres allemands détenus par le Luxembourg s'élevaient à 369 milliards d'USD et représentent 28% des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

Tableau 1

INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG DANS LA ZONE EURO (en milliards d'USD)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AT	11	15	19	24	26	33	38
BE	28	33	39	47	49	59	68
FI	9	8	11	17	14	17	22
FR	59	69	119	140	161	220	251
DE	150	171	213	230	258	304	369
GR	4	6	10	19	16	22	24
IE	12	15	25	33	38	62	81
IT	47	67	107	130	125	163	189
NL	54	63	82	87	95	117	133
PT	3	4	7	10	10	12	15
ES	24	23	34	60	75	98	118
SI	-	-	-	-	-	-	1
Zone euro	402	475	664	797	868	1 107	1 309
Autres	419	449	669	819	973	1 324	1 574
TOTAL	821	923	1 333	1 616	1 841	2 431	2 883
% *	49,00	51,42	49,84	49,30	47,15	45,53	45,40

Sources : FMI, BCL

* Part de titres émis par les pays de la zone euro dans le portefeuille du Luxembourg.

À l'instar des années précédentes, les trois principales destinations des investissements luxembourgeois en 2007, en dehors de la zone euro, sont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La part détenue en titres américains est en hausse de 9% par rapport à l'année précédente et estimée à 459 milliards d'USD, dont 52% sont des actions et 48% des obligations.

En 2007, les investissements du Luxembourg dans les pays émergents à forte croissance économique enregistrent une progression soutenue par rapport à 2006. Ainsi, les investissements du Luxembourg dans le BRIC¹⁹ ont-ils augmenté de 53% en un an. Le Luxembourg investit majoritairement en actions dans les pays asiatiques, notamment en Chine, en Inde et au Japon. Tandis qu'en Amérique du Sud, les investissements sont plutôt orientés vers les obligations.

Concernant en particulier la Chine, les investissements du Luxembourg y ont connu une forte progression ces dernières années. L'engouement pour la Chine s'explique d'une part par la performance de ses marchés boursiers (+97% en 2007), et d'autre part par une persistance de la croissance économique avec un taux s'affichant au-delà de 10% pour la cinquième année consécutive. Ce taux a atteint 11,4% en 2007 selon le Bureau d'État des Statistiques en Chine (BES).

Contrairement à la Chine, un fléchissement est observé au niveau des investissements luxembourgeois dans l'économie du Japon à partir de 2005. Sa baisse de 24%, estimée en 2007, du volume des titres japonais détenus par le Luxembourg est imputable en partie à la dépréciation du yen par rapport à l'euro. Toutefois le Japon reste le premier pays en Asie et le deuxième pays hors Union européenne, derrière les États-Unis, selon le classement des principaux pays d'investissements du Luxembourg.

Sur le plan mondial, le stock total d'investissement de portefeuille en actions et titres de dette est estimé à 32 391 milliards d'USD à fin 2006, soit une augmentation de 25% par rapport à fin 2005. Ce stock est composé de 42,5% sous forme de titres de participation, de 50,3% de titres de dette à long terme et de 7,2% de titres de dette à court terme.

19 BRIC : Acronyme pour désigner le groupe de pays formé par le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

Tableau 2

PRINCIPAUX DÉTENTEURS DE TITRES D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE (en milliards d'USD)

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
1	US	2 304	US	2 246	US	3 134	US	3 764	US	4 591	US	5 972
2	GB	1 304	JP	1 395	JP	1 721	GB	2 110	GB	2 374	GB	3 068
3	JP	1 290	GB	1 360	GB	1 670	JP	2 010	JP	2 115	LU	2 431
4	LU	821	FR	932	FR	1 370	FR	1 748	FR	1 857	FR	2 429
5	DE	792	LU	923	LU	1 333	LU	1 616	LU	1 841	JP	2 343
6	FR	710	DE	898	DE	1 205	DE	1 515	DE	1 550	DE	1 938
7	IT	552	IT	596	IE	835	IE	1 072	IE	1 182	IE	1 594
8	CH	489	IE	574	IT	791	NL	996	NL	1 101	NL	1 263
9	NL	486	NL	570	NL	788	IT	914	IT	982	IT	1 141
10	IE	433	CH	521	CH	654	CH	758	CH	727	CH	881
11	BE	280	BE	319	ES	424	ES	518	ES	581	BE	677
12	CA	261	ES	270	BE	415	BE	508	BE	551	ES	667
13	HK	206	HK	244	HK	335	HK	401	CA	470	CA	616
14	ES	173	CA	239	CA	323	CA	381	HK	437	HK	592
15	BM	162	BM	188	BM	254	BM	310	BM	392	BM	449
AUTRES PAYS		2 448		2 842		3 792		4 645		5 104		6 331
TOTAL		12 711		14 116		19 046		23 266		25 855		32 391

Sources : FMI, BCL

Selon les résultats de l'enquête CPIS se référant à l'année 2006, le Luxembourg s'était classé troisième en termes de titres étrangers détenus dans le cadre de l'investissement de portefeuille, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni, mais devant la France et le Japon. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 2 431 milliards d'USD, soit 7,5% du stock mondial, estimé à 32 391 milliards d'USD (Tableau 2).

En 2006, les pays membres de la zone euro détiennent 40% du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux.

LES ENGAGEMENTS

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. Ainsi, l'un des objectifs de l'enquête CPIS est d'établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Mais la comparaison des engagements établis dans les positions-titres nationales et des statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité²⁰ des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2006 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger sont-elles sous-évaluées de 34% par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg estimés à 2 530 milliards d'USD.

Selon les résultats de l'enquête 2006, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents atteignait 1 652 milliards d'USD et enregistrait une progression de 33% en un an. Près de 67% des titres luxembourgeois étaient détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels l'Italie occupait la première place avec 325 milliards d'USD, suivie de l'Allemagne et de la Belgique. En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détenaient respectivement 130 et 89 milliards d'USD de titres luxembourgeois (Tableau 3).

20 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête. Selon le rapport annuel du Comité de la Balance de Paiements du FMI, il y avait environ 70 participants à l'enquête CPIS 2006.

À la fin de 2006, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non résidents était composé de 76% de titres de participation (1263 milliards d'USD), principalement de parts d'OPC et 24% d'obligations (389 milliards d'USD). Le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait augmenté de 350 milliards d'USD en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Tableau 3

PRINCIPAUX DÉTENTEURS DE TITRES ÉMIS PAR LE LUXEMBOURG (en milliards d'USD)

Classement 2006		2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	Part 2006 en %
1	IT	106	147	190	215	230	325	19,66
2	DE	103	124	171	225	247	300	18,18
3	BE	57	61	77	87	104	136	8,20
4	CH	73	82	106	120	115	131	7,90
5	FR	31	39	50	68	87	124	7,50
6	JP	46	56	54	72	76	89	5,40
7	UK	22	26	39	54	63	87	5,25
8	ES	7	12	20	36	46	65	3,92
9	NL	8	8	14	24	31	61	3,68
10	US	13	14	23	38	46	60	3,64
	(*)	3	2	3	4	7	3	0,21
	Autres pays	54	78	113	168	186	272	16,47
	TOTAL	525	649	859	1 111	1 237	1 652	

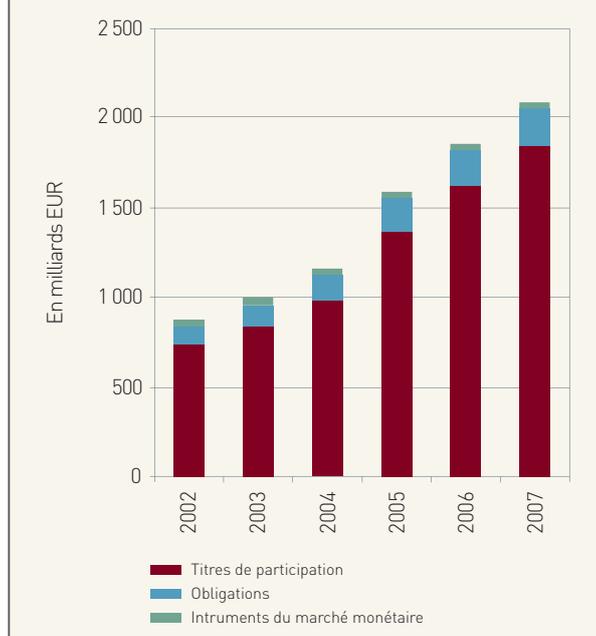
Source FMI

Montants en milliards d'USD.

(*) Réserves de change et Organisations internationales.

Graphique 18

Encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents



Sources: BCL

LE PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS EN TITRES LUXEMBOURGEOIS

L'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a atteint 2 151 milliards d'euros à la fin de l'année 2007, soit une hausse de 12% (229 milliards) par rapport à la fin de l'année précédente. À la fin de 2007, les engagements de portefeuille du Luxembourg étaient composés à 89% de titres de participation, à 10% d'obligations et à 1% d'instruments du marché monétaire. L'encours de titres de participation émis reste habituellement dominé par les parts d'OPC qui en représentent 96% (soit 1 836 milliards sur un total de 1 916 milliards à fin 2007). Entre 2006 et 2007, le stock de titres de participation détenus par les non-résidents a augmenté de 220 milliards, en grande partie suite aux émissions nettes de parts d'OPC (188 milliards en 2007) mais aussi suite à un effet positif de valorisation. Les engagements en titres de créance se sont établis à 235 milliards à la fin de 2007, soit une hausse de 9 milliards (4,6%) par rapport à fin 2006. Sans la prise en compte des effets négatifs de valorisation (-11 milliards, soit -4,8%), l'encours de titres de créance émis aurait progressé de 20 milliards conformément aux achats nets recensés sur toute l'année 2007.

Enfin, l'enquête CPIS conduite par le FMI indique que les résidents de la Zone euro, du Royaume-Uni, du Japon et des États-Unis sont parmi les principaux détenteurs des titres émis par le Luxembourg (voir encadré ci-dessous).

2.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)

Les autres investissements, avec les avoirs de réserve (dans une très moindre mesure), constituent les seules rubriques sur lesquelles le Luxembourg dégage un solde positif dans sa position extérieure globale. Ce solde positif s'est établi à 253 milliards d'euros fin 2007, en forte augmentation par rapport à la fin de l'année 2006 (164 milliards). Cette évolution tient à la fois à la hausse de la position créditrice des institutions financières monétaires (IFM, y compris la BCL) et des « autres secteurs ». ²¹ Les IFM résidentes ont augmenté de 38 milliards leur position créditrice qui a atteint 95 milliards à la fin de l'année 2007. Les créances sur les non-résidents ont progressé de 16% en atteignant 569 milliards fin 2007. La hausse des engagements envers les des non-résidents s'est en revanche limitée à 9% à 474 milliards à la fin de 2007.

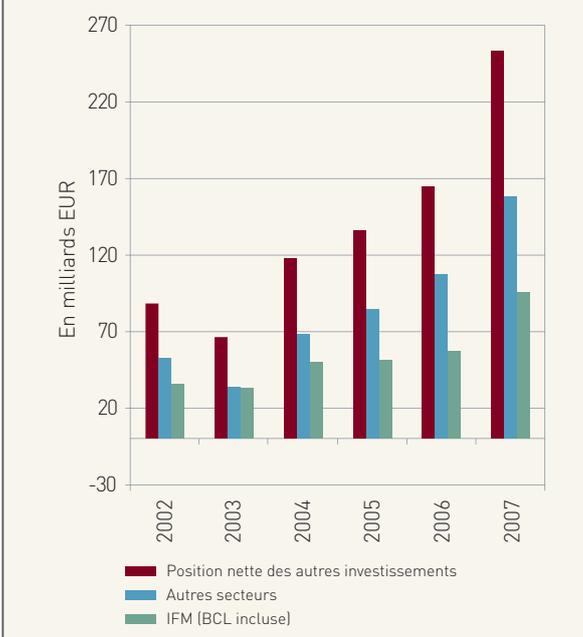
Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et OPC non monétaires, ont également connu une progression très importante en 2007. L'encours de créances accordées aux non-résidents par les autres secteurs a augmenté de 24% pour atteindre 608 milliards à la fin de 2007. L'encours d'engagements de ces mêmes secteurs a également augmenté en 2007 (mais dans une moindre proportion, +18%) pour s'établir à 450 milliards à la fin de l'année 2007. La position nette créditrice des autres secteurs s'est de ce fait fortement accru (+47%) en 2007 pour atteindre 158 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution est en partie le résultat de la hausse continue du nombre d'entités financières non-bancaires ayant pour principal objectif la levée des fonds (sous forme d'émissions des titres de créance ou d'emprunts ordinaires) dont le produit est ensuite prêté à la maison-mère ou aux autres entités du groupe. De ce point de vue, une large part du solde positif de la position des autres investissements est la contrepartie directe des soldes négatifs des investissements directs et des investissements de portefeuille.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre qu'à la fin de 2007, la Zone euro a absorbé 40% de dépôts et prêts envers les non-résidents. Du côté des engagements, les pays membres de la zone euro représentent 44% de dépôts et prêts consentis par les non-résidents. La Zone euro a toutefois subi une perte régulière de sa quote-part dans les autres avoirs et engagements du Luxembourg qui se situait encore respectivement à 60% et 53% en 2002. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni, les États-Unis, les centres financiers offshore et la Suisse occupent une place non négligeable dans la position des autres investissements du Luxembourg.

2.4 CONCLUSION

La position créditrice nette du Luxembourg s'est détériorée de 8% en atteignant 38 milliards d'euros à la fin de l'année 2007 contre 41 milliards à la fin de l'année 2006. Les actifs financiers étrangers détenus par les résidents ont pourtant fortement progressé (+13%) en s'établissant à 4 136 milliards d'euros à fin décembre 2007. Cette hausse de 472 milliards d'euros en un an a résulté essentiellement de nouvelles exportations de capitaux telles que recensées dans la balance des paiements. Ces nouveaux flux (489,6 milliards au total) ont toutefois été partiellement réduits par des effets négatifs de valorisation résultant à la fois d'une appréciation de l'euro et d'une baisse des cours d'actifs financiers. Ces effets négatifs de valorisation ont également affecté (mais

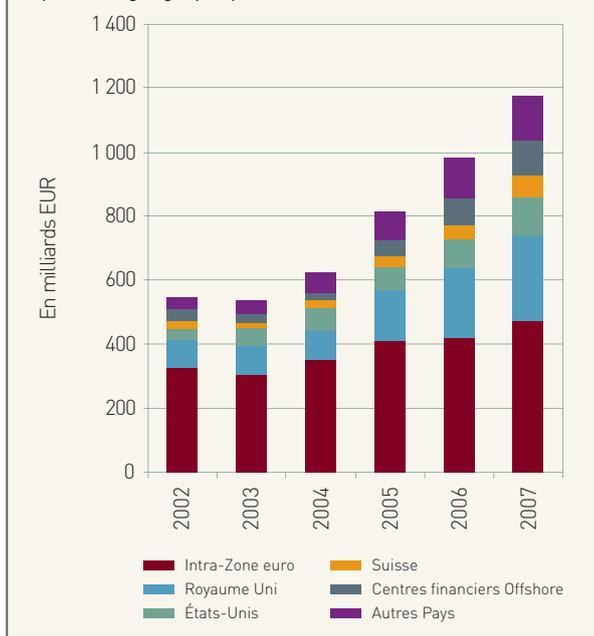
Graphique 19
Évolution de la position nette des autres investissements



Sources: BCL

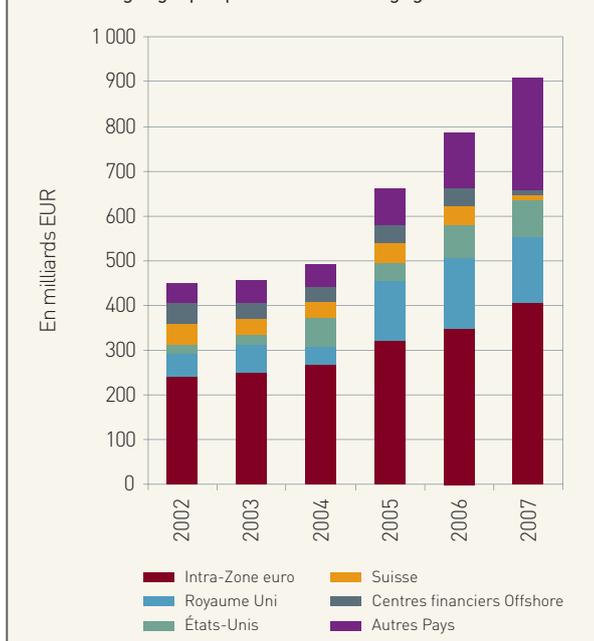
²¹ La BCL a contribué à concurrence de 18 milliards à la position nette (95 milliards au total) des autres investissements de toutes les IFM résidentes. Cette contribution de la BCL se compose essentiellement des créances nettes vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

Graphique 20
Répartition géographique des autres avoirs



Sources: BCL

Graphique 21
Ventilation géographique des autres engagements



Sources: BCL

dans une moindre mesure) les engagements financiers extérieurs qui ont progressé de 476 milliards d'euros (sous l'effet d'importantes entrées de fonds) pour atteindre 4 098 milliards d'euros à la fin de 2007. Ce sont donc ces effets négatifs de valorisation qui ont occasionné la réduction du solde positif de la position extérieure du Luxembourg à la fin de 2007, en raison du fait qu'ils ont affecté davantage les avoirs (-17 milliards) que les engagements (-10 milliards) financiers extérieurs.

Outre la mise en évidence des facteurs explicatifs de la détérioration de la position nette telle qu'observée à la fin de l'année 2007, la présente analyse a montré la structure de cette même position. Cette structure se caractérise en effet par des déficits récurrents dans les positions d'investissements directs et d'investissements de portefeuille, fortement compensés par une position excédentaire dans les autres investissements. L'analyse a également présenté la ventilation sectorielle et géographique de la position extérieure du Luxembourg au niveau des investissements directs, des investissements de portefeuille et des autres investissements.

Dans les investissements directs, le secteur prépondérant demeure celui des entités financières spécialisées (sociétés holdings au sens large) qui occupent 94% du stock d'investissements directs. La répartition géographique des encours change fondamentalement selon qu'on tient compte ou non des sociétés holdings. Si on en tient compte, à côté des de la zone euro, des pays comme le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore et la Suisse sont les principaux partenaires. En excluant ces sociétés holdings, pour se focaliser notamment sur les entreprises qui affectent l'activité productive et l'emploi, les encours d'investissements directs restent largement dominés par la zone euro. Les poids relatifs des autres partenaires tels que le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore et la Suisse se réduisent de façon significative.

L'examen par type des capitaux d'investissements directs montre la position nette dans les capitaux propres reste structurellement négative tandis qu'elle est structurellement positive dans les prêts entre affiliés, les maisons-mères et les filiales luxembourgeoises prêtant davantage de fonds qu'elles n'en reçoivent.

Dans les investissements de portefeuille, la position nette varie également en fonction du type d'instruments financiers. Pour les titres de participation, la position nette reste structurellement débitrice (956 milliards d'euros à fin 2007). Pour les titres de créance, la position nette reste structurellement créditrice (790 milliards à la fin de 2007). Cette situation est directement liée à l'importance des fonds d'investissements (OPC). Les engagements de portefeuille du Luxembourg sont en effet dominés par les parts d'OPC (1 836 milliards d'euros sur un total de 2 151 milliards à fin 2007, soit 85%). La ventilation géographique, disponible au

niveau des avoirs de portefeuille, indique une différence importante selon les instruments. Les investissements des résidents en titres de créance restent traditionnellement orientés vers les pays membres de la zone euro qui absorbe 57%. Ce pourcentage descend à 34% lorsqu'il s'agit d'investissements en actions. Les États-Unis, avec respectivement 15% des titres de créance et 27% des titres participation, constituent

la deuxième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Les titres émis par le Royaume-Uni atteignent respectivement 7% et 8% du stock de titres de créance et des titres de participation détenus par les résidents.

Dans les autres investissements (dépôts et crédits classiques), la position extérieure du Luxembourg reste structurellement créditrice. C'est d'ailleurs cette rubrique qui compense totalement les déficits dans les investissements directs et dans les investissements de portefeuille. Le solde positif dans les autres investissements s'est fortement accru en 2007 en s'établissant à 253 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution s'est observée au niveau de différents secteurs : les IFM résidentes ont ainsi augmenté de 38 milliards leur position créditrice qui a atteint 95 milliards à la fin de l'année 2007. Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et les OPC non monétaires, ont également connu une progression très importante en 2007. Leur position nette créditrice s'est établie à 158 milliards d'euros à la fin de l'année.

La répartition géographique des encours d'autres investissements, tous secteurs confondus, montre une forte proportion (bien qu'en baisse régulière ces dernières années) des pays membres de la zone euro d'où proviennent 44% des engagements du Luxembourg et qui absorbe 40% de dépôts et des crédits envers les non-résidents. Hors zone euro, tout comme pour les investissements de portefeuille et pour les investissements directs, le Royaume-Uni, les États-Unis, les Centres financiers offshore ainsi que la Suisse occupent une place de choix dans la position « dépôts – crédits » du Luxembourg.



3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES « (IN)STABILITÉ FINANCIÈRE, SUPERVISION ET INJECTIONS DE LIQUIDITÉS : UNE APPROCHE D'ÉQUILIBRE GÉNÉRAL DYNAMIQUE²²»

Dans les modèles standards de cycles réels (modèles dynamiques et stochastiques d'équilibre général), tous les marchés sont supposés parfaitement compétitifs. En particulier, le marché des capitaux (ou le marché du crédit) n'est pas affecté par des asymétries et/ou des imperfections informationnelles, de même que par des risques de défauts. Cependant, dans la réalité, les imperfections sur le marché du crédit existent. Elles peuvent même être importantes et sont certainement un des facteurs susceptibles d'expliquer la sévérité des crises comme la grande dépression de 1929 ou encore la toute récente crise financière liée aux crédits à risques, qualifiés de subprimes. Ce rôle central du marché du crédit peut également expliquer l'importance de la régulation actuelle du secteur bancaire (et qui pourrait encore être sujette à l'avenir à un renforcement) alors que la dérégulation est plutôt de mise dans la plupart des autres industries. Il peut également expliquer pourquoi les banques centrales sont si promptes à réagir aux crises en injectant des liquidités sur le marché interbancaire, malgré le risque d'aléa moral qui en résulte.

Dans ce papier, nous développons le modèle standard de cycles réels dans le but de comprendre le rôle de la régulation du secteur bancaire et les effets d'injections de liquidités par la banque centrale sur les fluctuations économiques. Pour ce faire, nous introduisons un secteur bancaire hétérogène (c'est-à-dire avec un marché interbancaire explicite) de même que la possibilité pour les firmes et les banques de faire défaut. Nous introduisons également deux institutions. La première est en charge de la supervision bancaire. Elle a pour mission de s'assurer que les banques couvrent une fraction de leurs actifs bilantaires risqués par des fonds propres. La seconde est une banque centrale. Elle est susceptible d'injecter (ou de reprendre) des liquidités sur le marché interbancaire de manière à stabiliser le taux d'intérêt interbancaire. Le modèle adopté dans cette étude est calibré sur données trimestrielles luxembourgeoises, puis simulé.

Dans un premier temps, nous nous intéressons aux effets de la supervision et plus précisément aux répercussions dues au passage d'une régulation dite de Bâle I (la pondération associée à chaque avoir risqué est fixe dans le temps) à une régulation dite de Bâle II (la pondération peut évoluer en fonction de la perception du risque). Nous montrons qu'une hausse de la productivité des firmes (choc exogène) diminue leur risque de défaut et, comme conséquence, le risque de défaut des banques. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela réduit le niveau minimum de couverture requis sous Bâle II. Cet effet d'offre (plus de fonds peuvent être prêtés) diminue les taux d'intérêt et stimule in fine la demande et donc le PIB. En conclusion, bien qu'il ressort de nos simulations que l'adoption de Bâle II se traduirait par une plus grande stabilité financière du secteur bancaire (la variation du taux de défaut est plus faible que sous Bâle I), de telles règles augmenteraient la volatilité de l'économie «dite réelle».

Dans un second temps, nous regardons les effets induits par les interventions (ou non) de la banque centrale sur le marché interbancaire. En d'autres termes, en cas de crise, la banque centrale peut soit laisser le taux d'intérêt interbancaire se tendre (car la demande de liquidité est supérieure à l'offre), ou au contraire injecter des liquidités (c'est-à-dire augmenter l'offre) de manière à le stabiliser. Nous montrons qu'à court terme, les injections de liquidités stabilisent tant le secteur financier que l'économie réelle : en augmentant «artificiellement» l'offre de crédit, elles permettent d'une part de maintenir les taux d'intérêt bas (et donc de diminuer le risque de défaut des banques mais aussi des firmes) et d'autre part d'éviter un assèchement du crédit. Cependant, en maintenant «artificiellement» bas les taux, la banque centrale va accentuer cette différence entre la demande et l'offre de crédit par les banques privées. Cela crée des distorsions qui, à plus long terme, peuvent être potentiellement déstabilisantes pour l'économie réelle. Nous montrons que ces effets - négatifs - de long terme sont cependant faibles par rapport aux effets - positifs - de court terme.

²² Cette note est un résumé non technique du Cahier d'Études N°35 de la BCL : «Financial (in)stability, supervision and liquidity injections : a dynamic general equilibrium approach», par G. de Watque, O. Pierrard et A. Rouabah.

Ce travail de recherche vise à mieux comprendre le marché du crédit et doit être vu comme une première étape. En effet, le modèle dynamique d'équilibre général que nous avons construit est relativement simple et il devrait maintenant être enrichi (par exemple dans la tradition néo-keynésienne, c'est-à-dire avec l'introduction de rigidités nominales et avec un taux directeur fixé selon une règle de Taylor) afin d'affiner nos résultats.