

Fin septembre 2012, le portefeuille des titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (92 577 millions), de titres émis par le secteur public (51 040 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (33 085 millions d'euros).

Au cours du troisième trimestre de 2012, le volume total des titres en portefeuille est resté quasiment stable (-0,2%). Les titres émis par les établissements bancaires se sont légèrement accrus (1,5%), alors que les titres émis par les deux autres catégories d'émetteurs se tassaient d'un peu plus de 2%.

En raison du changement de définition, les évolutions à un an d'écart doivent être analysées avec précaution. Toutefois, en dépit de ce changement, on note que le montant des titres émis par le secteur public a augmenté, passant de 45 501 millions d'euros en septembre 2011 à 51 040 millions d'euros en septembre 2012. En fait, si l'on neutralise l'impact du changement de définition, on constate que le montant des titres émis par le secteur public est en croissance depuis avril 2011 dans le portefeuille des OPC monétaires. Il est resté à un niveau élevé tout au long de l'année 2012, dépassant la plupart du temps les 50 milliards d'euros. Cette augmentation s'est faite principalement au détriment des titres émis par le secteur bancaire. La part dans le portefeuille des titres émis par les autres secteurs, quant à elle, est restée plutôt stable au cours des derniers mois.

Tableau 15:

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie¹⁾

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ²⁾
	2011/09	2012/06	2012/09	2011/09 - 2012/09		2012/06 - 2012/09		2012/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Etablissements de crédit	113 652	91 168	92 557	-21 095	-18,6	1 389	1,5	52,4
Administrations publiques	46 501	51 201	51 040	4 539	9,8	- 161	-0,3	28,9
Autres secteurs	39 211	34 737	33 085	-6 126	-15,6	-1 652	-4,8	18,7
Total	199 364	177 106	176 682	-22 682	-11,4	- 424	-0,2	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 4 :

INCIDENCES POTENTIELLES D'UNE ACCENTUATION DE LA CRISE SOUVERAINE SUR LA SOLIDITÉ FINANCIÈRE DES BANQUES ET DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Le présent contexte macroéconomique est pour le moins empreint d'incertitudes. Afin de mieux baliser ces dernières, la BCL a procédé à un « stress test » macro-prudentiel dont la pierre angulaire est une détérioration du risque souverain au sein de la zone euro. Les principales répercussions de cette dégradation de l'environnement macro-économique sur les performances des banques et des fonds sont ensuite identifiées, la période retenue étant de deux ans (2012-2014). L'analyse est conduite selon une approche « top-down ». Elle consiste en l'estimation des probabilités de défaut des contreparties des établissements bancaires et des fonds d'investissement en fonction de l'évolution des trajectoires de variables macro-économiques.

Les scénarii présentés dans le présent encadré ne peuvent être assimilés à des prévisions. Ils visent simplement à assurer une meilleure perception des risques auxquels le secteur financier en particulier et l'économie luxembourgeoise en général pourraient être confrontés dans la foulée d'une accentuation du risque souverain.

L'exercice repose sur nombre d'étapes, décrites ci-dessous.

I. ETAPES PRÉLIMINAIRES : CHOIX DES PAYS, SCÉNARIIS MACRO-ÉCONOMIQUES, DÉCOTES ET PROBABILITÉS DE DÉFAUT

La première étape de l'analyse a consisté à opérer une sélection des pays. Il s'agit d'identifier les pays pertinents, qu'il convient d'analyser du point de vue du risque souverain, avec pour principale considération l'impact potentiel sur la place financière du Luxembourg compte tenu des portefeuilles de titres qu'elle gère. Il apparaît que dans un scénario de dégradation du risque souverain, seraient en ligne de mire les pays de la périphérie, à savoir l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal, la Grèce et Chypre. Sur base de l'expérience de la fin 2011, cette dégradation risque également d'affecter des pays du centre relativement vulnérables, à savoir l'Autriche, la Belgique et la France. Enfin, si plusieurs de ces pays devaient faire appel à la solidarité européenne, la contagion risquerait aussi de toucher le noyau dur des pays du centre et donc l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande et le Luxembourg.

La seconde étape consiste à définir à partir d'une perspective « souveraine » des scénariis macroéconomiques pertinents. Les projections macroéconomiques de juin 2012 de l'Eurosystème constituent le point de départ de l'élaboration de ces scénariis. Le scénario de stress macro-prudentiel retenu comprend deux éléments additionnels par rapport aux projections de juin 2012. En premier lieu, il est supposé à titre exploratoire que la dégradation du risque souverain se traduirait par une hausse des taux obligataires égale à 200 points de base dans les pays de la périphérie. En second lieu, les pays sous tension sont censés réagir à cette hausse des taux en adoptant des mesures d'assainissement budgétaire supplémentaires. L'ampleur de ces mesures découlerait des écarts d'ajustement, définis comme l'écart existant entre d'une part les soldes budgétaires pays par pays contenus dans les projections budgétaires de l'Eurosystème et d'autre part les soldes budgétaires repris dans les programmes d'ajustement ou dans les programmes de stabilité respectifs.

Sur ce scénario de stress (scénario 1) se greffe une variante (le scénario 2), qui reflète une contagion du stress aux pays du centre. Cette contagion est définie comme la perte par les pays du centre du caractère refuge des obligations qu'ils émettent, ce qui signifie que les rendements sur ces obligations reviendraient aux taux connus avant la période de crise, soit ceux prévalant à la mi-2008. Ces chocs d'ajustement budgétaire et de taux d'intérêts aboutissent dès lors à des modifications du sentier d'expansion du PIB à concurrence de -0,8% pour les années 2013 et 2014 pour le scénario 1 et de respectivement -0,1, -1,0 et -1,0 pour les années 2012 à 2014 dans l'optique du scénario 2, le tout pour la zone Euro.

Les scénariis de risques macroéconomiques ont ensuite été traduits en décotes à appliquer aux portefeuilles de transaction des titres souverains. L'estimation des décotes est déterminée en fonction de la soutenabilité des finances publiques des contreparties souveraines. Sur la base des scénariis décrits ci-avant, la BCL a estimé les probabilités de défaut pour chaque composante sectorielle opérant dans les pays retenus (souverains, établissements de crédit, entreprises non-financières et ménages).

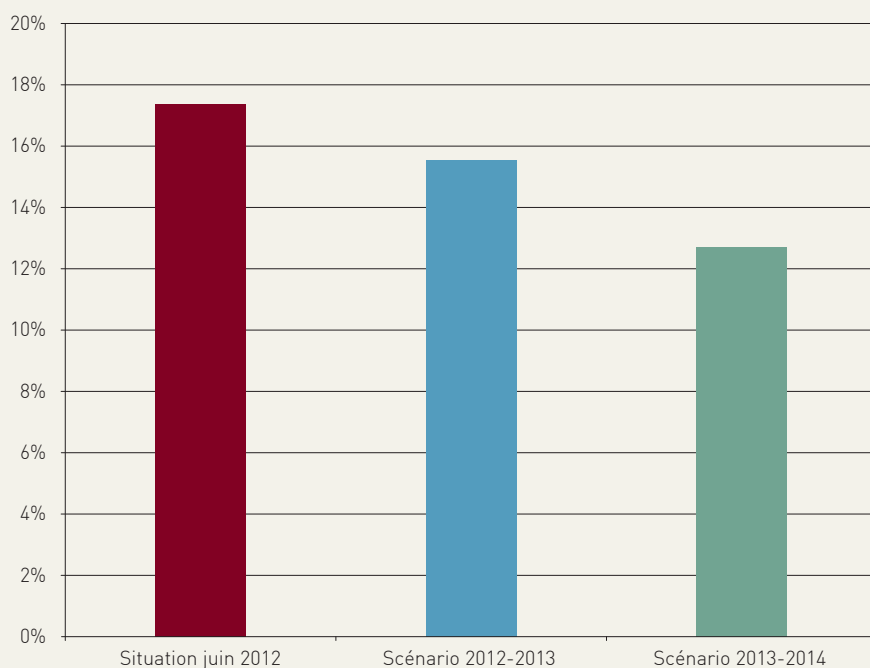
II. ANALYSE DE L'IMPACT DU SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE SUR LA SOLIDITÉ DU SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS

L'analyse d'impact sur le bilan des établissements de crédit luxembourgeois tient compte du risque de crédit, d'une part et du risque de marché d'autre part. Concernant le risque de crédit, les probabilités de défaut estimées sont appliquées aux contreparties des actifs détenus dans le portefeuille bancaire (*banking book*). Quant au risque de marché, les décotes estimées sont appliquées aux actifs détenus dans le portefeuille de transaction (*trading book*).

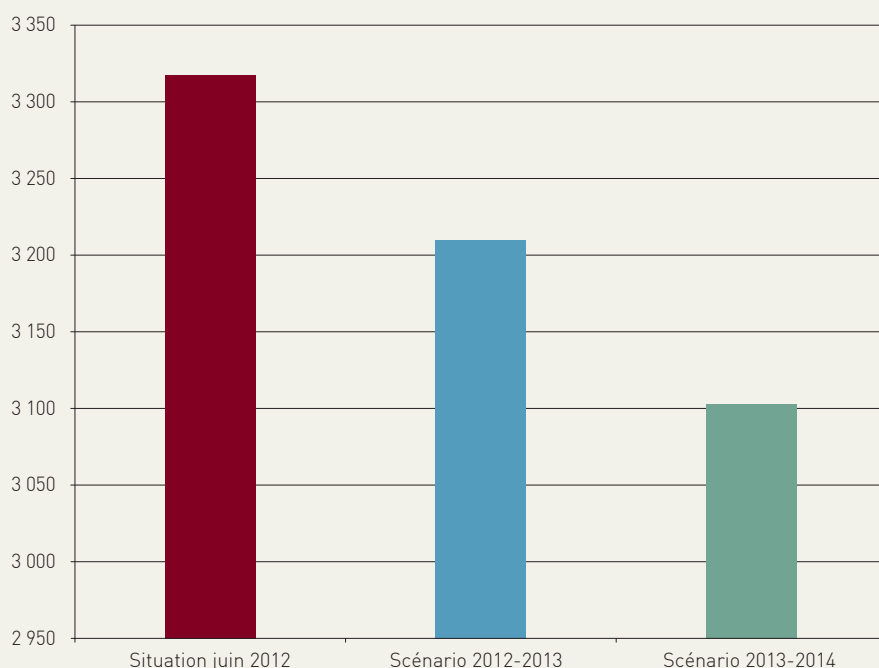
Par la suite, des simulations sont conduites afin de déterminer l'impact des évolutions des probabilités de défaut sur les capitaux durs des banques, en l'occurrence le capital Tier 1. Compte-tenu de l'hétérogénéité des situations des établissements de crédit, l'impact sur les ratios de fonds propres Tier 1 est mesuré à la fois pour les données agrégées et pour les banques individuelles.

1. Résultats de l'analyse d'impact au niveau agrégé

Graphique 1
L'évolution du capital Tier 1 (en %): 2013-2014
Ratio de capital Tier 1 (en %)



Graphique 2
L'évolution des bénéfices après impôt: 2013-2014
€ millions



Les résultats du scénario macro-économique (scénario 2) sur le niveau du capital Tier 1 agrégé sont illustrés par le graphique 1, qui repose sur le seul scénario 2 décrit ci-dessus. Il s'agit tout d'abord de la situation observée en juin 2012, selon laquelle le niveau du ratio du capital Tier 1 agrégé s'élevait à 17,39%. La dégradation de l'environnement économique en 2012q2-2013q2 se traduirait par une baisse du ratio de solvabilité agrégé de 1,83 point de pourcentage, soit un niveau de 15,56%. Enfin, la sévérité du scénario économique établi pour la période 2013q2-2014q2 affecterait considérablement le niveau des capitaux propres, dans la mesure où le niveau de ratio de capital Tier 1 agrégé n'atteindrait que 12,73%. Ces résultats reflètent l'importance de l'impact sur le bilan des banques des prévisions de croissance atones et de l'augmentation des risques de marché et de crédit qui en découlent.

Le graphique 2 illustre l'évolution des bénéfices moyens après impôts du secteur bancaire luxembourgeois. Les bénéfices sont estimés pour les deux périodes en se basant sur l'élasticité des profits par rapport à la croissance du PIB réel de la zone euro. Au

cours de la période 2012-2013, les bénéfices après impôts connaissent une baisse de 3,24% par rapport à la situation observée en juin 2012, passant de 3 317 millions d'euros à 3 210 millions d'euros. La période 2013-2014 est caractérisée par une diminution corrélative des bénéfices après impôts de 3,35% par rapport à la période 2012-2013, ces derniers s'établissant à 3 102 millions d'euros.

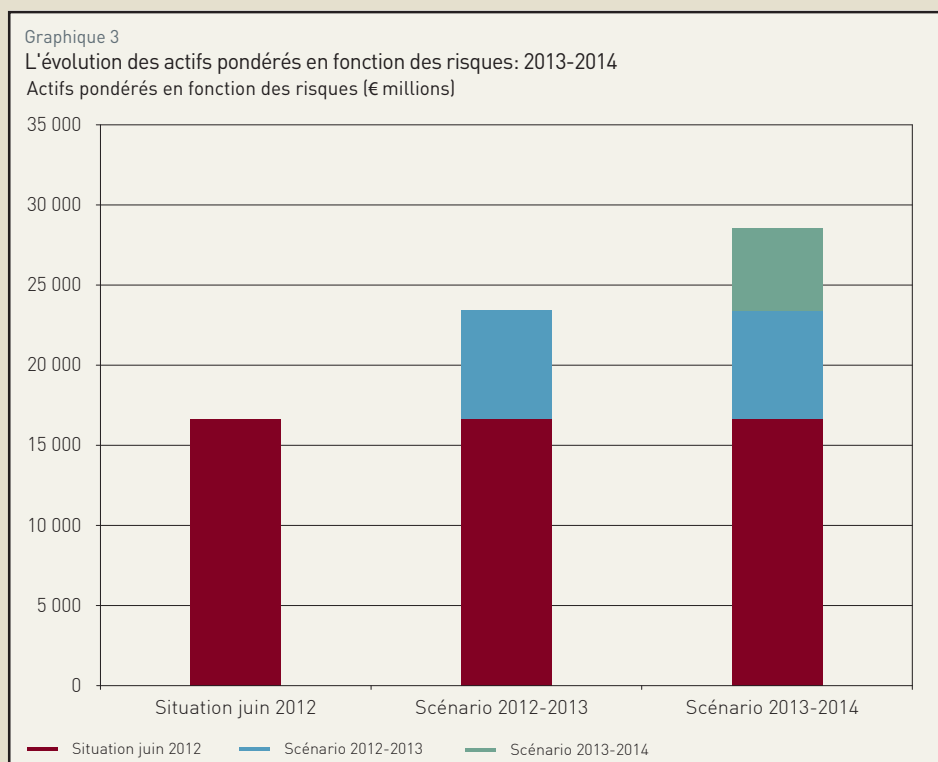
La diminution substantielle des bénéfices après impôts au cours des périodes 2012-2013 et 2013-2014 reflète la sévérité du scénario macro-économique adopté, mais aussi la sensibilité de la performance des banques luxembourgeoises à l'environnement économique de la zone euro.

L'impact sur les finances publiques luxembourgeoises de l'évolution des profits bancaires sous le scénario 2 n'est pas négligeable. En dépit du fait que l'analyse est restreinte à l'impôt sur les sociétés (à savoir l'impôt sur les collectivités, l'impôt de solidarité associé ainsi que l'impôt commercial communal), il apparaît que les finances publiques sont touchées de manière significative, à raison de 0,2% du PIB en cumulé sur les 2 années concernées.

Afin de visualiser l'impact de la dégradation de la situation économique sur la pondération des actifs en fonction du risque, le graphique ci-dessous illustre l'importance de l'évolution du risque due à la dégradation de la situation économique selon les scénarii macro-prudentiels. Au cours de la période 2012-2013, les actifs pondérés en fonction du risque connaissent une augmentation de 6 759 millions d'euros, soit une hausse de 40,53% par rapport au niveau observé en juin 2012. S'en suit, au cours de la période 2013-2014, une nouvelle augmentation de 5 154 millions d'euros, soit 21,99% par rapport à la période précédente.

Ces augmentations substantielles correspondent aux besoins additionnels de capitaux propres du secteur bancaire luxembourgeois afin de maintenir le ratio Tier 1 à son niveau de juin 2012. Ce sont ces augmentations du niveau total des actifs pondérés en fonction du risque, comparées à la progression des bénéfices des banques, qui déterminent l'évolution des niveaux agrégés du capital Tier 1. Plus précisément, si les bénéfices n'augmentent pas aussi vite ou plus vite que les montants additionnels d'actifs pondérés en fonction du risque requis, alors le ratio de capital Tier 1 connaîtra une baisse, reflétant l'accentuation des risques de marché et de crédit.

Pour conclure, l'impact des scénarii macro-économiques pour les périodes 2012-2013 et 2013-2014 entraîne une baisse des ratios de capital Tier 1 agrégés pour les banques luxembourgeoises. Néanmoins, le système bancaire luxembourgeois, dans son ensemble, dispose, avec un ratio moyen de 15,56% en 2012-2013 et de 12,73% en 2013-2014, d'une marge de solvabilité suffisante pour absorber les impacts négatifs des scénarii économiques pour ces périodes.



2. Résultats de l'analyse d'impact au niveau des banques individuelles

Une méthodologie similaire à celle utilisée pour l'analyse agrégée est appliquée aux bilans des banques individuelles afin d'évaluer l'impact des scénarii économiques (scénario 2) sur le niveau de capital Tier 1 de chaque banque.

Afin d'évaluer le plus fidèlement possible l'impact des scénarii adoptés sur les ratios Tier 1 des banques, il y a lieu d'estimer en premier lieu les bénéfices des banques pour chaque période sur une base individuelle. En se basant sur des données trimestrielles, les bénéfices moyens après impôts pour chaque banque de l'échantillon ont été calculés en utilisant des données prudentielles sur la période 1994-Q1 à 2012-Q2. Les bénéfices annualisés pour chaque banque ont ensuite été estimés sur un horizon de 2 ans (2012 à 2014) selon une méthode similaire à celle employée pour l'analyse agrégée (c'est-à-dire en utilisant l'élasticité des profits par rapport à la croissance du PIB réel de la zone euro). Le tableau ci-dessous présente quelques propriétés statistiques des montants des bénéfices annualisés pour chaque période et le graphique suivant permet de visualiser l'évolution de la dispersion des bénéfices après impôts des banques retenues dans l'échantillon.

Les chiffres obtenus indiquent clairement que la médiane ainsi que le maximum des bénéfices après impôts connaissent deux baisses consécutives durant les périodes 2012-2013 et 2013-2014. Par ailleurs, il est intéressant de noter que le graphique ci-dessous présente une dispersion importante des bénéfices des banques individuelles, reflétant l'hétérogénéité des situations des banques individuelles. Néanmoins, il y a lieu de signaler que maintenir constante l'élasticité des bénéfices au PIB peut introduire un biais dans la mesure où la sensibilité de chaque banque aux conditions macroéconomiques peut être dictée par leur propre modèle d'affaires.

Tableau 1 :

Données utilisées pour la construction du graphique sur l'évolution de la dispersion des bénéfices après impôts

	Situation juin 2012	Scénario 2012-2013	Scénario 2013-2014
Premier quartile	2,24	2,16	2,09
Minimum	-2,40	-2,32	-2,25
Médiane	7,46	7,22	6,98
Maximum	121,71	117,77	113,82
Troisième quartile	19,13	18,51	17,89

Le tableau suivant présente quelques propriétés statistiques des ratios de capital Tier 1 pour chaque période et le graphique qui l'accompagne fournit une description des résultats du scénario macro-économique adopté sur l'évolution de la dispersion du capital Tier 1 des banques individuelles retenues dans l'échantillon. Les résultats révèlent une baisse significative des valeurs médianes du capital Tier 1 au cours des différentes périodes puisque celles-ci chutent à 13,43% pour 2012-2013 et à 12,30% pour 2013-2014. Ce constat se retrouve également au niveau des valeurs maximales et minimales qui accusent une baisse importante au cours des deux pé-

riodes. Plus précisément, les valeurs minimales sont de 5,14% pour 2012-2013 et de 3,87% pour 2013-2014, ce qui demeure en-dessous du seuil minimum de 6% adopté par l'EBA lors des tests d'endurance européens de 2011. Pour la période 2013-2014, cinq banques présentent un ratio de capital Tier 1 en dessous du seuil de 6%.

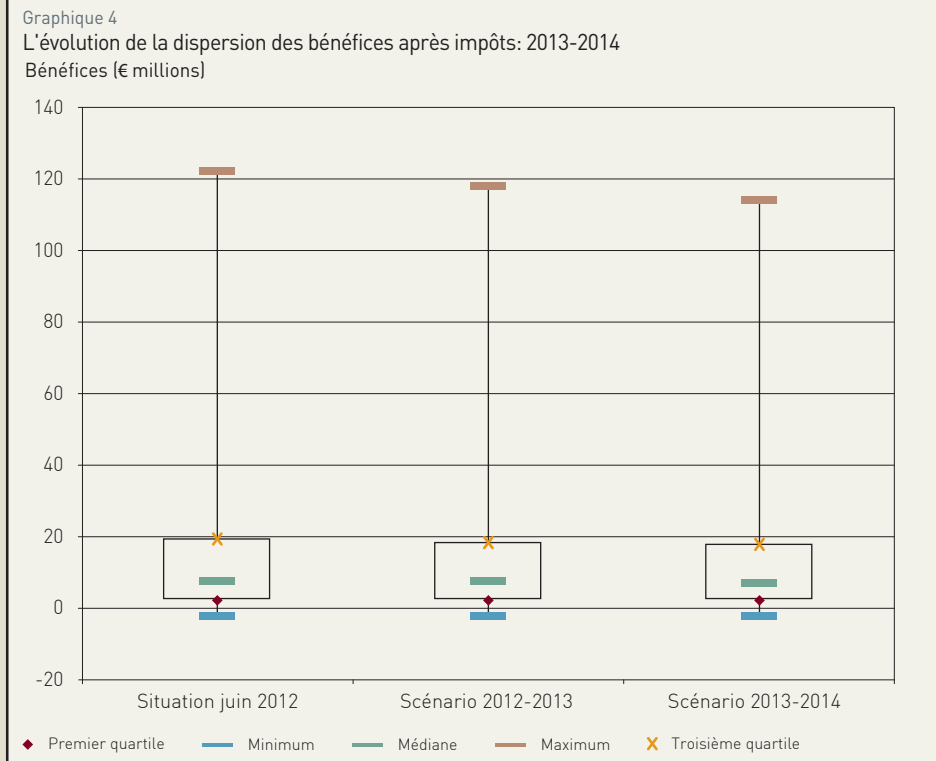
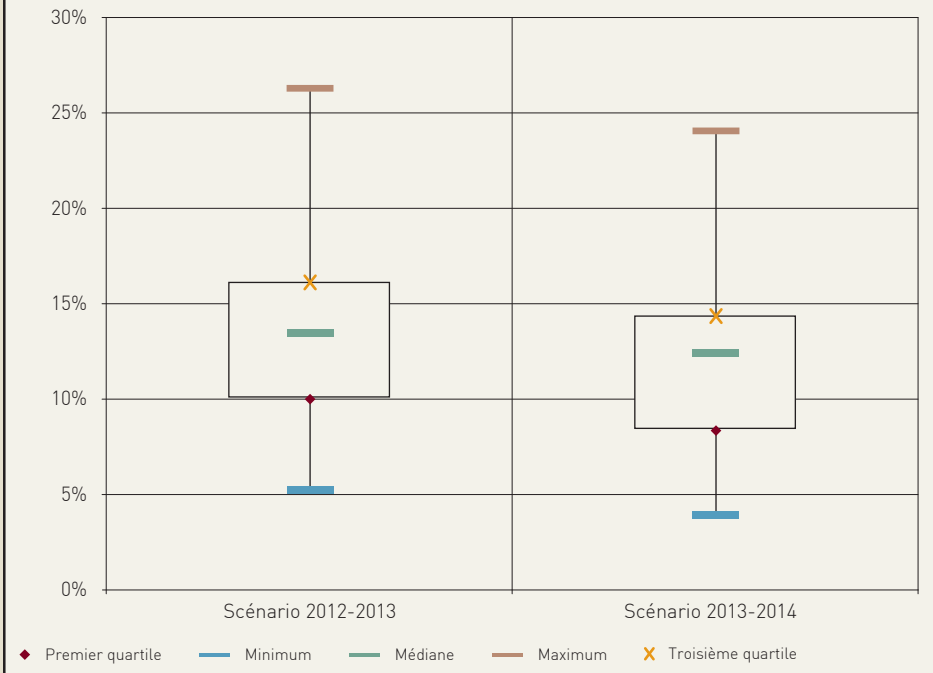


Tableau 2:

Données utilisées pour la construction du graphique sur l'évolution de la dispersion du capital Tier 1

	Scénario 2012-2013	Scénario 2013-2014
Premier quartile	10,05%	8,35%
Minimum	5,14%	3,87%
Médiane	13,43%	12,30%
Maximum	26,26%	23,99%
Troisième quartile	16,17%	14,30%

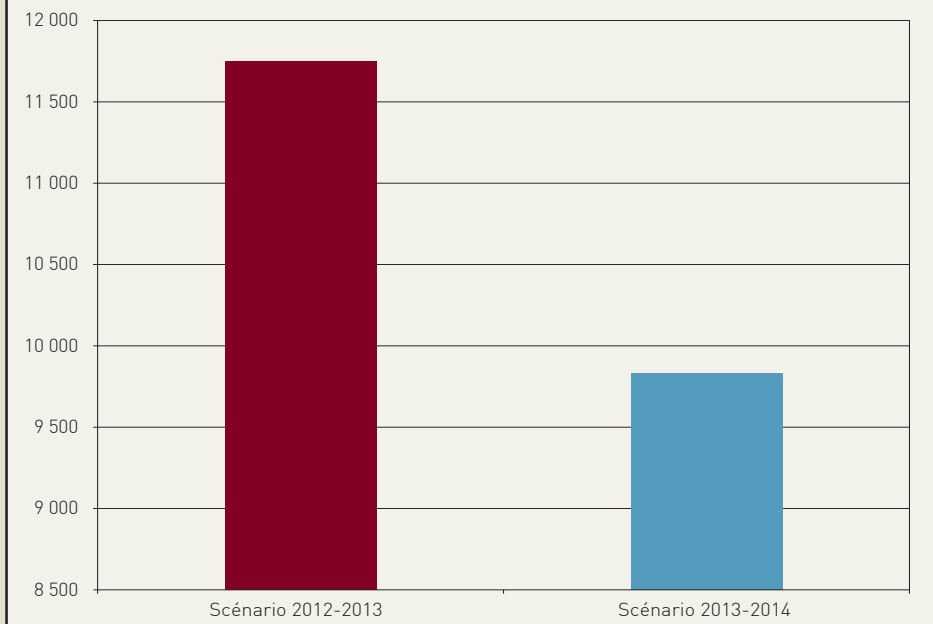
Graphique 5
L'évolution de la dispersion du capital Tier 1 (en %): 2013-2014
CET1 Ratio, in %



Pour conclure, les résultats de l'analyse d'impact des scénarii macro-économiques sur le bilan des banques individuelles démontrent l'hétérogénéité du secteur bancaire luxembourgeois. Alors que les banques les plus importantes semblent davantage résister aux évolutions de l'environnement macro-économique au cours des deux prochaines années, malgré une baisse substantielle de leurs ratios de capital Tier 1, quelques établissements de crédit établis au Luxembourg de taille plus modeste apparaissent plus vulnérables et nécessitent une attention particulière de la part des autorités de supervision.

III. ANALYSE DE L'IMPACT DES SCÉNARII MACRO-ÉCONOMIQUES SUR LA SOLIDITÉ DES FONDS D'INVESTISSEMENT LUXEMBOURGEOIS

Graphique 6
Evolution des fonds d'investissement: pertes attendues supplémentaires 2013-2014
Pertes attendues supplémentaires (en millions d'euros)



Bien que le calcul de la juste valeur (valeur de marché) soit la pratique la plus courante pour l'évaluation des fonds d'investissement, ce sont les pertes potentielles dues à la variation des prix du marché qui devront être supportées par les investisseurs. Par conséquent, le principal risque pour les fonds d'investissement semble être davantage lié à leurs contreparties (c'est-à-dire au risque de défaut des émetteurs d'actions, d'obligations ou d'autres instruments financiers). Ainsi, la méthode adoptée

pour l'analyse de l'impact des scénarii macro-économiques (scénario 2) sur la solidité des fonds d'investissement luxembourgeois ne tient pas compte de décotes potentielles appliquées au portefeuille de négociation mais uniquement du risque de crédit (probabilités de défaut) dans leurs portefeuilles. Le graphique 6 présente les résultats de l'analyse d'impact sur le niveau des pertes attendues additionnelles des fonds d'investissement luxembourgeois.

Les pertes attendues pour les fonds d'investissement luxembourgeois au cours de la période 2012-2013 s'élèvent à 11 753 millions d'euros tandis que la période 2013-2014 est caractérisée par des pertes attendues de 9 828 millions d'euros. Par conséquent, les pertes totales au cours des deux périodes atteignent 21 581 millions d'euros pour le secteur des fonds d'investissement au Luxembourg.

Les lignes qui précèdent ont permis de décrire schématiquement le cheminement au Luxembourg d'une accentuation de la crise souveraine. Les impacts corrélatifs sur les banques, les fonds d'investissement ou sur les finances publiques paraissent significatifs en dépit de l'incertitude sous-jacente aux stress-tests, ces derniers négligeant certaines boucles de rétroaction (par exemple l'incidence du déficit budgétaire accru sur l'effort de consolidation du gouvernement, ensuite l'impact de cette consolidation additionnelle sur la croissance du PIB et partant sur la place financière). Il s'agit néanmoins d'une étape importante dans la construction de scénarios économiques intégrés, associant étroitement les évolutions macroéconomiques et des considérations de stabilité financière.

1.2.3.4.4 Commerce et autres services non financiers

En 2011, le commerce dans son ensemble est apparu fort dynamique. Au niveau sectoriel, la croissance de l'activité des grossistes a quelque peu ralenti, tandis que le dynamisme du commerce électronique dopait les statistiques du commerce de détail. Dans les secteurs des transports et des services auxiliaires des transports³³, les évolutions ont également été favorables sur l'ensemble de l'année 2011. Enfin, le secteur hôtel-restauration a aussi affiché des résultats en nette progression.

Au premier trimestre 2012, le chiffre d'affaires (CA) dans le commerce de gros a enregistré une chute vertigineuse (voir tableau), tandis que le commerce de détail faisait preuve d'une résistance certaine. Au niveau des services, il est apparu que la croissance des CAs dans l'hôtellerie-restauration et le transport par eau conservait un certain dynamisme au début de l'année 2012. Les CAs dans les transports aérien et terrestre et les services auxiliaires des transports ont au contraire évolué négativement au premier trimestre 2012.

Les statistiques du second trimestre 2012 ont indiqué des évolutions contrastées suivant les secteurs, mais globalement en ligne avec ce qui était déjà observé au premier trimestre. La relative bonne résistance du commerce de détail s'est poursuivie au second trimestre 2012. Néanmoins, il convient de souligner qu'une fois de plus, le commerce électronique et la vente de carburants en magasins spécialisés se sont avérés être les principaux moteurs du commerce de détail dans son ensemble. Les chiffres d'affaires dans le commerce de gros et le commerce et la réparation automobile ont pour leur part enregistré un recul pour le deuxième trimestre consécutif. Un même constat s'impose pour les entreprises du secteur du transport aérien et des services auxiliaires des transports. En outre, le transport par eau a accusé une forte diminution au deuxième trimestre de 2012.

Les données provisoires indiquent que la baisse du CA dans le commerce de gros s'est poursuivie en juillet et août 2012, tandis que le commerce de détail continuait d'être soutenu par la VPC et les ventes

33 Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.