

3 LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES

1. Le secteur bancaire luxembourgeois	40
1.1 L'évolution du nombre d'établissements de crédit	40
1.2 Le bilan des établissements de crédit	41
1.3 Décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non bancaire	45
1.4 Le compte de pertes et de profits des établissements de crédit	60
1.4.1 Evolution des revenus	60
1.4.2 Evolution des coûts	63
1.5 La solvabilité	65
1.6 Le ratio de levier	72
1.7 La liquidité	72
1.8 Evaluation de la vulnérabilité du secteur bancaire	79
1.8.1 Indicateur de vulnérabilité	79
1.8.2 Les tests d'endurance en tant qu'outils macro-prudentiels	81
2. Les autres acteurs du secteur financier	83
2.1 Les organismes de placement collectif	83
2.1.1 Les OPCs non-monétaires	83
2.1.2 Les OPCs monétaires	85
2.2 Evaluation de la fragilité des fonds d'investissement : apport des probabilités de défaut conditionnelles	87
2.3 Les assurances	90



LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES

À l'issue d'une année 2013 marquée par un timide redressement de la situation économique, le secteur financier luxembourgeois a su maintenir le niveau de ses activités et performances. Le secteur des fonds d'investissements a particulièrement bien évolué en atteignant un volume d'EUR 2 615 milliards d'actifs sous gestion, correspondant à une hausse de 10,1 % sur une base annuelle, sous l'effet à la fois d'une évolution positive des marchés et d'une hausse significative des émissions nettes. Malgré un léger fléchissement en termes d'actifs totaux, le secteur bancaire a su maintenir son niveau d'activité en poursuivant ses efforts de diversification et d'ajustement bilantaire.

L'analyse des données du secteur bancaire confirme la consolidation des activités du secteur qui est également impacté par un environnement réglementaire et institutionnel en transformation, avec d'un côté l'entrée en vigueur du règlement UE/575/2013 et de la directive 2013/36/UE, imposant de nouvelles normes en matière de capital et de liquidité aux établissements de crédit, et d'un autre côté la mise en place du mécanisme de supervision unique sous la responsabilité de la Banque centrale européenne.

La somme des bilans des établissements de crédit s'est repliée de 4 % sur une base annuelle pour s'établir à EUR 714,05 milliards en février 2014, confirmant ainsi une légère tendance baissière amorcée depuis le second semestre 2012. Cette baisse est essentiellement due à un recul significatif du financement sur le marché interbancaire alors que les encours des dépôts envers la clientèle demeurent globalement stables en dépit des changements structurels en cours. Du côté de l'actif, on constate que le recul se répercute de manière plus égale sur les principaux postes de bilan, à savoir les créances interbancaires, les crédits envers la clientèle et le portefeuille de titres. Compte tenu d'une baisse plus importante du côté du passif du bilan, l'activité interbancaire dégage un solde net positif en croissance, poursuivant ainsi une tendance observée depuis l'année 2010. Cette évolution est à la fois le reflet d'une progression des crédits à l'égard de contreparties bancaires, mais aussi d'un recours moins important au financement émanant des établissements de crédit.

La stabilisation du résultat entamée en 2012 se poursuit en 2013 avec un résultat net provisoire pour le secteur bancaire se chiffrant à EUR 3,634 milliards, soit une légère baisse de 3,2 % par rapport à 2012. Alors que la marge sur intérêts est en repli sous l'effet conjugué d'une contraction de l'activité bancaire et de taux d'intérêt historiquement bas, le produit bancaire a connu une évolution positive sous l'influence des autres revenus nets, qui reflètent la reprise sur les principaux marchés financiers. Les frais de personnel et d'exploitation quant à eux ont enregistré une croissance de 7,2 %.

Finalement, le secteur bancaire continue à afficher des ratios de solvabilité et de liquidité confortables. Ainsi, le ratio de solvabilité moyen pour le secteur bancaire a progressé de 2,4 points de pourcentage au cours de l'année 2013 et dépasse 20 % sous l'effet conjugué d'une augmentation des fonds propres et d'une diminution des exigences en fonds propres. Les indicateurs de rentabilité demeurent stables sur une base annuelle.

1. LE SECTEUR BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS

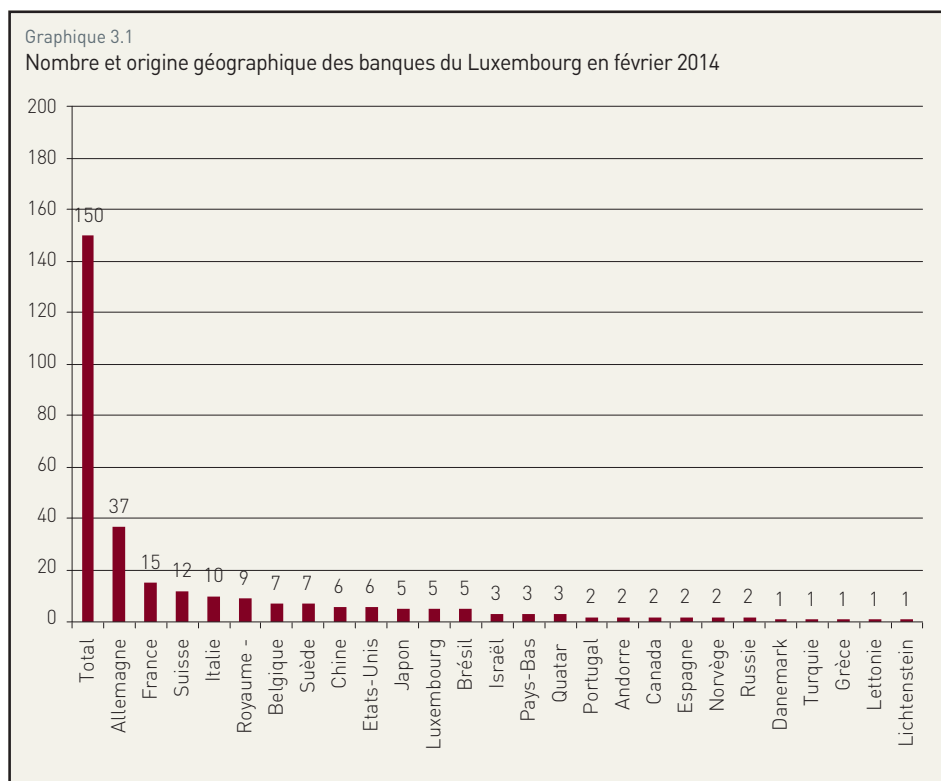
1.1 L'ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Le nombre des établissements de crédit a augmenté de 9 unités entre le mois de février 2013 et le mois de février 2014, passant de 141 établissements à 150. En ce qui concerne la répartition géographique de

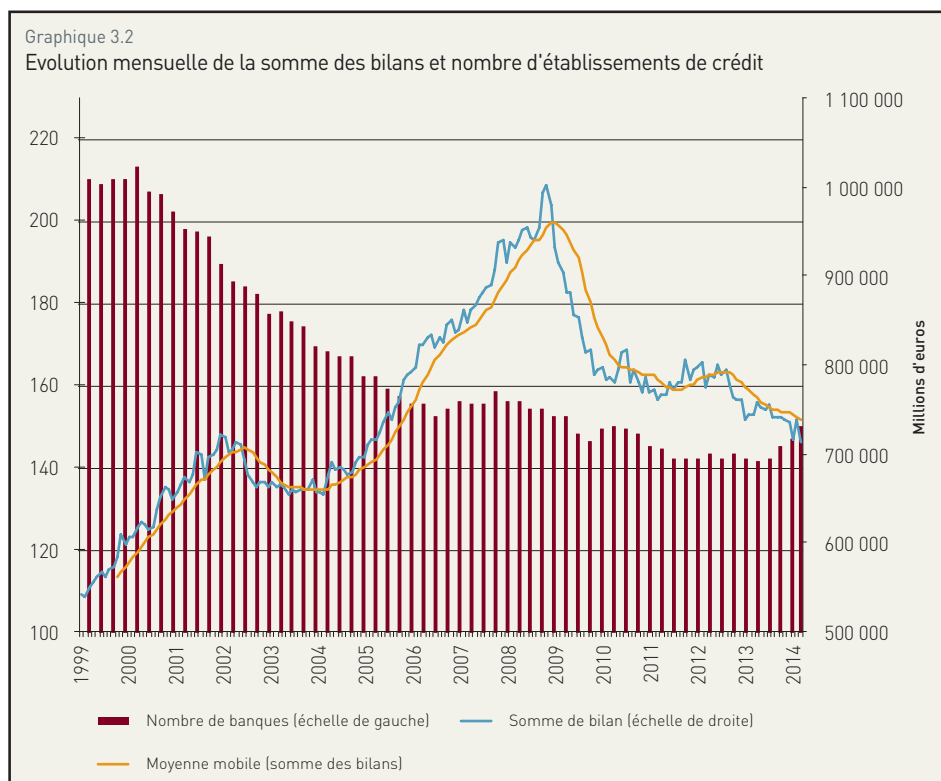
ces derniers, les institutions allemandes dominent toujours le paysage bancaire de la place financière avec 37 unités présentes. Par ailleurs, on dénombre 15 banques françaises, 12 établissements suisses, 10 entités italiennes et 5 luxembourgeoises. Il convient également de noter une plus grande présence des pays émergents avec l'ouverture de 2 succursales chinoises, 2 brésiliennes et un établissement bancaire russe.

1.2 LE BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Selon les derniers chiffres disponibles, la somme de bilan des établissements de crédit poursuit sa décroissance depuis le second semestre de l'année précédente, portant le volume d'activité à des niveaux historiquement bas depuis l'émergence de la crise financière. Fin février 2014, l'agrégat bilanciel s'établit à 714 045 millions d'euros, en repli de 4,0 % en rythme annuel. L'analyse de la structure des bilans met en exergue un net ralentissement de l'activité sur le marché interbancaire. Du côté du passif des bilans, cette situation pose des contraintes en termes de financement et se traduit par une importante progression des dépôts de la clientèle, désormais le principal poste de ressources bancaires. Il convient cependant de noter que des conditions macroéconomiques toujours difficiles dans l'union monétaire entravent également la capacité d'intermédiation bancaire des établissements de crédit luxembourgeois, ces derniers étant



Source : CSSF



Source : BCL

particulièrement actifs dans les activités de prêt aux agents économiques résidant dans les autres pays membres de la zone euro.

Evolution de l'encours des principaux postes de l'actif du bilan

Les créances interbancaires demeurent une activité prépondérante dans la place financière à en juger par leur poids relatif de 51 % de l'agrégat bilanciel fin février 2014. Le volume de crédit accordé aux autres établissements bancaires s'élève à 364 027 millions d'euros, en baisse de 14 059 millions d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente.

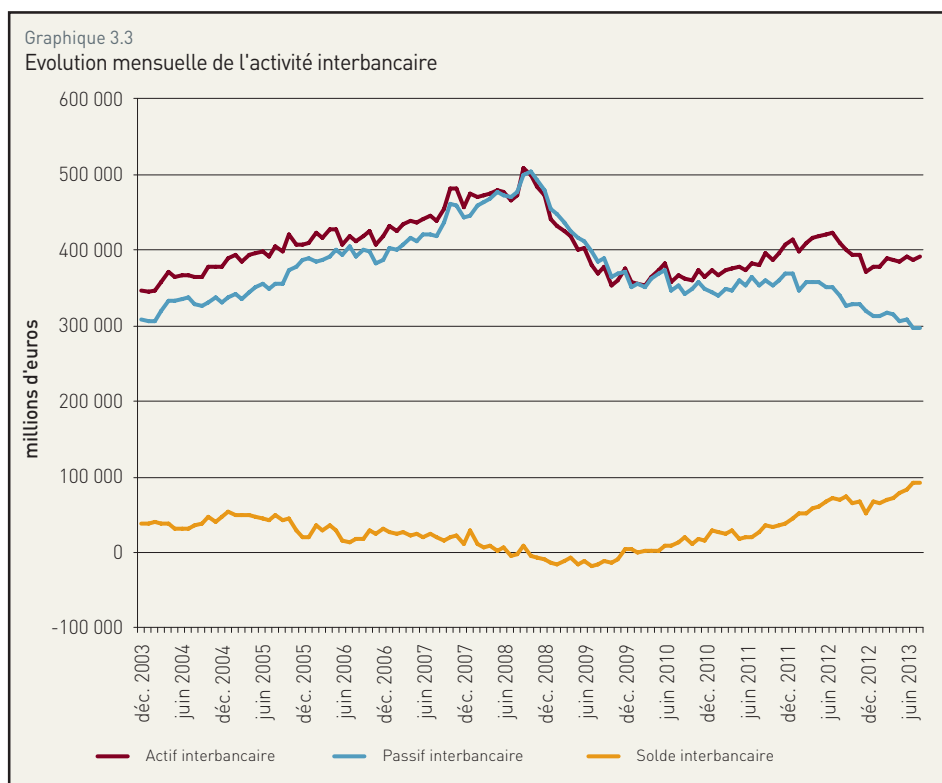
Tableau 3.1 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	02-2013	01-2014	02-2014	02-2013 - 02-2014		01-2014 - 02-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	02-2014
Créances interbancaires	378 086	388 078	364 027	-14 059	-3,7	-24 051	-6,2	51,0
Créances sur la clientèle	176 663	170 510	168 888	-7 775	-4,4	-1 622	-1,0	23,7
Portefeuille titres	160 352	155 237	156 116	-4 236	-2,6	878	0,6	21,9
Autres actifs	28 988	23 507	25 005	-3 983	-13,7	1 498	6,4	3,5
Total de l'actif	744 090	737 333	714 036	-30 054	-4,0	-23 297	-3,2	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs



Source : BCL

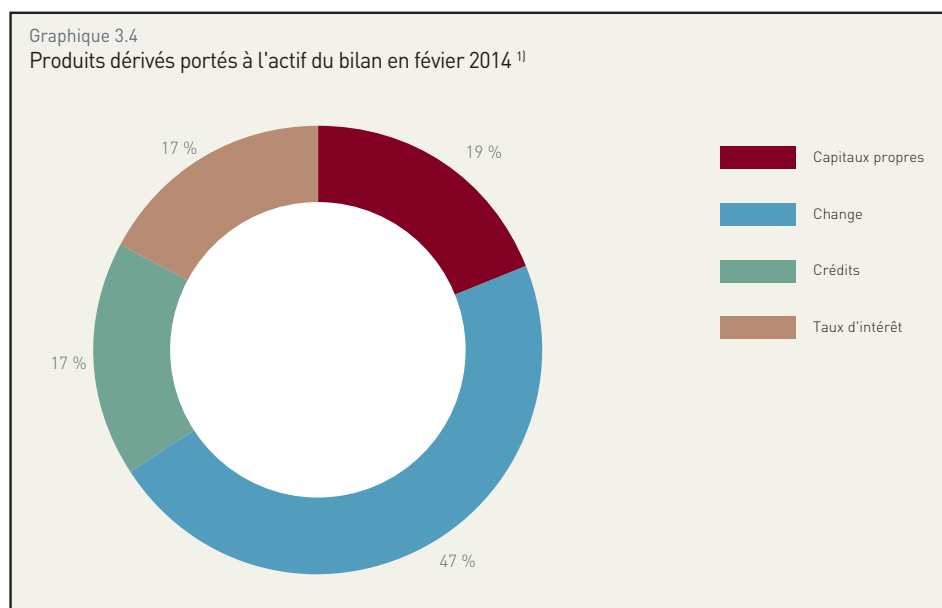
Il convient cependant de distinguer les opérations auprès de la Banque centrale du Luxembourg afin d'appréhender les développements sous-jacents du marché interbancaire. Fin février 2014, les établissements de crédit luxembourgeois avaient déposé 19 606 millions d'euros dans leur compte courant auprès de la BCL. Ce montant enregistre une baisse de 7 742 millions d'euros en rythme annuel sous l'impulsion des baisses des taux directeurs durant l'année précédente, portant la rémunération des dépôts auprès de l'Eurosystème à un niveau plancher. Pour la période de constitution prenant fin le 11 février 2014, l'exigence de réserves obligatoire s'élevait à 3 841 millions d'euros, plaçant les excédents de liquidité sur le marché monétaire à 16 017 millions d'euros.

Il convient de rappeler que ces chiffres doivent être interprétés avec prudence, les opérations interbancaires étant dominées par les positions intragroupes et libellées en devises, les effets de change jouant par conséquent un rôle important dans les variations des encours.

Les créances sur la clientèle affichent un encours de 168 888 millions d'euros fin février 2014, représentant par conséquent près de 24 % de l'actif total, en baisse de 7 775 millions d'euro par rapport à leur niveau de l'année précédente. Il y a lieu de noter que le secteur des autres intermédiaires financiers joue un rôle prédéterminant dans l'évolution de cet agrégat. Concernant le secteur non financier, le financement bancaire aux entreprises non financières résidant dans les autres pays membres de l'union monétaire poursuit sa contraction, et ce dans un contexte de reprise économique toujours fragile. S'agissant des encours de crédits alloués, il est difficile de distinguer les évolutions de l'offre et la demande de crédit adressée aux banques à Luxembourg. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, le recul de la demande nette est imputable à un moindre besoin de financement pour alimenter les investissements en capital fixe.

Le portefeuille titres détenu par les établissements de crédit affiche un encours de 156 116 millions d'euros en termes nominaux fin février 2014, ces actifs financiers étant comptabilisés à leur valeur de marché. Ce portefeuille est principalement constitué de titres obligataires, soit 92 % du volume total, le reste étant composé de valeurs mobilières à revenus variables tel les actions, titres de participations ainsi que les parts d'organismes de placements collectifs monétaires. Sur le marché de la dette, soulignons que les banques ont essentiellement des positions envers les autres établissements de crédit et les administrations publiques. En comparaison annuelle, le portefeuille de titres à revenus fixe a diminué de 2 482 millions d'euros en valeur nominale. Cette contraction s'inscrit dans un contexte de réduction du risque de contrepartie, les banques de la place ayant privilégié la dette souveraine de certains pays du « cœur » de la zone euro au détriment des pays périphériques et émergents. En raison d'importants effets de valorisation liés aux fluctuations des prix des actifs et des taux de change, la baisse effective du portefeuille est limitée à 872 millions d'euros sur un an.

Malgré leur faible poids eu égard aux autres postes bilantaires, les autres actifs contribuent également à la baisse de l'activité bancaire durant la période d'observation. Précisons que ces développements sont essentiellement attribuables aux produits dérivés portés à l'actif qui se sont repliés de 2 862 millions d'euros entre février 2013 et février 2014. En guise de conclusion, notons que ces actifs sont constitués principalement à des fins de transaction et non de couverture et, selon les données prudentielles de fin février 2014, portent principalement sur des dérivés de change (les dérivés de crédit, de taux d'intérêts et sur capitaux propres se partageant le reste de l'encours).



Sources : CSSF, calculs BCL

¹⁾ La catégorie « Autres » ainsi que les dérivés sur matières premières ne sont pas représentés en raison de leur faible taille par rapport à l'encours agrégé.

Evolution de l'encours des principaux postes du passif du bilan

Le passif des bilans met en exergue une évolution contrastée des principales sources de financement bancaire. En effet, les derniers développements confirment la progression soutenue des dépôts de la clientèle non bancaire sous l'impulsion des liquidités placées par les autres intermédiaires financiers. Cet apport n'est cependant pas suffisant pour combler la baisse conséquente des dettes interbancaires.

Tableau 3.2:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	02-2013	01-2014	02-2014	02-2013 - 02-2014		01-2014 - 02-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	02-2014
Dettes interbancaires	312 370	291 878	271 278	-41 092	-13,2	-20 599	-7,1	38,0
Dettes envers la clientèle	283 205	302 792	298 130	14 925	5,3	-4 662	-1,5	41,8
Dettes représentées par un titre	61 518	59 743	60 191	-1 327	-2,2	448	0,8	8,4
Autres passifs	86 996	82 920	84 436	-2 561	-2,9	1 516	1,8	11,8
Total du passif	744 090	737 333	714 036	-30 054	-4,0	-23 297	-3,2	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

En corollaire de la baisse observée des créances interbancaires, les dettes envers les autres établissements de crédit accusent un repli de 13,2 % en rythme annuel pour s'élever à 271 278 millions d'euros fin février 2014. Sous l'impulsion du retrait progressif des opérations de refinancement à plus long terme, l'apport de liquidités de la BCL s'est réduit de 48 % pour porter l'encours à 1 334 millions d'euros. A ce titre, il convient de remarquer que, fin décembre 2013, le concours aux établissements de crédit a augmenté de 3 859 millions d'euros sur un an sous forme d'opérations principales de refinancement, les banques faisant généralement face à une plus grande demande de monnaie en fin d'année. Hors opérations auprès de la BCL, le solde interbancaire affiche un solde positif de 74 574 millions d'euros fin février 2014.

Les dettes envers la clientèle représentent désormais le principal poste du passif avec un poids relatif de 42 %. L'encours de dépôts s'élevait à 298 130 millions d'euros fin février 2014, en hausse de 5,3 % par rapport à son niveau de l'année précédente. Cette progression est soutenue par le secteur financier non bancaire résident, soit une composante particulièrement hétérogène et volatile de cet agrégat.

Le financement par émission de titres de dette s'est contracté de 2,2 % en comparaison annuelle pour porter l'encours à 60 191 millions d'euros, soit 8,4 % du passif à la fin février 2014. Ces positions étant comptabilisées à leur valeur de marché, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions nettes effectuées. En termes effectifs, hors effets de valorisation, il en résulte que les établissements de crédit ont émis 130 millions d'euros de titres de dette sur les marchés obligataires.

Enfin, 84 436 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs, en retrait de 2 561 millions d'euros par rapport à leur niveau de l'année précédente. A l'instar de notre analyse de l'actif, les produits dérivés portés au passif rendent l'évolution de cet agrégat particulièrement volatile, ce dernier enregistrant par exemple une progression de 1 516 millions d'euros durant le mois de février 2013.

1.3 DÉCOMPOSITION DES CRÉDITS ET DES DÉPÔTS DE LA CLIENTÈLE NON BANCAIRE

A la fin de l'année précédente, les créances accordées par les établissements bancaires affichaient un encours de 169 071 millions d'euros, en baisse de 6 482 millions d'euros en comparaison annuelle. Une analyse plus détaillée en termes de contreparties et leurs zones de résidence géographique révèle une évolution très hétérogène des encours de crédits alloués par les banques luxembourgeoises.

Les crédits accordés aux résidents

Les crédits accordés aux résidents se sont stabilisés en comparaison annuelle comme illustré dans le tableau ci-dessous. Ce développement cache cependant une évolution contrastée en termes de contreparties, la baisse de crédit aux autres intermédiaires financiers ayant été compensée par une progression du financement bancaire aux sociétés non financières et aux ménages.

Le financement public à Luxembourg repose toujours fortement sur les créances bancaires dont l'encours affiche un solde de 2 723 millions d'euros fin décembre 2013. A titre de comparaison, ce dernier représente plus du double du volume total des crédits envers les administrations des autres pays membres de la zone euro. Notons également que l'encours de crédit à l'administration luxembourgeoise s'inscrit en légère progression de 4,2 % sur un an.

Au Luxembourg, le secteur des autres intermédiaires financiers est largement dominé par les fonds d'investissements non monétaires (OPC obligataires, en actions ou encore mixtes) dont la demande de crédit varie en fonction de l'évolution des marchés financiers. Typiquement, un regain d'aversion au risque encourage les demandes de remboursement des parts d'OPC. Ces fonds préfèrent alors se tourner vers le financement bancaire pour éviter des ventes d'actifs à des conditions désavantageuses. Dans cette lignée, les valeurs boursières ont poursuivi une évolution favorable aux investisseurs durant l'année écoulée, encourageant les souscriptions nettes de parts d'OPC. Ces développements se reflètent, par ailleurs, dans la progression de 9,7 % de leur valeur nette d'investissement entre les mois de décembre 2012 et décembre 2013.

Dans ce contexte, les crédits des autres intermédiaires financiers ont diminué de 2 088 millions d'euros en comparaison annuelle, leurs encours affichant un solde de 21 679 millions d'euros.

En ce qui concerne le secteur non financier privé, le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 7,5 % en rythme annuel pour porter l'encours à 14 273 millions d'euros à la fin de l'année 2013. Enfin, les crédits aux ménages représentent 39,3 % de l'ensemble des créances envers le secteur non bancaire résident avec un encours de 25 090 millions d'euros fin décembre 2013. Ces deniers sont principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers qui progressent à un rythme soutenu de 6,6 % par rapport à leur niveau de l'année précédente. L'encadré 3.1 relatif à l'enquête de la distribution du crédit par les banques luxembourgeoises décrit les comportements de celles-ci en matière d'attribution de crédit ainsi que les facteurs sous-jacents aux facilités et/ou aux contraintes de financement de l'économie.

Tableau 3.3:

Crédits accordés par les banques à Luxembourg aux contreparties résidentes

(encours en fin de période en millions d'euros, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		12-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Total	63 577	64 925	63 919	341	0,5	-1 007	-1,6	100,0
Administrations publiques	2 613	2 643	2 723	110	4,2	80	3,0	4,3
Autres intermédiaires financiers	23 767	23 286	21 679	-2 088	-8,8	-1 606	-6,9	33,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	198	173	153	-45	-22,6	-20	-11,4	0,2
Sociétés non financières	13 271	14 012	14 273	1 002	7,5	261	1,9	22,3
Ménages & ISBLM	23 728	24 812	25 090	1 362	5,7	278	1,1	39,3
Crédits à la consommation	1 204	1 209	1 173	-31	-2,6	-37	-3,0	4,7
Crédits immobiliers	19 899	20 895	21 203	1 303	6,6	308	1,5	84,5
Autres crédits	2 624	2 707	2 714	90	3,4	7	0,3	10,8

Source : BCL

Encadré 3.1 :

L'ENQUÊTE TRIMESTRIELLE SUR LA DISTRIBUTION DU CRÉDIT BANCAIRE

L'enquête relative à l'évolution du comportement des banques en matière d'attribution de crédits est un outil d'une nature prospective très utile pour appréhender l'importance de certains risques qui ont trait à la stabilité financière. L'enquête s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème et se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises au Luxembourg. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets ». Dans le contexte de la politique de crédit des banques, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères ou des conditions d'octroi et la part de celles ayant signalé un assouplissement. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

Si les données relatives aux volumes des prêts octroyés au Luxembourg et dans la zone euro ne signalent pas de resserrement significatif du crédit aux ménages et aux sociétés non-financières, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire permet toutefois d'évaluer les risques d'un resserrement futur. La première partie de cet encadré analyse donc l'évolution de la politique de crédit des banques. L'enquête fournit également des informations sur le risque de refinancement des banques, évalué dans la deuxième partie de l'encadré.

Etant donné que l'intérêt de cet encadré est en premier lieu d'identifier d'éventuels éléments porteurs de risques pour la stabilité financière, l'analyse des données sous-jacentes se focalise prioritairement sur les résultats couvrant les trimestres récents.

1. LA POLITIQUE DE CRÉDIT DES BANQUES

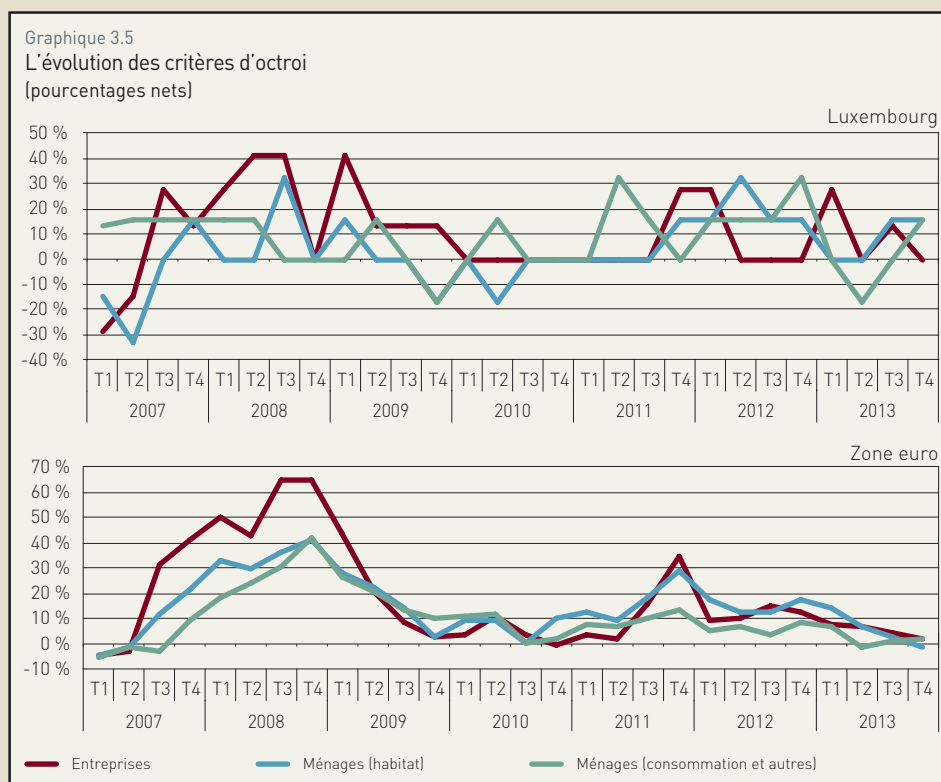
Le Graphique 3.5 retrace l'évolution des critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux entreprises et aux ménages dans la zone euro et au Luxembourg depuis l'émergence des tensions financières en 2007. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit des banques.

Dans l'ensemble, les résultats de l'enquête ne témoignent pas d'un durcissement généralisé des critères d'octroi au Luxembourg. Les banques ont indiqué un durcissement faible des critères d'octroi de crédits aux sociétés non-financières (SNF) au premier et troisième trimestre 2013. S'agissant des critères appliqués aux crédits immobiliers accordés aux ménages, un faible durcissement a été enregistré depuis le troisième trimestre 2013. Après un assouplissement des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation au deuxième trimestre, les banques ont indiqué un durcissement faible de leurs critères d'octroi au quatrième trimestre 2013. Dans la zone euro dans son ensemble, l'évolution des critères d'octroi appliqués aux SNF ainsi qu'aux ménages a poursuivi sa tendance baissière en 2013. En effet, les banques ont fait état d'un léger assouplissement de leurs critères d'octroi appliqués aux ménages.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire permet d'ailleurs d'identifier certaines contraintes de crédit découlant de l'évolution des conditions d'attribution appliquées aux crédits. Ses conditions se rapportent aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur. Un éventuel resserrement du crédit est en principe plus étroitement lié aux modalités non tarifaires, comme par exemple le montant du crédit ou encore les demandes de garanties, qu'aux marges appliquées par les banques. Pour des raisons de parcimonie, le Graphique 3.6 et le Graphique 3.7 ne représentent que les conditions d'attribution les plus pertinentes appliquées aux crédits à l'habitat et aux crédits destinés aux SNF.

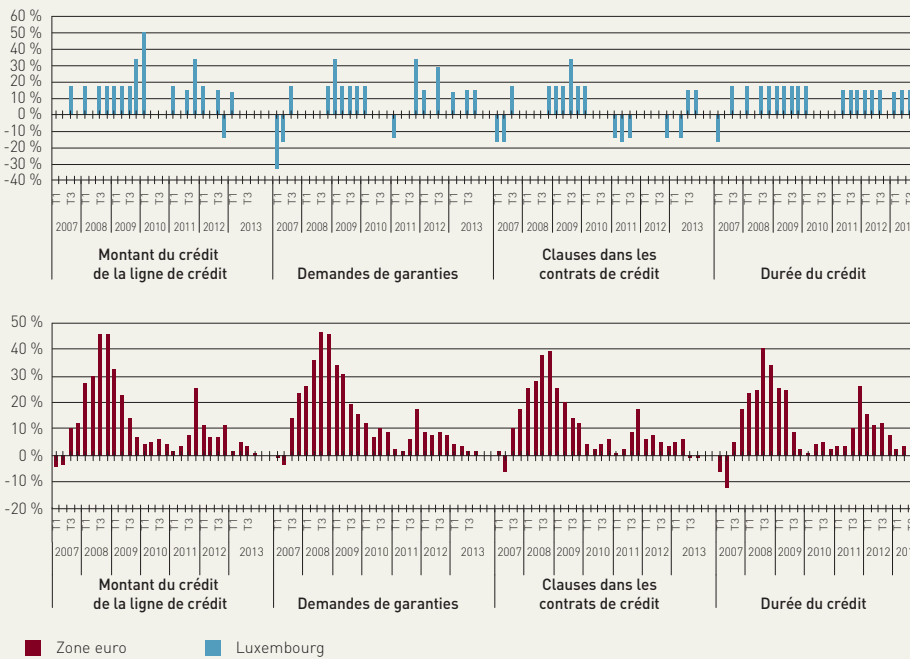
Pour le secteur des entreprises au Luxembourg, un durcissement faible de certaines conditions non tarifaires a été enregistré en 2013. Il s'agit notamment des demandes de garanties, les modalités relatives aux clauses dans les contrats de crédits ainsi que de la durée du prêt. Dans la zone euro, la plupart des conditions d'octroi se sont durcies moins fortement ou se sont même assouplies au long de l'année 2013.

Pour ce qui est des conditions d'octroi appliquées aux crédits immobiliers, le Graphique 3.7 révèle une détérioration relativement forte des certaines modalités non tarifaires au Luxembourg. Comme 2012, plusieurs banques de l'échantillon



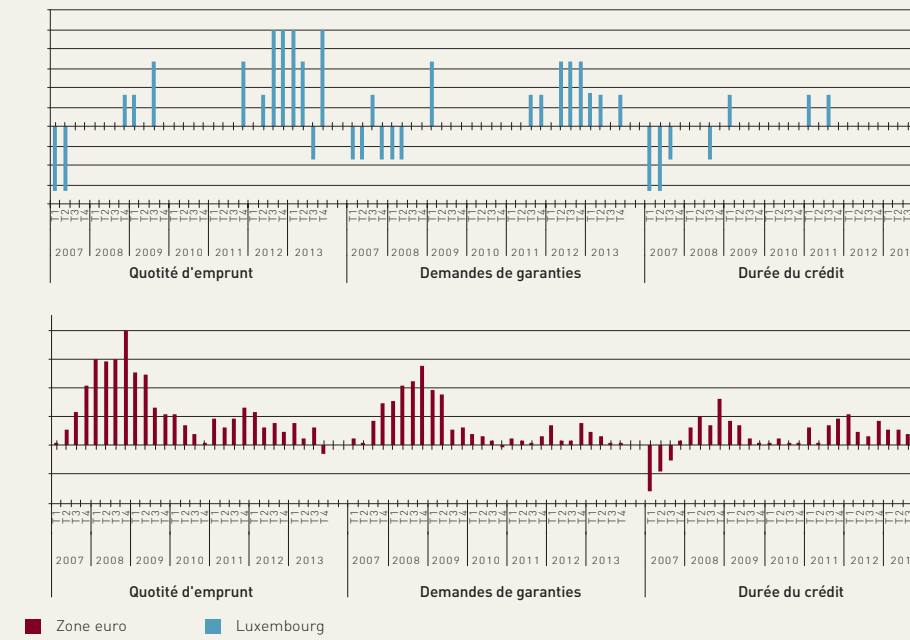
Sources : BCL, BCE

Graphique 3.6
L'évolution des conditions d'octroi appliquées aux crédits aux entreprises
(pourcentages nets)



Sources : BCL, BCE

Graphique 3.7
L'évolution des conditions d'octroi appliquées aux crédits à l'habitat
(pourcentages nets)



Sources : BCL, BCE

luxembourgeois ont signalé une réduction de la quotité d'emprunt (loan-to-value ou LTV ratio) en 2013. Une augmentation des demandes de garanties est également discernable. Quant à la zone euro, les résultats indiquent une réduction continue du durcissement net au cours de l'année 2013.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne couvre pas les risques émanant de l'activité interbancaire ou intragroupe, ni les crédits octroyés à certaines contreparties comme par exemple les autres intermédiaires financiers (AIF). Si ces crédits constituent une partie considérable des encours totaux, l'enquête fut conçue à des fins de politique monétaire et non pas à des fins de stabilité financière. Néanmoins, certains éléments de réponse du questionnaire peuvent compléter l'analyse ci-dessus, notamment pour ce qui est du risque de refinancement des banques. Ces éléments sont examinés dans la partie qui suit.

Les données disponibles sur l'évolution des volumes des prêts octroyés n'indiquent actuellement pas de resserrement du crédit. Les informations prises en compte pour analyser l'évolution des crédits comprennent les données bilantaires (données BSI) des IFM ainsi que la collecte statistique sur les taux

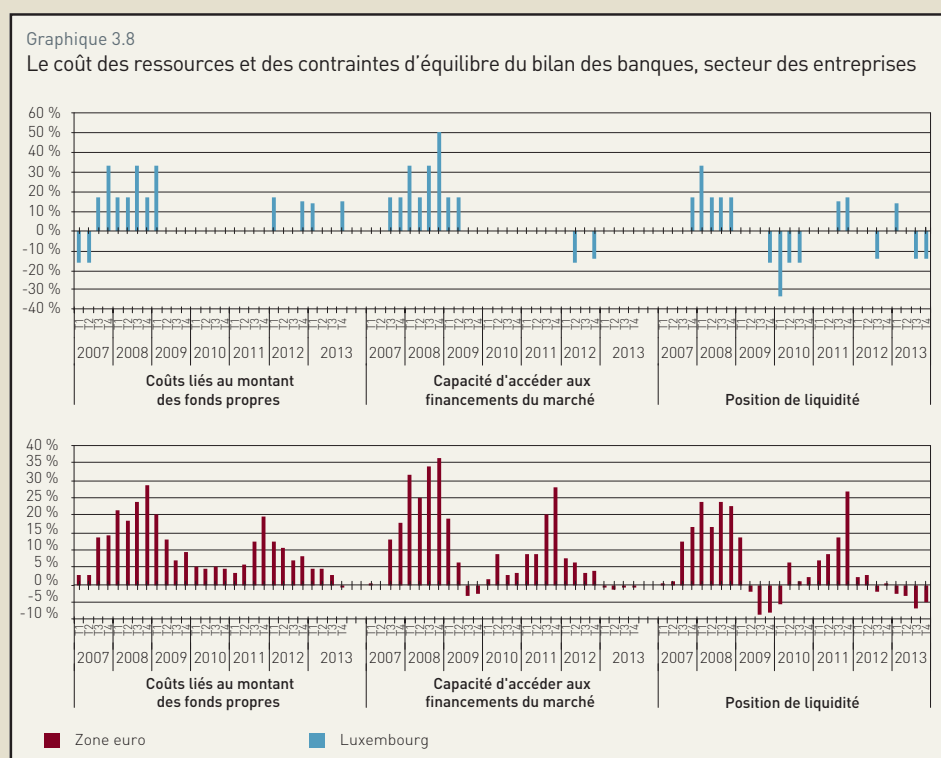
d'intérêt (données MIR). La collecte MIR permet d'apprécier l'évolution des crédits nouvellement accordés, alors que les développements des volumes de crédit dérivés des données bilantaires des banques sont également affectés par les remboursements de crédits, qui ont un impact négatif sur les encours.¹

Selon les données bilantaires des IFM, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg a rebondi quelque peu en 2013; le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits s'est établi aux alentours de 4 % à la fin de l'année 2013. S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte statistique sur les taux d'intérêts (données MIR), les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros continuent à s'inscrire à des niveaux élevés. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Après une hausse constatée au début de l'année 2013, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat a entamé une tendance baissière depuis le deuxième semestre 2013, pour s'inscrire aux alentours de 7 % en décembre 2013. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à niveau élevé. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat nouvellement accordés. Afin d'être complet, il est utile de mentionner la collecte statistique sur les crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec les développements de crédits précités.

2. LE RISQUE DE REFINANCEMENT DES BANQUES

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire couvre également les éléments explicatifs qui se rapportent à l'évolution des critères d'octroi. Ces facteurs explicatifs, qui varient en fonction du secteur économique et du type de crédit, fournissent entre autre des indications sur l'évolution du coût des ressources et des contraintes bilantaires des banques. Depuis l'émergence des tensions financières, certaines questions additionnelles fournissent en outre des informations complémentaires sur les conditions de financement du marché des banques. Il va de soi que l'ensemble de



Sources : BCL, BCE

1 Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

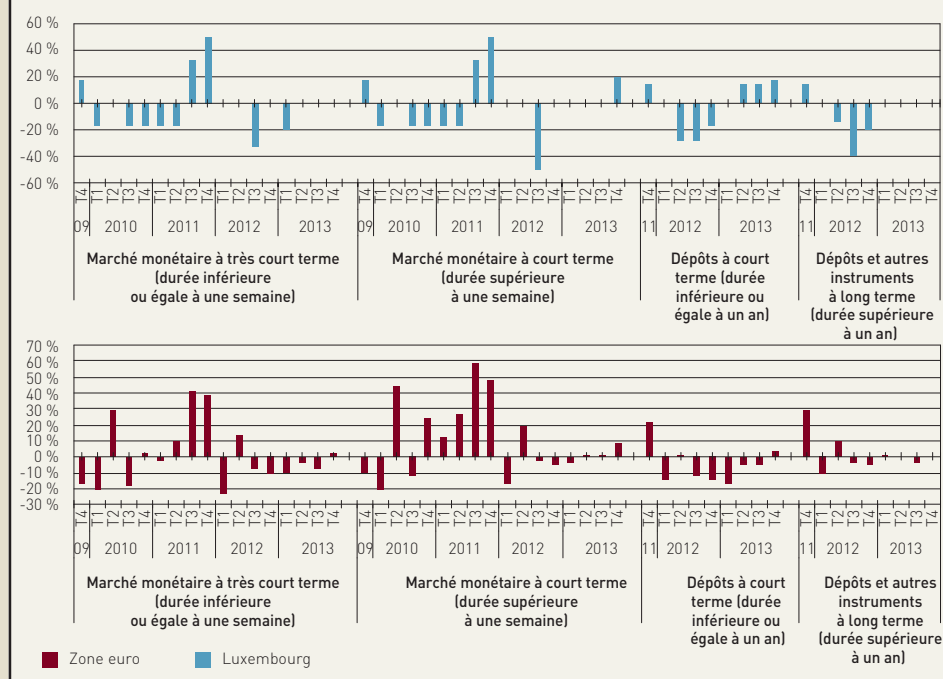
ces informations peut être utile pour appréhender le risque de refinancement des banques (ou encore leur risque de liquidité).

Le Graphique 3.8 retrace l'évolution des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques pour le secteur des SNF uniquement, étant donné qu'une ventilation plus détaillée est disponible pour ce secteur. Un pourcentage net positif (négatif) signifie que la majorité des banques a indiqué que ces éléments ont contribué à un durcissement (assouplissement) des critères d'octroi.

Dans la mesure où les résultats de l'enquête ne témoignent pas d'un durcissement généralisé des critères d'octroi au Luxembourg, il est peu surprenant de constater qu'une détérioration du coût des ressources et des contraintes bilantaires n'a pas été citée comme ayant eu un impact considérable sur la politique de crédit des banques de la place financière. Si les coûts liés au montant des fonds propres se sont légèrement détériorés en 2013, on constate une amélioration de la position de liquidité des banques au deuxième semestre 2013. La capacité d'accéder aux financements de marché est restée inchangée. Au niveau de la zone euro, la situation des banques s'est fortement améliorée en 2013. Les banques ont déclaré que le coût de financement et les contraintes de bilan avaient contribué à un léger assouplissement net des critères d'octroi.

Une analyse des résultats dérivés d'une question supplémentaire sur l'accès aux financements du marché permet d'apporter des précisions concernant l'évolution du risque de refinancement des banques. Si cette question fut introduite dans l'enquête régulière suite à l'émergence des tensions financières en 2007, elle fut modifiée par la suite afin de mettre en évidence les développements par rapport au trimestre précédent. Pour cette raison, le Graphique 3.9 ne couvre que la période allant du dernier trimestre 2009 au dernier trimestre 2011. Depuis l'enquête de janvier 2012, cette question couvre également l'impact des tensions financières sur l'évolution des dépôts des banques.

Graphique 3.9
Les conditions d'accès aux financements du marché
(pourcentages nets)



Sources : BCL, BCE

Au Luxembourg, les résultats de l'échantillon luxembourgeois n'indiquent pas de détérioration générale des conditions d'accès au marché monétaire ainsi qu'au niveau des dépôts. Une détérioration faible au niveau des dépôts à court terme et du marché monétaire à court terme est discernable au quatrième trimestre 2013. Pour des raisons de confidentialité, les résultats relatifs aux conditions d'accès à la titrisation ainsi qu'à l'émission de titres de créance ont été omis du graphique. Les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont de surcroît guère eu recours à ces deux types de refinancement. Cependant, au

niveau de la zone euro ces segments de marché sont relativement importants. À l'exception du quatrième trimestre, les résultats de la zone euro dans son ensemble indiquent que les conditions d'accès aux financements du marché se sont améliorées dans tous les catégories au cours de l'année 2013.

Afin d'être complet, il convient également d'évoquer le risque de contrepartie, bien qu'une analyse détaillée dépasserait la portée de cet encadré. Une question de l'enquête porte sur la perception de des risques relatifs aux perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises. En 2013, les résultats de l'échantillon luxembourgeois et de la zone euro signalent une baisse du risque de contrepartie. L'incidence de la perception du risque sur le durcissement des critères d'octroi s'est atténuée en 2013, revenant à des niveaux proches de ceux observés au début de la crise financière. La perception du risque par les banques continuant toutefois d'être une de leurs principales préoccupations pour l'établissement de leur politique de distribution du crédit.

En guise de conclusion, on peut constater que les résultats de l'échantillon luxembourgeois ne signalent pas de risques majeurs pour les trimestres à venir, ni par rapport à un éventuel risque de resserrement de crédit, ni en ce qui concerne le risque de refinancement des banques. De surcroît, le risque de contrepartie semble avoir diminué légèrement au Luxembourg. Dans la zone euro dans son ensemble, l'évolution des critères d'octroi appliqués aux SNF ainsi qu'aux ménages a poursuivi sa tendance baissière en 2013, évolution qui reflète surtout une amélioration de l'accès des banques au financement.

Les crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro

Les créances envers les résidents des autres pays membres de la zone euro poursuivent leur contraction en comparaison avec les années précédentes. Entre les mois de décembre 2012 et décembre 2013, ces derniers ont diminué de 7 229 millions d'euros pour porter l'encours à 63 667 millions d'euros, soit un niveau comparable avec les crédits accordés aux résidents.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, le financement bancaire aux entreprises non financières domine ces créances, avec une part relative de plus de la moitié du volume total. Ces dernières affichent un repli de 2 787 millions d'euros en comparaison annuelle, portant l'encours à 33 29 millions d'euros. Il convient cependant de noter que la baisse contenue durant le dernier trimestre intervient dans un contexte d'assouplissement des conditions d'octroi des prêts accordés aux entreprises. Les prévisions à la hausse de la croissance économique dans la zone euro laissent également présager une certaine stabilisation de ces créances.

Les crédits envers les autres intermédiaires financiers accusent également une forte régression de 4 512 millions d'euros en termes bruts, inscrivant leur encours à 17 426 millions d'euros.

Enfin, l'évolution des crédits aux ménages non résidents est particulièrement atone, la hausse des crédits immobiliers ayant compensé la chute des « autres » crédits sur la période observée.

Tableau 3.4 :

Crédits accordés par les banques à Luxembourg par contreparties et durées initiales
(encours en fin de période en millions d'euros, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		12-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Total	71 096	65 238	63 867	-7 229	-10,2	-1 371	-2,1	100,0
Administrations publiques	1 387	1 496	1 374	- 14	-1,0	- 122	-8,2	2,2
Autres intermédiaires financiers	21 938	18 197	17 426	-4 512	-20,6	- 770	-4,2	27,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	114	100	184	70	61,6	85	85,1	0,3
Sociétés non financières	36 056	33 619	33 269	-2 787	-7,7	- 350	-1,0	52,1
Ménages & ISBLM	11 600	11 827	11 613	13	0,1	- 214	-1,8	18,2
Crédits à la consommation	182	208	172	- 9	-5,0	- 35	-16,9	1,5
Crédits immobiliers	1 816	2 197	2 185	369	20,3	- 13	-0,6	18,8
Autres crédits	9 602	9 422	9 256	- 346	-3,6	- 166	-1,8	79,7

Source : BCL

Les crédits accordés aux résidents du reste du monde

A contrario, les crédits aux résidents hors zone euro se sont maintenus durant notre période d'observation. Fin décembre 2014, ces derniers s'élevaient à 41 286 millions d'euros, enregistrant une légère hausse par rapport à leur encours de fin 2012. Cette apparente stabilité montre des variations sous-jacentes importantes par rapport aux contreparties de ces contrats.

Deux développements méritent en effet d'être mentionnés. Premièrement, les banques de la place ont réduit leur crédit aux administrations publiques hors zone euro, principalement les positions envers le Royaume-Uni, tandis que leur octroi de financement aux entreprises et aux ménages affiche une hausse conjointe de 1 666 millions d'euros en perspective annuelle.

Tableau 3.5 :

Crédits accordés par les banques à Luxembourg aux non résidents de la zone euro
(encours en fin de période en millions d'euros, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		12-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Total	40 881	39 976	41 286	405	1,0	1 310	3,3	100,0
Administrations publiques	5 076	4 372	4 299	- 777	-15,3	- 73	-1,7	10,4
Autres intermédiaires financiers	12 480	12 061	11 999	- 481	-3,9	- 62	-0,5	29,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	84	80	81	- 3	-3,6	1	1,3	0,2
Sociétés non financières	17 596	17 011	17 827	231	1,3	816	4,8	43,2
Ménages & ISBLM	5 645	6 452	7 080	1 435	25,4	628	9,7	17,1

Source : BCL

Les dépôts de la clientèle non bancaire

Première source de financement des établissements de crédit comme le révèle l'analyse bilantaire de la section précédente, les dépôts de la clientèle non bancaire enregistrent une hausse de 15 829 millions d'euros durant l'année précédente, soit 5,9 %. Une analyse en termes de contreparties et provenances géographiques s'impose afin d'obtenir un aperçu plus détaillé des dépôts et inscrire leur perspectives d'évolution dans les changements structurels de la place financière à Luxembourg.

Les dépôts des résidents

Fin décembre 2013, les dépôts de la clientèle non bancaire luxembourgeoise s'élevaient à 167 667 millions d'euros, en hausse de 18 996 millions d'euros en comparaison annuelle sous l'impulsion d'une nette progression des montants déposés par les autres intermédiaires financiers. Notons cependant que l'ensemble des contreparties a contribué à cette hausse.

Le tableau ci-dessous indique que la majeure partie des fonds reçus proviennent des autres intermédiaires financiers dont l'apport de liquidités s'avère néanmoins fortement volatile et saisonnier. En effet, si leur progression annuelle s'inscrit à 13 393 millions d'euros, l'évolution durant le quatrième trimestre est marquée par une contraction de 2 158 millions d'euros. Fin décembre 2013, l'encours des dépôts s'élevait à 111 875 millions d'euros.

Le secteur non financier a également contribué à la hausse de l'agrégat. Les ménages, dont l'encours représente 17 % des dépôts des résidents, ont placé 1 851 millions d'euros supplémentaires dans leur comptes auprès des banques durant l'année écoulée. Leurs avoirs s'élèvent ainsi à 28 514 millions d'euros fin décembre 2013. Les montants déposés par les entreprises non financières enregistrent également une croissance de 22,6 % en rythme annuel.

Tableau 3.6 :

Dépôts reçus par les établissements de crédits de la clientèle non bancaire résidente

(encours en millions d'euros en fin de période, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		12-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Total	148 672	174 944	167 667	18 996	12,8	-7 276	-4,2	100,0
Administrations publiques	4 616	7 458	5 301	685	14,8	-2 158	-28,9	3,2
Autres intermédiaires financiers	98 483	117 728	111 875	13 393	13,6	-5 852	-5,0	66,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	7 338	7 767	7 794	457	6,2	28	0,4	4,6
Sociétés non financières	11 573	14 396	14 183	2 611	22,6	- 212	-1,5	8,5
Ménages & ISBLM	26 663	27 595	28 514	1 851	6,9	919	3,3	17,0

Source : BCL

Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro

Les dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro sont en repli de 6 956 millions d'euros en perspective annuelle, plaçant leur encours à 65 370 millions d'euros. Cette évolution découle en partie d'une rapide dégradation durant le dernier trimestre avec un retrait des montants déposés par tout type de contreparties.

Le tableau ci-dessous éclaire cependant d'autres évolutions divergentes par rapport à la clientèle résidente. Ainsi, les dépôts des autres intermédiaires financiers se sont globalement maintenus sur un an. Fin décembre 2013, ils affichaient un solde de 27 123 millions d'euros, représentant plus de 41 % du volume total de dépôts provenant des autres pays membres de l'union monétaire. De plus, malgré leur taille relativement limitée, les sociétés d'assurance et fonds de pension ont réduit leurs dépôts de 1 425 millions d'euros, soit une baisse de 21,6 % en rythme annuel.

Les sociétés non financières ont également procédé à un important retrait de leurs dépôts durant l'année précédente. Fin décembre 2013, leur encours atteint 15 467 millions d'euros, en baisse de 3 314 millions d'euros par rapport à leur niveau de 2012.

Enfin, le secteur des ménages n'échappe pas à cette tendance baissière. Entre fin décembre 2012 et fin décembre 2013, ces derniers ont réduit leurs dépôts de 2 052 millions d'euros pour porter le solde de leurs créances envers les banques luxembourgeoises à 17 470 millions d'euros. Il convient cependant de noter que ce développement s'inscrit dans une certaine continuité en comparaison avec les années précédentes.

Tableau 3.7 :

Dépôts reçus par les établissements de crédits de la clientèle non bancaire provenant des autres pays membres de la zone euro (encours en millions d'euros en fin de période, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Total	72 326	71 063	65 370	-6 956	-9.6	-5 693	-8.0	100.0
Administrations publiques	328	150	139	-190	-57.8	-12	-7.8	0.2
Autres intermédiaires financiers	27 098	28 411	27 123	25	0.1	-1 288	-4.5	41.5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	6 596	5 930	5 171	-1 425	-21.6	-759	-12.8	7.9
Sociétés non financières	18 781	17 823	15 467	-3 314	-17.6	-2 356	-13.2	23.7
Ménages & ISBLM	19 522	18 749	17 470	-2 052	-10.5	-1 279	-6.8	26.7

Source : BCL

En résumé, les chiffres de l'année 2013 révèlent que les ressources de financement émanant des contreparties non-bancaires de la zone euro ont poursuivi leurs tendances baissières (voir encadré 3.2).

Encadré 3.2

ÉVOLUTION DES PRINCIPALES SOURCES DE FINANCEMENT ET DES CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES BANQUES DE LA PLACE FINANCIÈRE

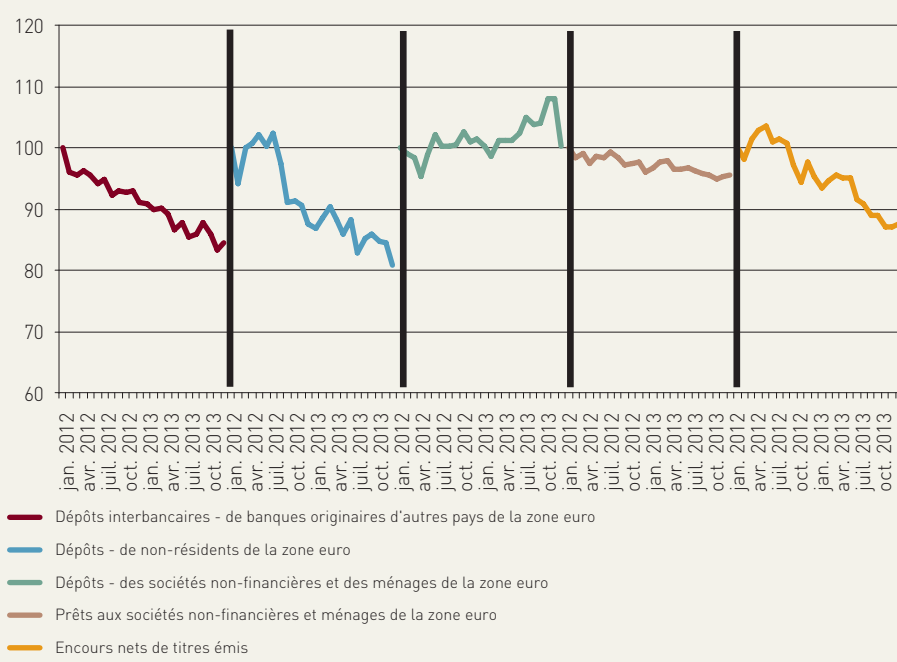
L'objet de cet encadré est de placer l'évolution des principales sources de financement et des principaux postes de créances des bilans bancaires dans une perspective historique. Il convient à ce stade de noter que la période de base est fixée à janvier 2012.

Le Graphique 3.10 illustre la contraction de l'activité interbancaire des établissements de crédit à Luxembourg, les dépôts interbancaires des institutions résidentes dans la zone euro s'inscrivant dans une tendance baissière depuis le début de la période d'observation. Fin décembre 2013, la valeur de l'indice s'élève à 84,5 points, soit une baisse cumulée de 15,5 % de ce poste bilan-

taire. Les dépôts de la clientèle non résidente de la zone euro varient selon une évolution similaire, le secteur financier jouant un rôle prédominant dans la baisse de cet agrégat. Notons également que l'évolution mensuelle du financement par émission de titres de dette doit être interprétée avec précaution en raison des effets de valorisation, ces titres étant comptabilisés à leur valeur de marché. En termes nominaux, le financement des banques sur le marché de la dette accuse une baisse cumulée de 12,4 %. Les prêts et dépôts des ménages et sociétés non financières de la zone euro renseignent sur l'activité d'intermédiation bancaire envers le secteur privé non financier. Il convient de remarquer que les opérations envers les contreparties résidant dans les autres pays membres de la zone euro s'inscrivent globalement à la baisse et donnent le ton à l'évolution agrégée, les banques de la place financière étant particulièrement actives dans ces marchés. Dans ce contexte, le crédit au secteur privé non financier en zone euro enregistre une baisse cumulée de 4,4 % durant notre horizon d'observation, sous l'impulsion d'une baisse des créances envers les sociétés non financières. Ce développement s'inscrit dans un contexte de ralentissement de l'activité économique dans la zone euro et donc un moindre besoin de financement pour les investissements en capital. Enfin, les dépôts se maintiennent durant les deux dernières années. La forte hausse enregistrée durant le mois d'octobre et novembre 2013 provient d'un apport de liquidités à court terme des entreprises issues des autres pays membres de la zone euro.

Graphique 3.10

Évolution indicielle des principaux postes bilanciaires
(janvier 2012 = 100)



Source : BCL

Les dépôts des résidents du reste du monde

En marge de ces développements, les dépôts des contreparties ne résidant pas dans la zone euro affichent une hausse de 3 788 millions d'euros. Le volume total atteint même un encours de 52 828 millions d'euros comme nous pouvons le lire dans le tableau ci-dessous. Les principaux contributeurs de cette hausse sont les administrations publiques et les sociétés non financières, dont les montants déposés augmentent respectivement de 1 057 millions d'euros et 2 655 millions d'euros durant la période sous revue. Les dépôts des ménages sont par contre relativement stables sur un an, mais il convient de garder à l'esprit qu'ils montrent une forte volatilité saisonnière en fin d'années, rendant l'interprétation de ces chiffres assez délicate.

Tableau 3.8:

Dépôts reçus par les établissements de crédits des non résidents de la zone euro

(encours en millions d'euros en fin de période, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		12-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Total	49 040	53 237	52 828	3 788	7,7	- 409	-0,8	100,0
Administrations publiques	3 304	3 268	4 362	1 057	32,0	1 093	33,5	8,3
Autres intermédiaires financiers	22 482	22 631	22 553	71	0,3	- 78	-0,3	42,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	594	925	750	156	26,2	- 175	-18,9	1,4
Sociétés non financières	10 198	13 309	12 852	2 655	26,0	- 457	-3,4	24,3
Ménages & ISBLM	12 462	13 104	12 311	- 151	-1,2	- 793	-6,1	23,3

Source: BCL

Encadré 3.3 :

CRÉANCES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR LES ADMINISTRATIONS
PUBLIQUES DES PAYS MEMBRES DE L'UNION EUROPÉENNE

Tableau 3.9 :

Encours de crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois aux administrations publiques des pays membres de l'Union européenne (en millions d'euros, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
Luxembourg	2 455	2 554	2 592	2 613	2 723
Allemagne	742	524	448	415	476
Espagne	860	806	732	348	374
Belgique	231	176	339	291	257
France	321	215	168	140	118
Portugal	0	0	58	58	58
Autriche	34	32	34	35	34
Italie	51	30	10	71	29
Pays-Bas	4	4	32	28	26
Finlande	1	1	0	0	0
Slovaquie	0	0	0	0	0
Slovénie	0	0	0	0	0
Chypre	0	0	0	0	0
Estonie	0	0	0	0	0
Grèce	97	21	0	0	0
Malte	0	0	0	0	0
Zone euro	4 794	4 363	4 412	4 000	4 096
République tchèque	0	0	0	0	0
Royaume-Uni	2 636	2 767	3 329	3 331	2 952
Suède	11	0	0	0	0
Lituanie	0	0	0	0	0
Lettonie	0	0	0	0	0
Danemark	1	0	0	0	0
Croatie	0	0	0	0	0
Hongrie	3	0	0	0	0
Bulgarie	0	0	0	0	0
Roumanie	0	85	0	0	0
UE hors zone euro	2 650	2 852	3 329	3 331	2 952
UE	7 444	7 215	7 741	7 330	7 048
Suisse	1 039	993	983	915	701
Autres pays	589	580	616	538	418
Etats-Unis	664	415	348	283	220
Institutions supranationales	0	0	0	9	9
Hors UE	2 292	1 988	1 947	1 746	1 348
Tous pays	9 736	9 203	9 688	9 076	8 396

Source : BCL

Le tableau ci-dessus montre une nette décroissance du volume total de crédits accordés par les banques luxembourgeoises aux administrations publiques entre décembre 2009 et décembre 2013, toutes zones géographiques confondues. En effet, l'encours de ces créances s'élevait à 8 396 millions d'euros fin décembre 2013, en repli de 13,3 % par rapport à leur niveau durant la même période de l'année 2011. Cette évolution trouve son origine dans une baisse des créances envers les administrations espagnoles dont l'encours est réduit de 49 % au cours de l'horizon d'observation. Hors zone

euro, les banques luxembourgeoises ont également réduit le financement des gouvernements de certaines économies avancées telles que le Royaume-Uni, les Etats-Unis et la Suisse. L'encours relativement élevé des créances envers les administrations luxembourgeoises s'explique par le fait que ces dernières privilégient le financement par crédit bancaire à l'émission de titres de dette (voir également tableau ci-dessous à ce sujet).

DÉTENTION DE TITRES PUBLICS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS

Tableau 3.10:

Encours de titres publics émis par les pays de l'Union européenne détenus par les établissements de crédit luxembourgeois (en millions d'euros, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
France	6 142	3 885	4 561	7 510	8 942
Italie	10 552	9 759	6 711	8 440	8 850
Allemagne	4 675	5 340	4 440	5 867	6 406
Belgique	4 299	4 912	3 115	3 039	2 964
Espagne	5 681	4 125	2 947	2 715	2 565
Pays-Bas	1 577	2 002	1 443	1 263	1 071
Luxembourg	291	605	672	884	1 052
Autriche	892	1 122	1 084	1 161	1 024
Portugal	1 614	1 291	1 148	922	905
Irlande	256	106	80	274	366
Finlande	266	330	539	479	174
Slovaquie	41	42	78	134	166
Slovénie	36	16	37	63	43
Chypre	26	25	22	4	5
Grèce	3 054	2 057	727	0	0
Estonie	0	0	0	0	0
Malte	0	0	0	0	0
Zone euro	39 402	35 618	27 604	32 755	34 531
Pologne	1 055	892	978	814	829
Hongrie	575	491	414	349	300
République tchèque	117	165	167	183	197
Royaume-Uni	61	64	154	160	147
Suède	143	75	40	42	60
Lituanie	92	87	82	34	28
Lettonie	4	16	16	16	16
Danemark	70	55	38	16	15
Croatie	9	0	0	9	8
Bulgarie	18	0	0	0	0
Roumanie	0	0	0	0	0
UE hors zone euro	2 144	1 845	1 888	1 622	1 600
UE	41 547	37 463	29 493	34 376	36 131
Etats-Unis	3 013	4 228	5 453	4 928	3 835
Autres pays	9 060	4 785	3 424	3 013	2 751
Institutions supranationales	304	3 215	3 828	4 663	837
Japon	443	661	744	949	471
Suisse	17	564	74	68	18
Hors UE	12 837	13 454	13 523	13 621	7 911
Tous pays	54 384	50 917	43 016	47 997	44 042

Source : BCL. Les titres publics recouvrent les titres de dette émis par les administrations publiques fédérales, locales et autres institutions parastatales telles que la sécurité sociale.

Le volume total de titres publics détenus par les banques à Luxembourg s'établit à 44 042 millions d'euros à la fin de l'année précédente, dont 34 531 millions d'euros de titres émis par les administrations publiques de la zone euro. Eu égard à l'agrégat bilanciel fin décembre 2013, cet encours représente 6 % de la somme des bilans. Ainsi, malgré une baisse de 8 % de l'encours en rythme annuel, la détention de titres publics est relativement stable par rapport à l'activité bancaire globale au Grand-duché. Notons cependant la hausse des positions envers les contreparties résidentes dans la zone euro sous l'impulsion d'acquisitions d'obligations françaises. A ce titre, il convient de remarquer la stabilisation de la demande de titres italiens après une forte baisse de 3 milliards d'euros entre décembre 2010 et décembre 2011 suite aux tensions sur les marchés obligataires des pays périphériques de la zone euro. Par rapport aux autres pays périphériques de la zone euro, le volume de titres détenus a diminué en comparaison annuelle et historique. La baisse des écarts de rendement des obligations souveraines des pays périphériques, mesurant les tensions sur les marchés financiers sur la capacité de ces pays à honorer leurs engagements, se traduit donc par une moindre exposition des banques luxembourgeoises au risque souverain. La hausse de la détention de titres publics des pays de l'UE est cependant insuffisante pour résorber la forte chute des positions envers la Banque Européenne d'Investissement (classée sous la contrepartie « institutions internationales »), passant de 3 013 millions d'euros fin 2012 à 837 millions d'euros en 2013.

Cependant, des tensions ont récemment été observées sur les marchés émergents. Même si actuellement les tensions dans ces pays peuvent être attribuées à des problèmes d'ordre conjoncturel (ralentissement de la demande dans les pays industrialisés et début de la politique de tapering aux Etats-Unis), elles révèlent également des problèmes structurels. Ainsi l'insuffisance des infrastructures physiques et un climat des affaires médiocre, conjugués, dans certains pays, à l'essoufflement du mouvement de réformes structurelles, induisent une baisse de la croissance potentielle. En l'absence de politiques économiques adéquates, la décroissance de la production potentielle dans les pays émergents pourrait accroître la fragilité de leurs économies et déclencher chez les investisseurs une plus grande aversion à l'égard du risque. Un tel scénario augmenterait les difficultés des pays émergents et serait dommageable à la croissance mondiale et donc aux économies industrialisées. Dans son bulletin mensuel de mars 2014, la BCE² suggère que les répercussions au niveau mondial des tensions actuelles observées dans les pays émergents devraient rester limitées, tant que les turbulences observées dans ces marchés ne s'intensifient pas et demeurent cantonnées à un nombre réduit de pays. Par conséquent, les développements futurs des pays émergents doivent être suivis de près afin d'apprécier et de prévenir les éventuels risques associés.

A titre indicatif, les banques de la place détiennent des titres de dette souveraine des pays émergents pour 1 645 millions d'euros fin décembre 2013, soit 4,6 % du total des encours envers les administrations de la zone euro. Par conséquent, dans le cas du Luxembourg, l'exposition des banques aux obligations souveraines des pays émergents reste très limitée voire peu significative.

Tableau 3.11 :

Encours de titres publics émis par les pays émergents³ détenus par les établissements de crédit luxembourgeois
(en millions d'euros, des différences peuvent apparaître en raison des arrondis)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
Europe	1 865	1 579	1 553	1 256	1 200
Amérique du Sud et Centrale	961	901	273	239	425
Asie	347	0	21	22	21
Total pays émergents	3 173	2 481	1 847	1 517	1 645

Source : BCL

2 BCE, 2014, « Répercussions des tensions récemment observées sur les marchés financiers des économies de marché émergentes », Encadré 1, Bulletin mensuel, Janvier 2014.

3 Liste des pays émergents par zone géographique : Europe (Bulgarie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Roumanie, Russie, Turquie, Ukraine), Amérique du Sud et Centrale (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Venezuela), Asie (Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Pakistan, Philippines, Thaïlande).

1.4 LE COMPTE DE PERTES ET DE PROFITS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

1.4.1 Evolution des revenus

Selon des chiffres toujours provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit luxembourgeois, y inclus leurs succursales à l'étranger, affiche une progression de 7,0 % en rythme annuel. Une analyse plus détaillée des principales sources de rentabilité bancaire révèle que la hausse du produit bancaire trouve son origine dans l'évolution favorable des revenus non-récurrents, plus particulièrement des autres revenus net qui renseignent les variation de juste valeur des portefeuilles titres détenus par les banques. Il convient cependant de préciser que le résultat annuel est modéré par une hausse de 7,2 % des frais généraux (frais administratif et de personnel). Enfin, le résultat net s'inscrit à la baisse par rapport à l'année fiscale 2012 en raison d'une forte hausse des impôts sur le revenu et le bénéfice durant l'année 2013.

Tableau 3.12:

Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit du Luxembourg, y inclus leurs succursales à l'étranger (encours en millions d'euros)

RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS		2011	2012	2013	12-2012 - 12-2013	
					VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	19 828	16 591	12 790	-3 801	-22,9
2	Produits de dividendes	920	899	822	- 77	-8,6
3	Charges d'intérêts	14 650	11 672	8 297	-3 375	-28,9
4	Marge sur intérêts (1+2+3)	6 098	5 818	5 315	- 503	-8,6
5	Revenus nets sur commissions	4 084	3 956	4 307	351	8,9
6	Revenus sur opérations de change	114	164	187	23	14,0
7	Autres revenus nets	-2 057	499	1 281	782	156,7
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	2 141	4 619	5 775	1 156	25,0
9	Produit bancaire (4+8)	8 239	10 437	11 090	653	6,3
10	Frais de personnel	2 772	2 872	3 064	192	6,7
11	Frais d'exploitation	2 110	2 170	2 342	172	7,9
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 882	5 042	5 406	364	7,2
13	Amortissements sur immobilisé non financier	301	354	288	- 66	-18,6
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 056	5 041	5 396	355	7,0
15	Constitution nette de provisions	- 364	156	128	- 28	-17,9
16	Dépréciations nettes	1 893	620	844	224	36,1
17	Résultats divers	0	1	8	7	446,5
18	Résultats avant impôts (14-15-16+17)	1 527	4 266	4 432	166	3,9
19	Impôts sur revenu et le bénéfice	50	514	798	284	55,3
20	Résultat net (18-19)	1 477	3 752	3 634	- 118	-3,2

Source: CSSF, calculs BCL. Les données ont été ajustées afin de tenir compte de nouvelles informations.

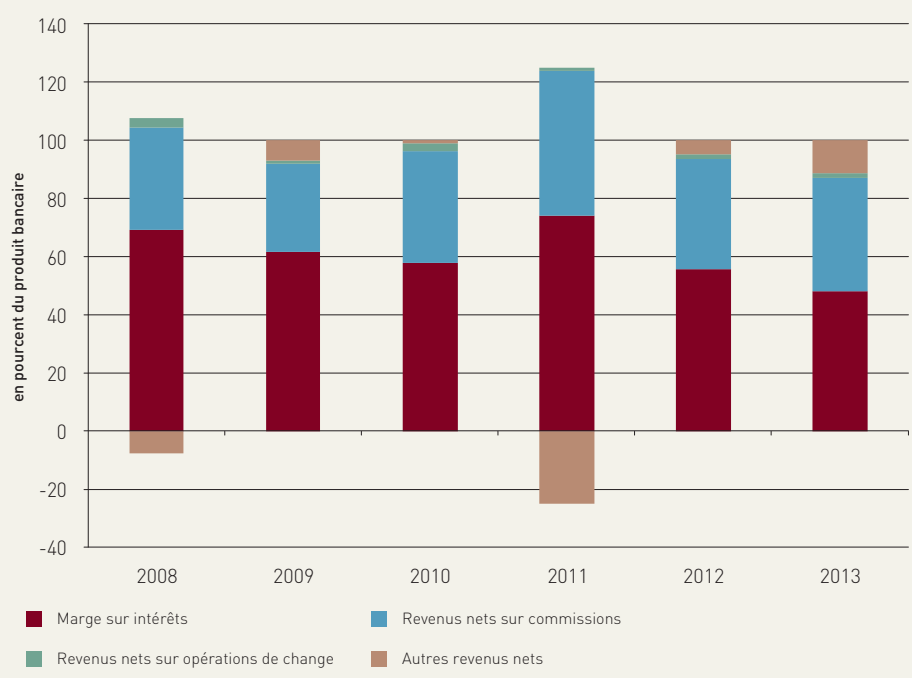
Les récentes évolutions illustrent une situation financière globale toujours fragile pour les banques de la place financière. En effet, les revenus sur intérêt continuent à décroître sous l'effet conjugué d'une baisse de la somme des bilans et de faibles marges d'intermédiation. En effet, si les crédits accordés au secteur non financier résident se maintiennent, le financement bancaire aux entreprises non financières des autres pays membres de la zone euro continue de s'inscrire à la baisse en comparaison annuelle, dans

un contexte de reprise économique toujours incertaine et fragile dans l'union monétaire. En outre, des taux de refinancement, à leur plus bas niveau historique, exercent des pressions baissières sur les taux d'intérêts de détail. Ces éléments permettent d'expliquer en partie la décreue de la marge sur intérêts qui, durant l'année 2013, affiche un encours de 5 315 millions d'euros, en repli de 8,6 % en comparaison annuelle.

A titre indicatif, il convient de remarquer que toutes les composantes des revenus sur intérêts s'inscrivent à la baisse. Les intérêts perçus diminuent ainsi de 22,9 % par rapport à 2012 tandis que les intérêts bonifiés baissent de 28,9 %. Les revenus de valeurs mobilières, en tant que composante de la marge sur intérêts, s'élevaient à 822 millions d'euros en 2013, légèrement en retrait par rapport à leur flux de l'année précédente. En raison de ces développements sous-jacents, la contribution de la marge sur intérêts s'inscrit à 47,9 % du produit net bancaire, poursuivant sa baisse tendancielle comme illustré sur le Graphique 3.11.

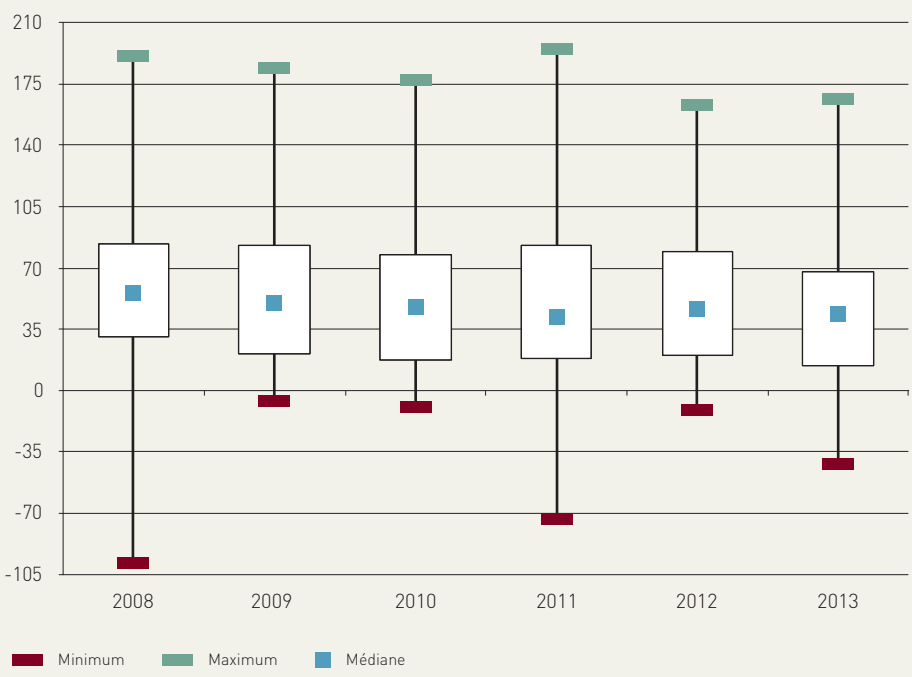
L'analyse des graphiques de dispersion nous offre une vue plus détaillée de cette évolution de la marge sur intérêts. La baisse de la contribution au produit net bancaire est relatée par une contraction des observations individuelles autour d'une valeur médiane de 43,7 %. En revanche, la diversité des modèles d'activité des banques de la place financière explique la forte variance de ce ratio, visible par un allongement du premier et quatrième

Graphique 3.11
Contribution des principales sources de revenus dans le produit bancaire



Source : CSSF, calculs BCL

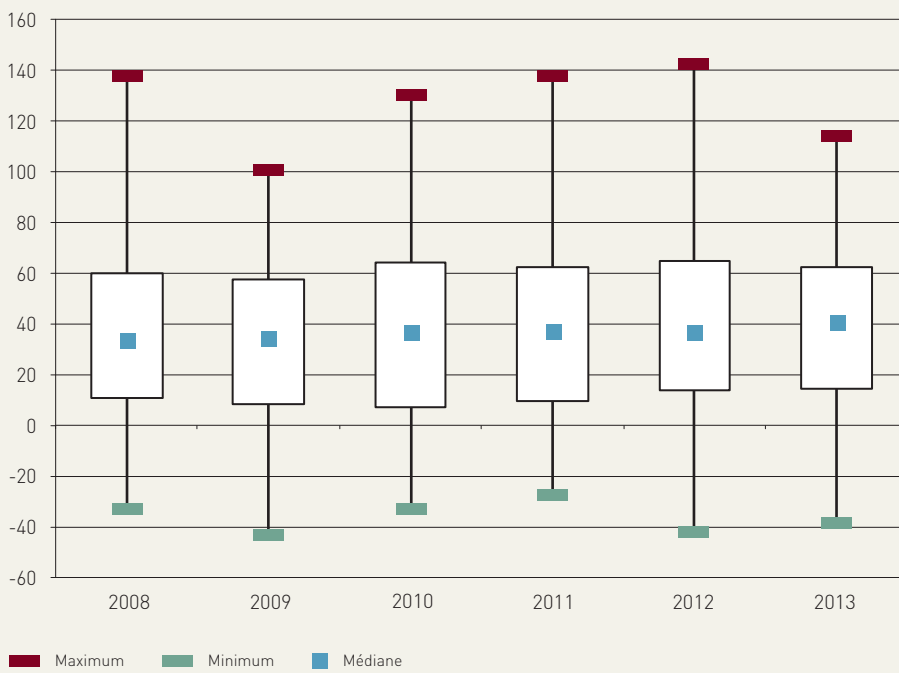
Graphique 3.12
Dispersion de la part de la marge sur intérêts dans le produit net bancaire (%)



Source : CSSF, calculs BCL

Graphique 3.13

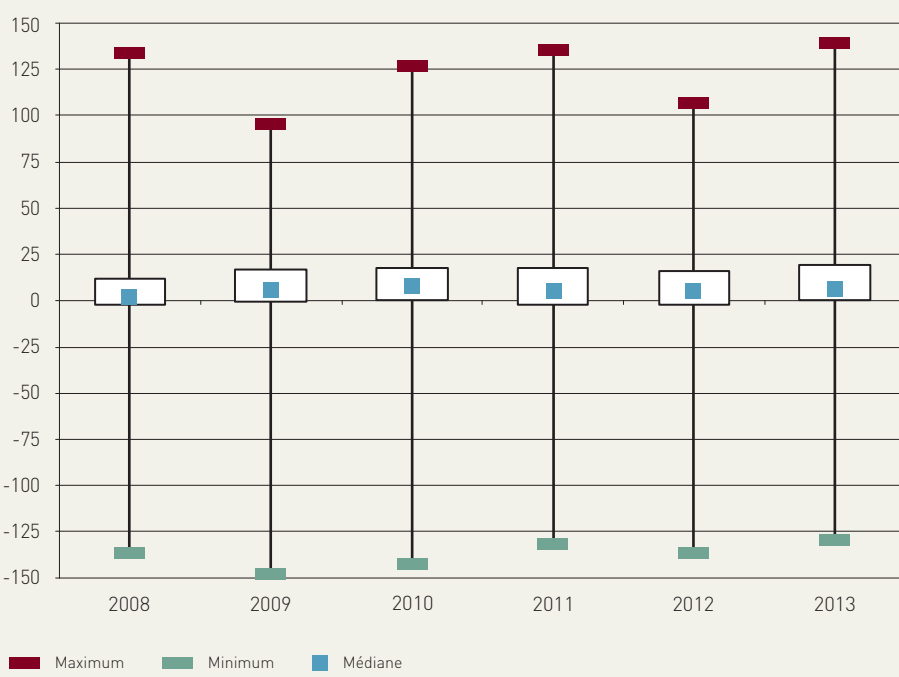
Dispersion de la part du solde net sur commissions dans le produit net bancaire (%)



Source : CSSF, calculs BCL

Graphique 3.14

Dispersion de la part des autres revenus nets dans le produit net bancaire (%)



Source : CSSF, calculs BCL

quartile qui reprennent les valeurs extrêmes.

A contrario, les revenus nets sur commission enregistrent une hausse de 8,9 % en comparaison annuelle (soit 351 millions d'euros en termes bruts) pour porter l'encours à 4 307 millions d'euros en 2013. Cette progression s'inscrit dans la foulée d'une certaine amélioration des conditions sur les marchés des capitaux, en particulier l'évolution favorable des principales valeurs boursières. Il convient à ce titre de souligner la hausse de la valeur nette d'inventaire des organismes de placements collectifs en action à Luxembourg. Cette reprise des marchés financiers se matérialise par conséquent par une hausse de la valeur des actifs sous gestion par les banques dépositaires, donc de l'assiette à la base du calcul des frais de gestion. La contribution des revenus nets de commission au produit bancaire s'inscrit par conséquent à la hausse à 38,8 % en 2013.

Ce regain d'appétit pour le risque influe également sur la catégorie des autres revenus nets qui regroupent essentiellement les variations de juste valeur des portefeuilles titres détenus par les banques. Ces derniers affichent un solde positif de 1 261 millions d'euros en 2013, en progression de 782 millions d'euros par rapport au flux observé durant l'année précédente. Si cette source de revenus porte véritablement la rentabilité bancaire en 2013, il convient d'interpréter ces résultats avec prudence en raison de son caractère particulièrement hétérogène et volatile.

Le produit bancaire, qui regroupe les catégories de revenus bancaires précitées affiche un solde de 11 090 millions d'euros en 2013, en hausse de 6,3 % en rythme annuel.

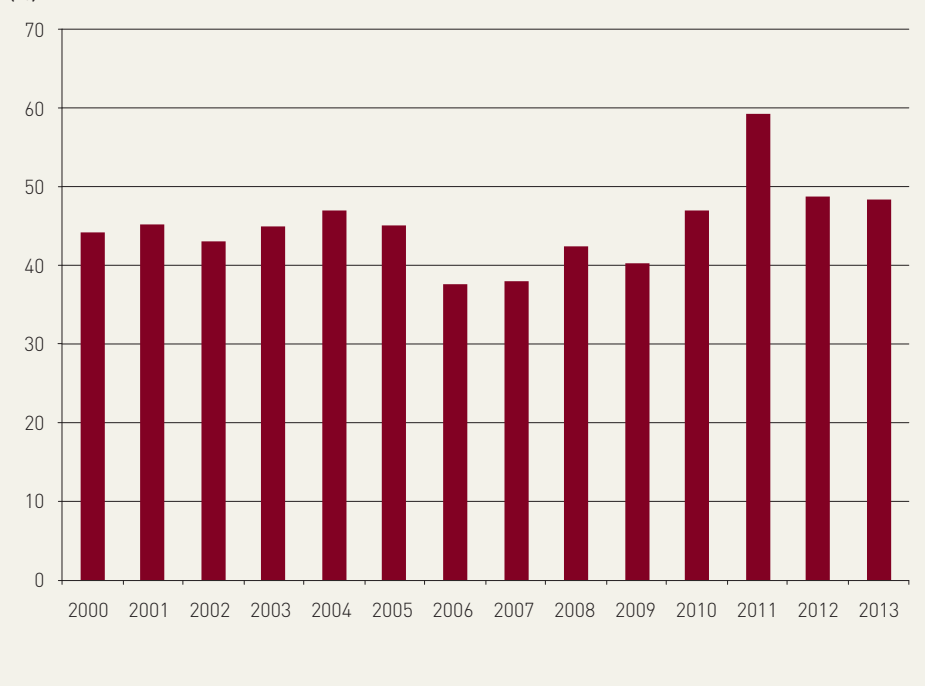
1.4.2 Evolution des coûts

Les frais généraux affichent une progression de 364 millions d'euros en comparaison annuelle pour porter l'encours à 5 406 millions d'euros en 2013, et ce sous l'effet conjugué d'une hausse des frais administratifs et des frais de personnel (augmentant respectivement de 172 millions d'euros et 192 millions d'euros). Le coefficient d'exploitation se maintient cependant autour de 48 %, en net repli eu égard aux 59,3 % enregistrés en 2011. En substance, près de la moitié du produit bancaire est absorbé par ces frais. Cette progression découle en partie des restructurations engendrées par des plans sociaux au sein de certains établissements bancaires tandis que la hausse du produit bancaire poursuit une évolution favorable permettant de stabiliser ces indicateurs de maîtrise des coûts.

Fin décembre 2013, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements bancaires, connaît une progression de 7,0 % en comparaison annuelle pour afficher un solde de 5 396 millions d'euros.

Concernant les provisions pour risques généraux, cette dernière poursuit sa tendance baissière en comparaison avec les années précédentes. Fin décembre 2013, les banques de la place financière ont néanmoins constitué 128 millions d'euros de provisions, soit

Graphique 3.15
Evolution du coefficient d'exploitation (%)



Source : CSSF, calculs BCL

Graphique 3.16
Dispersion de la part des dépréciations nettes dans l'actif total (%)



Source : CSSF, calculs BCL

Graphique 3.17

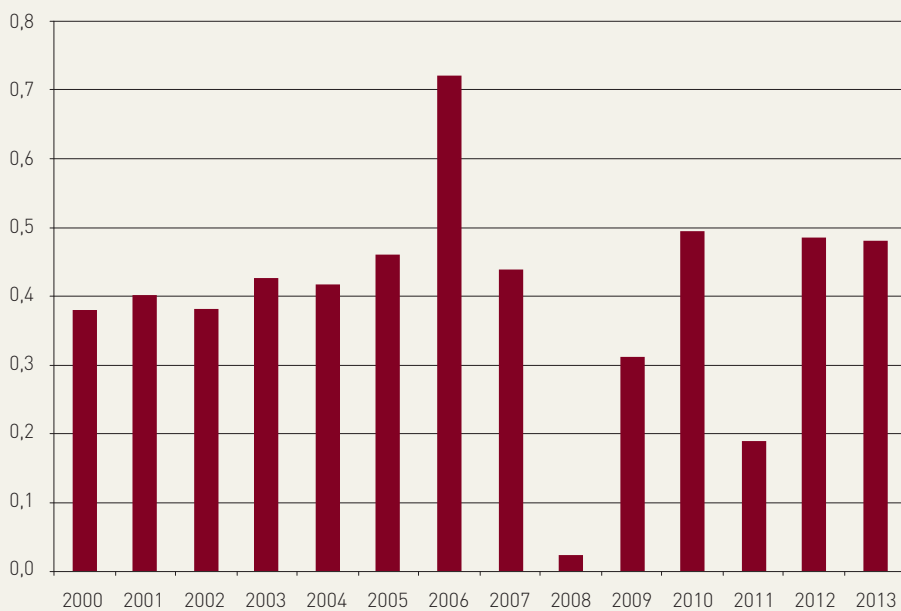
Dispersion de la part des provisions nettes dans la marge sur intérêts (%)



Source : CSSF, calculs BCL

Graphique 3.18

Evolution du rendement sur actifs (%)



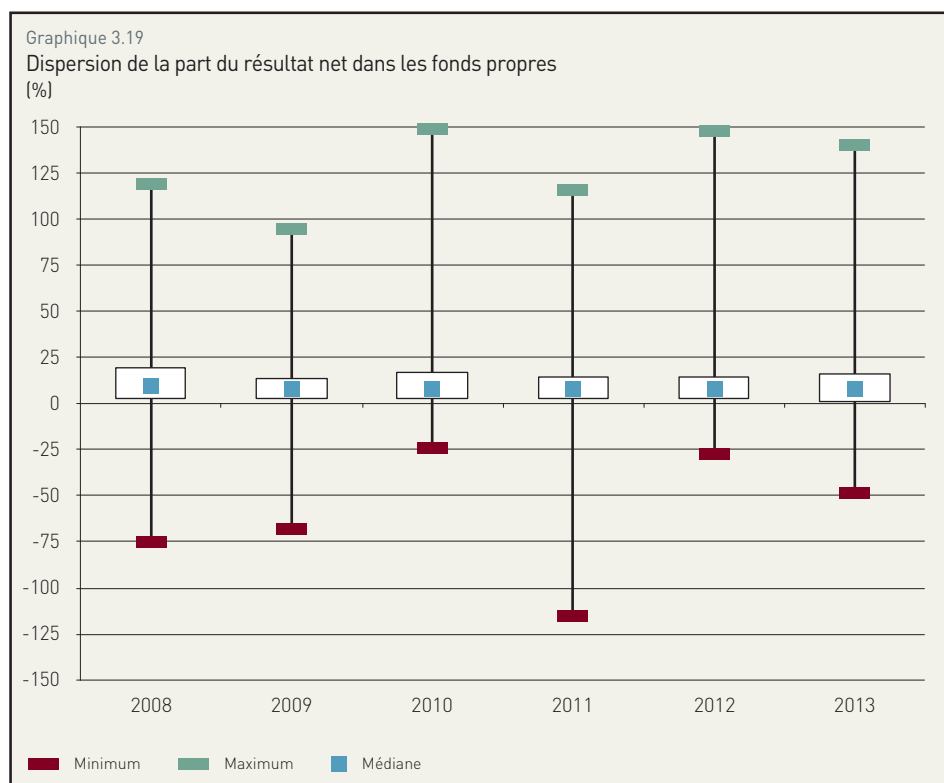
Source : CSSF, calculs BCL

un montant inférieur à 17,9 % par rapport à l'exercice de 2012. Néanmoins, les dépréciations nettes s'inscrivent à la hausse durant l'année écoulée. Les banques de la place financière ont ainsi acté 844 millions d'euros de dépréciations, soit un montant supérieur de 224 millions d'euros par rapport à l'exercice précédent. Malgré cette progression significative de 36,1 % en rythme annuel, le montant des dépréciations est largement inférieur à son niveau de 2011, au plus fort de la crise de la dette souveraine. Il convient cependant de surveiller la progression des dépréciations de près dans un contexte de turbulences dans les marchés émergents.

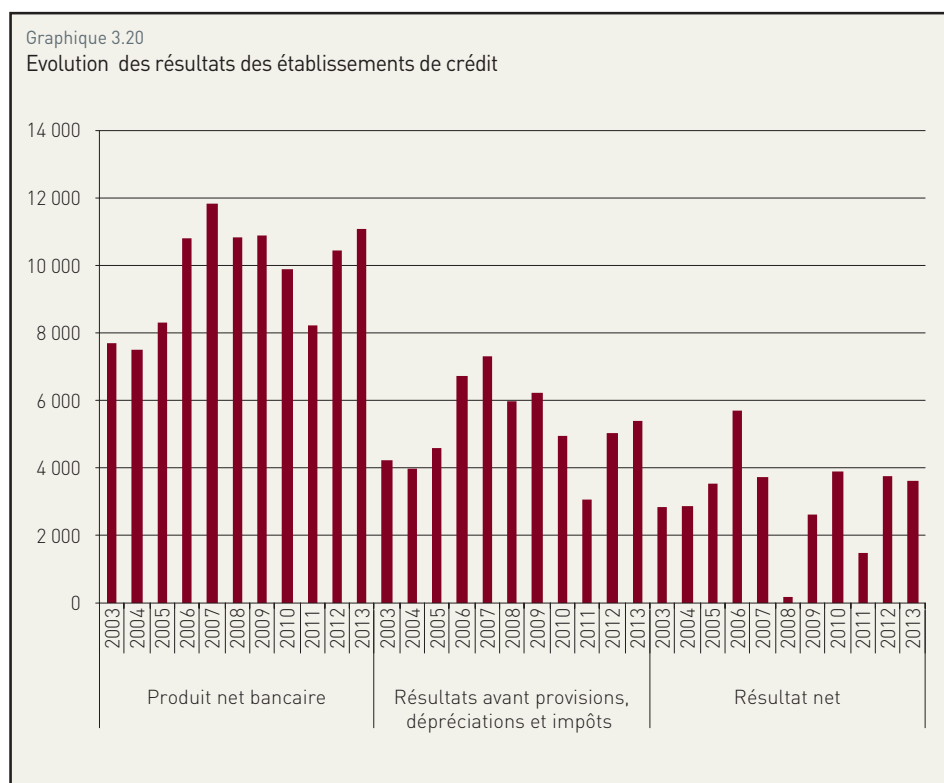
Le résultat net dégagé par les établissements bancaires s'est légèrement replié de 3,2 % sur un an. Deux indicateurs fréquemment utilisés dans la littérature financière seront utilisés pour étudier l'évolution du résultat net. Rapporté à au volume total d'activité bancaire, tel que mesuré par la somme des bilans, le rendement sur actifs se maintient à 0,48 %. Ainsi, malgré une hausse du profit bancaire, la stabilité de ce ratio provient de la contraction de l'agrégat bilanciel en décembre 2013. La rentabilité bancaire peut également être mesurée par le rapport entre le résultat net et les fonds propres. Fin décembre 2013, la valeur médiane de ce ratio se situait à 7,6 %, cette dernière demeurant par ailleurs relativement stable après l'émergence de la crise financière. Un examen plus détaillé révèle une forte hétérogénéité des données individuelles, le modèle d'affaires des banques jouant un rôle prépondérant dans la détermination du ratio.

1.5 LA SOLVABILITÉ

Les établissements de crédits luxembourgeois présentent en règle générale des ratios de solvabilité nettement supérieurs aux minimas réglementaires requis. Ce constat demeure valable sur la période 2012-2013 et est conforté par les résultats des estimations du z-score pour l'ensemble des établissements de crédit luxembourgeois ainsi que par la dispersion des probabilités de défauts individuels des établissements de crédit (voir encadré 3.4).



Source : CSSF, calculs BCL



Source : CSSF, calculs BCL

Encadré 3.4 :

L'INDICE Z-SCORE ET LA PROBABILITÉ THÉORIQUE DE DÉFAUT DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES : INDICATEURS DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Le z-score est une mesure très répandue pour l'évaluation de la santé financière des établissements bancaires. L'attractivité de cet indice réside dans son lien étroit avec la probabilité d'insolvabilité d'une banque, c'est-à-dire la probabilité que la valeur de ses actifs soit insuffisante pour couvrir le remboursement du passif contracté.

Le z-score demeure une approximation de l'indicateur reflétant la distance par rapport au seuil de défaillance (DD)⁴ d'une banque ou d'une société quelconque. La différence fondamentale entre le z-score et la DD est d'ordre statistique. Elle se situe dans la nature des données exploitées pour l'évaluation de la solidité financière des banques. Dans ce cadre, le z-score est une mesure conservatrice qui s'appuie exclusivement sur des informations bilantaires historiques, tandis que la DD requiert une combinaison de données de marché et de bilan des banques. En d'autres termes, la distance par rapport au défaut (DD) est reflétée par le nombre d'écart-types qui sépare la valeur de marché des actifs d'un établissement bancaire de la valeur comptable de ses dettes. En l'absence de cotations boursières pour certains établissements, le z-score représente un substitut approprié pour évaluer la solidité financière du secteur bancaire dans son ensemble et/ou des banques de manière individuelle. Par ailleurs, il peut être complété par le recours à d'autres indicateurs, tels que les indices de vulnérabilité, les ratios macro-prudentiels ou encore la modélisation des répercussions des chocs économiques ou financiers sur l'activité bancaire dans le cadre des stress-tests.

Le z-score est défini comme étant la mesure, en nombre d'écart-types, de la baisse du taux de rendement bancaire aboutissant à une absorption complète des fonds propres. Ainsi, si la valeur du z-score est élevée, le risque de défaillance devrait être assez faible. A contrario, le rapprochement du z-score de la valeur de l'écart-type du rendement des actifs est une indication d'une probabilité de défaut élevée de la banque en question.

Le z-score se présente sous la forme suivante :

$$z = \frac{k + \mu}{\sigma}$$

où (k) représente le ratio des fonds propres de chaque banque, (μ) est la moyenne du rendement des actifs, approché par le rapport entre le profit après impôts et l'actif total, tandis que (σ) reflète la volatilité du rendement des actifs.

Une fois les résultats du z-score calculés, les probabilités théoriques de défaut relatives à chaque période sont estimées par l'intermédiaire de la formule suivante :

$$PoD_t = N(-z_t)$$

Où (N) est la fonction de répartition d'une variable normale centrée et réduite.

Pour les besoins de l'analyse, le secteur bancaire luxembourgeois est représenté par les 113 banques et filiales présentes durant la période 1994T1-2013T4. Les banques disparues suite à des processus de fusions-acquisitions ou à des fermetures de filiales au cours de cette période sont donc exclues de notre échantillon, tandis que les nouveaux entrants sont inclus. L'analyse est conduite sur des données en panel à fréquence trimestrielle. La valeur des variables utilisées pour

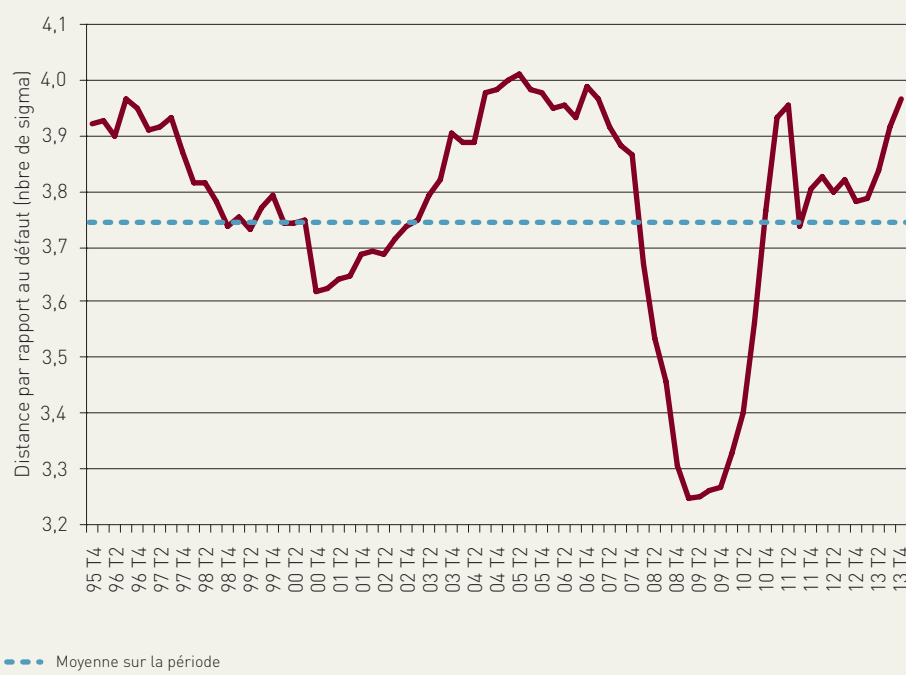
4 DtoD : Distance to default. La construction de cet indicateur (DtoD) se base sur le modèle de Merton, qui est fondé sur la théorie des options (voir Merton, R. (1974) : On the Pricing of Corporate Debt : the Risk Structure of Interest Rate ; Journal of Finance, Vol. 29, n° 2, pp. 449-470).

le calcul de l'indice z-score est une moyenne calculée pour chaque banque en adoptant une fenêtre glissante fixée à 8 trimestres. L'évolution temporelle de l'indice z-score agrégé est reflétée par la moyenne de l'ensemble des observations disponibles au cours d'un trimestre donné. Le graphique ci-dessous illustre les résultats obtenus.

D'une manière générale, les variations de l'indice agrégé z-score sont caractérisées par une évolution cyclique. Tout d'abord, un léger creux est observé en 2001-2002 ; il peut être attribué à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques. En revanche, la période 2005-2007 est caractérisée par une nette amélioration du z-score. Cette nouvelle phase reflète une amélioration significative de la profitabilité des banques. Elle résulte de la diminution de la volatilité des rendements des actifs bancaires ; laquelle est associée à une grande stabilité de la volatilité des marchés financiers sur cette période. Il convient de souligner la nette dégradation de l'indice depuis le dernier trimestre 2007 jusqu'au premier trimestre de l'année 2009. Au cours de cette période le niveau de cet indice a atteint son plus bas niveau historique. A cette phase de fragilité a succédé une période durant laquelle une amélioration appréciable du niveau de l'indice z-score est enregistrée. D'ailleurs, cette progression s'est traduite par un niveau de l'indice supérieur à sa moyenne historique. Toutefois, cet ajustement n'a été que transitoire dans la mesure où la tendance de l'indice z-score s'est inversée au troisième trimestre 2011 pour se stabiliser autour de la moyenne historique de l'indice tout au long de l'année 2012. Quant au niveau de l'indice en 2013, il affichait une progression importante qui traduit une amélioration sensible de la solidité financière du système bancaire. Le niveau actuel converge vers ses valeurs historiques les plus élevées ; il traduit la capacité « appréciable » du système bancaire luxembourgeois dans son ensemble, à absorber des chocs sévères et/ou de nature systémique. Cependant, il serait utile de rappeler que la crise souveraine a affecté sensiblement les profits des établissements de crédit ainsi que la taille de leurs bilans. Sous le poids de l'ajustement des bilans des établissements de crédit en cette période de profitabilité faible et d'implémentation de nouvelles règles prudentielles, il est fort probable que le niveau d'indice convergerait vers son niveau historique.

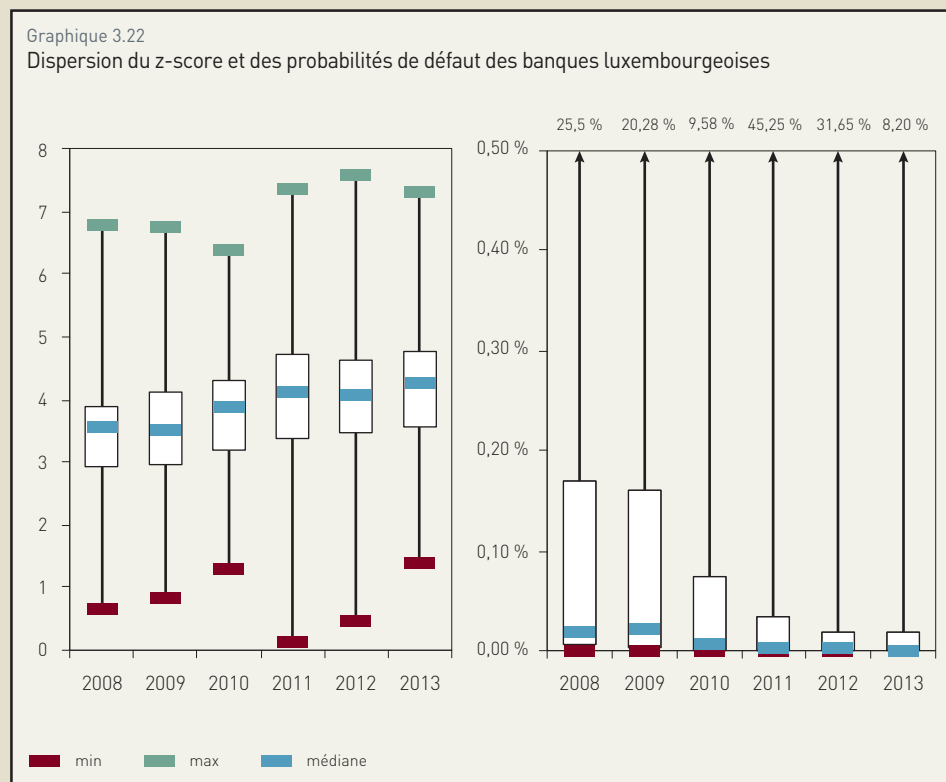
En dépit de l'amélioration affichée, le constat de la résilience du système au niveau agrégé doit toutefois être nuancé, au vu des disparités observées sur les niveaux de l'indice entre les banques luxembourgeoises, qui affichent des degrés de vulnérabilité divers. Il n'est donc pas surprenant de constater que la probabilité théorique de défaut estimée pour certains établissements bancaires affiche des niveaux élevés. Toutefois, les risques d'instabilité au niveau agrégé sont marginaux dans la mesure où les interconnexions des banques « fragiles » avec le reste des établissements de crédits au Luxembourg sont mineures.

Graphique 3.21
L'indice logarithmique du z-score des banques luxembourgeoises : 1995:T4-2013:T4



Source : CSSF, calculs BCL

Les graphiques ci-dessous présentent conjointement le résumé de la dispersion des z-scores trimestriels des banques, et celui de leurs probabilités de défaut pour la période 2008-2013



Source : CSSF, calculs BCL

Bien que la médiane de la probabilité de défaut demeure très faible (0,001 %), il ressort de l'analyse que le niveau maximum de cette probabilité en 2013 affiche une diminution importante de près de 23 points de pourcentage par rapport au niveau estimé à la fin du quatrième trimestre 2012. Ainsi, après avoir atteint en 2011 un niveau sans précédent de 45,25 % pour l'établissement le plus vulnérable, la probabilité de défaut maximale affichait un net repli à 31,65 % au quatrième trimestre 2012, puis 8,20 % en 2013. Cependant, la dispersion des probabilités de défaut décrite par les trois quantiles est contenue dans un intervalle beaucoup plus étroit, ce qui constitue plutôt un signe

d'amélioration de la solidité financière des établissements bancaires.

Il faut noter que la situation financière globale du secteur bancaire est compatible avec les exigences de stabilité financière du système bancaire. Toutefois, l'examen des scores individuels des banques luxembourgeoises laisse présager la persistance d'un certain degré de fragilité. Au vu de l'absence de liens interbancaires importants avec ces quelques établissements de crédit, il nous semble que les risques de contagion à d'autres acteurs luxembourgeois sont marginaux.

Cette affirmation est compatible avec les résultats des estimations des probabilités conditionnelles qu'au moins deux banques fassent défaut au même moment.

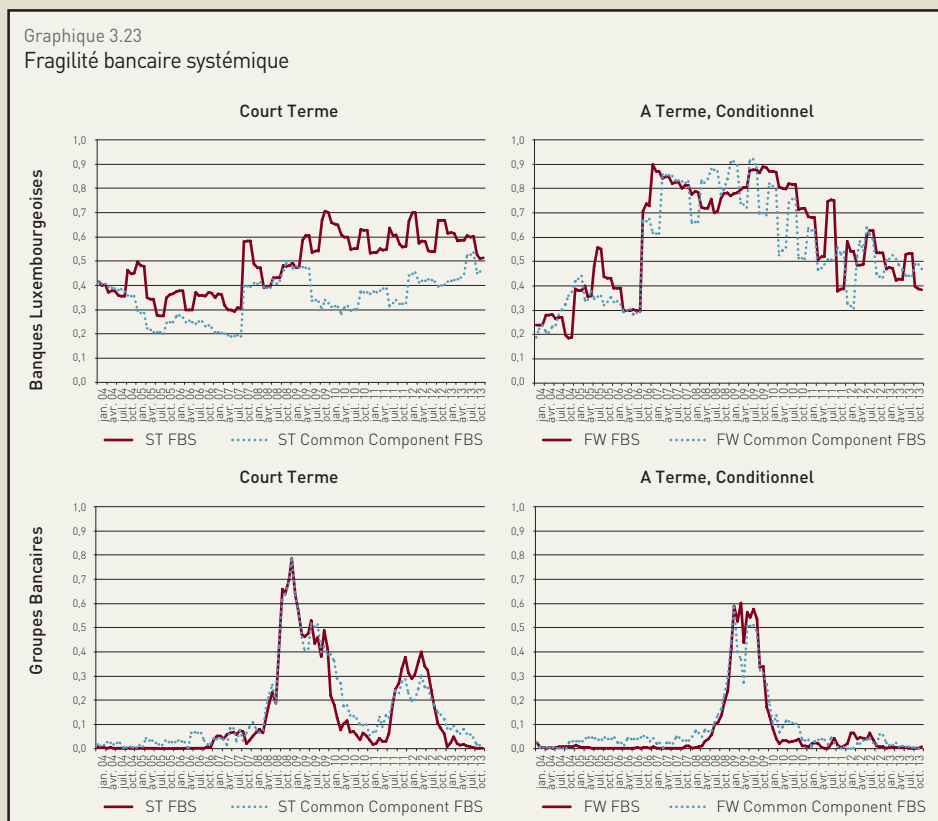
La méthodologie adoptée pour l'estimation de ces probabilités est dérivée de l'approche CIMDO, permettant ainsi la construction d'une mesure des fragilités bancaires dont la nature est systémique (FSB). Dans ce cadre, l'extraction des composantes communes (CC FSB) sous-jacentes à la mesure de FSB fournit un aperçu sur l'accumulation temporelle des vulnérabilités. Afin de tenir compte des liens entre les établissements de crédit luxembourgeois et leurs maison-mères, les estimations sont conduites sur un échantillon constitué de 5 banques sélectionnées de façon dynamique et pondérée par la valeur de leurs actifs parmi les 39 banques luxembourgeoises appartenant aux 32 groupes bancaires européens.

Le graphique ci-dessous présente la mesure FBS à court terme (CT) ainsi que la probabilité à terme (FW) conditionnée au fait que les banques n'ont pas fait faillite pendant la première année. La FBS diminue pour les banques luxembourgeoises

tandis qu'elle est stable pour les groupes bancaires jusqu'au troisième trimestre de 2006. A partir de ce moment, de manière synchronisée avec l'aggravation de la crise des subprimes, la FBS a progressé, ce qui est synonyme d'un accroissement de la fragilité systémique des groupes bancaires mais aussi des banques luxembourgeoises, en particulier après la faillite de Lehman Brothers au mois de septembre 2008. La FBS a augmenté de nouveau lorsque les difficultés fiscales de la Grèce sont apparues en 2010. A la fin de l'année 2011, l'accord sur l'implication du secteur privé (PSI) dans le plan de sauvetage à la Grèce a permis l'atténuation des facteurs de fragilités et un amenuisement des probabilités de défaut. En 2012, malgré une augmentation d'une nature temporaire due à l'aggravation de la crise hellénique et à la détérioration de la situation économique en Espagne, le degré de la fragilité bancaire s'est réduit. En 2013, malgré une stabilisation de la FBS pour les banques luxembourgeoises et une légère augmentation pour les groupes bancaires européens durant la première moitié de l'année, qui peuvent être attribuées aux incertitudes temporaires relatives à l'assainissement budgétaire au Portugal et aux difficultés économiques à Chypre, la mesure FBS affichait une réduction des risques systémiques communs aussi bien dans le secteur bancaire luxembourgeois que pour les groupes bancaires européens. Il est important de souligner que l'amélioration du risque systémique commun est évidente non seulement pour la mesure FBS à court terme mais également pour la mesure conditionnelle du FBS à terme. Dans ce contexte, il est très important de relativiser l'importance des niveaux des probabilités estimées pour les établissements de crédit luxembourgeois comparativement à ceux estimés pour les groupes bancaires européens. En effet, un biais important d'estimation est à considérer compte tenu de l'absence de données de marché (cotation) des filiales de groupes étrangers actives au Luxembourg. Un tel biais nous conduit à accorder plus de valeur au taux de variation des probabilités qu'à leur niveau. Au vu de la trajectoire des probabilités estimées, il s'avère que la tendance affichée par leurs taux de croissance est descendante, reflétant ainsi l'amenuisement de leur vulnérabilité.

Quant à l'évolution de la CC FBS, la tendance ascendante affichée par les groupes bancaires européens dès le début de l'année 2004 jusqu'à la fin du premier semestre précédant la faillite de Lehman Brothers est à souligner.

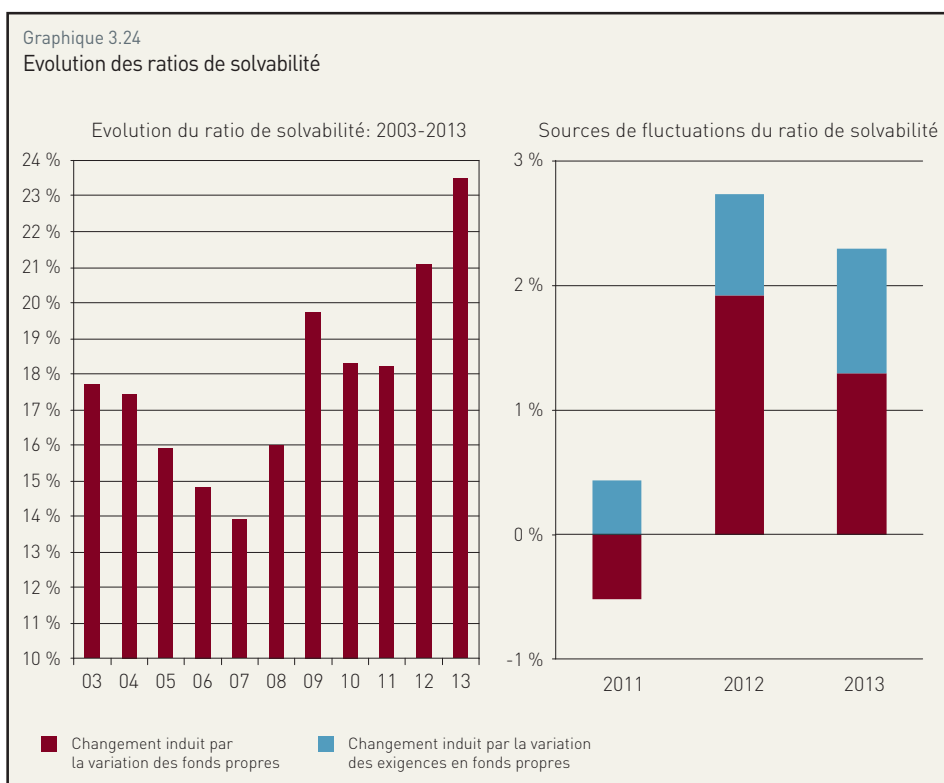
Etant donné que la FBS est une mesure de contagion, l'évolution divergente jusqu'à 2007 de la FBS et de ses composantes principales peut être attribuée à la myopie des marchés quant à leur perception des risques systémiques de la contagion jusqu'à ce que les facteurs idiosyncratiques propres aux banques ne deviennent visibles. Cette divergence entre la FBS et ses composantes principales est instructive. Dans le cas des groupes bancaires européens, le troisième trimestre de 2011 et la deuxième moitié de 2012 peuvent être caractérisés par une amélioration



Source : CSSF, calculs BCL

générale des facteurs sous-jacents aux composantes principales de la FBS, notamment les coûts de financement. Cependant, le niveau estimé de la FBS laisse présager que les marchés sont davantage sensibles aux facteurs idiosyncratiques et spécifiques aux banques européennes. En dépit du redressement de l'activité interbancaire des établissements de crédit luxembourgeois de notre échantillon et ce depuis le début de l'année 2011, une explication similaire peut être avancée compte tenu de la contribution négative de quelques facteurs idiosyncratiques pour les banques jusqu'au premier trimestre 2012. En dépit d'une augmentation de la CC FBS pendant la première moitié de 2013 au Luxembourg, la progression de l'appétit des investisseurs pour le risque a diminué les tensions sur les marchés de capitaux. Les banques ont pu augmenter leur financement avec l'émission de dettes subordonnées et dans un contexte de faible volatilité. L'amélioration de l'environnement financier s'est traduite aussi par la réduction des facteurs de risque structurels en l'occurrence ceux captés par la mesure CC FBS.

Graphique 3.24
Evolution des ratios de solvabilité

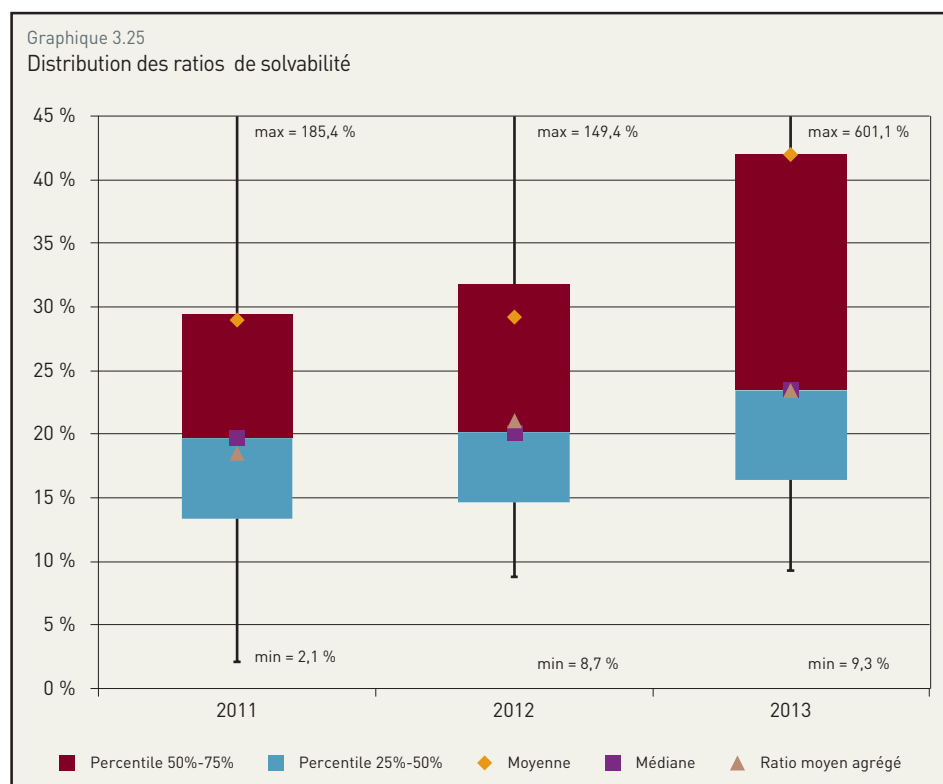


Source : BCL / CSSF

Au 31 décembre 2013, le ratio de solvabilité moyen des banques luxembourgeoises a atteint un niveau de 23,5 %, en hausse de 2,4 points de pourcentage par rapport au 31 décembre 2012 (voir graphique 3.24). Quant aux deux composantes du ratio de solvabilité, on observe d'une part une augmentation des fonds propres (+6,1 %) contribuant pour 1,4 points de pourcentage à l'évolution du ratio. D'autre part, on constate également une diminution des actifs pondérés par le risque, qui se traduit en une baisse des exigences en fonds propres (-4,8 %) et contribuant ainsi pour 1,0 points de pourcentage à l'augmentation du ratio. Au 31 décembre 2013, 66 % des établissements avaient enregistré une hausse des fonds propres par rapport à 2012, tandis que pour la moitié des établissements les exigences additionnelles en fonds propres se sont réduites.

Le ratio de solvabilité s'est amélioré pour 73 établissements parmi les 111 établissements considérés. Le taux moyen de progression affiché par ces derniers a été de 27 %, alors que les autres établissements ont affiché une détérioration dont le taux moyen est de 13 %. Le nombre de banques pris en compte pour cette analyse a progressé de six unités sur une base annuelle.

Le graphique 3.25 illustre la distribution des ratios de solvabilité des établissements de crédit luxembourgeois. Comme pour les années précédentes, la distribution des ratios reste caractérisée par une asymétrie positive. En effet, la médiane se situe à 23 % tandis que le premier et le troisième quartile de la distribution s'élèvent à 16,4 % et 42,4 % respectivement. Par ailleurs, tous les établissements de crédit disposent d'un ratio de solvabilité supérieur aux exigences légales (8 %). En effet, le ratio de solvabilité minimal observé fin 2013 est de 9,3 % (8,7 % en 2012). Le nombre d'établissements de crédit ayant un ratio inférieur à 10 % en 2013 s'est réduit à 2 entités, comparativement à 4 unités en 2012. Enfin, 82 % des établissements considérés présentaient un ratio de solvabilité supérieur à 15 % fin 2013, contre 71 % fin 2012. Les actifs totaux de ces établissements représentaient 89 % du total de tous les établissements fin 2013 contre 66 % fin 2012.



Source : CSSF, calculs BCL

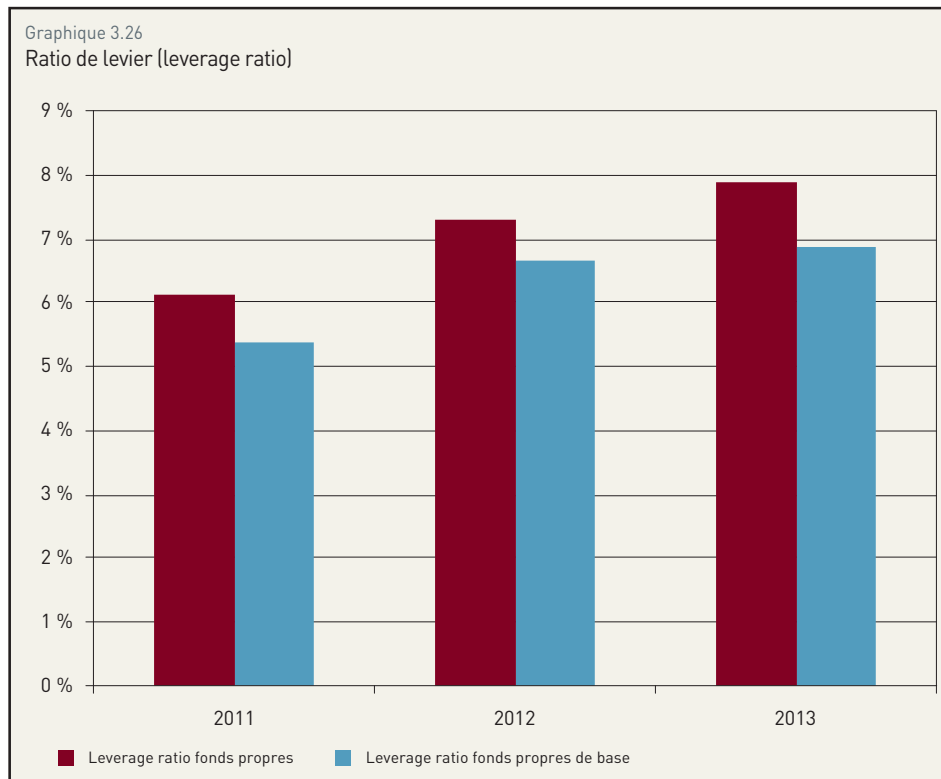
Quant au ratio Tier 1 agrégé, qui ne tient compte que des fonds propres de catégorie 1, il a progressé de 6,6 % pour se situer à un niveau de 20,5 % en 2013 (contre 19,2 % en 2012). Il est à noter que le poids des fonds propres qualifiés de « Tier 1 » des banques représente 87 % (91 % en 2012) de l'ensemble des fonds propres disponibles.

Quant à la composition des exigences en matière de fonds propres, le risque de crédit, avec une part relative de 87 % (stable depuis 2012), demeure le facteur déterminant de l'évolution du dénominateur du ratio de solvabilité.

Avec la mise en application du règlement UE 575/2013 (le règlement CRR) à partir du 1^{er} janvier 2014, les banques luxembourgeoises ont dès lors constitué une marge afin de répondre aux exigences plus contraignantes en matière de capital. Il convient de préciser que le règlement CRR, qui transpose en législation européenne les règles de Bâle prévoit outre le ratio de solvabilité et le ratio de fonds propres Tier 1, l'introduction d'un ratio de fonds propres de base (« Core Tier 1 ») qui est fixé à 4,5 %. Le règlement CRR prévoit par ailleurs l'introduction progressive d'un coussin de conservation supplémentaire de 2,5 %. Alors que l'introduction de ce coussin de conservation peut être lissée jusqu'en 2019, les établissements de crédit luxembourgeois sont tenus d'introduire ce coussin de conservation dès 2014, de sorte que les exigences minimales pour le ratio des fonds propres de base vont s'établir à 7 % à partir du 1^{er} janvier 2014.

Graphique 3.26

Ratio de levier (leverage ratio)



Source : CSSF, calculs BCL

1.6 LE RATIO DE LEVIER

Le ratio de levier, c'est-à-dire le rapport des fonds propres au total des actifs (sans pondération au risque), s'établit fin 2013 à 7,9 % (7,2 % en 2012) sous l'effet à la fois d'une augmentation des fonds propres (6,1 %) et d'une légère baisse des actifs totaux (-2,6 %). Le ratio de levier par rapport aux fonds propres de base se situe, quant à lui, à 6,9 % (6,6 % en 2012). On constate dès lors une légère baisse du taux d'endettement des établissements de crédits luxembourgeois. Globalement, les établissements de crédit luxembourgeois restent dès lors bien positionnés en vue de respecter l'introduction possible du ratio de levier prévu par le dispositif réglementaire de Bâle III comme norme de pilier I, même si ce ratio inclut également des éléments de hors-bilan, tels que les lignes de crédit confirmées.

1.7 LA LIQUIDITÉ

En attendant l'introduction des normes de liquidité Bâle III, et plus particulièrement du « liquidity coverage ratio » en 2015, la norme prudentielle en matière de liquidité reste le ratio de liquidité local, qui mesure les actifs qualifiés comme liquides par rapport aux passifs exigibles. Les établissements de crédit sont tenus de respecter sur une base permanente un ratio minimum de 30 %.

Le ratio de liquidité moyen des établissements de crédit s'établit à 70 % fin 2013 (69 % en 2012).

Tableau 3.13:

Distribution des ratios de liquidité

SOMME DE BILAN (€ MILLIONS)	12-2011			12-2012			12-2013		
	NOMBRE	RATIO DE LIQUIDITE MOYEN	% SOMME DE BILAN	NOMBRE	RATIO DE LIQUIDITE MOYEN	% SOMME DE BILAN	NOMBRE	RATIO DE LIQUIDITE MOYEN	% SOMME DE BILAN
≥ 10 000	21	65 %	67 %	19	65 %	64 %	21	66 %	64 %
≥ 2 500 et < 10 000	36	73 %	25 %	38	75 %	28 %	33	76 %	26 %
> 500 et < 2 500	43	80 %	7 %	44	81 %	7 %	47	80 %	9 %
< 500	40	85 %	1 %	36	80 %	1 %	42	85 %	1 %

Source : CSSF, calculs BCL

D'après le tableau 3.13, on constate que la plupart des établissements de crédit connaissent une situation de liquidité assez confortable. D'une manière générale, les banques de taille plus importante maintiennent des ratios légèrement en-dessous de la moyenne. Ainsi 21 établissements de crédit ayant des sommes de bilan supérieures à 10 000 millions d'euros au 31 décembre 2013 et représentant 64 % de la somme de bilan totale des banques luxembourgeoises, affichent un ratio de liquidité moyen de 66 %. En revanche, le ratio de liquidité reste plus élevé pour les banques de taille plus petite.

D'une manière générale, les établissements de crédit luxembourgeois gardent, de par leurs modèles d'affaires, majoritairement un surplus de liquidité. Celui-ci peut être évalué par le « non-bank customer funding gap », mesurant les dépôts non-bancaires par rapport aux crédits à la clientèle non-bancaire. Ainsi, au niveau agrégé, le volume des dépôts non-bancaires est 1,6 fois plus élevé que celui des prêts non-bancaires au 31 décembre 2013. En comparaison annuelle, ce coefficient est resté quasiment stable.

Le ratio des dépôts de la clientèle non-bancaire par rapport aux actifs liquides des banques luxembourgeoises est passé de 60 % fin 2012 à 63 % fin 2013. La couverture des dépôts par les actifs liquides s'est donc réduite de 5 %.

Il convient de noter que le ratio prudentiel de liquidité compilé actuellement n'a qu'un contenu informationnel limité, étant donné qu'il est basé sur des données statiques. La BCL, dans sa mission de surveillance, s'appuie dès lors sur des outils complémentaires pour évaluer la liquidité des établissements de crédit, notamment un outil permettant de conduire des tests d'endurance en matière de liquidité (voir encadré 3.5) ainsi que d'un reporting journalier sur la situation de liquidité à court terme des établissements de crédit.

Encadré 3.5 :

LA SENSIBILITÉ DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES AUX CHOCS DE LIQUIDITÉ

Cet encadré décrit les évolutions de la vulnérabilité des banques luxembourgeoises à des chocs de liquidité.

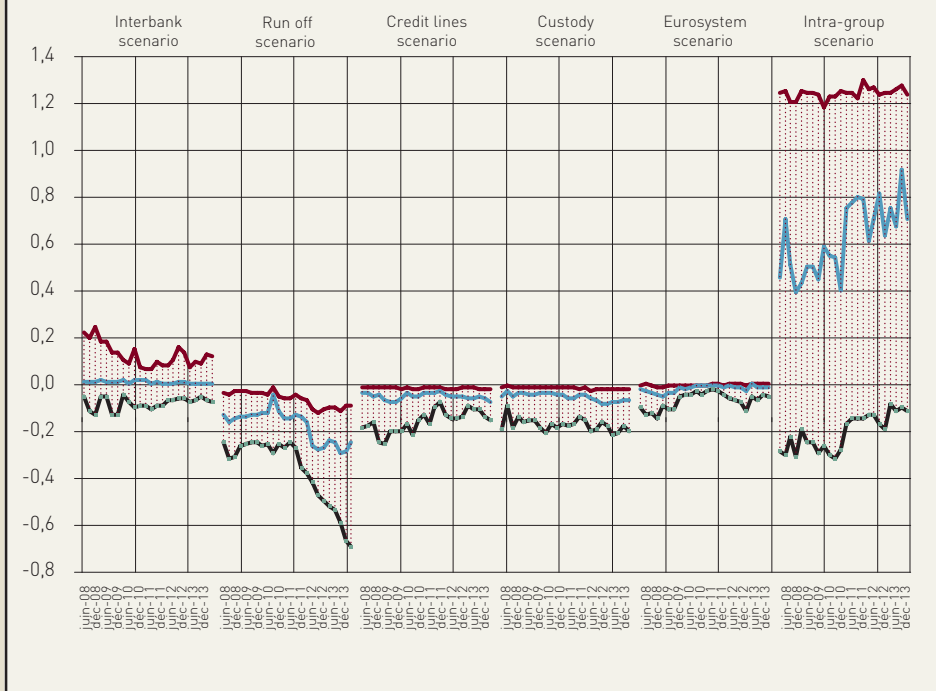
En vue d'analyser le degré de résistance des banques luxembourgeoises face à l'émergence de chocs de liquidité, la BCL a développé un indicateur statistique de liquidité (voir Rychtárik et Stragiotti [2009] et Rychtárik [2009]). L'analyse de la vulnérabilité est conduite à travers la simulation d'un ensemble de chocs différents et en quantifiant leur impact potentiel sur la valeur de référence de l'indicateur de liquidité.

L'échantillon de base retenu pour la période considérée inclut entre 60 et 90 banques. L'analyse s'est faite sur le même échantillon de banques utilisé les années précédentes, couvrant différents modèles d'activité et de structures de banques.

La simulation est effectuée à travers 6 scénarios différents:

- un choc sur le marché interbancaire ;
- un retrait important de dépôts;
- une utilisation importante des lignes de crédits,
- un retrait partiel, mais conséquent des avoirs de tiers ;
- une progression importante des décotes des titres admis aux refinancements de l'Eurosystème, et
- une simulation du « netting » des positions du bilan et du hors bilan avec les parties liées (intragroupe).

Graphique 3.27
Impact des différents scénarios



Sources : BCL, BCE

valeurs négatives. Cette divergence s'explique par l'hypothèse adoptée quant à la liquidité des actifs interbancaires. Ainsi, les banques actives sur ce segment avec des engagements à court terme sur le marché interbancaire peuvent afficher des résultats positifs.

Analyse des différents scénarios :

Scénario interbancaire:

Ce scénario considère une évaporation de la liquidité sur le marché interbancaire. La médiane de l'indicateur de liquidité reste relativement stable sur l'ensemble de la période sous revue. Le quartile supérieur, qui a connu une baisse entre 2008 et 2010 traduisant une diminution des crédits interbancaires, s'est stabilisé au cours de l'année 2011. Cette tendance a été corroborée par les résultats des années 2012 et 2013.

Scénario de retrait des dépôts:

Ce scénario est caractérisé par un retrait significatif des dépôts par les entreprises, les fonds d'investissement et les ménages auprès des banques. Au vu de l'évolution de la médiane et du premier quartile, la matérialisation d'un tel scénario aurait pour conséquence une progression significative des besoins de liquidité de la plupart des banques. Pour l'année 2013, le déclin des résultats pour les banques du premier quartile se poursuit, ce qui signifie que les banques les plus exposées à ce risque ont connu une détérioration de leur situation pendant les trois dernières années.

L'impact d'un scénario est mesuré par un changement relatif ($r_{b,t}$) de l'indicateur de liquidité, c'est-à-dire de sa valeur sous stress ($S_{b,t}$) par rapport à sa valeur de référence ($b_{b,t}$).

$$r_{b,t} = \frac{S_{b,t}}{b_{b,t}} - 1$$

Le graphique 3.27 illustre les résultats des différents scénarios. Il représente l'évolution graphique de la valeur de $r_{b,t}$.

Il en ressort que les scénarios de chocs affectant les activités interbancaires et intragroupes engendrent des valeurs négatives de l'indicateur de liquidité, mais aussi positives, tandis que les autres scénarios n'engendrent que des

Scénario d'utilisation des lignes de crédits:

Ce scénario envisage l'utilisation des lignes de crédit accordées par les banques en faveur de leurs contreparties. Alors que le scénario a présenté une distribution relativement stable au cours des années 2008 à 2010, on observe une évolution plus favorable par rapport à ce scénario pour les banques du premier quartile, ce qui s'explique par une réduction des lignes de crédit accordées entre 2011 et 2013.

Scénario de retrait partiel des avoirs de tiers:

Ce scénario considère la possibilité d'un retrait d'avoirs de tiers auprès des banques. La distribution de cet indicateur de liquidité est relativement constante sur l'ensemble de la période d'observation. Néanmoins, une légère détérioration de cet indicateur peut être observée à partir de la seconde moitié de l'année 2012, ce qui s'explique en partie par une augmentation des avoirs de tiers sous gestion.

Scénario Eurosysteme:

Le choc afférent à ce scénario est simulé à travers une hausse des décotes (haircuts) appliquées au collatéral mobilisable dans le cadre des opérations de refinancement auprès des banques centrales. L'évolution de la distribution de l'indicateur de liquidité, principalement pour le quartile inférieur, montre que la dépendance des banques envers les opérations de politique monétaire au cours de l'année 2013 a diminué par rapport à 2012. Ceci montre que les banques luxembourgeoises sont devenues moins sensibles à ce type de scénario.

Scénario intragroupe:

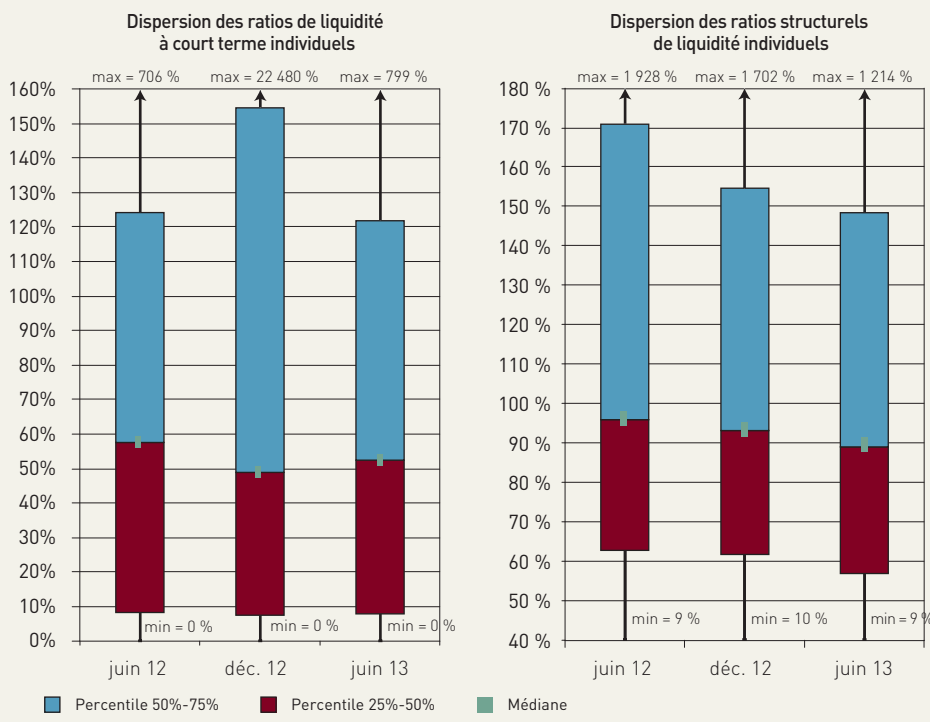
Ce scénario tient compte de la situation des banques luxembourgeoises vis-à-vis des parties liées (intragroupe). On constate que la distribution est relativement dispersée, ce qui reflète la diversité des modèles d'affaires des filiales des groupes bancaires, qui agissent soit en tant que fournisseur de liquidité, soit en tant que receveur de liquidité pour leur groupe. Les valeurs positives de la médiane et du quartile supérieur indiquent une tendance à donner plus de liquidité au groupe qu'à en recevoir. La distribution a été plutôt volatile en 2013, à l'image des années précédentes. La médiane se situe néanmoins à un niveau plus élevé que les années précédentes, témoignant d'une augmentation de l'excédent de liquidité vis-à-vis des parties liées.

En vue de la mise en place des nouvelles normes de la liquidité Bâle III, la BCL mène en outre, en coopération avec la CSSF, des études d'impact au niveau luxembourgeois des nouveaux standards depuis le 31 décembre 2010. Celles-ci servent à évaluer la situation des banques luxembourgeoises par rapport aux nouvelles normes, à détecter d'éventuelles conséquences non intentionnelles et à fournir des enseignements qui servent à leur calibrage final.

D'après la dernière étude d'impact réalisée sur base des chiffres du 30 juin 2013, 48 % des banques luxembourgeoises ayant été soumises à cette enquête ont rempli les exigences du ratio de liquidité à court terme (liquidity coverage ratio, LCR) tel qu'il sera introduit en législation européenne à partir de 2015 et 40 % des banques ont respecté les exigences du ratio structurel de liquidité (net stable funding ratio, NSFR). Le graphique 3.28 illustre la répartition des deux ratios de liquidité, qui se caractérise par une asymétrie positive tant pour le LCR que pour le NSFR. Alors que le ratio de liquidité à court terme affiche une dispersion des résultats plus importante en décembre 2012, l'assouplissement du ratio à 60 % a considérablement amélioré le résultat général, dont 11 banques ont profité en juin 2013. Pour

Graphique 3.28

Evolution des ratios de liquidité Bâle III



Sources: BCL / CSSF, calculs BCL

le ratio structurel de liquidité le résultat général s'est légèrement dégradé tout en se concentrant néanmoins davantage autour de la médiane.

En dépit d'une situation de liquidité saine et d'un échelonnement de la période d'introduction du ratio de liquidité à court terme, une majorité des établissements de crédit luxembourgeois ne respectent dès lors pas encore les nouvelles normes de liquidité. S'agissant du ratio de liquidité à court terme, certaines hypothèses, comme la composition restrictive des actifs éligibles pour le stock d'actifs liquides, le plafonnement des flux entrants à 75 % des flux sortants et les taux de déperdition élevés sur certaines catégories de flux sortants s'avèrent particulièrement pénalisantes pour le modèle d'affaires des banques luxembourgeoises.

Une partie des banques devra apporter des ajustements à son modèle d'affaires, rallonger la structure d'échéance de ses sources de refinancement ou bien augmenter l'encours des actifs liquides éligibles afin de respecter le ratio de liquidité à court terme lors de son entrée en vigueur en 2015.

Encadré 3.6 :

RÉGULATIONS BÂLE III ET LEUR MISE EN ŒUVRE EN EUROPE : ACTUALITÉS

Suite au constat que de nombreux établissements bancaires n'ont pas su résister à divers chocs malgré le respect des règles prudentielles en vigueur, le Comité de Bâle a adopté un ensemble de nouvelles normes prudentielles sous la désignation de «Bâle III». Ces mesures répondent à un certain nombre de déficiences dans le système financier, telles que l'insuffisance et la pro-cyclicité des fonds propres de base, l'accumulation d'un endettement excessif ainsi que la sous-estimation du risque de liquidité.

En Europe, la mise en œuvre des standards Bâle III se fait à travers la directive 2013/36/UE et le règlement UE/575/2013, qui ont été publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juin 2013.

Par la suite, nous évoquons brièvement les changements et précisions qui ont été apportés à ces normes réglementaires au niveau du Comité de Bâle et au sein de l'UE (exigences en fonds propres, standards de liquidité et ratio de levier).

A) Fonds propres

Avec l'entrée en vigueur du règlement UE/575/2013 le 1^{er} janvier 2014, de nouvelles exigences en matière de fonds propres s'appliquent aux banques européennes. Le nouveau dispositif réglementaire augmente à la fois la qualité et la quantité des fonds propres ainsi que la couverture des risques. Ainsi, la régulation exige que les établissements de crédits doivent satisfaire à tout moment les exigences en fonds propres suivantes : i) un ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (CET 1/ *Common equity tier 1*) de 4,5 % (qui fût auparavant égal à 2 %), ii) un ratio de fonds propres de catégorie 1 de 6 % et iii) un ratio de fonds propres total de 8 %.

En outre, la directive introduit des exigences en fonds propres supplémentaires par le biais de cinq nouveaux coussins de fonds propres, qui sont tous constitués de CET1 : i) un coussin de conservation des fonds propres (constitué de CET 1 égal à 2,5 % des actifs pondérés), ii) un coussin de fonds propres contra-cyclique spécifique à l'établissement (constitué de CET 1 jusqu'à 2,5 % des actifs pondérés), iii) un coussin pour le risque systémique, iv) un coussin pour les établissements d'importance systémique mondiale, et v) un coussin pour les autres établissements domestiques d'importance systémique. Une mise en œuvre progressive de l'ensemble des nouvelles exigences est prévue jusqu'au 1^{er} janvier 2019. Au-delà de ces exigences minima de fonds propres, les autorités compétentes sont en mesure d'imposer des exigences de fonds propres supplémentaires sous le pilier 2. Au Luxembourg, le coussin de conservation de fonds propres a été introduit dès le 1^{er} janvier 2014 de sorte que l'exigence en fonds propres de base de catégorie 1 s'élève à 7 % pour les établissements de crédit domestiques depuis le début de l'année 2014.


B) Standards de liquidité

Le dispositif réglementaire de Bâle III prévoit également l'introduction de deux normes internationales harmonisées en matière de liquidité, d'une part, le ratio de liquidité à court terme (LCR, *Liquidity Coverage Ratio*) et, d'autre part, le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR, *Net Stable Funding Ratio*).

En janvier 2013, une version finalisée du calibrage du LCR a été publiée par le Comité de Bâle. De manière générale, le LCR a pour objectif de favoriser la résilience à court terme du profil de risque de liquidité des banques en veillant à ce qu'elles disposent de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une crise de liquidité sévère durant une période d'un mois. A la demande du Groupe des gouverneurs des banques centrales et des responsables du contrôle bancaire, le comité de Bâle a entamé au cours de l'année 2013 des analyses complémentaires en relation avec le LCR qui ont été achevées en janvier 2014 par :

- la publication des exigences définitives applicables aux informations relatives au LCR des banques (*Liquidity Coverage Ratio Disclosure Standards*), qui sont censées améliorer la transparence des exigences réglementaires de la liquidité et renforcer la discipline de marché;
- la publication des orientations régissant l'utilisation par les autorités nationales d'indicateurs de marché relatifs à la liquidité (*Guidance for Supervisors on Market-Based Indicators of Liquidity*), qui ont comme objectif d'aider les autorités de contrôle dans l'évaluation du profil de liquidité des actifs détenus par les banques;
- une modification apportée à la forme définitive du LCR de Bâle III (janvier 2013) par le biais d'une annexe. Cette dernière modifie la définition des « High Quality Liquid Assets » (HQLA) afin de permettre un recours accru aux engagements confirmés de liquidité (CLF, *Committed Liquidity Facilities*) des banques centrales.

Le recours aux CLF aux fins du LCR était réservé, jusqu'ici, aux juridictions ne disposant pas de HQLA suffisants pour répondre aux besoins du système bancaire. La modification apportée entraîne que toutes les juridictions peuvent maintenant utiliser une version restreinte des CLF (RCLF, *Restricted Committed Liquidity Facilities*) sous réserve d'un ensemble de



conditions et de limites. Notons que les restrictions convenues par le Comité sont destinées à limiter l'emploi des RCLF en temps normal et, donc, à préserver le principe selon lequel la première ligne de défense des banques contre des chocs de liquidité devrait résider dans les protections qu'elles mettent elles-mêmes en place.

En janvier 2014, le Comité de Bâle a aussi publié des propositions de révision du NSFR (*Consultative Document; Basel III: The Net Stable Funding Ratio*). Par rapport à la première proposition du NSFR (publiée en 2009), les principaux changements apportés au NSFR visent à réduire les effets de seuil dans la mesure de la stabilité des financements, à mieux l'aligner sur le LCR et à modifier son calibrage afin d'accorder plus d'attention aux sources de financement à court terme, potentiellement volatiles. Pour le Luxembourg, un changement particulier à mentionner est la prise en compte des dépôts opérationnels à hauteur de 50 % dans le financement stable disponible (ASF, Available Stable Funding, le numérateur du ratio). Dans la version précédente du NSFR, les dépôts opérationnels n'étaient pas considérés dans le financement stable disponible (facteur ASF de 0 %) à l'exception des dépôts opérationnels placés par des entreprises non financières.

En ce qui concerne l'implémentation des nouveaux standards de liquidité au niveau européen, il faut souligner que le LCR deviendra une norme contraignante pour les banques au cours de l'année 2015. Selon les articles 460 et 461 du règlement UE/575/2013, la Commission européenne devra adopter un acte délégué avant le 30 juin 2014, qui stipulera les spécifications finales sur le LCR ainsi que les détails relatifs à la période d'introduction progressive de ce nouveau ratio de liquidité. Cet acte délégué entrera en vigueur au plus tard le 31 décembre 2014, mais ne s'applique pas avant le 1^{er} janvier 2015. L'exigence minimale sera fixée initialement à 60 %. Cette exigence minimale sera augmentée au 1^{er} janvier de chaque année jusqu'à atteindre 100 % au 1^{er} janvier 2019.

Deux rapports sur la liquidité, publiés en décembre 2013 par l'Autorité bancaire européenne (ABE), fournissent à la Commission européenne des recommandations spécifiques en vue de la spécification de l'acte délégué à venir. Ces rapports portent notamment i) sur une évaluation de l'impact du LCR et ii) sur des définitions uniformes appropriées des actifs dits « extrêmement HQLA » et « HQLA », y compris leurs exigences opérationnelles.

En ce qui concerne l'évaluation de l'impact du LCR, l'analyse montre que la spécification du LCR n'est pas susceptible d'avoir un impact négatif et de manière significative, ni sur le bon fonctionnement des marchés financiers, ni sur la stabilité de l'offre de crédits bancaires. Ceci s'explique par le fait que les banques européennes affichent déjà en moyenne un LCR relativement élevé. Un autre résultat est que les banques avec des modèles d'affaires diversifiés ont tendance à être mieux préparées au LCR que les banques spécialisés. Ceci a mené l'EBA à proposer des dérogations spécifiques et conditionnelles. L'ABE souligne aussi que le calibrage du LCR, tel que défini par le Comité de Bâle, est de manière générale approprié pour l'Union Européenne. Notons encore que l'ABE indique dans son rapport que la spécification des taux de retraits sur les sorties et entrées de fonds intragroupes mérite d'avantage d'analyse.

En ce qui concerne les définitions uniformes des actifs liquides, l'ABE recommande la qualification d'extrêmement liquide de toutes les obligations émises ou garanties par des souverains de l'Espace économique européen (EEE) et des banques centrales de l'EEE en monnaie locale, ainsi que celles émises et garanties par des institutions supranationales. Par ailleurs, l'ABE recommande de considérer en tant que HQLA certaines catégories spécifiques de lettres de gage, titres résidentiels adossés à des hypothèques (RMBS, Residential Mortgage Backed Securities), titres de dette d'entreprise, actions et obligations émises par des institutions gouvernementales locales. Ces recommandations tiennent compte des résultats de l'analyse quantitative menée afin d'identifier les caractéristiques de liquidité d'instruments financiers au niveau de différentes classes d'actifs.

C) Ratio de levier

En janvier 2014, le Comité de Bâle a publié le texte intégral sur le ratio de levier et les exigences correspondantes en matière de communication financière. Le ratio de levier a été conçu comme une mesure simple et indépendante du risque

pris. Il s'exprime en pourcentage et est égal à la « mesure de fonds propres » (numérateur) divisée par la « mesure de l'exposition » (dénominateur). La mesure de fonds propres correspond actuellement aux fonds propres de catégorie 1 (Tier 1) et le ratio de levier minimum est fixé à 3 %. Par rapport à la version publiée en juin 2013 (document pour consultation), le comité de Bâle a adopté une série de modifications ayant trait à la mesure de l'exposition (dénominateur du ratio), qui concernent: i) les cessions temporaires de titres telles que les prises et mises en pension (introduction d'une compensation limitée avec une même contrepartie sous réserve de certaines conditions), ii) les éléments du hors-bilan (utilisation des facteurs de conversion de l'approche standardisée pour le risque de crédit du dispositif de Bâle, avec un plancher de 10 %, pour la mesure des éléments du hors-bilan, au lieu d'un taux de conversion en équivalent-crédit uniforme de 100 %), iii) les marges de variation (introduction d'une compensation entre les marges de variation en cash et l'exposition à des dérivés, sous certaines conditions), iv) la compensation centrale (possibilité d'exclure certaines expositions envers des contreparties centrales éligibles concernant des opérations sur dérivés réalisées pour le compte de clients) et v) les dérivés de crédit (introduction d'un plafond correspondant au niveau de la perte potentielle maximale pour les montants notionnels effectifs). Suite à une période d'observation, le calibrage définitif et les éventuels ajustements supplémentaires à la définition du ratio de levier sont prévus pour 2017, dans la perspective d'une intégration au pilier 1 (exigence minimale de fonds propres) le 1^{er} janvier 2018.

En Europe, la réglementation (CRR) prévoit une introduction du ratio de levier en tant que mesure contraignante en 2018, sous condition qu'une proposition législative à ce sujet soit approuvée par le Parlement européen et le Conseil sur base d'un rapport d'impact élaboré par la Commission au plus tard pour le 31 décembre 2016.

1.8 EVALUATION DE LA VULNÉRABILITÉ DU SECTEUR BANCAIRE

1.8.1 Indicateur de vulnérabilité

L'indicateur de vulnérabilité élaboré par la BCL est un indice construit à partir d'un éventail de variables, telles que des variables bilantaires et de pertes et profits (dépôts à vue et interbancaires, profitabilité, variabilité des fonds propres, FRBG), macro-financières (rendements de l'indice boursier européen) et de structure compétitive (nombre de banques), susceptibles de constituer autant d'indicateurs avancés de la vulnérabilité du système face à des chocs macroéconomiques⁵.

En réalité, il s'agit de procéder à des transformations sur les variables désaisonnalisées afin de capter l'impact des chocs sur leur évolution. Le procédé consiste à calculer le ratio du niveau de la variable à la date t ramené au maximum observé au cours d'une période donnée (ratio C_{max})⁶. Pour cela, la période 1993T1-2011T3 est découpée en intervalles de 3 mois, selon une fenêtre glissante. Dans chaque fenêtre on retient la mesure de valeur absolue minimale.

Afin de contourner les limites des résultats issus de l'application d'une seule méthodologie d'agrégation et afin de s'assurer de leur robustesse, les diverses composantes de l'indice de vulnérabilité sont agrégées selon différentes approches. La vraisemblance de l'indice est testée en mettant sa dynamique en regard de périodes de vulnérabilité ou de crises avérées.

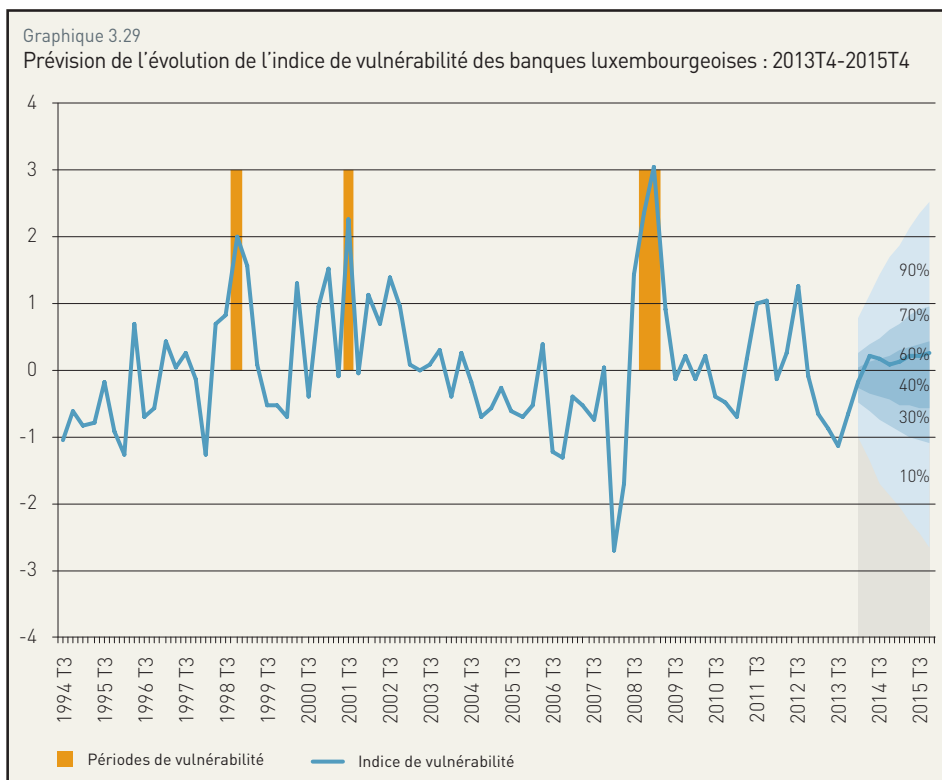
5 Pour une présentation détaillée de la méthodologie Cf. Rouabah A. (2007) : Mesure de la Vulnérabilité du Secteur Bancaire Luxembourgeois, Banque Centrale du Luxembourg, Cahier d'études, n° 24, Avril.

6 Cette mesure est qualifiée dans la littérature de « CMAX ». Elle s'apparente à la notion de « Maximum Drawdown » utilisée couramment en gestion de portefeuille. Elle est quantifiée par le ratio : $C_{MAXt} = (\text{variable à l'instant } t) / (\text{maximum de la variable au cours des 3 mois})$.

Enfin, un modèle économétrique composé de trois équations est utilisé pour prédire l'évolution de l'indice de vulnérabilité. Les variables explicatives retenues pour la prévision de cet indice sont afférentes au PIB et à l'investissement physique de la zone euro, au volume des crédits accordés à l'économie luxembourgeoise ainsi qu'aux rendements de l'indice boursier Euro Stoxx. Les prévisions sont obtenues par la résolution du modèle de manière stochastique à travers la réalisation de simulations de type Monte-Carlo. La dynamique de cet indice constitue un outil d'analyse pertinent de la situation macro-prudentielle.

Le graphique ci-dessous illustre la dynamique historique de l'indice et les projections de son évolution au cours des huit prochains trimestres (2013T4-2015T4). Il est exprimé en déviation par rapport à sa moyenne historique. Par conséquent, tout écart positif, respectivement négatif, est synonyme d'un stress d'intensité supérieure, respectivement inférieure, à cette moyenne. Dans ce cadre, et compte tenu de la standardisation de l'indice, le franchissement du seuil, caractérisé par deux fois l'écart-type inconditionnel, reflète l'entrée dans une phase de vulnérabilité importante du secteur bancaire.

A partir des résultats affichés sur ce graphique, on constate que la dynamique de l'indice affiche une rupture importante à partir du troisième trimestre de 2008 avec un pic reflétant un période de vulnérabilité importante au cours du troisième trimestre 2009. L'accroissement du risque systémique durant cette période traduit en réalité la mise en sursis de paiement de plusieurs établissements bancaires de droit luxembourgeois. L'apport de garanties et de fonds publics au cours du quatrième trimestre de l'année 2008 pour deux grandes banques est une seconde illustration de la sévérité du choc induit par la crise des prêts immobiliers toxiques.



Sources : CSSF, calculs BCL

Cette évolution préjudiciable à la stabilité financière s'est inversée au cours du troisième trimestre de l'année 2009. A l'exception de l'enregistrement d'une déviation importante du risque au troisième trimestre de l'année 2011, période de tension sur les titres souverains européens, nos projections affichent plutôt une convergence vers un niveau suffisamment compatible avec les exigences de la stabilité financière. Toutefois, les résultats de nos prévisions laissent présager que la bande supérieure de l'intervalle de confiance de l'indicateur de stress demeure supérieure au seuil de déclenchement, en l'occurrence de deux sigmas. Ceci reflète l'importance de l'incertitude qui caractérise la projection de l'évolution future de cet indice. L'examen de la trajectoire prévue pour cet indice au cours des huit trimestres à venir (2014-2015)

affiche une tendance très proche du niveau du risque historique moyen. Bien que nos estimations laissent présager une robustesse assurée du secteur bancaire, il est important de tenir compte de l'incertitude reflétée par les intervalles de confiance ainsi que du type d'enchaînement que peut induire l'émergence de nouveaux chocs sur le degré de vulnérabilité des banques luxembourgeoises.

1.8.2 Les tests d'endurance en tant qu'outils macro-prudentiels

La récente crise souveraine a révélé l'importance de l'interaction entre le secteur financier et la situation budgétaire des Etats. Les turbulences qui furent cantonnées initialement dans la sphère financière ont été propagées par l'intermédiaire de multiples canaux de transmission à l'ensemble de l'économie, en particulier aux pays les plus vulnérables. Les pertes sociales, en termes de croissance économique, d'emploi, de déficit et d'endettement publics ainsi qu'en termes d'instabilité du système financier, induites par cette crise sont très importantes. Ces faits exigent le dépassement des approches traditionnelles privilégiant le suivi de la solidité financière des établissements individuels. Autrement dit, il est important d'adopter une approche macro-prudentielle du système financier dans sa globalité, permettant d'analyser ses interactions avec les composantes sectorielles de l'économie et leurs impacts sur la stabilité financière. A cet égard, les tests de résistance constituent un levier important permettant l'analyse des liens entre les évolutions macro-économiques et la stabilité du système financier ou de l'une de ses composantes.

Caractéristiques du stress test macro-prudentiel de la BCL

L'innovation de l'approche adoptée dans la conduite de ce type de stress test est tout d'abord notre appui sur un modèle macro-économétrique, composé de plusieurs spécifications, lesquelles sont estimées par un modèle MVAR à multiples régimes, sur des données en fréquence trimestrielle. Les principales variables agrégées du modèle sont :

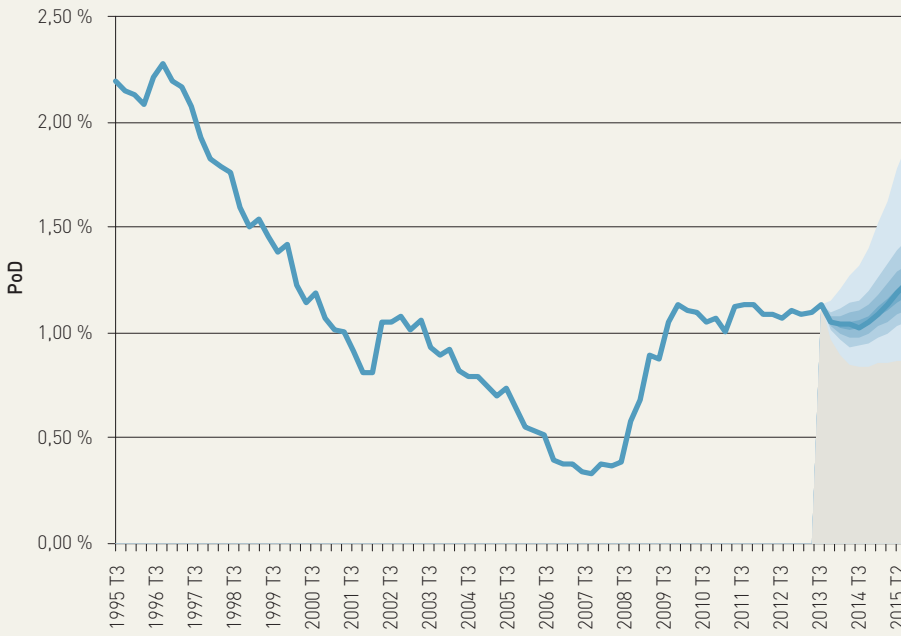
- La probabilité de défaut des contreparties des banques, approximée par le ratio des créances douteuses ;
- Le produit intérieur brut du Luxembourg ;
- Le produit intérieur brut de la zone euro ;
- Le taux d'intérêt réel (EURIBOR 3 mois) ;
- Les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

Les scénarios de stress prennent en compte des chocs aussi importants que ceux observés au cours de la période de la récente crise (2008-2009), en particulier en ce qui concerne les produits intérieurs bruts du Luxembourg et de la zone euro ainsi que les prix de l'immobilier au Luxembourg. Les stress tests réalisés sont conduits selon une approche « top down » et le modèle adopté permet de relier explicitement l'évolution des probabilités de défaut à la conjoncture économique. L'horizon de projection retenu pour ces scénarios est de deux ans 2014-2015. Ainsi, pour chaque scénario de stress l'effet du choc est quantifié à travers son impact sur le niveau des probabilités de défaut, lequel demeure un facteur déterminant des exigences de capitaux propres (Tier 1). Autrement dit, les probabilités de défaut simulées à partir des spécifications de notre modèle sont ensuite traduites en termes d'exigences de capitaux conformément aux exigences établies par les accords de Bâle.

Les résultats du scénario de base quant à l'évolution de la probabilité de défaut laissent présager que la tendance est plutôt stable au niveau de la période de la récente crise. La projection et les intervalles de confiance associés sont illustrés par le graphique ci-dessous. La légère augmentation affichée s'explique par l'augmentation du taux d'intérêt réel à partir du troisième trimestre de l'année 2012.

Graphique 3.30

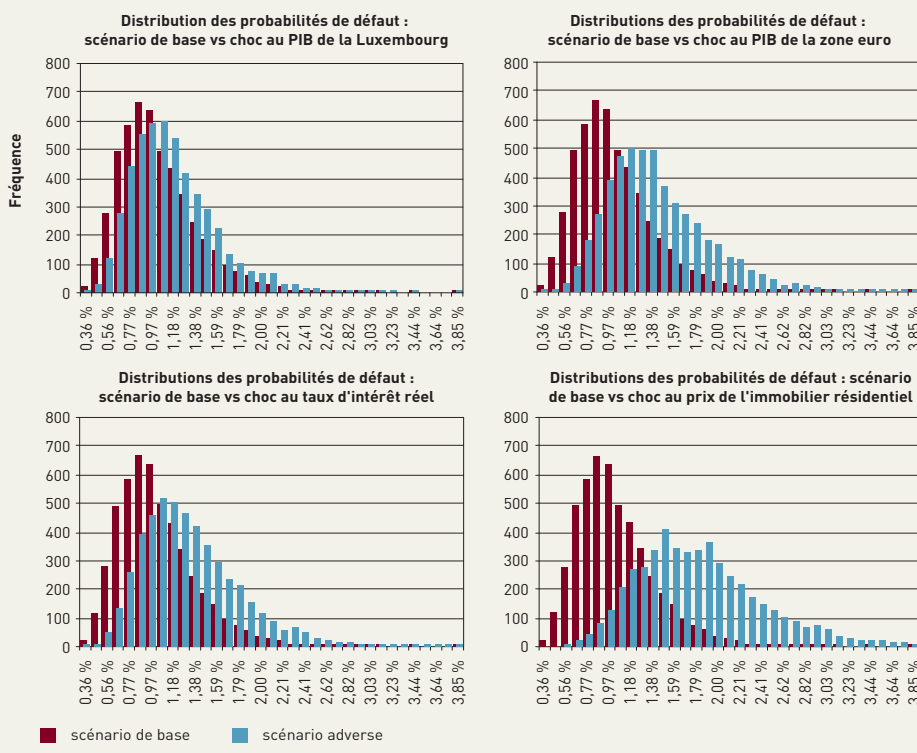
Evolution et prévision des probabilités de défaut des contreparties des banques luxembourgeoises (risque de crédit)



Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 3.31

Distribution des probabilités de défaut : scénarii vs choc PIB du Luxembourg, PIB de la zone euro, taux d'intérêt réel, et Prix de l'immobilier résidentiel



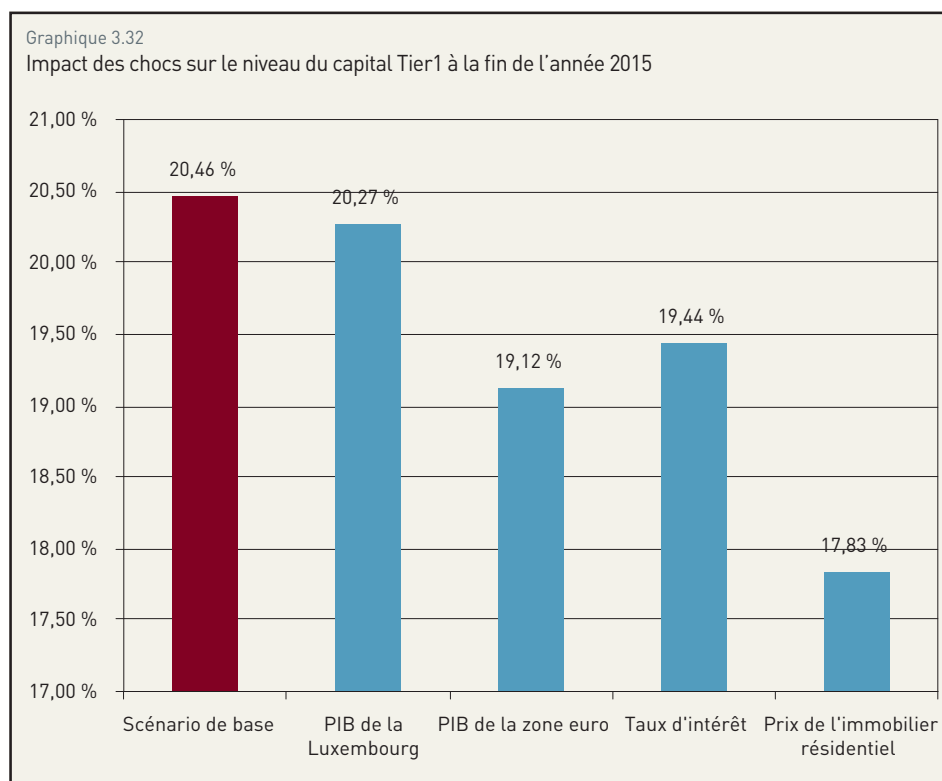
Sources : Eurostat, calculs BCL

Les résultats de 5000 simulations des probabilités de défauts sont affichés dans les graphiques ci-dessous. Comme on pouvait s'y attendre, l'ensemble des scénarios de stress prévoit bien un déplacement de la distribution des probabilités de défaut par rapport à celles estimées à partir du scénario de base qui reflète la tendance économique « normale », c'est-à-dire en l'absence de chocs. Ainsi, les scénarios adoptés ont une incidence défavorable sur le niveau des probabilités de défaut des contreparties des banques luxembourgeoises. De manière intéressante, les résultats affichés laissent présager que les probabilités de défaut sont moins sensibles aux chocs sur le PIB du Luxembourg comparativement à ceux afférents au taux d'intérêt réel, au PIB de la zone euro et aux prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg. Nos simulations révèlent que l'impact de ce dernier choc est beaucoup plus fort que ceux afférents aux autres variables.

Après avoir estimé et simulé les probabilités de défaut propres à chaque scénario, ces dernières ont été utilisées pour quantifier leurs impacts sur l'exigence en termes de capitaux propres des banques. Les résultats agrégés sont illustrés par le graphique ci-dessous. Ils révèlent que les simulations de stress ont bien une incidence défavorable sur les capitaux propres des banques en comparaison avec le scénario de base. Bien que les chocs adoptés soient sévères, leurs effets entraîneraient une baisse du ratio de solvabilité allant de 0,2 à 2,6 points de pourcentage pour

atteindre un ratio de 17,83 % dans le cas du choc au prix de l'immobilier résidentiel. Néanmoins le système bancaire luxembourgeois dans son ensemble dispose, avec un ratio moyen de près de 20,46 %, d'une marge de solvabilité suffisante pour absorber de tels chocs.

Par ailleurs et compte tenu de la sensibilité significative du portefeuille-crédits des banques luxembourgeoises aux facteurs (PIB de la zone euro, taux d'intérêt réel et prix de l'immobilier), les autorités de supervision devraient accorder une importance particulière aux trajectoires vraisemblables de ces agrégats. En effet, la prolongation d'une récession au niveau européen, la persistance de taux d'inflation faibles et/ou la matérialisation d'un choc sévère affectant les prix de l'immobilier sont susceptibles d'engendrer des déséquilibres financiers importants, en particulier pour les établissements de crédits dont les performances sont sensibles à l'évolution de ces variables.



2. LES AUTRES ACTEURS DU SECTEUR FINANCIER

2.1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

2.1.1 Les OPCs non-monétaires

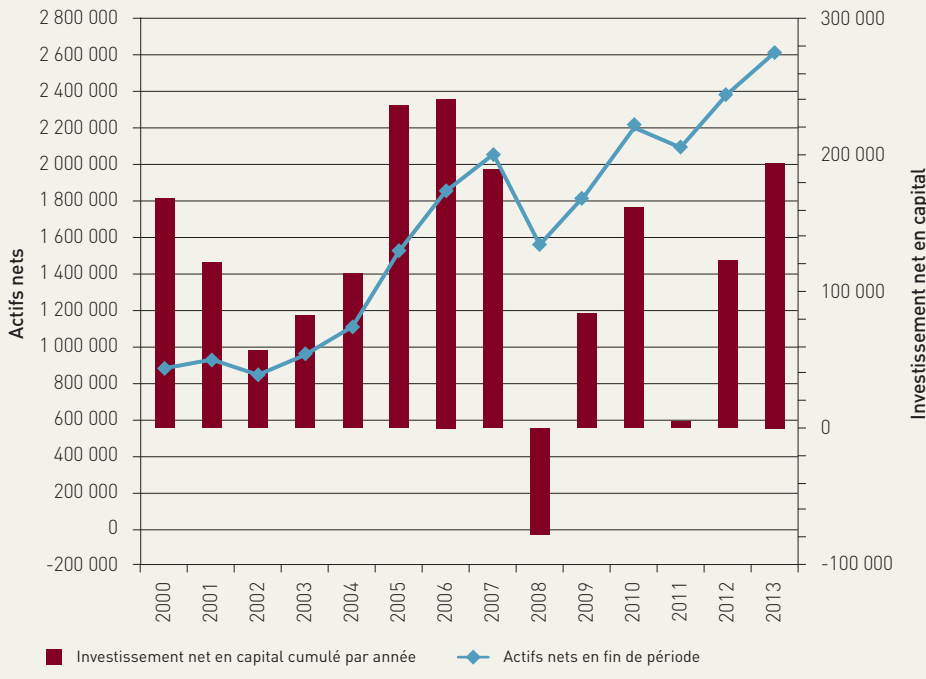
Dans l'ensemble, l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg a montré une forte capacité de résilience face à la crise financière. En effet, en dépit d'une baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) en 2008, période au cours de laquelle les investisseurs avaient procédé à des retraits massifs, les actifs sous gestion ont poursuivi leur progression pour atteindre de nouveaux sommets en 2013, avec un encours de 2 615 363 millions d'euros à la fin de la période sous revue.

En 2013, l'activité des fonds d'investissement a augmenté de 231 537 millions d'euros, soit une progression annuelle de 10,1 %. Au cours de cette période, les investissements nets se sont élevés à 193 567 millions d'euros, tandis que les effets de marché ont contribué à l'évolution de la VNI à hauteur de 37 970 millions d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'apaisement des incertitudes liées au contexte économique et financier de la zone euro et l'annonce de la réduction du rythme de rachats d'actifs dans le cadre du

Graphique 3.33

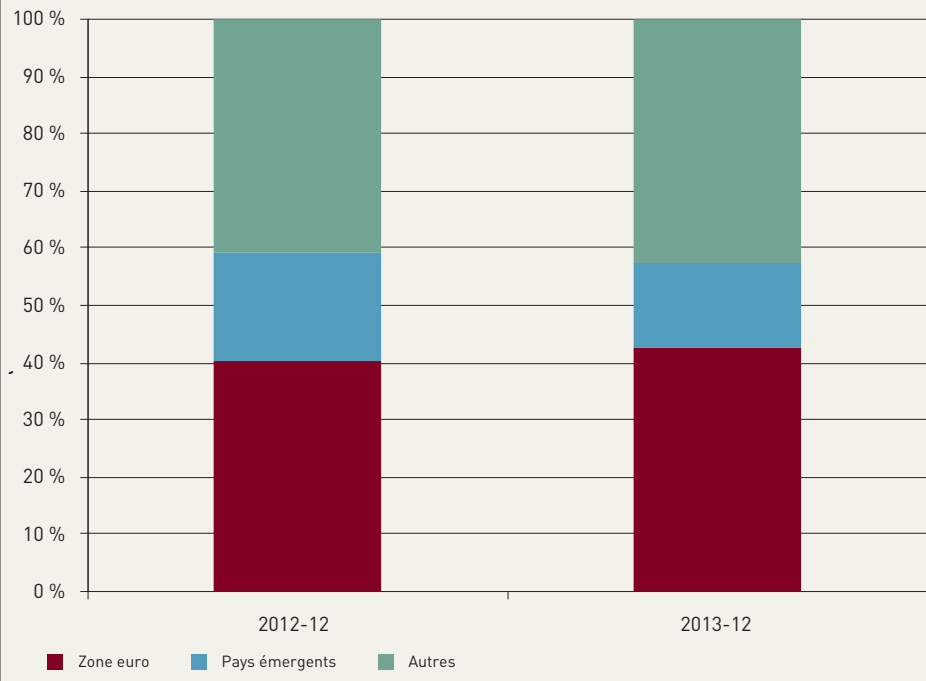
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en millions d'euros)



Source : CSSF

Graphique 3.34

Ventilation géographique du portefeuille de titres des OPC non monétaires



Source : BCL

programme d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine ont profondément modifié l'environnement financier des fonds d'investissement luxembourgeois. Cette évolution s'est notamment reflétée au niveau de la composition géographique du portefeuille des OPC non-monnaies, qui s'est réorientée des pays émergents vers les pays développés, y compris au niveau de la zone euro. L'encadré 3.7 décrit de manière détaillée les expositions des fonds d'investissement luxembourgeois à l'égard du secteur public par pays.

Les OPC non-monnaies ont par ailleurs largement bénéficié de ce nouvel environnement marqué par un regain d'intérêt pour les actifs risqués et son corollaire, le retour des investisseurs vers les marchés actions. Plus spécifiquement, les souscriptions nettes dans les OPC actions luxembourgeois ont atteint 75 529 millions d'euros en 2013, contre 6 289 millions d'euros l'année précédente, reflétant par là le changement d'orientation dans la composition du portefeuille des investisseurs, qui étaient jusqu'alors davantage tournés vers les obligations.

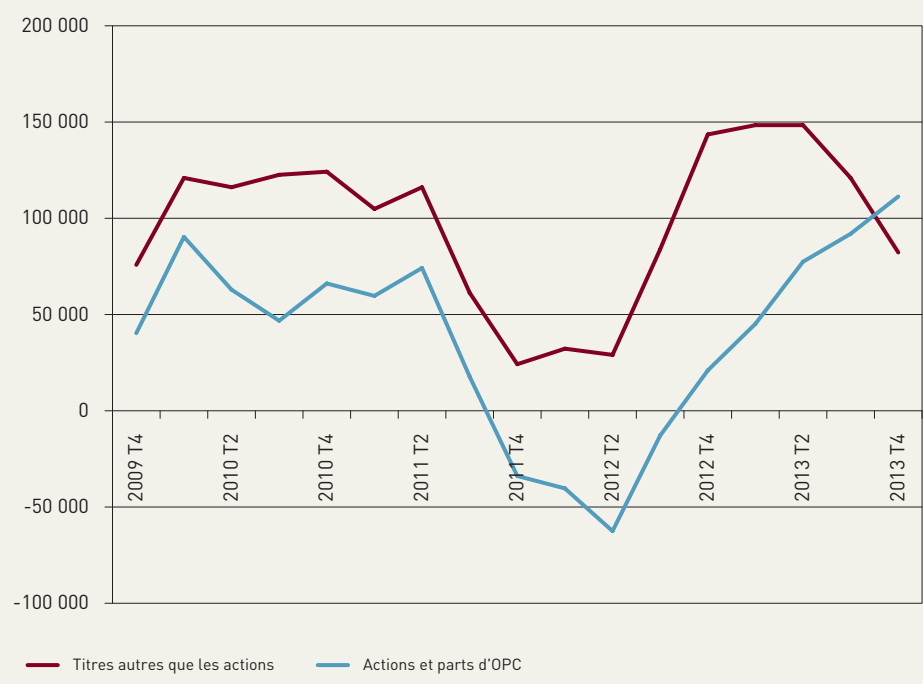
A la fin de l'année 2013, la VNI des OPC actions a atteint, dans un contexte de marché boursier favorable, un encours total de 815 630 millions d'euros, en progression de 19,3 % par rapport à la fin de l'année 2012. En dépit de cette évolution, la « grande rotation » tant attendue des obligations vers les actions ne s'est pas concrétisée au niveau des fonds d'investissement luxembourgeois. En effet, les OPC obligataires ont

enregistré des émissions nettes de 47 019 millions d'euros, permettant ainsi à ces derniers d'afficher une VNI en légère hausse sur l'ensemble de l'année, et ce malgré la baisse de la valeur de leur portefeuille consécutive à la remontée des taux d'intérêt de long terme. L'activité des OPC mixtes a pour sa part connu une progression de 13,6 % au cours de la période sous revue, soutenue notamment par des émissions nettes à hauteur de 60 264 millions d'euros.

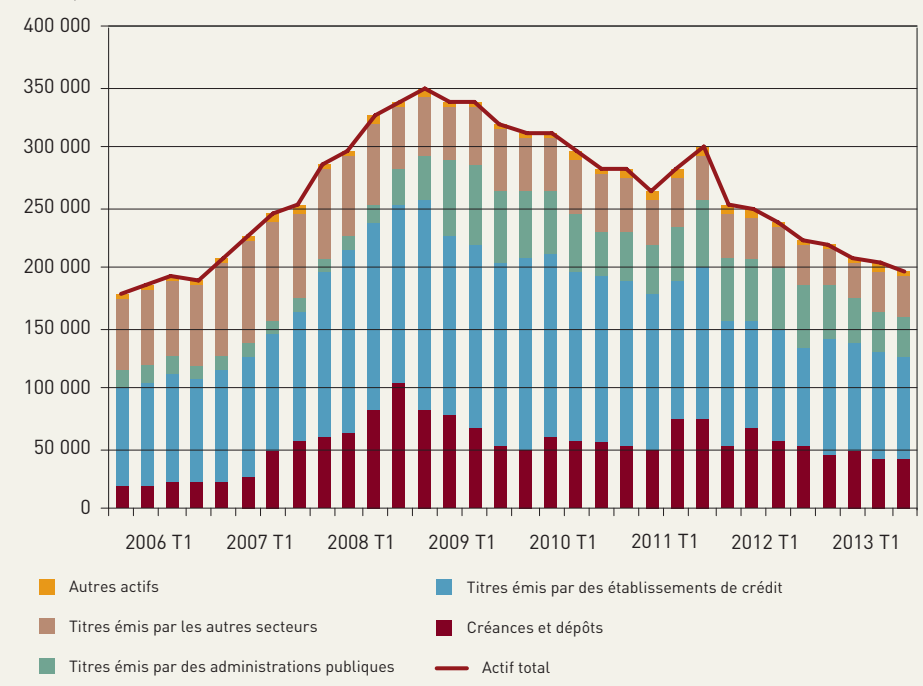
2.1.2 Les OPCs monétaires

Le regain d'aversion au risque et le contexte de taux d'intérêt faibles ont pesé sur la VNI des OPC monétaires domiciliés au Luxembourg. Le montant des parts émises a ainsi poursuivi le mouvement de baisse significatif qui avait été enregistré depuis le début de l'année 2009, pour s'établir à 194 787 millions d'euros en fin de période. Du point de vue de la composition de leur portefeuille, cette baisse s'est principalement accompagnée d'une diminution de la part des titres de court terme émis par les administrations publiques.

Graphique 3.35
Transactions cumulées sur quatre trimestres
(millions d'euros)



Graphique 3.36
Evolution de la composition du portefeuille des OPC monétaires
(encours, millions d'euros)



Source : BCL

Encadré 3.7 :

LA DÉTENTION DE TITRES PUBLICS PAR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Au 31 décembre 2013, les OPC luxembourgeois détenaient des titres émis par les administrations publiques pour un montant total de 422 037 millions d'euros, dont 217 089 millions d'euros de titres émis par les pays de la zone euro. A cette date, le volume total des titres publics représentait 16,1 % de la valeur nette d'inventaire des fonds qui, pour rappel, s'élevait à 2 615 363 millions d'euros.

Tableau 3.14 :

Encours des titres publics détenus par les OPC luxembourgeois (millions d'euros, encours en fin de période)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
Italie	58 971	56 999	48 326	57 281	66 552
Allemagne	51 632	58 618	65 982	63 113	56 694
France	39 079	33 234	38 640	35 055	32 552
Espagne	7 601	8 628	8 065	13 458	22 362
Belgique	10 230	9 213	9 387	9 938	9 878
Pays-Bas	11 526	12 477	11 411	11 983	8 993
Irlande	3 451	1 928	3 148	5 895	6 716
Autriche	4 213	5 714	6 163	6 137	4 882
Portugal	1 666	1 207	411	914	2 978
Finlande	3 736	3 295	4 218	2 949	2 761
Slovénie	208	184	149	498	1 415
Grèce	7 859	2 217	433	258	660
Slovaquie	205	257	211	444	443
Luxembourg	50	175	269	223	161
Chypre	161	61	61	102	42
Estonie	0	0	0	0	0
Malte	0	0	0	0	0
Zone euro	200 586	194 206	196 872	208 249	217 089
<i>dont total Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande et Chypre</i>	<i>79 709</i>	<i>71 039</i>	<i>60 443</i>	<i>77 908</i>	<i>99 309</i>
Royaume-Uni	7 066	10 277	12 851	13 112	14 249
Pologne	4 482	8 588	9 882	12 649	11 052
Hongrie	2 468	3 899	5 695	8 173	8 431
Suède	5 516	5 120	7 092	6 953	5 413
Roumanie	345	359	1 163	1 964	2 439
Lituanie	419	930	1 041	1 469	1 073
Croatie	315	430	436	835	969
Danemark	909	856	1 066	680	922
République tchèque	1 195	1 516	1 274	1 066	673
Lettonie	1	4	124	464	192
Bulgarie	48	44	36	92	79
UE hors zone euro	22 765	32 024	40 662	47 456	45 492
UE	223 350	226 230	237 534	255 705	262 581
Etats-Unis	40 361	50 344	65 313	72 835	57 871
Japon	6 818	4 850	6 729	5 782	4 298
Suisse	368	1 654	1 172	1 015	872
Institutions supranationales	4 161	11 896	14 398	14 850	1 377
Autres pays	41 728	80 477	91 724	116 428	95 039
Hors UE	93 436	149 221	179 336	210 909	159 457
Tous pays	316 787	375 451	416 869	466 614	422 037

Source : BCL

À la fin de l'année 2013, les OPC luxembourgeois détenaient un volume de 99 309 millions d'euros de titres émis par les pays de la zone euro dont les finances publiques se caractérisaient par une dette publique et/ou un déficit élevé. La grande majorité de ces titres, soit 67 %, était composée d'emprunts émis par l'Etat italien. L'encours de ces titres a fortement progressé au cours des deux dernières années, notamment à la suite de l'annonce du programme d'Opérations Monétaires sur Titres (OMT) par la Banque Centrale Européenne en septembre 2012, qui s'est soldée par d'importants effets de revalorisation sur cette classe d'actifs ainsi que par un certain regain d'intérêt de la part des investisseurs.

Pour compléter cette analyse, il convient encore de relever que les OPC luxembourgeois détenaient un montant élevé de titres émis par les Etats-Unis au mois de décembre 2013, à hauteur de 57 871 millions d'euros. L'annonce du retrait progressif de la Réserve fédérale américaine de son programme d'assouplissement quantitatif a eu un impact conséquent sur l'encours de ces titres, qui a diminué de 20,5 % par rapport à la même période de l'année précédente. L'encours des titres publics émis par des pays émergents, qui est passé de 101 212 millions à la fin de l'année 2012 à 83 147 millions d'euros à la fin de l'année 2013, a également été impacté par ce changement d'orientation. Cette évolution s'explique, non seulement, par la remontée des taux d'intérêt de long terme dans ces pays et la dépréciation de leur taux de change, mais également, par la réorientation des flux de capitaux vers les pays développés, y compris au niveau de la zone euro.

Tableau 3.15:

Encours des titres publics émis par les pays émergents détenus par les OPC luxembourgeois (millions d'euros, encours en fin de période)

	12-2009	12-2010	12-2011	12-2012	12-2013
Amérique du Sud et Centrale	12 019	24 021	24 366	33 449	30 228
Europe	12 024	22 319	27 348	41 993	35 992
Asie	5 796	14 353	21 410	25 769	16 927
Total pays émergents	29 839	60 693	73 123	101 212	83 147

Source : BCL

2.2 EVALUATION DE LA FRAGILITÉ DES FONDS D'INVESTISSEMENT : APPORT DES PROBABILITÉS DE DÉFAUT CONDITIONNELLES

Cette analyse est basée sur l'étude d'un échantillon relativement large de fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg afin d'estimer leurs probabilités de défaut conditionnelles⁷. L'échantillon comprend l'ensemble des 7 catégories de fonds d'investissement. Il s'agit des fonds actions, des fonds obligataires, des fonds mixtes, des fonds immobiliers, des fonds alternatifs, des autres fonds et des fonds monétaires. La base de données bilantaires est d'une fréquence trimestrielle et s'étend de décembre 2008 à décembre 2013. Les dettes des fonds sont réparties selon leurs maturités initiales, inférieure à un an, d'une part, et supérieure à un an, de l'autre. Les parts émises par chaque catégorie de fonds sont utilisées comme une approximation de leurs fonds propres. Quant aux positions débitrices et créditrices sur les produits dérivés, elles furent compensées.

Au-delà de l'étendue importante de la base de données, l'analyse s'appuie sur des nouveautés méthodologiques qui n'ont pas encore été appliquées dans la recherche sur les fonds d'investissement. À l'exception du modèle structurel utilisé pour l'estimation des probabilités marginales de défaut, celui de Merton (1974), cette étude s'appuie sur la même méthodologie décrite dans l'encadré 3.4 dédié

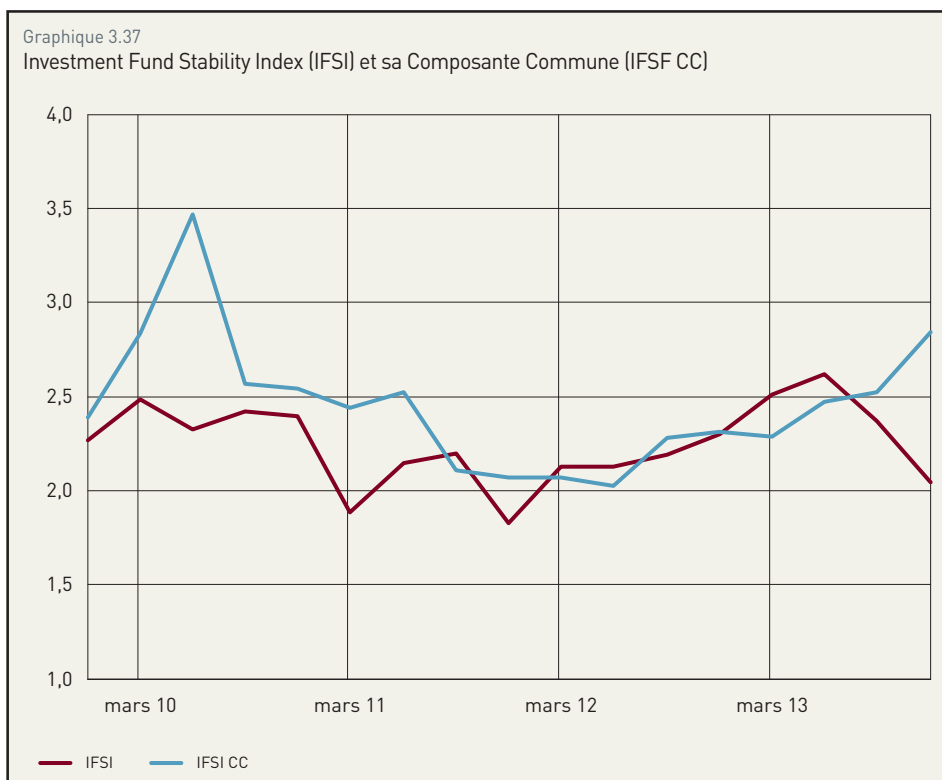
⁷ Jin, X. and F. Nadal De Simone, 2014, "Investment Funds' Vulnerabilities: A Tail-risk Dynamic CIMDO Approach", working paper, Banque centrale du Luxembourg, mimeo.

à l'estimation des probabilités de défaut des banques selon l'approche CIMDO. Le cadre méthodologique permet de modéliser la dépendance entre les différents types de fonds d'investissement afin de saisir les caractéristiques clés du risque systémique telles que l'interconnectivité et la contagion, ainsi que les effets résultant des relations non-linéaires et des rétroactions entre les fonds et l'environnement économique. Le risque de crédit systémique dans l'industrie des fonds d'investissement peut prendre trois formes : (1) le risque de crédit commun à tous les types de fonds ; (2) le risque de crédit dans l'industrie conditionné à une situation de détresse dans un type de fonds d'investissement ou dans un groupe de fonds d'investissement ; et (3) l'accumulation temporelle de vulnérabilités dans les fonds d'investissement. Cette analyse présente les résultats concernant les trois sources de risque systémique susceptibles d'affecter l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg.

Les chocs communs et les vulnérabilités sous-jacentes

La première mesure des sources communes du risque systémique est l'*Investment Fund Stability Index* (IFSI) qui mesure le nombre de types de fonds d'investissement qui seraient en détresse si un type quelconque de fonds d'investissement était déjà en détresse (Graphique 3.37). Si l'indice IFSI=1, les liens entre les fonds d'investissement sont à leur niveau le plus bas. L'indice IFSI montre relativement peu de changements pendant la période d'étude. Cet indice suggère une diminution de la dépendance entre les différents fonds d'investissement depuis la fin 2010 et jusqu'au début 2012, à la suite de quoi l'indice a commencé à augmenter de nouveau pour atteindre à la mi-2013 des niveaux supérieurs à ceux observés en début de période. Cependant, au cours du deuxième semestre 2013 l'indice IFSI a de nouveau baissé, probablement du fait de l'amélioration du climat macroéconomique – y compris dans des pays ayant été en détresse auparavant –, de meilleures conditions de financement, et de la réduction de la volatilité sur les marchés.

La seconde mesure du risque systémique qui découle de chocs communs est l'*Investment Fund Systemic Fragility* (IFSF) qui indique la probabilité qu'au moins deux catégories de fonds d'investissement soient en détresse simultanément (Graphique 3.38). L'indice IFSF semble suivre les événements de marché de façon assez étroite. L'indice IFSF a commencé à diminuer au cours du second semestre 2010 suite à l'accord d'aide à la Grèce, au durcissement du Pacte de Stabilité et à la mise en place du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) pour les pays en difficulté. Cependant, le niveau de l'IFSF s'est envolé au cours du deuxième trimestre 2011 suite à l'aggravation de la crise souveraine et au renforcement de ces liens avec le secteur bancaire dans un contexte de détérioration



Sources : BCL, calculs BCL

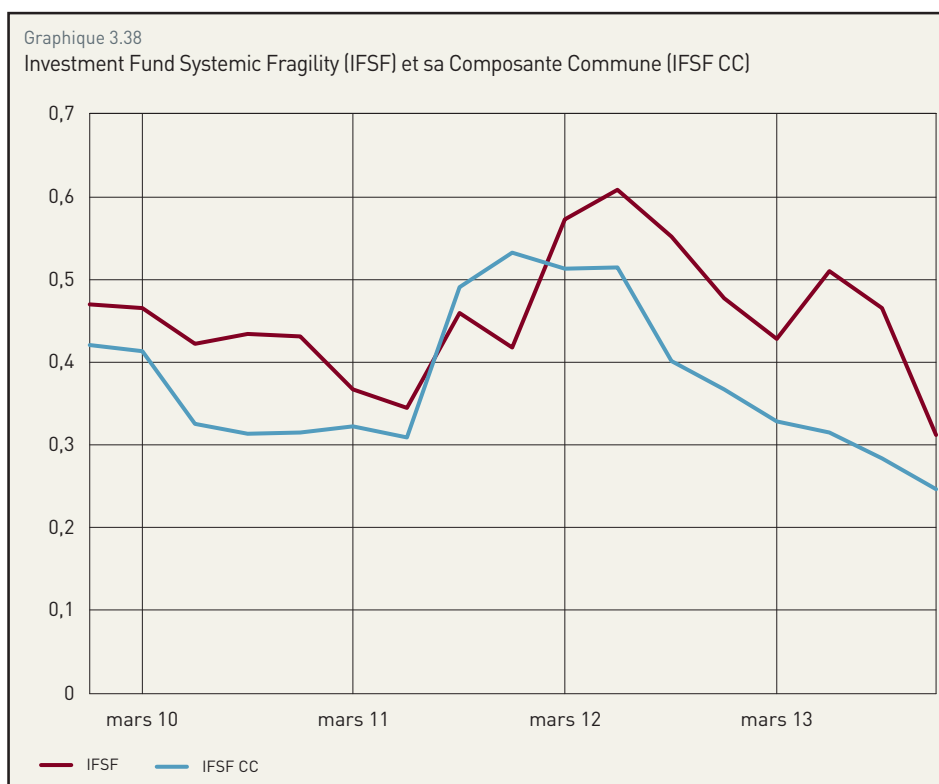
des perspectives de croissance macroéconomique.

Les multiples mesures prises par les gouvernements européens ainsi que par la BCE depuis la fin de l'année 2011 ont permis de réduire les sources de risque systémique communes, phénomène qui est reflété par l'indice IFSF après mars 2012. La remontée de l'indice à la mi-2013 peut être liée aux incertitudes temporaires concernant l'assainissement budgétaire au Portugal et les difficultés économiques à Chypre qui furent résolues vers la fin de l'année 2013.


Le suivi des composantes communes des indices IFSI (IFSI CC) et IFSF (IFSF CC) ainsi que de leurs facteurs sous-jacents fournit un aperçu de l'évolution des vulnérabilités systémiques résultant des effets non-linéaires et

des rétroactions qui font interagir chaque type de fonds d'investissement avec le reste du secteur financier et l'économie en général. La composante commune de l'indice IFSF permet d'anticiper cette mesure jusqu'à deux trimestres en avance. Les principaux facteurs sous-jacents des mesures des chocs communs sont les coûts de financement, notamment les taux d'intérêt, les *spreads* et les indices boursiers, suivi par des agrégats macroéconomiques pour l'indice IFSI et le crédit pour l'indice IFSF. Dans ce contexte, il est important de souligner la corrélation négative et significative entre le *spread* des taux d'intérêt dans la zone euro et les composantes communes de l'indice IFSF (69 %). Ainsi, une augmentation des coûts de financement affecterait le volume de crédit et l'activité, réduisant ainsi la composante commune de l'indice IFSF car cette augmentation incite à prendre moins de risque, et en même temps, les coûts plus élevés de financement augmentent la composante commune de l'indice IFSI puisqu'il devient plus probable que d'autres fonds d'investissement soient en détresse.

L'indice IFSF CC s'est amélioré au cours de la première année de la période observée, pour ensuite se détériorer en 2011, et finalement s'améliorer de nouveau à partir de la mi-2012, tout comme l'indice IFSF. Comme discuté plus haut, ce comportement semble lié aux événements macroéconomiques. Cependant, il est important de souligner que les composantes communes de la mesure du risque systémique (par exemple le sauvetage de la Grèce, le renforcement du Pacte de Stabilité et de Croissance, le renforcement des outils de stabilisation dans la zone euro, les LTROs de la BCE, et les lignes de *swaps* de la *Federal Reserve*) permettent de capturer ces mêmes événements avec une certaine anticipation. Il y a lieu de rappeler que les fragilités idiosyncratiques des fonds s'ajoutent aux vulnérabilités communes comme cela a été le cas entre le deuxième et le quatrième trimestre 2011 pour l'indice IFSF, et entre la mi-2011 et la mi-2012 pour l'indice IFSI. L'inverse peut aussi se produire, c'est-à-dire que les



Sources : BCL, calculs BCL



aspects idiosyncratiques diminuent les vulnérabilités communes comme cela semble avoir été le cas jusqu'à la fin de 2010.

Finalement, durant le deuxième semestre de la dernière année, il semble que l'appétit pour le risque soit revenu sur les marchés car les investisseurs étrangers sont retournés sur les segments des souverains de la zone euro, ce qui a entraîné une progression de l'émission d'obligations par rapport aux émissions programmées, et une réduction des rendements (même dans des pays de la périphérie). Les *spreads* des obligations des sociétés non financières sont revenus aux niveaux observés avant la crise, et les banques ont pu augmenter leur financement avec l'émission de dette subordonnée et profiter du recul de la fragmentation des coûts de financement pour les obligations sécurisées. Une faible volatilité a soutenue les entrées de capitaux provenant des fonds d'investissement mondiaux (principalement, des Fonds alternatifs) depuis la mi-2013, et les marchés boursiers de la zone euro ont enregistré une forte reprise. L'indice IFSF CC s'est réduit sans discontinuer avec l'amélioration des conditions de financement même si cette évolution a aussi eu pour effet d'augmenter l'indice IFSI CC étant donné le renforcement des liens qu'elle implique.

Risque idiosyncratique et contagion

La *Distress Dependence Matrix* (DDM), une mesure du risque systémique par contagion, est particulièrement utile pour déterminer le degré de vulnérabilité des fonds d'investissement. Par exemple, le travail de Dixon et al. (2012) sur la contribution au risque systémique des Fonds alternatifs⁸, en particulier avant la crise, démontre que même si ce type de fonds a contribué au risque systémique en affectant ses partenaires à travers le canal du crédit et par des spirales de changement des prix des actifs à travers le canal de la liquidité, ces fonds ne semblent pas avoir été la cause première de la crise financière. Une comparaison des différents types de fonds d'investissement fondée sur les DDM suggère que les Fonds alternatifs n'ont pas été une source importante de risque systémique en termes de contagion ou de retombées: les Fonds alternatifs sont classés entre le 4^e et 6^e rang en termes de probabilité de contagion et, à une exception près, ils sont toujours restés en dessous de la moyenne de l'industrie des fonds, indiquée par la moyenne de la ligne.

D'après les DDMs, les Fonds monétaires posaient le risque systémique le plus faible en termes de contagion car leurs probabilités conditionnelles de défaut étaient toujours les plus basses, sauf dans un cas (les probabilités conditionnelles moyennes sont comprises entre 17 % et 29 %, à comparer avec celles des autres types de fonds d'investissement lesquelles affichaient des niveaux plus élevés). Cependant, il convient de souligner qu'en 2012, les probabilités de défaut des Fonds alternatifs et des Autres fonds conditionnelles à un défaut des Fonds monétaires ont affiché une progression importante avant de converger vers des niveaux très faibles en 2013.

2.3 LES ASSURANCES

Les chiffres du dernier trimestre de 2013 montrent une stabilité des résultats du secteur des assurances qui avec 332,26 millions d'euros sont voisins des records de 338 et 336 millions enregistrés en 2011 et 2012.

En termes d'encaissement les évolutions contrastées observées depuis le 2^{ème} trimestre de l'année se sont poursuivies: si l'encaissement des branches non vie continue de progresser de 20,30 % par rapport

8 Dixon, L, N. Clancy and K. B. Kumar, 2012, "Hedge Funds and Systemic Risk", The Rand Corporation.

au 4^{ème} trimestre 2012, les primes en assurance-vie reculent de 13,32 % par rapport à la collecte du trimestre correspondant de l'exercice précédent.

Compte tenu des performances des trois premiers trimestres l'ensemble de l'année enregistre une baisse des primes de 3,71 %: les branches non vie progressent de 12,80 %, alors que celles de l'assurance-vie diminuent de 5,74 %.

En assurance-vie toutes les branches sont touchées par le recul de l'encaissement. La diminution est particulièrement sensible pour les produits en unités de compte avec une baisse de 8,07 % et ce malgré la nette reprise des marchés boursiers, alors que les primes des produits vie à rendements garantis ne cèdent que 2,08 %. Pour aucune des branches on n'assiste à un phénomène de décollecte, et ce ni au quatrième trimestre, ni sur l'année entière.

L'évolution des produits classiques reste influencée par les produits d'épargne-pension au titre de l'article 111bis de la loi sur l'impôt sur le revenu : les quelque 59.295 contrats – en progression de 6,70 % par rapport à 2012 - ont généré un encaissement de 84,94 millions d'euros, soit 6,26 % de plus qu'en 2012. L'épargne gérée à ce titre s'élève à 631,01 millions d'euros à la fin de 2013.

Le total des provisions techniques des assureurs vie s'établit à 117,87 milliards d'euros à la fin 2013, en progression de 9,47 % par rapport à fin 2012 et de 3,97 % par rapport à la fin du mois de septembre 2013.

Avec un résultat après impôt de 224,84 millions d'euros, en augmentation de 36,96 % par rapport à l'exercice précédent, les entreprises vie dépassent leur meilleur résultat jamais enregistré.

L'assurance non vie - hors assurances maritimes du 4^{ème} trimestre - progresse de 12,80 %. L'encaissement des assureurs travaillant essentiellement, sinon exclusivement, sur le marché luxembourgeois, augmente légèrement plus vite que l'inflation avec une croissance des primes de 3,68 %. Avec une progression de 19,29 % de leur encaissement, les entreprises opérant à l'étranger dans les branches d'assurances non vie hors assurances maritimes poursuivent leur croissance vigoureuse. L'assurance maritime pour laquelle seules les données des trois premiers trimestres sont disponibles et qui est essentiellement le fait de quelques grandes mutuelles dont l'encaissement reflète l'évolution des sinistres a progressé de 1,18 % au cours de cette période.

Avec un excédent après impôts estimé à 107,42 millions d'euros le résultat des entreprises d'assurance non vie luxembourgeoises hors assurances maritimes recule de 37,59 % par rapport à celui de 2012.

L'emploi des entreprises d'assurances directes a augmenté de 175 unités pour s'établir à 4.416 personnes à la fin de 2013. Avec un niveau de 140,42 millions d'euros les impôts directs sont en augmentation de 6,26 % par rapport à 2013.

Les chiffres relatifs aux primes, aux impôts et aux résultats ne concernent que les seules entreprises contrôlées par le Commissariat aux assurances; se trouvent donc exclues les succursales luxembourgeoises d'entreprises d'assurances d'autres pays de l'Union Européenne dont l'ensemble des données pour 2013 ne sera connu qu'ultérieurement.