

CREA
Discussion
Paper
2008-10

Center for Research in Economic Analysis
University of Luxembourg

**L'économie luxembourgeoise et sa place
financière : Dépendance et enjeux**

available online : http://fdef.uni.lu/index.php/fdef_FR/economie/crea/discussion_papers/2008

Arnaud Bourgain, CREA-Université du Luxembourg
Patrice Pieretti, CREA-Université du Luxembourg

Mars 2008

L'économie luxembourgeoise et sa place financière : Dépendance et enjeux

Arnaud Bourgain et Patrice Pieretti

CREA, Université du Luxembourg

Rapport pour l'OCDE, 3 mars 2008.

Introduction

La place bancaire et financière luxembourgeoise s'est surtout développée depuis le début des années quatre-vingt, période de libéralisation et d'intégration des marchés financiers, pour parvenir actuellement à une situation de premier rang principalement pour la gestion d'actifs. (Voir encadré 1). Ainsi, dans le secteur des fonds d'investissement, le Luxembourg est aujourd'hui le second centre au monde, après New York, en matière d'actifs sous gestion par des organismes de placement collectif. Malgré une importante vague de fusions, 157 banques sont présentes fin 2007 sur la Place qui est devenue un centre reconnu pour sa spécialité de *private banking*. De plus, les activités d'ingénierie financière (holdings, domiciliation, réassurance, titrisation...) ont pris une importance considérable. Environ 30 000 sociétés dites *Special Purpose Entities* sont enregistrées au Luxembourg (Schuller, 2005). Les flux engendrés par ces véhicules financiers ont même placé le Luxembourg en tête dans le classement mondial pour l'attrait d'investissements directs étrangers en termes absolus (UNCTAD, 2004).

En 2006, d'un point de vue comptable, le secteur financier a contribué directement à hauteur de 22,5 % des recettes fiscales totales de l'administration publique luxembourgeoise ; et sa part dans le PIB s'élève à 29 %. Cette part a ainsi atteint un niveau dans l'économie équivalent à celui de la sidérurgie avant la crise (27 % en 1974).

La forte spécialisation à l'exportation d'une économie ne disposant pas de marché intérieur lui permet d'accéder à des économies d'échelle. Par contre, cette stratégie qui n'est pas nécessairement volontaire s'avère risquée notamment face à une éventuelle remise en cause d'avantages compétitifs propres au secteur considéré ou face aux chocs internationaux. A ce sujet, Furceri et Karras (2008) viennent récemment de confirmer la relation négative, très robuste, entre la taille de l'économie et la volatilité du cycle conjoncturel.

Une telle inquiétude incite le Luxembourg, comme d'autres petites économies, à mettre en œuvre des politiques de diversification. La politique de diversification luxembourgeoise a été entamée après la crise sidérurgique des années soixante-dix par la promotion d'investissements dans les autres branches de l'industrie manufacturière. Une stratégie de diversification n'est cependant pas aisée pour une petite économie pour des raisons évidentes de demande (taille limitée du marché) mais aussi à cause de ressources limitées (Armstrong et Read 1998, Easterly et Kray 2000).

Compte tenu de ces contraintes, une stratégie moins courante, bien que souvent sous-jacente au développement de branches d'activités, consiste en une diversification qui pourrait être qualifiée d' « intrabranche ». En effet, dans le cas luxembourgeois, le secteur financier n'est pas forcément monolithique et concerne des activités très différentes. Cette forme de diversification¹, si elle s'avère réelle, pourrait alors constituer une protection de l'économie vis-à-vis des chocs extérieurs. Une telle approche orientée davantage vers la différenciation des activités et des produits présente l'avantage d'être moins coûteuse en ressources car fondée sur un pilier existant de l'économie luxembourgeoise qui dispose déjà d'une concentration de compétences. Cette stratégie est également moins risquée car elle repose sur une spécialité forte et non sur des choix hasardeux de politique industrielle. Par exemple, le développement considérable de l'administration des fonds d'investissement n'est pas directement issu d'un choix entièrement exogène mais plutôt d'une compétence dans le profilage du cadre réglementaire national aux évolutions de la finance internationale.

Une dynamique de diversification intra-secteur financier repose cependant sur le potentiel d'adaptation et d'innovation des acteurs de la Place financière qui dépend à la fois de forces endogènes à la Place mais aussi de conditions exogènes (environnement public, formation du capital humain, attrait de personnel qualifié...). C'est pour tenter d'appréhender cette problématique que cette contribution s'attache à l'analyse de la dynamique des avantages compétitifs de la place, aux forces d'agglomération et au potentiel de développement face à l'environnement international réglementaire et concurrentiel.

Les deux premières sections se focalisent sur l'évaluation d'une double dépendance : la dépendance de l'économie luxembourgeoise à l'égard de son secteur financier (*section 1*) ; la sensibilité des revenus financiers vis-à-vis de la conjoncture financière internationale (*section 2*). La *section 3* est consacrée à l'analyse de l'origine mais surtout de l'évolution des avantages compétitifs principalement réglementaires et fiscaux sur lesquels sont fondées les fortes spécialités de la place (*private banking*, industries des fonds d'investissement, ingénierie financière). La *section 4* analyse les effets d'agglomération propres à un cluster d'activités centrées sur la finance et pose la question de la capacité d'élévation dans la chaîne de production et d'attractivité de personnels qualifiés. Les remarques conclusives (*section 5*) portent sur la capacité d'innovation et sur une stratégie de « mieux disant » en termes d'adaptation au cadre réglementaire et prudentiel international.

¹ « Diversification » est employée dans le sens d'un mouvement vers une moindre corrélation des revenus de diverses activités considérées.

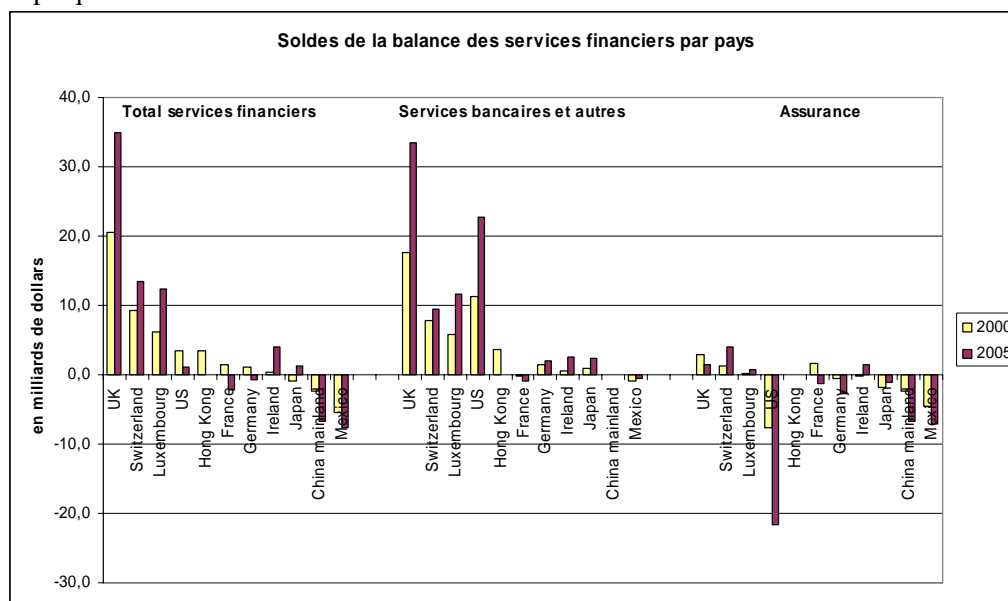
Encadré 1 : La place bancaire et financière luxembourgeoise : quelques comparaisons internationales

En l'absence d'indice synthétique, la comparaison des centres financiers internationaux est généralement établie à partir de leur capitalisation boursière. Avec ce critère Luxembourg n'apparaît pas comme un centre important. La capitalisation de la bourse de Luxembourg n'atteint que 2% de celle d'Euronext ou de celle de Londres. Les spécialités de la Place luxembourgeoise concernent principalement l'attrait, l'administration et la gestion de l'épargne en provenance du marché international.

Quelques indicateurs permettent de situer la position de la Place luxembourgeoise parmi les autres centres financiers :

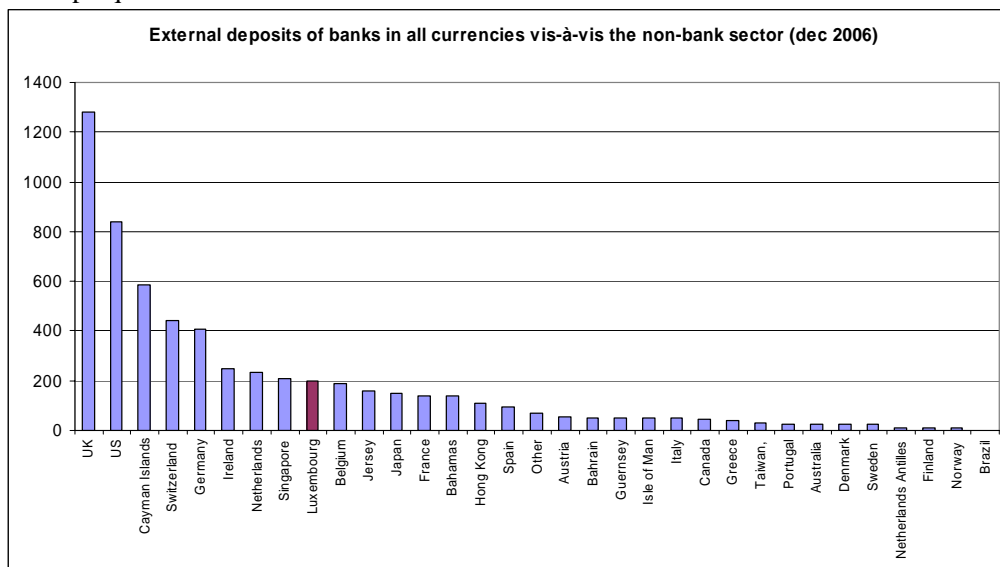
- *Graphique A1 : Solde extérieur de la balance des services financiers.* Cet indicateur fait apparaître les forts exportateurs nets de services financiers (banques et assurance) : Royaume-Uni, Suisse et Luxembourg.
- *Graphique A2 : Dépôts étrangers en provenance du secteur non bancaire.* Ces données de la BRI permettent de situer le Luxembourg dans l'attrait de dépôts bancaire au 9^{ème} rang mondial (des banques déclarantes à la BRI).
- *Graphique A3 : Actifs gérés par les fonds d'investissement européens.* Luxembourg est la première place européenne quant au montant d'actifs sous gestion par les fonds d'investissement (25% du marché européen et 29% du marché des fonds UCITS), et la deuxième mondiale après New York.
- *Graphique A4 : Evaluation des parts de marché de l'activité de private banking international.* Il n'existe pas de données « officielles » sur l'activité de private banking, seule des évaluations réalisées par des banques spécialisées ou des cabinets de consultants sont disponibles et doivent par conséquent être traitées avec beaucoup de prudence. L'activité de private banking international apparaît très concentrée sur la Suisse, les Caraïbes, le Luxembourg et les îles anglo-normandes.

Graphique A1



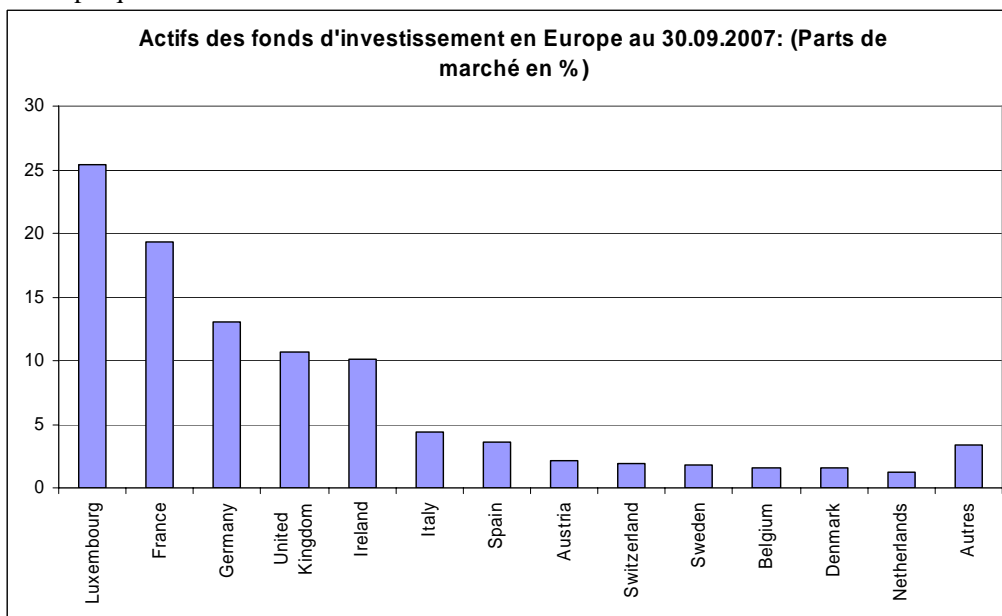
Source : IFSL (International Financial Services London) à partir de données FMI

Graphique A2



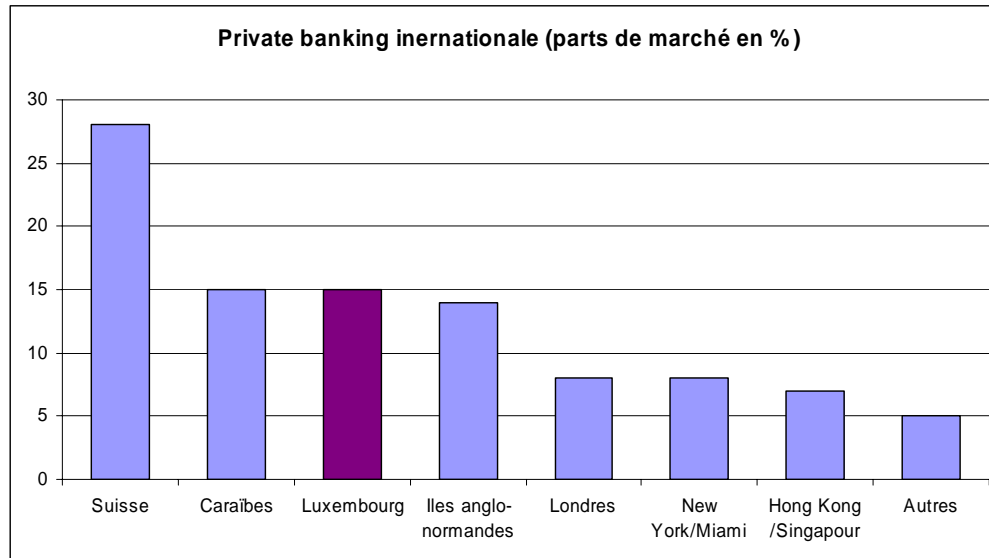
Source : BRI

Graphique A3



Source : EFAMA (European Fund and Asset Management Association)

Graphique A4



Source : Boston Consulting Group

1. Dépendance de l'économie luxembourgeoise vis-à-vis du secteur financier

Parmi les approches possibles pour évaluer la dépendance d'une économie par rapport à un secteur considéré (ici le secteur financier), le calcul direct de la part d'un secteur dans l'ensemble des branches, à partir des données des comptes nationaux, a le mérite de la simplicité et ne pas dépend de méthodes économétriques. Généralement, les indicateurs retenus portent sur la valeur ajoutée, l'emploi et les recettes fiscales. Ce calcul « comptable » peut être éventuellement élargi pour prendre en compte une partie des dépenses du secteur financier. Une telle approche demeure cependant statique et n'est pas une mesure complète de la « contribution » d'un secteur à l'économie. Elle ne permet pas d'évaluer une dynamique au-delà du simple effet « dépense ». Cette estimation est pourtant visée lorsqu'on s'intéresse à la croissance de l'activité économique, et nécessite alors une modélisation économétrique appropriée.

La définition du contour du secteur financier n'est pas une question anodine et s'avère sans doute moins claire pour le secteur financier que pour la sidérurgie. Aux banques et assurances s'ajoutent les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif (OPC) et les professionnels du secteur financier (PSF), catégorie en pleine expansion et composée d'entreprises d'investissement (gestionnaires de fortune, commissionnaires, dépositaires, distributeurs de parts d'OPC...), et autres entreprises connexes ou complémentaires au secteur financier (courtiers, conseillers en opérations financières, domiciliataires de sociétés...). De plus, un pôle d'activités financières est entouré d'une multitude de fournisseurs de services très divers, pour certains en relation directe avec les services financiers (les fournisseurs de services informatiques, les cabinets d'audit et de conseil, les sociétés d'administration de fonds d'investissement, les organismes de compensation et de règlements, les fiduciaires, les avocats d'affaires et les notaires). Ils sont inclus dans les rubriques « informatique » et « services aux entreprises » des comptes nationaux.

▪ *Part de la valeur ajoutée et de l'emploi du secteur financier dans l'économie luxembourgeoise : approche par les comptes nationaux :*

➤ **Valeur ajoutée :**

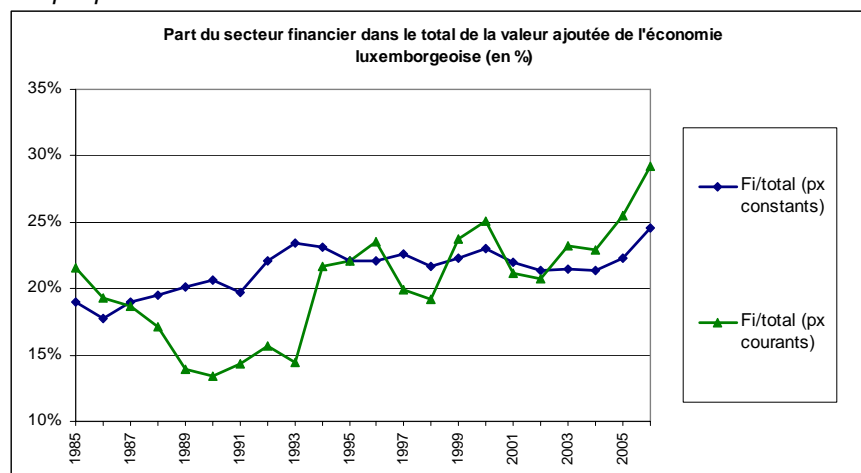
Nous considérons ici le secteur financier au sens des comptes nationaux c'est-à-dire la branche « services financiers » (Code NACE: « J », Source : STATEC).

Au 31 décembre 2006, la part des services financiers dans la valeur ajoutée (VA) totale des branches s'élève à **29 %** (VA à prix courants) ou à 25 % (VA à prix constants, base 1995)². Si cette part est calculée par rapport à l'ensemble des branches marchandes, en excluant donc les services publics, elle atteint respectivement 35% (VA à prix courants) et 29 % (VA à prix constants, base 1995).

Le graphique 1 fait apparaître l'évolution croissante de la part des services financiers dans la valeur ajoutée (VA) totale des branches au cours de ces vingt dernières années, période de développement de la place financière. L'augmentation de la dépendance est particulièrement nette depuis le début des années quatre-vingt-dix. Rappelons que cette dépendance est mesurée en adoptant une définition restreinte des services financiers. Nous pouvons observer que le déflateur de la valeur ajoutée (série à prix constants) a pour effet de lisser cette évolution et amortit les ralentissements conjoncturels de 1997-1998 et de 2001-2002.

² Considérer la valeur ajoutée à prix constants permet de prendre en considération un éventuel écart d'évolution entre le déflateur de la valeur ajoutée des services financiers et celui des autres branches.

Graphique 1 :



Source des données : Statec

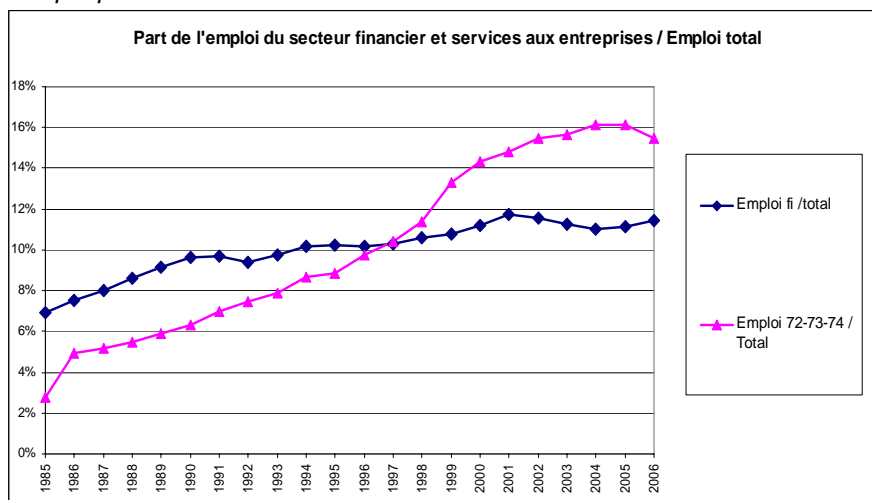
➤ **Emploi :**

Au 31 décembre 2006, la part de l'emploi de la branche « services financiers » dans l'emploi total de l'économie luxembourgeoise est de 11,4 % (source Statec) et de 15 % en considérant seulement les branches marchandes.

Sur les deux dernières décennies (graphique 2), l'évolution de la part de l'emploi des services financiers dans l'emploi total est régulièrement croissante excepté dans les phases de ralentissements conjoncturels. Nous avons porté sur le graphique 2 la courbe représentant la croissance plus marquée de la part des services informatiques et services aux entreprises (codes NACE 72-73-74)³ dans l'emploi total. Bien que tous ces services ne soient pas fournisseurs des activités financières, cette forte croissance n'est certainement pas indépendante du développement de la Place. Le graphique 3 présente l'évolution du nombre d'emplois dans le secteur financier et dans les services aux entreprises en termes absolus. Il permet de constater que le nombre d'emplois dans les services aux entreprises a largement dépassé celui des services financiers depuis le milieu des années quatre-vingt-dix.

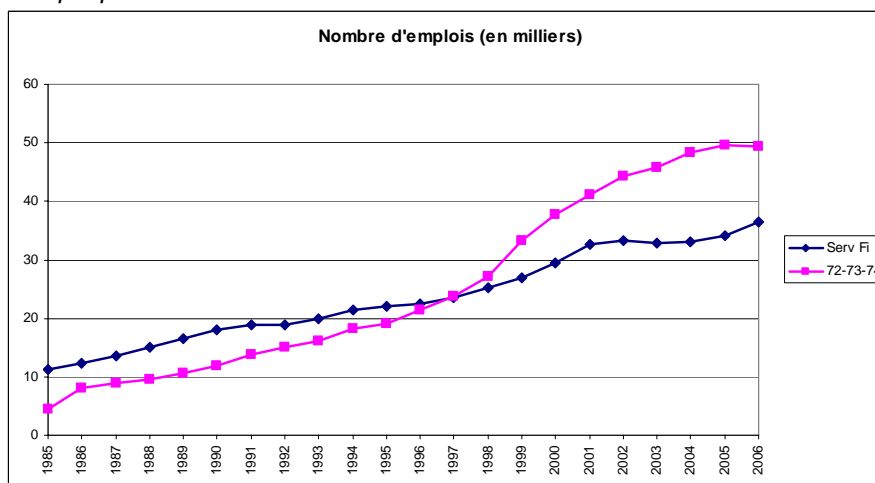
³ Activités informatiques, Recherche et développement, Activités juridiques, Activités comptables, Conseil pour les affaires et le management, Publicité, Nettoyage, Sécurité, Secrétariat et traduction...

Graphique 2 :



Sources de données : Statec

Graphique 3 :



Sources de données : Statec

- *Prise en compte des effets « dépense » du secteur financier*

Une étude annuelle commandée par le CODEPLAFI⁴ (2007) entreprend notamment une estimation comptable de l'effet « dépense », appelé « contribution indirecte » des activités financières à l'économie luxembourgeoise. A partir d'une répartition approximative⁵ des frais généraux de la branche financière (banques, assurances, PSF, Sociétés de gestion), les dépenses adressées à l'économie luxembourgeoise pour 2006 sont évaluées à 3 172 millions d'euros. En termes relatifs, ce montant correspond à : 3,5 % de la production nationale ; 13 %

⁴ Comité pour le Développement de la Place Financière. (2007), « Etude d'impact de l'industrie financière sur l'économie luxembourgeoise ».

⁵ Hypothèse de répartition des frais généraux : frais informatiques : 25 % (dont 50 % serait en provenance de firmes luxembourgeoises) ; frais de bâtiments et de mobilier : 35 % et services divers : 40 %. Les investissements (construction, matériel informatique...) sont évalués à partir des amortissements en retenant l'hypothèse que 75 % de ses dépenses sont adressées à des entreprises nationales.

de la production des branches construction et services marchands ; 67 % de la production des services informatiques et des services aux entreprises.

Les auteurs du rapport tentent de prendre en compte également les dépenses issues des revenus perçus par les salariés du secteur financier. L'approximation est menée à partir d'une propension moyenne à consommer (de résidents et non-résidents) appliquée aux revenus moyens dans le secteur. Pour 2006, le montant approximé s'élève à 957 millions d'euros et représente 7,2 % de la consommation finale des ménages sur le territoire luxembourgeois.

L'étude CODEPLAFI (2007) évalue les emplois dépendants de ces différents effets « dépenses » (indirects) à environ 23 000 (ce qui représente 57 % de l'emploi du secteur financier et 7 % de l'emploi total).

Ces effets « dépenses » supplémentaires viennent s'ajouter au haut degré de dépendance de l'économie luxembourgeoise vis-à-vis de son secteur financier.

- ***Quelques résultats de la modélisation économétrique de l'économie Luxembourgeoise***

L'approche comptable élargie aux effets « dépenses » donne une vue instantanée de l'importance du secteur financier comme pourvoyeur d'emplois et comme acheteur de biens et services aux autres branches. Cependant, cette démarche est essentiellement descriptive et ne permet pas de dégager les liens de causalité entre les différentes variables financières et économiques sectorielles intervenant dans la croissance de l'économie luxembourgeoise.

Une maquette macrosectorielle modélisant l'économie luxembourgeoise, utilisée à des fins de prévisions (Adam F. 2007) peut permettre d'évaluer la dynamique conjoncturelle engendrée par le secteur financier sur les autres branches. Ainsi, selon les simulations réalisées (Statec, 2008), une baisse de 1% de la valeur ajoutée (en volume) du secteur financier aurait un impact négatif sur l'ensemble de l'économie luxembourgeoise de - 0,6 % la première année et de - 0,3% les deux années suivantes.

Pour prolonger l'évaluation de l'impact du secteur financier sur les autres branches, il est possible d'envisager des effets intersectoriels dits « externes ». Ces effets engendrent une dynamique de croissance à facteurs de production donnés et ne doivent pas être confondus avec de simples effets clients-fournisseurs. Selon la littérature consacrée aux externalités spatiales et à la relation entre développement du système financier et croissance, trois grands types de transmission peuvent être évoqués : les externalités d'information (*knowledge spillovers*), les externalités du marché du travail, par l'attrait de personnel qualifié (*labor market pooling*) et les externalités issues de la localisation des activités intermédiaires (*supply of intermediate goods*). Des analyses empiriques récentes (Bourgain et Pieretti, 2006 et 2007) parviennent à estimer des effets externes significativement positifs en particulier sur les branches de services marchands. Ces résultats sont exposés dans la section 4 afin de mettre en évidence les effets d'agglomération à l'œuvre sur le pôle de services financiers luxembourgeois.

- ***Recettes fiscales liées au secteur financier***

Quatre principales contributions fiscales issues des activités financières peuvent être clairement repérées (tableau 1) :

Aux impôts sur les bénéfices, versés par les banques, les organismes d'assurance et autres institutions financières, s'ajoutent les recettes de la taxe d'abonnement sur les titres de

sociétés. La « Taxe d'abonnement » est annuelle et porte essentiellement sur les OPC. Son taux normal s'élève à 0,05 % des avoirs nets et certains types d'OPC bénéficient d'un taux réduit s'élevant à 0,01 % des actifs nets, voire d'une exonération.

Pour l'année 2006, la contribution « directe » du secteur financier aux recettes fiscales totales (y compris les impôts locaux) s'élève à 22,5 % (tableau 1).

Tableau 1 : Recettes fiscales en provenance du secteur financier (Année 2006)

	Montant (Millions d'euros)	En % des recettes fiscales totales des administrations publiques
Impôt sur les bénéfices et impôts divers versés par les banques	904	10,4 %
Impôts sur les bénéfices versés par les organismes d'assurance et de réassurance	115,2	1,3 %
Impôts sur les bénéfices versés par les PSF et Sociétés de gestion	288	4,4 %
Taxe d'abonnement sur les titres de sociétés	651,1	7,5 %
Total		22,5 %

Sources des données : CSSF, CAA et Statec

Sur une longue période (graphique 4), l'évolution en termes de montants absolus des deux principales recettes fiscales (impôts versés par les banques et taxe d'abonnement) affiche une croissance particulièrement forte, au cours des années quatre-vingt-dix.

Trois chocs conjoncturels apparaissent assez nettement, reflétant une dépendance vis-à-vis des turbulences sur les marchés financiers internationaux. En 1989-1990 et en 1998, les banques ont fortement accru leurs provisions face à une montée des risques sur les bourses de valeur (situation de l'Union soviétique en 1990, et crise asiatique et latino-américaine en 1998)⁶. Les impôts versés par les banques ont ainsi décliné de 23 % en 1998.

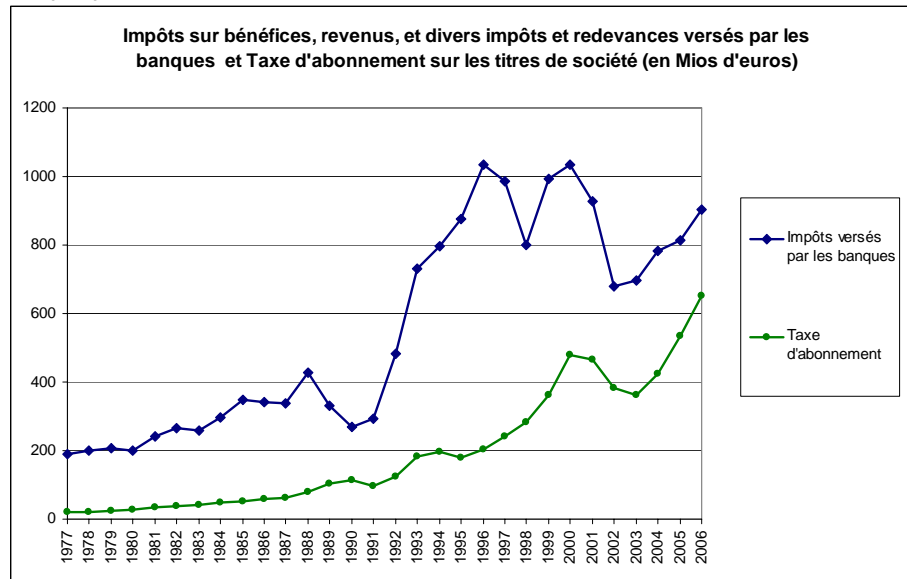
Le sévère choc boursier de 2001 et 2002 (**voir encadré 3**) a touché à la fois les recettes sur les revenus des banques et la taxe d'abonnement (graphique 4). Les bénéfices des banques avant provisions ont bien résisté en 2001 et 2002 à la dégradation boursière internationale, mais la forte augmentation des provisions (+82%) a fait baisser les impôts versés de 22,6%. Lors de ce choc, la taxe d'abonnement s'est quant à elle révélée très dépendante en diminuant de 25% entre 2000 et 2002, puis en s'accroissant de nouveau de 79 % entre 2003 et 2006.

En termes relatifs, les trois chocs évoqués se retrouvent bien dans l'évolution de la part des impôts versés par le secteur financier (graphique 5). Par contre, cette part était très élevée dans les années quatre-vingt et n'apparaît pas croissante. Les recettes en provenance des PSF ainsi que celles des assurances ont été ajoutées sur les graphiques pour les années très récentes⁷ afin d'observer l'accroissement de ces activités connexes. En effet, la sous-traitance d'activités financières par les PSF semble prendre de plus en plus d'importance. Cette tendance peut expliquer en partie la baisse de la part relative des impôts versés par les banques dans les recettes fiscales totales.

⁶ La constitution nette de provisions des banques a augmenté de 308% en 1997 et de 71% en 1998 (voir rapports annuels de la BCL)

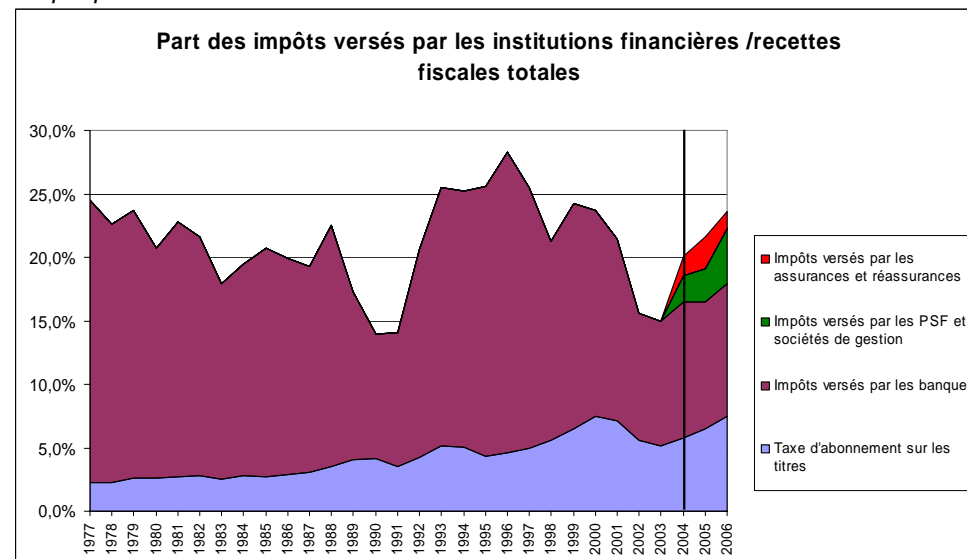
⁷ La Loi du 2 août 2003 a réorganisé le secteur des PSF, c'est pourquoi des données homogènes sur ce secteur ne sont disponibles qu'à partir de 2004.

Graphique 4



Source : BCL et Statec

Graphique 5



Source : BCL, CSSF et Statec

L'importance grandissante de la taxe d'abonnement dans le financement des dépenses de l'Etat, ainsi que l'observation des chocs financiers internationaux laissent présager une forte dépendance envers la conjoncture boursière internationale. Cette dépendance apparaît globalement sur les recettes publiques luxembourgeoises qui sont plus volatiles que dans d'autres pays européens. Ainsi, dans son rapport annuel de 2006, la BCL (p. 95) note que l'écart type mesuré sur la période 1991-2006 des soldes des administrations publiques a atteint 2,2% du PIB au Luxembourg alors qu'il s'est limité à 1,3% en Allemagne et 1,4% en France.

Une diversification des activités de services, rendue possible par la présence d'un socle d'expériences et de ressources dans ce domaine, apparaît ainsi nécessaire afin

notamment de rendre les recettes fiscales moins contingentes face aux chocs financiers externes.

2. Sensibilité des revenus du secteur financier au cycle financier international

La structure des revenus du secteur financier luxembourgeois et en particulier des banques a considérablement évolué au cours de ces dernières décennies. Les revenus issus de l'intermédiation traditionnelle (marge sur intérêts) sont en constante diminution par rapport aux revenus nets sur commissions et sur diverses transactions. Alors que ces revenus nets ne représentaient que 15 % du produit bancaire au début des années quatre-vingt, cette part s'élève en 2006 à 55 % ; les commissions formant deux tiers de ces revenus. Les commissions bancaires étant intimement liées à la valeur des actifs échangés et gérés, la question de la sensibilité vis-à-vis du cycle et des turbulences des cours de bourses internationales devient de plus en plus cruciale. D'autant plus que le développement des autres activités financières non bancaires est largement fondé sur des transactions de titres. Ce risque est à replacer, rappelons le, dans une situation de forte dépendance de l'économie luxembourgeoise par rapport à son secteur financier. Dans le modèle construit par le Statec (Adam, 2007), la variation de l'indice boursier européen est une variable significative parmi les déterminants du taux de croissance conjoncturelle luxembourgeois.

Les travaux empiriques expliquent les divers revenus bancaires par des facteurs internes (variables managériales et bilanciels) et externes reflétant l'environnement économique et financier. En ce qui concerne la Place luxembourgeoise, une étude économétrique récente menée par la BCL (Rouabah, 2006) mesure la sensibilité des revenus bancaires aux chocs macroéconomiques et boursiers internationaux. L'analyse est menée sur données trimestrielles et individuelles de 213 banques de la Place en suivant une méthode adoptée par Lehmann et Manz (2005) pour les banques suisses.

La marge sur taux d'intérêt peut être procyclique par rapport à la hausse des taux d'intérêt en cas de rigidité des taux sur le passif bancaire par rapport à ceux sur l'actif. Un accroissement des taux d'intérêt fait alors augmenter la marge d'intermédiation bancaire. Or, dans l'étude de Rouabah (2006), les paramètres relatifs à la variation des taux d'intérêt sont non significatifs dans l'ensemble des estimations, quelles soient statiques ou dynamiques⁸.

Selon cette étude, la constitution de provisions apparaît négativement corrélée au cycle macroéconomique européen⁹, c'est-à-dire que le provisionnement pour créances douteuses s'avère plus élevé dans les périodes de ralentissement. Dans une moindre mesure, une augmentation des taux d'intérêt accentue également la constitution de provisions. Cette corrélation vient ainsi confirmer la sensibilité constatée (dans la section 1) des recettes fiscales en provenance du secteur bancaire à l'égard de chocs financiers internationaux.

Conformément aux attentes, les résultats obtenus font apparaître que les revenus nets sur commissions et transactions sont significativement liés aux performances des marchés financiers. Une baisse de 10% de l'indice boursier européen (DJE stxx) se traduit par une réduction moyenne des revenus nets sur commissions et transactions de près de 10% (Rouabah, 2006, p. 24). Les grandes banques apparaissent plus sensibles que les petites.

⁸ Selon Rouabah (2006), cette absence de corrélation s'expliquerait par un comportement d'ajustement rapide des taux sur les engagements en réponse à une modification des taux sur les avoirs.

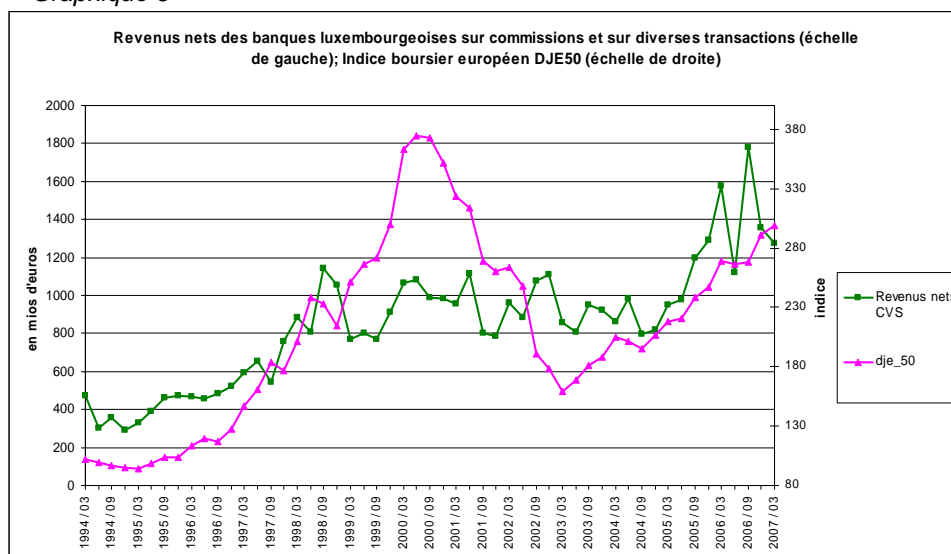
⁹ Une baisse de 10% du taux de croissance trimestriel du PIB de la zone euro au trimestre précédent implique une augmentation moyenne des provisions de 4,33 %.

En faisant l'hypothèse qu'au moins 50%¹⁰ de la valeur ajoutée du secteur financier est issue de revenus liés aux valeurs boursières et compte tenu de la sensibilité calculée de l'ensemble de l'économie vis-à-vis du secteur financier (Statec, 2008), alors une baisse de 1% de l'indice boursier européen aurait un impact de -0,3 % sur l'ensemble de l'économie luxembourgeoise.

Le graphique 6 illustre les évolutions trimestrielles pour l'ensemble des banques luxembourgeoises respectivement des revenus nets sur commissions et sur transactions diverses (change, réalisation de titres, divers...), corrigées de variations saisonnières, et de l'indice boursier européen DJE stoxx 50.

La dépendance de revenus nets bancaires (revenus hors marge d'intérêt) vis-à-vis de l'indice boursier européen apparaît clairement. Cependant, les revenus n'ont pas suivi la croissance vertigineuse des cours de bourse à partir de 1998, ni leur effondrement de 2001 à 2003.

Graphique 6



Source : BCL, Eurostat

Par ailleurs, à l'aide d'une méthode d'économétrie des séries temporelles (voir encadré 2 ou annexe 2) nous avons testé la non linéarité de la relation entre les deux variables, ainsi que la présence éventuelle de plusieurs régimes dans leur évolution conjointe. Nos résultats tendent à prouver qu'un modèle non linéaire explique mieux la structure de relation entre les deux variables qu'un modèle linéaire. De plus, un changement de régime est confirmé par les tests statistiques. Un premier régime s'étend sur la période 1994 -1998/1, pour laquelle la corrélation obtenue est plus élevée (coefficient de corrélation de 0,89) que pour le second régime (0,26) sur la période 1998/2 – 2007/3 qui englobe notamment la phase plus tourmentée. Cette mesure économétrique apporte une nuance envers la conclusion d'une forte dépendance des revenus bancaires à l'égard des performances boursières, sans toutefois remettre en cause son existence.

¹⁰ On peut toutefois s'attendre à ce que ce pourcentage dépasse 50% étant donné que la part des revenus bancaires hors marge d'intérêt représente 55 % du produit bancaire et qu'en dehors des banques d'autres institutions sont actives dans des opérations très liées à l'évolution boursière internationale.

Tout signe de dépendance imparfaite, voire d'autonomie à l'égard du cycle et des chocs financiers internationaux pourrait constituer un indice d'une certaine diversification intrabranche des activités financières génératrices de commissions.

Concernant la crise financière américaine actuelle (*subprime*), l'impact sur le secteur financier luxembourgeois semble davantage indirect, lié à des effets de contagion que direct. En effet, selon la CSSF, les banques luxembourgeoises auraient des engagements très limités dans des produits d'investissement contenant des crédits *subprime*. Pour les fonds d'investissement, seuls sept fonds (ou compartiments), ne représentant que 0,13% de l'actif total des fonds domiciliés au Luxembourg, ont dû suspendre leur activité d'émission et de rachat lors du déclenchement de la crise, fin juillet 2007.

Par contre, les effets « indirects » sont encore difficiles à saisir. Une baisse de la confiance envers l'activité financière de titrisation peut être de mauvaise augure pour le « jeune » marché luxembourgeois de la titrisation. Selon les résultats des établissements bancaires du troisième et quatrième trimestre 2007, les revenus tirés des activités fonds d'investissement et « *private banking* » ne paraissent pas encore réellement touchés par la crise financière. Les revenus issus de commissions pour 2007 sont en augmentation de 8,8%¹¹ par rapport à 2006. Cependant, les turbulences sur les marchés financiers internationaux ont des effets négatifs, de contagion sur l'ensemble des places bancaires. Ainsi, avec l'assèchement du marché interbancaire international, les marges sur intérêt sur les opérations de crédit interbancaire stagnent depuis le troisième trimestre 2007. Les institutions financières vont subir « mécaniquement » des moins values sur leur portefeuille des immobilisations financières. La constitution nette de provisions par les banques luxembourgeoises est ainsi en augmentation sensible au 31 décembre 2007.

Encadré 2 : Modélisation non linéaire de la relation : indice boursier européen – revenus bancaires et détection de changement de régimes*.

L'examen graphique des séries : Revenu net sur commissions et transactions diverses et Indice boursier européen dje50 (graphique 6) montre des évolutions variées sur la période, suggérant ainsi des régimes différents sur certaines sous périodes.

Une manière d'identifier d'éventuels ruptures dans l'évolution des séries consiste à appliquer les tests de Chow ; cependant ces tests supposent d'une part la constance des paramètres du modèle à travers le temps et d'autre part une connaissance *a priori* des dates de rupture. Or un changement structurel est une instabilité irréversible qui se produit dans les paramètres du processus et en présence de tels changements dans l'évolution des séries les estimations ainsi réalisées peuvent être mal spécifiées.

Pour remédier à cette insuffisance, l'échantillon est souvent scindé en sous-périodes en fonction de la date de rupture présumée, mais cette méthode appauvrit l'échantillon surtout lorsqu'il s'agit de séries très courtes. Par ailleurs dans la plupart des cas les changements structurels peuvent être récurrents et requièrent un autre type de modèle plus général que sont les modèles de changement de régimes de Markov (voir Hamilton 1989, Krolzig 1997, 2001). L'avantage de ces modèles est qu'ils ne requièrent ni une connaissance *a priori* des dates de rupture ni une division de la période d'étude. Le modèle générateur est celui de Hamilton

¹¹ CSSF, Communiqué de presse du 18 janvier 2008 sur les comptes provisoires de profits et pertes au 31 décembre 2007.

(1989) originellement appliqué au taux de croissance trimestriel du PIB des USA. La méthode uni-variée de Hamilton (1989) a été généralisée au modèle VAR avec changement de régime permettant de modéliser plusieurs séries sujettes à des changements de régime (voir Krolzig 1997).

Méthode : Le modèle non linéaire

Le modèle générateur de Hamilton (1989) est un modèle autorégressif univarié d'ordre 4:

$$\Delta y_t - \mu(s_t) = \alpha_1(\Delta y_{t-1} - \mu(s_{t-1})) + \alpha_2(\Delta y_{t-2} - \mu(s_{t-2})) + \dots + \alpha_p(\Delta y_{t-p} - \mu(s_{t-p})) + u_t$$

avec $u_t \sim \text{NID}(0, \sigma^2)$.

La moyenne conditionnelle $\mu(s_t)$ varie entre deux états,

$$\mu(s_t) = \begin{cases} \mu_2 > 0 & \text{si } s_t = 2 \text{ ('expansion', 'boom')} \\ \mu_1 < 0 & \text{si } s_t = 1 \text{ ('contraction', 'recession')} \end{cases}$$

Le processus de génération des régimes est supposé suivre une chaîne de Markov à deux états tel que p_{21} est la probabilité de transition d'une expansion à une contraction et p_{12} est la probabilité de quitter le régime de contraction vers un régime d'expansion.

La méthode uni-variée de Hamilton a été généralisée (voir Krolzig 1997) au modèle VAR avec changement de régime, noté MS-VAR. Ces modèles multi-variés permettent de modéliser plusieurs séries sujettes à des changements de régime. Dans la spécification d'un modèle MS-VAR, tous les paramètres autorégressifs peuvent être conditionnés par l'état s_t de la chaîne de Markov.

Aussi bien dans le modèle uni-varié de Hamilton que dans les modèles multi-variés subséquents, le processus de génération du régime est une chaîne de Markov ergodique avec un nombre fini d'états $s_t = 1, \dots, M$ qui sont définis par les probabilités de transition :

$$p_{ij} = \Pr(s_{t+1} = j | s_t = i), \quad \sum_{j=1}^M p_{ij} = 1 \quad \forall i, j \in \{1, \dots, M\}$$

Plus précisément on suppose que s_t suit un processus Markovien ergodique à M états avec une matrice de transition irréductible P telle que:

$$P = \begin{pmatrix} p_{11} & p_{12} & \dots & p_{1M} \\ p_{21} & p_{22} & \dots & p_{2M} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ p_{M1} & p_{M2} & \dots & p_{MM} \end{pmatrix},$$

où $p_{iM} = 1 - p_{i1} - \dots - p_{i,M-1}$ pour $i = 1, \dots, M$. L'utilisation de cette loi permet d'inférer l'évolution des régimes à partir des données.

Ces modèles peuvent être estimés par la méthode du Maximum de vraisemblance basé sur l'algorithme EM (*expectation-maximization*) discuté dans Krolzig (1997). Cette technique d'estimation permet d'obtenir les paramètres autorégressifs et aussi les probabilités de transition qui gouvernent la chaîne de Markov des états non observés. Si θ indique le vecteur

des paramètres, dans le modèle de Hamilton, alors $\theta = (\mu_s, \alpha_1, \dots, \alpha_4, \sigma^2, p_{11}, p_{22})$. Le paramètre θ est choisi pour maximiser la vraisemblance des observations Y_t .

Résultats de l'estimation du modèle VAR non-linéaire :

Nous avons estimé la dynamique de la relation entre les revenus (en Log et corrigés de variations saisonnières) « LSARev_net » et l'indice boursier européen « Ldje_50 » en utilisant cette modélisation non linéaire bi-variée.

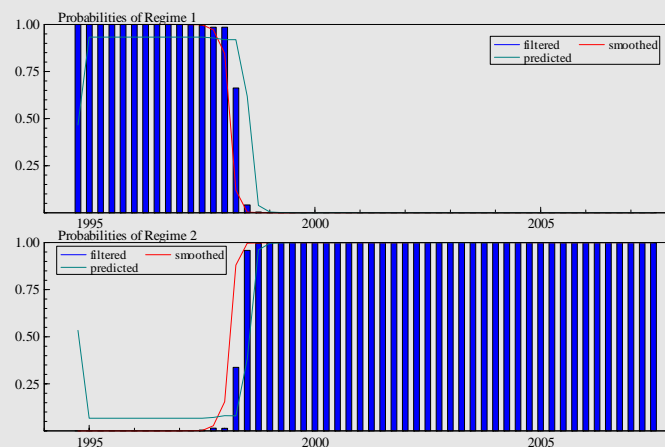
Cette estimation confirme la nature non-linéaire de la relation entre les variables LSARev_net et Ldje_50. En effet la log-vraisemblance du modèle non linéaire (17,9555) est supérieure à celle du modèle linéaire (-21,7236). Cette non linéarité justifie une estimation avec changement de régime.

Les résultats confirment un changement de régime dans l'évolution conjointe des deux variables et permettent de distinguer et classifier deux principales périodes. Le régime 1 qui s'étale de 1994:4 à 1998:1, et le régime 2 qui s'étend de 1998:2 à 2007:3. Ces différents régimes très persistants ($p_{11} = 0,9328$ et $p_{22} = 1$) sont illustrés par le graphique ci-dessous qui indique la probabilité pour chaque observation d'appartenir aux régimes 1 ou 2.

Les tests statistiques usuels (LR, AIC, HQ, SC) montrent que ce modèle traduit mieux la structure de la relation entre les deux variables qu'un modèle linéaire. La matrice MC ci-dessous indique que la corrélation forte (0,89) entre les deux variables (LSARev_net, Ldje_50) durant la première période se réduit dans le régime 2 à seulement 0,26.

$$MC = \begin{bmatrix} LSARev_net & 0.2599 \\ 0.8922 & Ldje_50 \end{bmatrix}$$

Modèle (LSARev_net, Ldje_50)



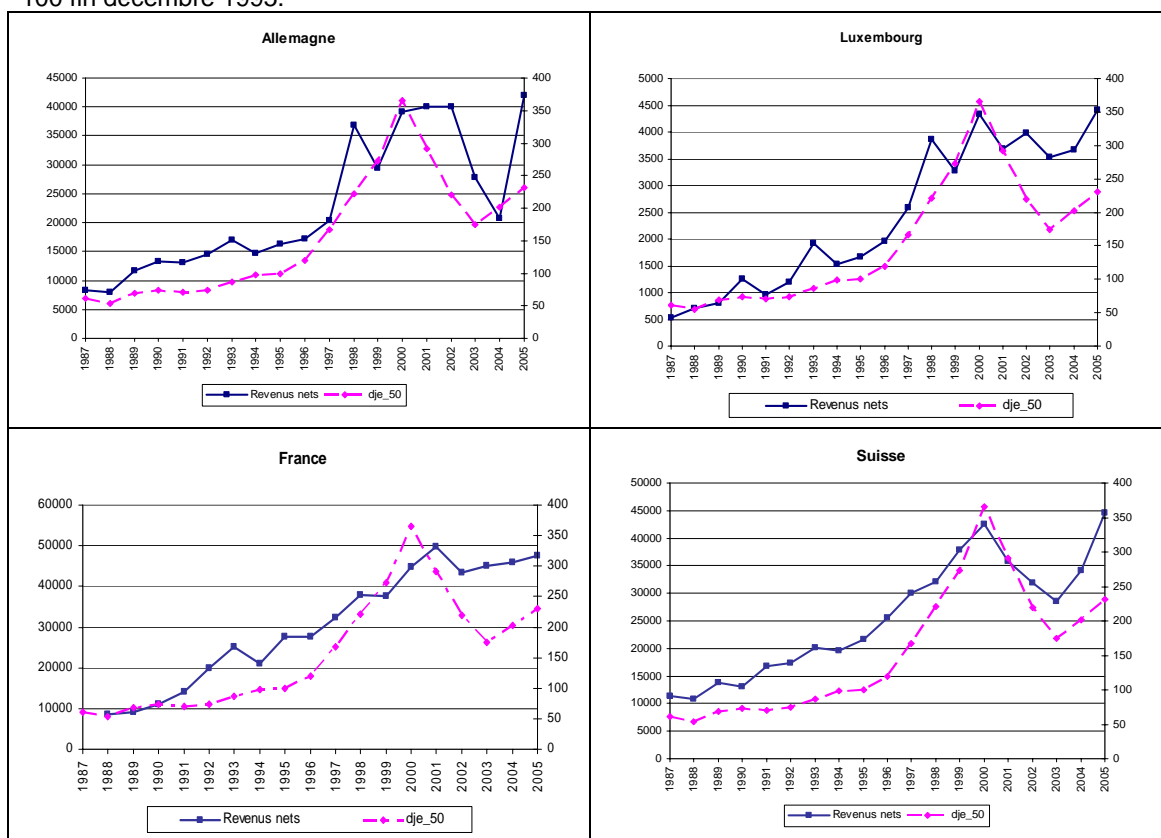
* Nous remercions F.B. Aka (CREA, Université du Luxembourg) pour la réalisation de ces calculs.

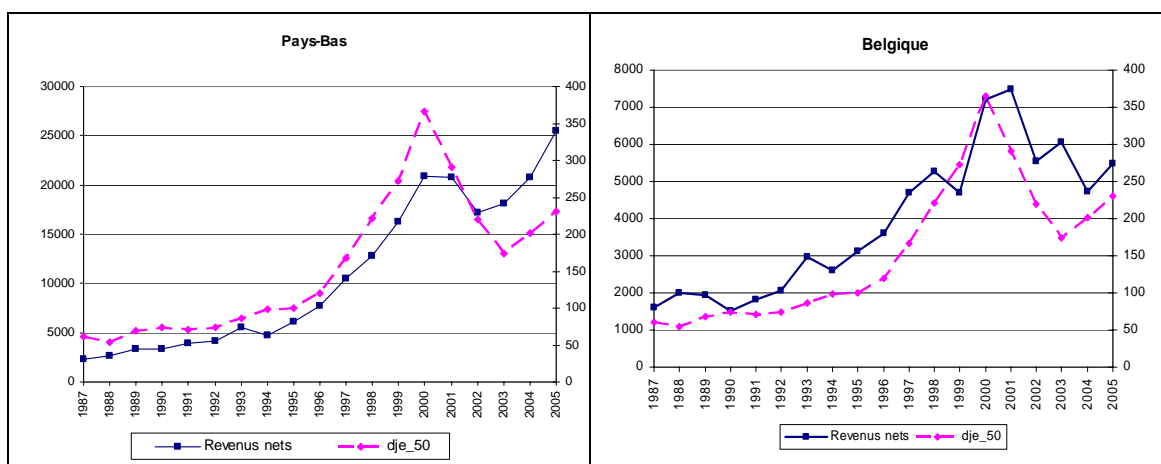
Encadré 3 : Effets de la crise boursière de 2001-2002

La forte baisse des indices boursiers attribuable à « l'éclatement de la bulle internet » ainsi qu'à quelques scandales financiers (Enron, Tyco, Andersen...) s'est étendue de fin 2000 jusqu'au début de 2003 (principalement les années 2001 et 2002). De la fin du 3^{ème} trimestre 2000 à la fin du 1^{er} trimestre 2003 : Euro stoxx 50 : - 57% ; DAX : - 62% ; CAC40 : - 56% ; Swiss Market Index : -46%.

Parmi les revenus des banques, les revenus nets hors marges d'intérêts, essentiellement composés des revenus sur commissions et diverses transactions, sont par leur nature davantage dépendants des variations des turbulences boursières internationales. Suite à la baisse des cours de 2001-2002, les baisses suivantes de revenus nets bancaires ont été observées entre fin 2001 et fin 2003 : Allemagne : -30% ; Belgique : - 19% ; France : -9 % ; Luxembourg : -4% ; Suisse : - 20%. Les graphiques suivants illustrent l'évolution de ces revenus nets et de l'indice européen DJE stoxx 50. Ces données doivent être interprétées avec prudence car la part de ces revenus sur commissions et transactions dans les revenus est sensiblement différente d'un pays à l'autre (61 % en Suisse, 34% en Allemagne en 2005).

Graphiques : Revenus nets des banques (sur commissions et transactions) : échelle de gauche, en millions d'unités monétaires domestiques, et Indice boursier DJE stoxx 50 : échelle de droite, indice 100 fin décembre 1995.





Sources des données : OCDE, Bank Profitability Financial Statements of Banks et Eurostat

Les revenus nets bancaires des banques luxembourgeoises ont été affectés par la chute des cours boursiers de 2001-2002, mais ne se sont pas montrés plus sensibles que ceux des pays européens voisins. Du 31 décembre 2001 au 31 décembre 2003, la baisse du volume de l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans des établissements de crédit a été de 9%. Comme noté précédemment, l'année 2002 a connu une forte baisse des recettes fiscales luxembourgeoises (voir graphique 4).

En ce qui concerne l'emploi dans le secteur bancaire et des PSF, la baisse fut de 4% de la fin 2001 à la fin 2003. Cette diminution est essentiellement due au secteur bancaire. Par contre, pour l'année 2002, les turbulences boursières n'expliquent pas à elle seules la baisse de l'emploi bancaire. Selon la Banque Centrale du Luxembourg¹², le mouvement de fusions bancaires, particulièrement important à cette période, est responsable d'environ 50 % des pertes d'emplois bancaires. De plus, le processus d'externalisation de certaines fonctions a une influence sur le nombre d'emplois purement bancaires.

Les répercussions de la crise sur l'économie luxembourgeoise dans son ensemble ont pris la forme d'un ralentissement conjoncturel sensible mais non d'une récession. Les indicateurs fondamentaux ci-dessous présentent des taux de croissance qui sont restés nettement positifs entre fin 2001 et fin 2003, bien que plus faibles que les taux annuels moyens respectifs sur la période 1995-2006 :

	Taux de variation annuels moyens entre fin 2001 et fin 2003	Taux de variation annuels moyens entre fin 1995 et fin 2006
PIB (prix courants)	+ 6,8 %	+7,6 %
PIB (prix constants)	+3 %	+5 %
Recettes fiscales	+4,3 %	+7 %
Emploi total	+2,5 %	+3,6 %

Source : Statec

La reprise de l'activité financière luxembourgeoise qui a suivi la période de ralentissement (Evolution de la valeur ajoutée à prix courants dans le secteur financier : +4% en 2004 ; +22% en 2005 ; +31% en 2006) est expliquée en partie par le redressement des

¹² Bulletin de la BCL 2003/1.

cours boursiers (voir graphique 6). Cependant, c'est aussi à partir de cette période (2004) que des efforts d'adaptation particuliers ont été fournis, comme : (voir section suivante)

- La recherche d'une nouvelle clientèle pour le private banking à la suite de la directive sur la fiscalité de l'épargne ;
- L'innovation réglementaire et financière dans les domaines de la titrisation, du capital risque.
- La forte expansion de la gestion des fonds d'investissement et de produits comme l'assurance vie...

Il est toutefois difficile d'établir si ce mouvement a été stimulé par la sensibilité de l'activité financière de la Place luxembourgeoise aux turbulences financières internationales. Par ailleurs, l'aspect récent des impacts de la crise de 2001-2003, il serait abusif de simplement juxtaposer ces effets sur les turbulences actuelles de la finance internationale qui peuvent comporter des caractéristiques distinctes.

3. Développement des avantages compétitifs de la Place

Le développement des activités bancaires et financières a connu une évolution relativement rapide comparée à des mutations notamment d'autres branches industrielles. Ce processus peut être analysé comme une dynamique endogène d'adaptation à l'environnement que celui-ci soit concurrentiel, conjoncturel, réglementaire ou fiscal.

Le Luxembourg a entamé son ascension en tant que centre financier au début des années soixante par l'activité de syndication de prêts internationaux. L'introduction de l'*Interest Equalization Tax* aux Etats-Unis en 1963 ayant pour effet de décourager l'émission d'emprunts internationaux sur le marché financier de New York, les grandes banques américaines de l'époque cherchèrent à créer un marché des capitaux en Europe. Londres, Zurich et Amsterdam étant désavantagées par leurs réglementations trop restrictives, le choix des banques s'est alors porté sur le Luxembourg, qui avait mis en place dès la fin des années vingt, une législation bancaire beaucoup moins contraignante que dans la majorité des autres pays. Le Luxembourg s'est alors transformé en centre de cotation et de dépôt des émissions internationales en eurodollars, la City de Londres se spécialisant quant à elle dans les émissions. C'est à partir de cette période que le nombre de banques installées au Luxembourg s'est accru et la tendance s'est renforcée par l'arrivée massive dès 1967 de banques scandinaves et allemandes venant profiter, entre autres, de l'absence de réserves obligatoires.

La crise de la dette des pays d'Amérique latine au début des années quatre-vingt rendit nécessaire une diversification de ce secteur d'activités. Les pays voisins ayant mis en place des politiques fiscales contraignantes, le *private banking* se développa fortement au Luxembourg à partir de cette décennie, notamment en raison d'un haut niveau de confidentialité. La transposition rapide des directives, que l'on peut qualifier de *first mover advantage*, permit également de développer au Luxembourg un marché international des fonds d'investissement. Parallèlement au développement des activités financières liées à une clientèle individuelle, la Place luxembourgeoise s'est positionnée sur le créneau des services d'ingénierie financière. Le législateur ayant permis la constitution de nombreux types de sociétés de montages financiers, Luxembourg est devenu l'un des lieux d'implantation favoris de sociétés financières.

Le *private banking*, l'industrie des fonds d'investissement et l'ingénierie financière constituent aujourd'hui les trois grandes spécialités de la place de Luxembourg, et leur développement apparaît intimement lié au cadre réglementaire et fiscal.

C'est pourquoi la mise en relief des avantages compétitifs devra révéler la nécessaire dynamique d'innovation d'une place financière qui ne dispose pas de marché intérieur.

A. Le *Private banking* et l'attrait de l'épargne de la clientèle individuelle

Origine

La gestion individuelle d'actifs s'est développée au Luxembourg au début des années quatre-vingt sur la base d'une clientèle étrangère venant profiter du cadre réglementaire luxembourgeois, à savoir la présence d'un secret bancaire bien établi (article 458 du Code Pénal) et la non imposition des revenus d'épargne des non résidents. Le principe de la double incrimination¹³ conditionnant l'octroi de la coopération des autorités luxembourgeoises en

¹³ En matière d'entraide judiciaire, certains pays appliquent le principe de « double incrimination ». Pour que l'entraide puisse être fournie au pays requérant, il doit être établi que l'acte faisant l'objet de l'enquête constituerait une infraction pénale selon la loi du pays requis s'il se produisait dans ce pays. En matière fiscale,

matière fiscale, le cadre luxembourgeois a pu être utilisé à des fins fiscales par des épargnants étrangers. Les obligations au porteur étaient à l'époque largement répandues au sein d'une clientèle étrangère, régionale, pas nécessairement cliente des banques auprès desquelles ces coupons étaient encaissés. Les institutions bancaires ont développé par la suite des produits de plus en plus structurés permettant d'élargir leur clientèle, en commençant notamment par les SICAV au porteur puis par d'autres fonds d'investissement plus sophistiqués.

Directive européenne sur la fiscalité de l'épargne

Au début des années 2000, dans un contexte de la récession boursière, le début d'harmonisation européenne de la fiscalité sur l'épargne a constitué un écueil pour l'activité d'attrait de l'épargne des investisseurs individuels, et a mis à l'épreuve la capacité d'adaptation de cette spécialité.

Après plusieurs décennies de discussions, l'Union européenne a abouti à un accord entré en vigueur le 1^{er} juillet 2005, visant une harmonisation du mécanisme de taxation de l'épargne tout en laissant chaque Etat fixer son propre taux pour ses résidents¹⁴.

Certains Etats membres de l'Union Européenne: l'Autriche, la Belgique et le Luxembourg ont cependant obtenu de ne pas appliquer l'échange automatique d'informations et d'instaurer à la place une retenue à la source sur les revenus de certains produits. Le taux de ce prélèvement doit augmenter progressivement : 15 % jusqu'au 1^{er} janvier 2008, 20 % jusqu'au 1^{er} janvier 2011 et 35 % à partir de cette date. 75 % des montants collectés reviennent au pays de résidence de l'épargnant, les 25 % restants étant attribués au pays collecteur. La retenue à la source, non libératoire, est une mesure transitoire devant aboutir à terme à l'échange automatique d'informations. Les négociations reprenant en 2011, les autorités luxembourgeoises ont ainsi obtenu la préservation de l'avantage du secret bancaire jusqu'à cette date. Certaines clauses des accords sont apparues cruciales : Seuls les produits à revenus fixes sont concernés par cette retenue à la source et seuls les particuliers y sont assujettis. De plus, les contrats d'assurances-vie en sont également exclus.

Conséquences et réactions

Les professionnels de la finance estiment que les fuites de capitaux sont restées limitées à de petits épargnants et l'épargne a été réorientée à partir de simples produits de taux vers des produits plus sophistiqués, à plus grande valeur ajoutée et non soumis à la retenue à la source. Il s'agit notamment de produits structurés (à capital garanti, indexé ou optionnel) et de fonds d'investissement spécifiques (hedge funds, real estate funds, fonds de capital risque...)

La gestion individualisée s'oriente aussi vers des formules de produits considérés comme « haut de gamme » en matière de gestion de fortune comme le *family office*. Inspiré de l'expérience suisse, le *family office* est une formule de gestion privée de patrimoine intégrant une optique d'optimisation fiscale dans laquelle le banquier offre une large palette de services à ses clients fortunés, généralement les membres d'une même famille.

le Luxembourg et la Suisse sont identifiés (OCDE, 2003) comme des pays dans lesquels une définition restrictive de la fraude fiscale combinée à l'application du principe de la « double incrimination » limite sensiblement la possibilité d'échanger des renseignements dans les affaires fiscales ayant un caractère pénal avec la grande majorité des pays de l'OCDE.
(OCDE « Améliorer l'accès aux renseignements bancaires à des fins fiscales : rapport d'étape 2003 »).

¹⁴ En vertu de cette nouvelle réglementation, chaque Etat membre doit informer ses partenaires européens du montant des intérêts versés par un organisme financier domicilié sur son territoire à des non résidents originaires de l'Union Européenne. C'est le principe de l'échange automatique d'informations. Sur la base de ces informations, les épargnants non résidents (européens) sont imposés dans leur pays de résidence au titre des revenus d'intérêts provenant de l'étranger.

Selon une récente étude sur le *private banking* à Luxembourg (Weimerskirch et Flatter, 2007), les actifs en dépôts ont crû de 60 % de 2003 à 2007 dans les banques concernés par l'étude. Le montant moyen des actifs par client a augmenté de 28 % et s'élève à un million d'euros, tandis que c'est le segment des portefeuilles de plus de 10 millions d'euros qui aurait le plus augmenté. Toujours selon cette étude, les banques dont l'actif moyen par client est supérieur au million d'euros dégagent une rentabilité double de celle de leurs concurrents qui ont en moyenne de plus petits clients.

Finalement, face à un resserrement des contraintes internationales pour l'attrait de l'épargne, l'évolution de l'activité de *private banking* a montré une certaine capacité d'adaptation, voir d'innovation.

Les produits d'assurance-vie

Non soumise à la retenue à la source, l'assurance-vie en *Libre Prestation de Services (LPS)* qui s'adresse aux non-résidents, originaires de l'Union Européenne, s'est considérablement développée ces dernières années. Les primes émises via la LPS représentent aujourd'hui près de 95 % des primes émises par les assureurs vie luxembourgeois. La Place luxembourgeoise distribue à elle seule près de 47 % des contrats d'assurance vie en LPS au sein de l'Espace Economique Européen.

Les actifs des contrats d'assurance-vie étant souvent investis à travers des fonds d'investissement, la présence d'un grand nombre de promoteurs de fonds a permis de développer le secteur de l'assurance-vie (professionnels qualifiés, véhicules d'investissement sous-jacents, etc.). De même, dans le cadre du *private banking*, les assureurs distribuent ainsi de nombreux contrats auprès de clients institutionnels (banques) qui les utilisent à leur tour en tant qu'éléments de structuration du patrimoine de leurs clients. Ici, les assurances deviennent en quelque sorte des fournisseurs d'inputs aux banques. La législation luxembourgeoise permet une grande liberté de choix du type d'actifs sous-jacents dans les contrats d'assurances-vie (contrats liés à des fonds d'investissement, contrats dédiés...) et le secteur des assurances est soumis au secret bancaire par la loi de décembre 1993.

B. Le secteur des fonds d'investissement

Le développement de l'industrie des fonds d'investissement est particulièrement intéressant car c'est l'introduction d'une nouvelle législation qui a créé un avantage compétitif. Au début des années quatre-vingt, les autorités publiques luxembourgeoises prirent conscience du projet de directive européenne réglementant les fonds et leur distribution et mirent en place dès 1983 une loi favorisant leur création. En 1985, UCITS¹⁵ 1 entre en vigueur. Il s'agit de la première directive réglementant au niveau européen un produit financier et lui conférant un « passeport européen ». Le législateur a rapidement transposé la directive UCITS 1 en droit national dès 1988¹⁶. Durant quelques années, le Luxembourg fut le seul pays de l'Union à offrir le passeport européen aux fonds d'investissement autorisés sur son sol. Dès lors, de nombreux promoteurs originaires ou non de l'Union Européenne sont venus y domicilier leurs fonds afin de distribuer leurs parts de fonds sur le marché des autres Etats membres. Des banques n'exerçant que l'activité de banque dépositaire se sont installées, tout comme des cabinets d'audit conseil, des réviseurs d'entreprises, des sociétés spécialisées dans la publication de rapports, des agents de transfert... Cette concentration a permis de développer un véritable savoir-faire venant renforcer l'attrait du Luxembourg pour les

¹⁵ "Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities"

¹⁶ Loi du 30 mars 1988. Cette loi distingue les OPC de partie 1, les OPC bénéficiant du passeport européen, de ceux relevant de la partie 2, ne bénéficiant pas du passeport.

promoteurs. UCITS 1 a mené au développement d'un pôle de compétence en matière de fonds d'investissement au sein des banques luxembourgeoises.

En moins de deux décennies, le Luxembourg est devenu le second promoteur international de fonds d'investissement (en termes d'actifs sous gestion) derrière les Etats-Unis et plus ou moins à égalité avec la France. Ces deux pays s'appuyant majoritairement sur leur marché national, le Luxembourg fait figure de leader mondial dans la distribution internationale de parts de fonds d'investissement. 76 % des fonds agréés dans au moins trois pays sont originaires du Luxembourg¹⁷. La Place luxembourgeoise est devenue spécialiste des activités de domiciliation, d'administration et de banque dépositaire.

Par la Loi sur les fonds d'investissement de 2002 complétant et remplaçant celle de 1988, le gouvernement luxembourgeois s'est efforcé de faire du Luxembourg l'un des premiers Etats membres à transposer les recommandations de la Directive UCITS 3. Cette directive étend les produits bénéficiant du passeport européen. Les fonds concernés ont désormais la possibilité d'utiliser des produits plus complexes et plus risqués dans l'optique d'un investissement stratégique. UCITS 3 impose également de nouvelles restrictions d'investissement dans l'optique de protéger les clients.

A côté des fonds conventionnels, une certaine créativité réglementaire ainsi que l'accumulation de savoir-faire spécialisé ont permis l'élargissement de la gamme de fonds d'investissement et ainsi une différenciation par rapport à d'autres places. Ce fut le cas lors de leur lancement : *des fonds à compartiments multiples ; des fonds de fonds ; des fonds à capital garanti ou protégé, des fonds à cliquets ; des fonds redistributifs ; des fonds dédiés*¹⁸ ...

En février 2007, une loi sur les « fonds d'investissement spécialisés » remplace *la loi du 19 juillet 1991 concernant les OPC institutionnels* pour organiser les fonds d'investissement à destination d'une clientèle professionnelle. Ces fonds bénéficient d'une taxe d'abonnement alléger et de règles d'investissement plus souples que les fonds conventionnels, ce qui les rend notamment attractifs pour la gestion alternative de type *hedge funds*.

En juin 1999, le Luxembourg a été le premier pays d'Europe à promulguer une législation sur les *fonds de pension internationaux*. Le cadre légal prévoit la création de deux véhicules financiers susceptibles d'accueillir des fonds à prestations ou à contributions définies, pour le compte de sociétés industrielles ou commerciales internationales : les SEPCAV¹⁹ (sociétés d'épargne pension à capital variable) et les ASSEP²⁰ (associations d'épargne pension). Une originalité du cadre légal luxembourgeois destiné à accueillir les fonds de pension internationaux est d'être séparé de la loi purement domestique régissant l'organisation des fonds de pension des salariés nationaux. Une directive européenne récente (2003/41/CE), transposée en droit luxembourgeois par la loi du 13 juillet 2005 remplaçant celle de 1999, instaure véritablement un cadre législatif communautaire relatif aux fonds de pension paneuropéens. Les entreprises multinationales établies dans différents pays de l'Union Européenne ont ainsi la possibilité d'établir un fonds de pension unique permettant de

¹⁷ ALFI, chiffres de mi-2005

¹⁸ Les investisseurs ou familles très fortunés ont la possibilité de se constituer leur propre fonds d'investissement (fonds dédiés à une personne, à une famille). Ce type de produit permet la mise en place d'une structure d'ingénierie patrimoniale unique, parfois adossée à un contrat d'assurance vie.

¹⁹ Les SEPCAV fonctionnent sur le modèle américain, c'est-à-dire que seule la contribution du cotisant est fixée à l'avance, le capital versé in fine dépendant uniquement des performances réalisées par les gestionnaires de ces avoirs.

²⁰ Les ASSEP fonctionnent sur le principe de la répartition selon le modèle européen. Dans la majorité des cas, la prestation finale est définie à l'avance, les cotisations étant fixées de telle sorte qu'elles couvrent les besoins au moment du paiement de la pension complémentaire.

gérer divers plans de pension d'autres pays membres de l'Union Européenne. Les professionnels du secteur considèrent néanmoins qu'il est peu probable en l'état actuel des choses que ces fonds paneuropéens se développent à grande échelle du fait des entraves fiscales et réglementaires. Toutefois, la place luxembourgeoise se prépare car elle pourrait être un lieu propice à l'implantation de véhicules de pension paneuropéens, en raison de son savoir-faire en matière d'administration de fonds d'investissement. Le régime fiscal de ces fonds de pension paneuropéens est considéré comme avantageux.

C. L'ingénierie financière

Parallèlement au développement des activités financières liées à une clientèle individuelle, la Place s'est positionnée sur le créneau des services d'ingénierie financière : sociétés financières, sociétés de réassurance, de titrisation...

Les sociétés pour montages financiers : Holdings et SOPARFI

Il existe deux grandes catégories de sociétés dont la vocation est de détenir des participations financières dans d'autres groupes : les *Holdings* 1929 « H29 » ou leur remplaçantes les « Sociétés de gestion de Patrimoine Familial » et les SOPARFI (Sociétés de Participations Financières).

La holding 29 ne constitue pas une forme particulière de société, mais elle est régie par la loi du 31 juillet 1929 sur les sociétés *holdings*. Il s'agit d'un véhicule d'accueil de capitaux étrangers bénéficiant d'un régime fiscal favorable²¹ avec pour contrepartie un champ d'activités limité à la prise de participations dans d'autres sociétés, la gestion d'emprunts obligataires accordés à ces sociétés et la gestion de brevets et de licences sous certaines conditions. La *holding* ne peut ni exercer d'activités commerciales, elle perdrait de fait son régime fiscal, ni détenir des immeubles.

Les dispositions relatives aux H29 ont fait l'objet de vives critiques de rapports internationaux. Une décision de la Commission Européenne en date du 19 juillet 2006 a déclaré le nouveau régime fiscal des H29 non conforme à la législation européenne, les exonérations fiscales dont bénéficient ces sociétés de capitaux pouvant être assimilées à des aides d'Etat illégales en vertu de la réglementation européenne. Il n'est donc plus possible de créer des H29, mais des mesures transitoires sont mises en place jusqu'en 2010 pour les sociétés constituées avant le 31 juillet 2006.

En réaction à cette décision, les autorités luxembourgeoises ont introduit en avril 2007 une nouvelle forme de société financière, la **Société de gestion de Patrimoine Familial (SPF)**. Cette société d'investissement reprend l'essentiel du régime fiscal des Holdings 29 (absence d'impôt sur les dividendes versés aux non-résidents, absence d'impôt commercial communal, et d'impôts sur la fortune, droit d'apport de 1%, taxe d'abonnement annuelle de 0.25 %, non accès aux conventions de double imposition...). Cependant, la SPF est réservée aux personnes physiques et son objet exclusif est l'administration et la gestion des patrimoines familiaux à l'exclusion de toute activité commerciale. Cette restriction de la SPF aux personnes physiques doit la rendre compatible avec les règles européennes, son régime fiscal n'étant plus considéré comme une aide d'Etat. Selon les professionnels concernés, cette

²¹ Les seuls impôts auxquels la H29 est assujettie sont : la taxe d'abonnement annuelle de 0,2 % du capital libéré et le droit d'apport de 1 % versé lors de la souscription du capital. En contrepartie de ce régime fiscal privilégié, les H29 sont exclues du champ d'application des conventions fiscales préventives à la double imposition et ne peuvent bénéficier du régime fiscal commun entre les sociétés mères et leurs filiales résidant dans l'Union Européenne (Directive mère-fille). Par conséquent, cette caractéristique limite l'utilisation des H29 en tant que moyen de structuration internationale des groupes. Ces structures sont de fait principalement utilisées par les personnes privées en tant que produits de gestion patrimoniale.

adaptation de la loi devrait permettre à la place luxembourgeoise de conserver la quasi-totalité des H29 existant actuellement.

La SOPARFI a été créée en 1990 dans l'optique de remédier aux limites de la *holding* 29 en tant que véhicule international d'ingénierie financière. Il s'agit d'une société commerciale ordinaire non soumise aux restrictions relatives à l'objet social, et ne bénéficiant pas du régime d'exonération fiscale des bénéficiaires. La SOPARFI peut donc exercer toutes les activités de la H29, mais également avoir une activité connexe à la gestion de ses participations (conseils en gestion, financement, immobilier,...) ou toute autre activité commerciale ou industrielle directement en rapport avec la gestion de ses participations (*holding* mixte). Dans ce cas de figure, elle sera soumise aux mêmes impôts qu'une société commerciale.

Le principal objet de ce type de société est de détenir des participations financières dans des sociétés/filiales étrangères et rapatrier vers le Luxembourg, lieu d'implantation de la *holding*, les revenus de ces participations en vue de le redistribuer aux actionnaires, tout en limitant au maximum le prélèvement fiscal.

L'attrait de la SOPARFI tient à son régime fiscal. Etant une société pleinement imposable, elle a le grand avantage de bénéficier des conventions préventives à la double imposition et de la directive mère-fille. Ce régime fiscal commun entre la maison mère et sa filiale a pour implication que les dividendes distribués par une société résidente ou non sont exonérés dans le pays d'implantation de la maison mère, à certaines conditions²². Dans la mesure où les conditions pour l'exonération sont remplies et qu'elle limite son activité à la détention et la cession de participations, la SOPARFI est seulement soumise : au droit d'apport de 1 % du capital lors de sa constitution ; à l'impôt sur la fortune minimum forfaitaire (62 euros pour une SA et 25 euros pour une SARL) et à la TVA sur charges d'exploitation. Les actions représentant le capital d'une SOPARFI sont nominatives ou au porteur. Aucune retenue à la source n'étant applicable sur les revenus distribués par la SOPARFI, cette structure est largement utilisée par les groupes dans leur stratégie de structuration financière.

De nombreux fonds *private equity* sont créés en Union Européenne en passant par une SOPARFI luxembourgeoise. Il s'agit là d'une diversification de la Place vers ce secteur en plein essor permise par la présence de dispositifs adéquats.

Les avantages de la SOPARFI et la nouvelle SPF sont à la fois de nature fiscale et réglementaire et constituent un exemple de la dynamique réglementaire adaptative opérant sous une certaine pression internationale.

La Société d'Investissement en Capital à Risque (SICAR)

La SICAR, établie par la loi du 12 mai 2004, a pour but d'accroître les fonds et les investissements en capital à risque dans les sociétés de taille moyenne, en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse. Le Luxembourg tente ainsi de se positionner sur ce marché jusque là majoritairement détenu par Londres.

Cette structure qui fonctionne comme un fonds d'investissement sans en être un²³ permet de réaliser des investissements de *private equity*. Les fonds de *private equity* existant jusqu'alors avaient le désavantage de ne pas être réglementés. Ces produits ne répondaient

²² La maison mère doit être une société de capitaux résidente au Luxembourg détenant ou ayant détenu au minimum durant 12 mois une participation minimale de 10 % du capital de la filiale ou s'élevant à 1,250 million d'euros ; la filiale doit quant à elle être une société résidente ou étrangère soumise à un impôt sur le revenu comparable.

²³ La SICAR n'est soumise à aucune restriction quant à son portefeuille ou à sa politique d'investissement.

donc pas aux attentes des investisseurs (banques, sociétés d'assurance, fonds de pension) souhaitant travailler sous le couvert d'un cadre plus réglementé et plus transparent.

Des produits similaires existaient déjà à l'étranger, mais comme pour la SOPARFI, l'avantage du Luxembourg tient à la sécurité juridique et à l'avantage fiscal de cette structure²⁴.

La réassurance

La détention d'une société de réassurance dite « captive » au Luxembourg permet aux maisons mères de réduire sensiblement leurs primes d'assurance et leur charge fiscale. Parmi leurs avantages, elles bénéficient de dispositions fiscales favorables : Possibilité de constituer des provisions pour fluctuations de sinistralité non imposables, en plus des provisions techniques habituelles fiscalement déductibles ; Possibilité de reporter les bénéfices en franchise d'impôt, dans la mesure où la société est obligée de doter des réserves techniques, y compris les provisions pour fluctuations de sinistralité.

*La titrisation*²⁵

La loi du 22 mars 2004 a établi un cadre légal permettant de constituer des organismes de titrisation au Luxembourg, à l'instar d'autres pays comme la France, la Belgique, les Pays-Bas et les Etats-Unis. Le secteur bancaire utilise la titrisation pour transformer en liquidités certaines créances illiquides issues de l'octroi de crédits. La titrisation peut offrir une source de financement plus flexible et moins onéreuse que le crédit classique²⁶ d'autant que de nombreux actifs peuvent faire l'objet d'une titrisation²⁷.

L'organisme de titrisation, constitué sous la forme d'une société ou d'un fonds de titrisation, finance ces rachats par l'émission de titres nominatifs ou au porteur représentant les portefeuilles d'actifs. Ces titres, plutôt réservés aux investisseurs institutionnels, donnent accès à une variété quasi illimitée de produits, permettant une diversification optimale du portefeuille. Comme d'autres véhicules d'investissement, les organismes de titrisation bénéficie d'un régime fiscal favorable. De plus, le législateur s'est efforcé de favoriser le positionnement du Luxembourg sur ce marché par une définition large des actifs pouvant faire l'objet d'une titrisation.

²⁴ Pas de droit d'apport mais un droit fixe de 1 250 euros ; exemption de l'impôt sur la fortune ; bénéfice du privilège mère-fille ; les revenus provenant de valeurs transmissibles (dividendes, gains en capital, profits de liquidation, etc.) sont exclus de l'impôt sur le revenu luxembourgeois ; les distributions de dividendes aux investisseurs sont totalement exemptées de la retenue à la source, que les investisseurs soient résidents ou non, personnes physiques ou morales, résidents de l'Union Européenne ou non, originaires d'un pays avec lequel le Luxembourg a signé des conventions ou non ; les non résidents sont exemptés de l'impôt sur le revenu luxembourgeois au titre des revenus découlant de la détention de parts de SICAR ; les gérants d'une SICAR sont exemptés de la TVA.

Par contre, l'European Private Equity and Venture Capital Association note dans son rapport annuel de 2006 qu'à côté des SICAR, peu d'incitation fiscales ont été instaurées envers les jeunes entreprises innovantes, pour les dépenses de R&D et les transferts de technologies (« Indicators of Tax and Legal Environments Favouing the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship in Europe », déc. 2006)

²⁵ La titrisation est le procédé qui permet à une société ou à une personne physique de céder à un organisme de titrisation certains de ses actifs de manière à ne plus en supporter le risque de gestion.

²⁷ Les créances commerciales, les prêts hypothécaires, les comptes courants, les actions, les emprunts obligataires, tout actif financier, tout actif immobilisé, toutes activités ayant une valeur certaine ainsi que toutes les activités ayant un revenu futur.

4. Effets intersectoriels, localisation et emploi

Le système bancaire et financier luxembourgeois apparaît soutenu par une certaine capacité d'adaptation du cadre réglementaire et fiscal. Une fois que des conditions favorables ont pu créer des avantages compétitifs, se pose la question de l'enclenchement d'une dynamique propre à pérenniser le développement des activités financières. Des forces endogènes peuvent ainsi contribuer à l'émergence d'un cluster autour d'un pôle d'activités financières. Parallèlement, dans un contexte d'intense intégration économique, la dynamique d'un centre financier soulève le problème des risques de délocalisation de certaines activités ainsi que celui des possibilités d'évolution dans la chaîne de production de l'industrie financière. Pour une économie de petite taille, ces questions sont indissociables de la contrainte d'emploi, sous ses divers aspects : attractivité, qualification, tensions salariales...

A. Effets d'agglomération intersectoriels

A partir de la Nouvelle économie géographique (notamment M. Fujita, P. Krugman et A. Venables 1999, Fujita et Thisse, 2002) qui traite notamment du phénomène d'agglomération endogène, on peut distinguer à la suite des travaux pionniers de Scitovsky (1954) deux forces centripètes importantes : les externalités technologiques et les externalités pécuniaires. Les premières, *technological spillovers*, sont le fruit d'interactions de proximité de type non-marchand, alors que les secondes se transmettent par le biais de l'échange marchand fondé sur un mécanisme de prix.

S'agissant d'un pôle d'activités financières, deux premiers effets externes sont clairement de nature technologique. *Des externalités d'information (knowledge spillovers)* proviennent de proximité des acteurs désireux d'échanger des informations complexes difficilement codifiables. De surcroît, l'échange et le croisement d'informations localisées constituent une source importante d'innovations financières. Dans une étude récente sur l'importance de l'agglomération de services financiers sur la place de Londres, les auteurs soulignent que : « The localised nature of relationships between skilled labour, customers and suppliers is a critical factor which helps firms achieve innovative solutions, develop new markets and attain more efficient ways to deliver services and products to clients » (Taylor et al., p. 3). *Les externalités du marché du travail (labor market pooling)* existent sur une place financière par la concentration de personnel spécialisé dans le traitement des informations économiques et financières. La mobilité intersectorielle de cette main d'œuvre, son essaimage, facilitée par la réputation acquise dans le domaine bancaire ou financier, donne lieu à des économies externes de savoir-faire, et favorise les gains de productivité.

Les externalités issues de la localisation des activités intermédiaires (*supply of intermediate goods*) sont plutôt de type pécuniaires. La croissance d'un pôle financier favorise par ses achats d'*inputs* la localisation et le développement d'industries et de services intermédiaires, situés en amont : services comptables, juridiques, consultants, recrutement, publications et informations, services informatiques... La proximité réduit les coûts de transaction entre ces activités et surtout, la croissance du secteur financier, en aval, est susceptible, par ses achats d'accroître le nombre et le niveau de production des fournisseurs. En cas de coûts décroissants de la production de ces services, ce ressort peut engendrer un accroissement de la rentabilité des branches fournisseurs, et de celle de la branche en aval par une baisse du coût des inputs.

Bourgain et Pieretti (2006) ont entrepris une série de mesures économétriques de ces effets externes pour le pôle financier luxembourgeois et les autres services marchands. Ils

suivent l'approche de Midelfart-Knarvik and Steen (1999) fondée sur les travaux de Caballero and Lyons (1990). Cette méthodologie est basée sur la décomposition de fonctions de production agrégées qui intègrent une variable représentant les externalités intersectorielles. Il est supposé que le secteur financier est au cœur d'un groupe de services marchands et qu'il est susceptible de constituer l'axe d'un *cluster*. Sept branches de services marchands sont considérées : services financiers (J), commerce (G), hôtels-restaurants (H), transport et communication (I), services de location (71), informatique (72), services aux entreprises²⁸ (73-74). Les chiffres ou lettres entre parenthèses correspondent aux codes Nace employés par la comptabilité nationale.

Dans le sens des services financiers vers d'autres branches, l'effet externe, noté par le paramètre β , s'avère être significativement le plus élevé lorsque les externalités vont de la branche services financiers (J) vers la branche de services aux entreprises (72-73-74) : $\beta = 0,28$. Cette élasticité signifie qu'un accroissement de l'activité de 10 % dans le secteur financier augmente de 2,8 % la valeur ajoutée (ici indicateur de profitabilité) des services aux entreprises, si l'on suppose constante l'utilisation des inputs (facteurs de production et achats intermédiaires) de cette branche. L'effet mesuré ne contient pas la valeur des achats de services adressés à la branche services aux entreprises. Une telle estimation complète donc une pure analyse comptable visant à calculer des consommations intermédiaires entre branches différentes. Cette mesure vient souligner l'importance du lien amont-aval entre les services aux entreprises et le secteur financier au sein d'une place financière comme Luxembourg. Un effet significatif, mais de moindre ampleur ($\beta = 0,16$) est aussi obtenu en ce qui concerne l'influence des services financiers sur l'ensemble des services marchands (G, H, I, 71-74) autres que financiers. L'accroissement de la valeur ajoutée des branches fournisseurs, induit par le développement du secteur financier peut s'expliquer par une amplification et une diversification de l'activité en amont induite par des économies d'échelle et d'envergure de ces branches. Les autres relations testées avec les services financiers comme branche source ne montrent pas d'effets externes globaux significatifs.

Dans le sens inverse, en envisageant le secteur financier comme branche cible, deux effets externes significatifs sont obtenus : en provenance des services aux entreprises ($\beta = 0,18$) et du secteur informatique ($\beta = 0,23$). Ces résultats peuvent s'expliquer notamment par une baisse des prix des inputs intermédiaires par rapport aux prix des services financiers ainsi que par la diversification des inputs s'adressant aux activités financières.

Dans le cas du pôle financier et de services luxembourgeois, cette étude empirique a pu mettre en évidence des effets externes principalement entre le secteur financier et les services aux entreprises et ceci de manière en partie réciproque. Et plus les interactions entre différentes branches sont intenses, plus l'impulsion engendrée par le secteur financier peut favoriser un processus autoentretenu, propice à la pérennisation d'activités sur une place.

²⁸ Les branches « 73-74 » comprennent les activités suivantes : Recherche et développement, activités juridiques, activités comptables, études de marché et sondages, conseil pour les affaires et la gestion, administration d'entreprises, activités d'architecture et d'ingénierie, activités de contrôle et analyses techniques, publicité, sélection et fourniture de personnel, enquêtes et sécurité, activités de nettoyage, services divers fournis principalement aux entreprises. Ces deux branches ont été fusionnées et dans ce groupe, la part de la R&D est très faible.

B. Localisation des activités et évolution dans la chaîne de valeur dans le secteur financier

Motifs de délocalisation

Même si les délocalisations sont davantage observées et analysées dans l'industrie manufacturière, ce phénomène n'est pas marginal pour le secteur financier. Nous ne disposons pas d'enquête précise concernant la Place luxembourgeoise. Par contre, le cabinet *Deloitte Research* (2004) avance qu'en 2008, les cent premiers établissements financiers mondiaux auront délocalisé vers les pays en développement (PED) de la zone Océan Indien des activités représentant 15 % de leurs coûts totaux ; et 67 % des entreprises de services financiers interrogées lors de la même étude ont eu recours à la délocalisation en 2003.

L'abaissement du coût du travail est, comme pour l'industrie manufacturière, un motif principal de délocalisation. On considère en effet que dans les services financiers, plus des deux tiers du coût du produit ou service fourni au client relèvent directement et indirectement du coût du travail (Gordon et al. 2005). C'est en général l'Inde qui est citée comme destination phare dans toutes les enquêtes sur la délocalisation des services. Et aujourd'hui, ce phénomène concerne aussi les emplois les plus qualifiés du fait de l'émergence dans les régions de destination de larges pools de travailleurs aussi qualifiés que dans les pays d'origine.

Les nouveaux moyens de transmission sécurisée de données entre les sites permettent techniquement des localisations très éloignées de services administratifs et informatiques. Les services de *back office*, qui représentent une grande partie des activités de la Place luxembourgeoise (essentiellement les activités de comptabilité, de règlement et de compensation) sont très concernés par le processus. Ces opérations sont considérées comme les plus « séparables » des autres fonctions de la chaîne de production bancaire. La disponibilité de données électroniques concernant les opérations, ainsi que le *straight through processing*²⁹ impliquent qu'une opération peut être réalisée automatiquement et transmise n'importe où sans aucune intervention humaine.

La perte d'un avantage compétitif, notamment fiscal ou réglementaire, peut constituer une force de délocalisation de services de support au cœur de la finance. Récemment certains avantages fiscaux luxembourgeois sont apparus fragiles face à la pression internationale. Par exemple, la Cour de Justice des CE vient de rendre plusieurs arrêts qui, finalement, ne remettent pas en cause l'exonération de TVA pour les services de gestion rendus à des fonds d'investissement. Cet avantage, confirmé mais un temps discuté, est déterminant pour la localisation de nombreuses sociétés de services financiers sur la Place luxembourgeoise. Par contre, concernant un secteur d'activités moins financières, l'Union européenne est parvenue, en décembre 2007, à un accord sur la perception de la TVA sur les services dans les pays où ils sont réellement consommés. Ce nouveau régime³⁰ peut compromettre la localisation aux Luxembourg de filiales d'opérateurs de l'internet comme eBay, Amazon ou AOL.

Limites

Les forces de délocalisation comportent des limites et inconvénients propres aux activités bancaires et financières.

²⁹ STP, Directement Par Traitement

³⁰ Le Luxembourg a toutefois obtenu que ce nouveau régime n'entre en vigueur qu'en 2015.

L'intensité informationnelle de nombreuses fonctions dans la chaîne de production, et non pas seulement vis-à-vis des clients, demeure importante. Les places bancaires et financières sont justement des lieux où se traitent des informations complexes et difficilement transmissibles à distance. Gehrig (2000) écrit : « *(These) centers tend to host primarily information-sensitive activities while information-insensitive activities tend to relocate to low-cost suburban areas or low-cost communication media such as computerized networks* ». Et le face à face apparaît d'autant plus crucial lorsque l'information est imparfaite, changeante et assez peu codifiable, ce qui est le cas pour de nombreuses activités de financement qui reposent sur des relations de confiance.

La fragmentation géographique du processus de production bancaire et financier est également susceptible d'accroître le risque opérationnel. Ce risque concerne les défaillances internes de procédures, de personnels ou de système. En l'intégrant dans le système de surveillance « Bâle II », les autorités de surveillance insistent de plus en plus sur ce type de risque qui est la cause de plusieurs défaillances bancaires récentes. La crainte de voir ces risques opérationnels s'accroître avec l'externalisation est citée par 40 % des banques européennes enquêtées (Pujals, 2005). En ce qui concerne plus particulièrement la Place luxembourgeoise, la crainte à l'égard d'un manque de respect de la confidentialité démotive la délocalisation.

Un défi : l'évolution dans la chaîne de valeur de l'industrie financière

Le secteur financier luxembourgeois non seulement n'est pas monolithique, mais ses spécialités s'insèrent dans une chaîne de production où les fonctions sont très distinctes. L'industrie des fonds d'investissement, et plus généralement de la gestion d'actifs, représente un cas typique d'un processus de fragmentation au sein d'une chaîne de valeurs, sur laquelle la Place luxembourgeoise détient des spécialisations bien marquées. Peut-elle évoluer dans cette chaîne en se servant du savoir-faire accumulé ?

Le Luxembourg intervient majoritairement au niveau de la domiciliation, de l'administration et de la banque dépositaire (activités de *back office*), les grandes places financières européennes telles que Londres, Paris, Zurich et Francfort réalisent quant à elles en grande partie le développement du produit et ainsi que sa gestion « intellectuelle », considérée comme le cœur de l'asset management et surtout comme moins délocalisable. Cette caractéristique peut être considérée comme dommageable pour le développement de la Place luxembourgeoise.

Face à une éventuelle « remontée » de la chaîne de production, le Luxembourg a quelques handicaps. La Place luxembourgeoise ne concentre pas les activités et sièges des places financières de premier plan. Les banques d'affaires notamment ne sont guère implantées à Luxembourg, or les gérants de fonds travaillent proches de ces banques et des grands marchés financiers. La ville de Luxembourg, par sa taille modeste, n'offre pas autant d'attrait pour les gestionnaires de fonds d'investissement que des grandes villes européennes ou nord-américaines.

Toutefois, à partir du savoir-faire développé dans les activités d'administration, de domiciliation, de banques dépositaires... il est envisageable de remonter la chaîne de production en procédant par étapes. En se fondant sur les structures existantes (fonds conventionnels), la gestion d'actifs à Luxembourg commence à évoluer vers des produits plus complexes (*private equity*, SICAR, *hedge funds*), étant donné que des opérations de *middle* et *back office* (constitution, domiciliation, gestion administrative, etc.) pour ces produits sont déjà réalisées à Luxembourg. Cette première étape constituerait la base à partir de laquelle les activités de *risk management* et d'*asset management* pourraient être développées. Une telle

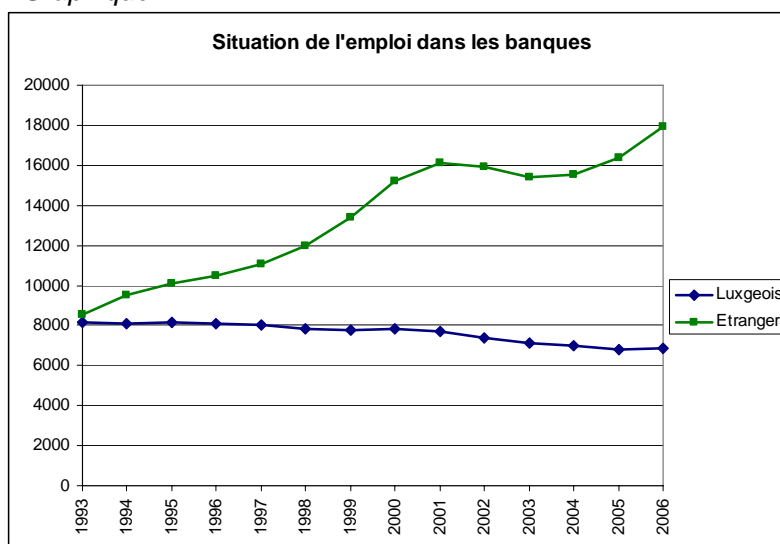
évolution, qui peut être perçue comme une « montée en gamme » dans la chaîne de valeur, est particulièrement exigeante en ressources humaines qualifiées.

C. Développement de la Place et emploi

Pour l'ensemble du secteur bancaire et financier, la progression de l'emploi a été particulièrement forte (+6,6 % d'augmentation annuelle moyenne de 1985 à 2002) depuis le milieu des années quatre-vingt jusqu'à 2002, date du début d'un ralentissement de trois années avant la reprise récente.

Comme illustré par le graphique 7, les banques de la Place luxembourgeoise ont fait largement appel à la main d'œuvre étrangère, quelle soit résidente ou frontalière, afin de pourvoir l'accroissement du nombre de postes. D'une quasi-parité en 1993, la proportion luxembourgeois/étrangers est passée à 28%-72% fin 2006.

Graphique 7 :



Source : CSSF

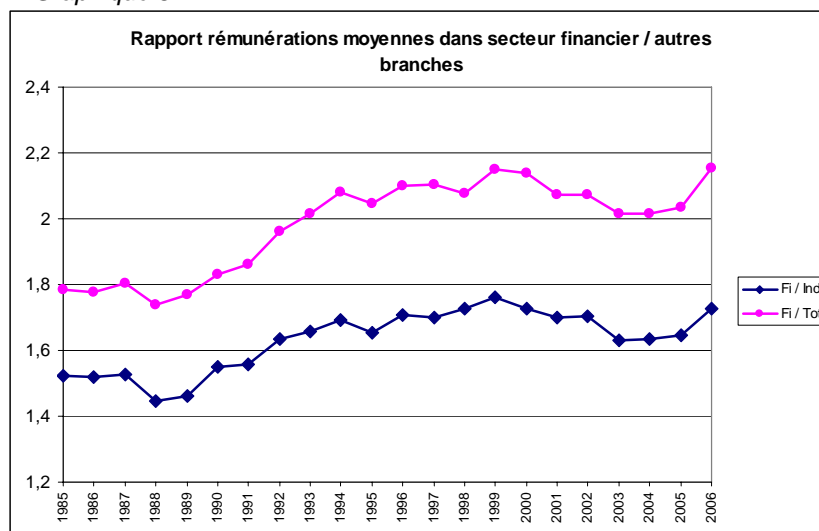
Cette tendance s'explique certes par la taille très limitée de la population active nationale, mais plus précisément par de nouvelles spécialisations du secteur financier luxembourgeois ainsi que par l'évolution de l'environnement réglementaire international. Ainsi, une enquête de la CSSF (Wampach 2004) révèle une progression récente des métiers liés à la gestion des risques. L'adoption des nouvelles règles comptables (IFRS) ainsi que le début de l'application des accords de Bâle II ont contribué à une augmentation de la demande de profils spécialisés sur le marché luxembourgeois.

L'accroissement de la technicité de certaines nouvelles spécialités (gestion de fonds non conventionnels) ainsi que l'essor du *private banking* (voir section 3) a comme conséquence une augmentation de la pénurie de personnel pour certains postes. La création de goulots d'étranglement est une contrepartie, bien connue pour les économies de petite taille, aux gains d'une spécialisation accrue. Selon le Statec (note de conjoncture du 2^{ème} trimestre 2007), mi-2007, le taux de postes vacants dans le secteur financier (1,9%) est plus élevé que la moyenne nationale (0,9%).

Le graphique 8 fait apparaître un indice du coût de l'attractivité de personnel spécialisé en finance. Le rapport entre les rémunérations moyennes dans le secteur financier par rapport à l'industrie et par rapport au reste de l'économie totale est élevé alors même que

les avantages extra-salariaux, importants dans le secteur bancaire, ne sont pas pris en compte. Et surtout, cet écart a connu une progression sensible au cours des années quatre-vingt-dix et lors des deux dernières années. Ces périodes correspondent au fort accroissement de l'embauche de personnels étrangers. Pour certaines fonctions spécialisées, des institutions financières luxembourgeoises doivent rivaliser avec les salaires pratiqués dans les capitales comme Londres, New York ou Dublin afin d'attirer un personnel plus expérimenté³¹. Cette contrainte d'attrait ou de formation de ressources humaines qualifiées ne doit pas être sous-estimée lorsqu'on envisage les stratégies de différenciation des produits et plus généralement le développement d'activités innovantes.

Graphique 8 :



Source des données : Statec

³¹ Agefi, octobre 2006, Alix Burton, Robert Half International (firme spécialisée en recrutement en finance et comptabilité).

5. Développement de la Place : enjeux et stratégies

Les sections précédentes ont montré une dépendance des activités bancaires et financières à la conjoncture financière internationale. Les recettes fiscales, de plus en plus liées à des revenus issus de commissions, ont subi les mêmes chocs. Toutes les activités de services ne subissent cependant pas le même degré de dépendance et celui-ci semble avoir fléchi dans le temps sans pour autant disparaître. Ainsi, une différenciation des activités s'articulant autour des activités de la Place financière (diversification intra-branche) pourrait constituer une stratégie de réduction de la vulnérabilité de l'économie. Du fait de son potentiel relativement limité en ressources productives, une petite économie ne peut prétendre développer tous azimuts des secteurs d'activités très divers (diversification interbranches très étendue). Compte tenu de l'accumulation de savoir-faire dans les activités de services liés à la gestion d'actifs et à l'ingénierie financière, il semble plus réaliste qu'elle s'appuie sur ses spécialités existantes pour diversifier les activités de service et développer des spécialisations connexes. Une telle stratégie est cependant très intensive en ressources humaines tant du point de vue quantitatif que qualitatif et exigeante quant aux efforts continus en matière d'adaptation aux cadres réglementaires internationaux.

Ressources humaines

L'émergence de nouvelles activités peut se réaliser de façon endogène, comme nous l'avons vu, à partir du cœur d'un cluster, à condition qu'il n'existe pas de goulots d'étranglement notamment en matière de réserves de main d'œuvre qualifiée. Dans le contexte d'une petite économie, cette condition peut s'avérer très contraignante. Elle nécessite une capacité d'attractivité de ressources humaines étrangères, évolution très largement observée au Luxembourg, ainsi que la nécessité de pouvoir former via le propre système de formation (secondaire et supérieur) les qualifications nécessaires. Cette double stratégie ne peut être réalisée sans un effort délibéré des pouvoirs publics. Remarquons à ce propos l'accroissement constant du nombre de travailleurs frontaliers risque de se heurter à moyen terme à de sérieuses limites sans des investissements (privés et publics) conséquents en infrastructures de transport (routes, autoroutes, transports collectifs...). L'accueil de travailleurs étrangers au Luxembourg ne pourra se faire sans aménagements publics importants : aménagement du territoire, développement de l'habitat, mise en place de biens et de services publics qui garantissent une bonne qualité de vie pour les salariés...

Le « mieux-disant » en matière d'adaptation au cadre réglementaire international

Une place financière comme Luxembourg, presque sans marché local et intensément intégrée dans l'économie européenne, est contrainte de fournir davantage d'efforts compétitifs en termes de rendements et de fiscalité que ses grands concurrents dotés d'un *hinterland* plus conséquent. La recherche d'efficacité dans la mise en œuvre de cadres institutionnels attractifs peut en partie se concevoir comme des investissements en services publics. Dans le domaine bancaire et financier, la réglementation est une réponse possible aux distorsions d'informations (asymétriques) propres aux échanges financiers, l'enjeu étant la protection des droits de propriété des épargnants. La garantie de stabilité d'une place financière apparaît de plus en plus comme un élément d'attractivité de première importance. Ces éléments institutionnels dans le domaine financier font jouer un rôle stratégique aux autorités publiques notamment en matière d'adaptation fine aux règles supranationales.

Le contexte réglementaire international, ainsi que les pressions qui en découlent peuvent induire des stratégies d'adaptation qui élargissent et améliorent l'offre de services notamment du point de la protection et de l'information des investisseurs et de la gestion des risques, y compris les risques opératoires. La réponse aux contraintes réglementaires peut ainsi aboutir à un « mieux-disant » qualitatif plutôt qu'à des stratégies minimalistes.

Avec les accords Bâle 2, entérinés par les dernières directives européennes, s'opère un mouvement vers une réglementation prudentielle fondée sur la prévention des principaux risques financiers au détriment de l'approche réglementaire traditionnelle. Il semble que les autorités publiques acquièrent ici un degré d'autonomie dans l'appréciation du niveau d'exigence en matière de protection face aux risques et peuvent ainsi se différencier par rapport au socle minimum. Par exemple, la directive du 26 octobre 2005³², s'inspirant directement du principe « *know your customer* » établi par le Comité de Bâle prévoit une adaptation des systèmes antiblanchiment aux types de clientèle pour gagner en efficacité³³. Face à ces règles internationales, des places dites « offshore » pourraient être tentées d'opter pour une stratégie minimaliste³⁴ ou même de contournement. Au contraire, une stratégie de « mieux-disant » peut constituer une source de différenciation en accentuant en particulier les garanties offertes à l'investisseur quant à la sécurité de ses avoirs, la transparence dans le placement des fonds, les possibilités de *monitoring*... Toutes ces caractéristiques de contrats garantissant les droits de propriété et offrant ainsi plus de sécurité aux épargnants contribuent à la réduction du risque et des problèmes d'asymétries informationnelles auxquels sont particulièrement sensibles les investisseurs lointains. Ce souci est particulièrement patent dans le secteur des nouveaux fonds d'investissement (capital risque, private equity...). Dans cette stratégie, la fiscalité apparaîtrait plutôt comme un prix à payer pour des gains en termes de réduction de risques et de réduction de problèmes informationnels.

La directive MiFID³⁵ dans le secteur financier fournit un exemple récent de cette possibilité de « mieux-disant ». A ce sujet, des professionnels du secteur bancaire luxembourgeois³⁶ font remarquer que la « *compliance* n'est pas nécessairement un fardeau, mais qu'elle peut être utilisée pour se créer un avantage compétitif décisif ». Les avantages pour les particuliers et « petits » investisseurs sont notamment une meilleure qualité des services et produits offerts, une gamme plus étendue de services et produits offerts, un niveau de protection beaucoup plus élevé et un service adapté, sur mesure.

Le rôle du cadre institutionnel et réglementaire comme facteur d'attractivité n'est certes pas propre au secteur financier (Glaeser et al. 2004), mais il y apparaît renforcé tant les activités financières sont fondées sur la confiance des épargnants ou investisseurs.

³² Directive 2005/60/CE du parlement européen et du conseil du 26 octobre 2005, relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme.

³³ BIS- Basel Committee on Banking Supervision, The compliance function in banks, Consultative Document, October 2003.

³⁴ Une organisation réunissant des places *offshore* « The International Trade and Investment Organisation » (ITIO) a été fondée dans ce but en 2001.

³⁵ Directive sur les Marchés d'instruments financiers (*Markets in Financial Instruments Directive*) entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007. Au-delà de l'objectif d'harmonisation (instauration d'un Passeport unique au niveau de l'Union européenne) des règles régissant les services d'investissement et l'exercice d'activités d'investissement cette directive vise notamment à améliorer la protection des investisseurs grâce à l'application de toute une série de formalités et à respecter des critères de transparence et d'informations à fournir aux clients.

³⁶ Didier Pitton « Innovation dans le conseil en investissement : la Compliance est une opportunité de se créer un avantage compétitif », Le Mensuel d'AGEFI, novembre 2007.

Innovation légale et réglementaire

Comme en témoigne l'observation des avantages compétitifs du secteur bancaire et financier luxembourgeois (section 3), le processus d'adaptation réglementaire peut aussi être considéré comme un des éléments à l'origine d'innovations financières. Ce processus découle d'un processus d'ingénierie légale et réglementaire réunissant la collaboration entre les autorités publiques et les professionnels du secteur financier afin d'organiser le développement de nouveaux produits. Remarquons que cette complémentarité d'efforts peut aussi se concevoir en dehors de toute pression réglementaire et que d'une façon générale elle a pour vocation de créer les conditions nécessaires à l'émergence de nouveaux produits et de nouvelles activités.

Cette association d'intérêts est aussi à interpréter dans un contexte de concurrence internationale des sites (Standortwettbewerb) où les juridictions en concurrence cherchent à attirer notamment par des cadres institutionnels de la clientèle et des ressources internationales mobiles. Dans ce contexte, des travaux consacrés à l'analyse économique de la taille des économies (notamment Streeten, 1993, Easterly W. and Kray A., 2000) montrent que malgré des handicaps importants inhérents à la petite dimension, il existe une source naturelle d'avantage comparatif institutionnel découlant notamment d'un plus grand consensus en faveur du changement et de l'adaptation et de la présence de moins de lourdeurs dans les prises de décisions publiques.

En ce qui concerne à la place luxembourgeoise, le cas des fonds de capital-risque, de la loi sur la titrisation ou des fonds de pension pan-européens sont des exemples de ce mouvement d'innovation conjointe entre autorités publiques et acteurs privés sur la place luxembourgeoise. Cette complémentarité d'efforts doit cependant rester soutenue et efficace et non pas occasionnelle. Elle exige que les pouvoirs publics y consacrent à cet effet des ressources institutionnelles et humaines adéquates. Cet investissement public de moyen et long terme se justifie d'autant plus qu'il est susceptible d'être à l'origine de rentrées fiscales importantes.

Références

- Adam F. (2007), « Cahier de variantes du modèle Modux », *Cahier économique du Statec* n°104.
- Armstrong H. W. et Read R. (1998), « Trade and Growth in Small States: the Impact of Global Trade Liberalization », *World Economy* 21(7): 563-85.
- Bourgain A. et Pieretti P.,(2006), « Measuring Agglomeration Forces in a Financial Center », *Economics Bulletin*, 18, n°3, 1-9.
- Bourgain A. et Pieretti P. (2007) "Measuring Technological Spillovers in a Financial Center by using "Feder" Model," *Economics Bulletin*, Vol. 18 n°. 8, 1-9.
- Caballero R.J. et Lyons R.K. (1990), « Internal versus External Economies in European Industry », *European Economic Review*: 805-830.
- Caballero R.J. et Lyons R.K. (1992) « External Effects in U.S. Pro-cyclical Productivity », *Journal of Monetary Economics* 29: 209–225.
- Deloitte Research (2004), « The Titans Take Hold », Report, May, www.deloitte.com.
- Easterly W. et Kray A. (2000), « Small States, Small Problems? Income, Growth, and Volatility in Small States », *World Development*, 28 (11): 2013-2027.
- Fontagné L. (2004), « Compétitivité du Luxembourg: une paille dans l'acier », Rapport pour le ministère de l'Economie, Luxembourg.
- Fujita M., Krugman P. et Venables A. J. (1999), *The Spatial Economy: Cities, Regions, and International Trade*, MIT Press.
- Fujita M. et Thisse J.F. (2002), *Economics of Agglomeration*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Furceri D. et Karras G. (2008), « Business Cycle Volatility and Country Size : Evidence for Sample of OECD Countries », *Economics Bulletin*, Vol 5, n°3 : 1-7.
- Gehrig T. (2000), « Cities and the Geography of Financial Centers », in J. Thisse and J.-M. Huriot (eds), *The Economics of Cities*: 415-445, Cambridge University Press.
- Glaeser E., La Porta R. et Lopez-De-Salinas F. (2004), « Do Institutions Cause Growth », *Journal of Economic Growth*, 9 : 271-303.
- Grote M. et Täube F. A. (2004), « The Logic of Spatial Restructuring in the Financial Industry: Implications for the Evolution of Indian IT clusters », DRUID Summer Conference 2004 on Industrial Dynamics, Innovation and Development.
- Gordon I., Haslam C., McCann P. et Scott-Quin B. (2005), « Off-shoring and the City of London », Corporation of London, Business School for Financial Market, March.
- Hamilton J.D. (1989), « A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle », *Econometrica* 57: 357-384.
- Krolzig H-M. (2001), « Business cycle measurement in the presence of structural change: international evidence », *International Journal of Forecasting* 17: 349-368.
- Krolzig H-M. (1997), *Markov Switching Sector Autoregressions. Modelling, Statistical Inference and Application to Business Cycle Analysis*. Berlin: Springer.

- Lehmann H. et Manz M. (2006), « The Exposure of Swiss Banks to Macroeconomic Shocks – an Empirical Investigation », *Swiss National Bank Working Papers 2006-4*.
- Midelfart-Knarvik K. H. et Steen F. (1999), « Self-Reinforcing Agglomerations? An Empirical Industry Study », *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 101, n° 4: 515-532.
- OCDE (2003), « Améliorer l'accès aux renseignements bancaires à des fins fiscales : rapport d'étape 2003 »
- Pieretti P., Bourgain A. et Courtin Ph. (2007), *Place financière de Luxembourg. Analyse des sources de ses avantages compétitifs et de sa dynamique*, de Boeck.
- Pujals G. (2005), « Délocalisations et externalisations dans le secteur financier », *Revue de l'OFCE* : 211-238.
- Rouabah A. (2006), « La sensibilité de l'activité bancaire aux chocs macroéconomiques : une analyse en panel sur des données de banques luxembourgeoises », *Working paper n°21*, Banque centrale du Luxembourg.
- Schuller G. (2005), « Les investissements directs étrangers (IDE) : cadre conceptuel et application au Luxembourg » *Rapport annuel 2004 sur la Compétitivité de l'économie luxembourgeoise, Cahiers d'Economie du Statec n°98*, Luxembourg.
- Scitovsky T. (1954), « Two Concepts of External Economies » *Journal of Political Economy*, 62: 143-151.
- Statec (2008), Note de conjoncture 3-07, mars.
- Streeten P. (1993), « The Special Problems of Small Countries », *World Development*, 21(2) : 197-202.
- Taylor P. et al. (2003), *Financial Services Clustering and its Significance for London*, Report, Corporation of London.
- UNCTAD (2004), « World Investment Report 2004, The Shift Towards Services ».
- Wampach C. (2004), « L'évolution de l'emploi bancaire au Luxembourg », Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg, novembre.
- Weimerskirch P. et Flatter E. (2007), « La banque privée a réussi sa révolution », *Mensuel AGEFI*, novembre.