

# Impact de l'échange automatique d'informations en matière de produits financiers: une tentative d'évaluation macro-économique appliquée au Luxembourg

Auteur: Ferdy ADAM, STATEC, responsable de l'unité "Modélisation et Prévisions" du STATEC. Adresse e-mail: ferdy.adam@statec.etat.lu.

Ce travail a bénéficié de l'aide de Charles-Henri DIMARIA, Tom HAAS, Bastien LARUE et Yuliya RYCHALOVSKA du STATEC et de commentateurs de Serge ALLEGREZZA et Guy SCHULLER du STATEC

Mots-clés: projections macro-économiques, banques, régulation internationale, modèles macro-économiques

## Résumé

Ce travail propose une quantification de l'introduction de l'échange automatique en matière d'informations bancaires pour les non-résidents au Luxembourg à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015. Il repose sur une évaluation basée sur les micro-données des comptes de pertes et profits des banques ainsi que sur une enquête concernant les actifs sous gestion auprès des entités spécialisées dans le "private banking" de la Place du Luxembourg<sup>1</sup>. Les résultats en matière de valeur ajoutée, dérivés des micro-données, ont été transposés dans les modèles macro-économiques du STATEC. Il a ainsi été possible de quantifier l'impact sur l'emploi, les finances publiques et les autres branches de l'économie, le but du travail étant d'alimenter la procédure d'établissement de prévisions macro-économiques à court et moyen terme. Il convient donc de surveiller dans les mois à venir les données mensuelles et trimestrielles (dépôts des ménages étrangers, commissions perçues, actifs sous gestion) afin de vérifier à quel degré les tendances négatives de l'implémentation de l'échange automatique se manifestent. D'autre part, des effets positifs liés à l'abandon du secret bancaire, qui ne sont pas directement quantifiables, pourraient en partie ou en totalité compenser les effets négatifs évoqués ci-avant.

---

<sup>1</sup> Les résultats de cette enquête ont été mis à disposition du STATEC par la CSSF et l'ABBL.

## Résumé non technique et principaux résultats

Dans un entretien paru le 7 avril 2013 dans le "Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung", M. le Ministre des Finances, Luc Frieden, avait annoncé la fin du secret bancaire au Luxembourg (pour les non-résidents) à compter du premier janvier 2015. Cette annonce, bien que surprenante sur le coup, est à voir dans le contexte de la Directive européenne "Fiscalité de l'épargne" datant de 2003 (Directive 2003/48/CE), visant l'échange automatique d'informations sur les avoirs de personnes physiques détenus dans des pays autres que ceux dans lesquels ils résident. L'objectif de ce travail est de quantifier – dans le cadre de l'établissement des projections macro-économiques du STATEC – les effets potentiels sur l'économie luxembourgeoise (en premier lieu sur l'emploi et les finances publiques) du passage à l'échange automatique à partir de 2015.

La démarche comporte deux étapes:

1. une tentative de quantification directe de l'impact de l'introduction de l'échange automatique via des données individuelles et agrégées des banques; ces calculs aboutiront à la détermination d'un impact probable sur l'emploi et la valeur ajoutée agrégée du secteur;
2. l'utilisation des résultats de la première étape afin de dériver les répercussions sur les autres branches, le PIB, les finances publiques, le marché du travail, etc. Cette étape est effectuée à l'aide des trois modèles macro-économiques du STATEC.

Les données utilisées sous 1. sont constituées:

- des comptes de pertes et profits individuels de toutes les banques de la place, une distinction étant faite entre banques universelles et banques spécialisées dans la gestion de fortune et le conseil en placement ("private banking"), ceci sur base d'une classification mise à disposition par l'ABBL (Association des banques et Banquiers du Luxembourg), et,
- des données agrégées concernant les avoirs sous gestion ("assets under management") de toutes les banques faisant partie du cluster "private banking" mentionné ci-avant; ces données sont collectées par la CSSF (Commission de surveillance du secteur financier) pour le compte de l'ABBL.

Pour les simulations effectuées sous 2, le STATEC a fait usage de ses trois modèles macro-économiques dont il dispose à savoir Modux (modèle économétrique, utilisé pour établir les projections macro-économiques); LuxGEM (modèle d'équilibre général calculable basé sur une désagrégation sectorielle) et LSM (modèle d'équilibre général "dynamique stochastique" représentant plus finement le secteur financier).

Les principaux résultats sont les suivants:

- par la seule hausse des frais administratifs (surtout informatiques) liés à l'introduction de l'échange automatique, quelques 800 postes pourraient à terme disparaître dans le secteur bancaire (environ 200 dans la Banque privée); ce résultat ne tient toutefois pas compte de la disparition d'une fraction plus ou moins importante des actifs sous gestion;
- à la suite de l'introduction de l'échange automatique, 15 mia d'actifs sous gestion pourraient quitter la place (soit quelque 5% du total); cette évaluation ne tient pas compte d'une éventuelle extension de la Directive;
- associée à une hypothèse de hausse des coûts, la perte d'actifs susmentionnée pourrait générer une baisse de la valeur ajoutée de 5 à 10% de l'ensemble du secteur financier;

- cette baisse de la valeur ajoutée pourrait générer une baisse de l'emploi du secteur financier de légèrement plus de 1000 personnes (suivant les modèles, entre 1 et 3% du total du secteur), et, par effets induits, une baisse de l'emploi dans le reste de l'économie de 500 à 1000 personnes (entre 0.25% et 0.5% du total de l'économie).
- Les dernières données trimestrielles en matière de dépôts des ménages (à vue, à terme) confirment la baisse des avoirs sous gestion et semblent également confirmer les ordres de grandeur estimés par le STATEC, avec un léger risque de sous-estimation pouvant être associé aux 15 mia d'actifs en partance estimés;

Ce travail est basé sur un échange automatique tel que prévu dans la Directive "Fiscalité de l'Épargne" de 2003 et ne prend pas directement en compte une extension éventuelle de la Directive à des personnes morales ou à des produits autres que ceux visés dans la Directive de 2003. Toutefois, sur base des analyses et des simulations effectuées par le STATEC (et compte tenu des réactions peu violentes suite à l'acceptation récente - fin mars - par le Luxembourg de l'extension de la Directive), il ne faudra probablement pas s'attendre à un impact beaucoup plus sévère.

## 1. Introduction

Dans un entretien paru le 7 avril 2013 dans le "Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung", le Ministre des Finances, M. Luc Frieden, a annoncé la fin du secret bancaire au Luxembourg, du moins vis-à-vis des non-résidents. Ceci constitue une rupture par rapport à la position du Luxembourg défendue depuis 2005, date d'entrée en vigueur de la Directive sur la fiscalité de l'épargne. Ensemble avec l'Autriche et la Belgique, le Luxembourg avait opté pour une retenue à la source (sur les intérêts perçus par les non-résidents) alors que tous les autres pays pratiquaient l'échange automatique d'informations sur l'identité des épargnants (la Belgique ayant opté plus tard également pour ce mode).

L'objectif de cette contribution est de tenter de quantifier – dans le cadre de l'établissement des projections macro-économiques – les effets potentiels sur l'économie luxembourgeoise (en premier lieu sur l'emploi et sur les finances publiques) du passage à l'échange automatique à partir de 2015. Il convient à ce titre de préciser qu'il s'agit d'une démarche qui s'inscrit dans les procédures habituelles du STATEC consistant à évaluer l'impact sur les projections macro-économiques de toutes les mesures (d'envergure) de type "politique budgétaire, fiscale, monétaire" ou autre.

## 2. Démarche

La démarche comporte deux étapes:

1. une tentative de quantification directe de l'impact de l'introduction de l'échange automatique via les données individuelles et agrégées de banques; ces calculs aboutiront à la détermination d'un impact probable sur l'emploi et la valeur ajoutée agrégée du secteur;
2. l'utilisation des résultats de la première étape afin de dériver les répercussions sur les autres branches, le PIB, les finances publiques, le marché du travail, etc... Cette étape est effectuée à l'aide des modèles macro-économiques du STATEC.

Il doit être précisé que le but unique de ce travail constitue en une tentative d'évaluation de l'introduction par le Luxembourg de l'échange automatique eu égard aux textes législatifs en vigueur actuellement (Directive européenne). D'après les recherches effectuées et les données statistiques disponibles, il paraît très probable que cette décision législative (ou "mesure") entraîne un effet négatif sur la place financière, *ceteris paribus*, pour la simple raison qu'elle entraîne la disparition d'une partie des actifs sous gestion dans le domaine de la banque privée (i.e. gestion de fortune). L'évaluation de cet impact est l'objet de ce document.

En revanche, nombre d'interlocuteurs<sup>1</sup> renvoient au fait que l'introduction de la mesure pourrait

## 4

également avoir des retombées positives, corrigeant partiellement ou totalement les effets négatifs. L'attraction de nouveaux clients est notamment citée, or il est à ce stade impossible de dire à quel degré cela pourrait être le cas, d'autant plus que l'arrivée d'un nouveau type de clients (plus fortunés) a déjà été observée avant que l'abandon du secret bancaire n'ait été annoncé. Techniquement, ces effets positifs sont à prendre en compte pour l'établissement des projections macro-économiques mais ne font pas partie de cette évaluation dans la mesure où l'hypothèse centrale est d'admettre – aucun interlocuteur ne l'a nié – que la mesure "stricto sensu" entraîne la disparition d'une partie plus ou moins importante du fonds de commerce de la banque privée au Luxembourg. La raison principale de procéder ainsi est que l'effet positif essentiel – s'il devait se manifester – consistera en une hausse des actifs sous gestion, ceteris paribus, alors que l'effet négatif consiste en une diminution des actifs sous gestion **et** une dégradation de la rentabilité. C'est sur base d'hypothèses concernant la diminution des actifs

sous gestion et de la dégradation de la situation de rentabilité des banques que les calculs du STATEC ont été établis.

D'autre part, la tâche du prévisionniste-modélisateur consiste à suivre l'actualité de très près. Au cas où l'impact de l'annonce de l'introduction de l'échange automatique tarderait à apparaître dans les données statistiques, une des raisons pourrait être que, dû à la nouvelle stratégie de transparence, de nouveaux clients auront pu être gagnés, clients qui compenseraient, partiellement ou totalement, la perte d'actifs due à la mesure. Il est de ce fait possible que l'impact soit davantage visible sur l'emploi que par exemple sur les statistiques traduisant l'activité (résultats, valeur ajoutée) car ces dernières sont impactées directement par l'arrivée de nouveaux fonds. En tout état de cause, le STATEC suivra les données mensuelles rentrantes au jour le jour et jugera sur base de ces dernières (et sur base des simulations exposées ci-après) dans quelle mesure il faudra infléchir, le cas échéant, le scénario central.

### 3. Le cadre légal

L'objet de cette étude est la détermination de l'impact de l'application par le Luxembourg de l'échange automatique dans le contexte de la Directive "Fiscalité de l'épargne" datant de 2003 (Directive 2003/48/CE). Des discussions portent actuellement sur l'extension de la Directive de 2003 à d'autres produits, la Commission européenne ayant présenté un projet de Directive en date du 12 juin 2013, mais l'extension du champ en matière de produits ou de secteurs (c'est-à-dire la prise en compte de sociétés ou de structures légales comme bénéficiaires des fonds) telle que visée par la Commission européenne ne fait pas explicitement l'objet de ce travail. En revanche, comme le Grand-Duché vient d'approuver l'extension de la Directive, une analyse de sensibilité (cf. partie 7) a été effectuée qui tentera de déterminer l'impact d'une baisse plus prononcée des actifs sous gestion.

Pour rappel, la Directive 2003/48/CE en matière de fiscalité des revenus de l'épargne est appliquée par les États membres de l'Union européenne depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2005. L'objectif de la Directive consiste à assurer que les revenus de

l'épargne sous forme de paiements d'intérêts effectués dans un État membre en faveur de personnes physiques, ayant leur résidence fiscale dans un autre État membre, soient imposés conformément aux dispositions législatives de ce dernier État membre.

A ce jour, 26 pays appliquent l'échange automatique d'informations, c'est-à-dire fournissent des renseignements aux autorités fiscales des autres pays membres, concernant les avoirs financiers et les intérêts perçus de leurs ressortissants respectifs, le but étant de soumettre ces revenus à la fiscalité du pays de résidence du ressortissant européen, et non à celle du pays où sont investis les fonds. Deux pays, à savoir l'Autriche et le Luxembourg, pratiquent encore actuellement un prélèvement à la source, rétribuant une partie importante des impôts collectés aux pays dont sont originaires les épargnants (2013: +/- 50 Luxembourg EUR dans le cas du Luxembourg). Toutefois, sous pression internationale croissante, tous les deux ont annoncé vouloir appliquer également l'échange automatique à partir de 2015.

<sup>1</sup> Ce travail a été effectué en partie sur la base d'interviews de professionnels de la place financière et en considérant également de nombreux articles de la presse nationale et internationale sur le sujet (à côté d'une revue de la littérature scientifique).

## 4. Revue de la littérature

Peu d'études se sont intéressées à ce jour au secret bancaire respectivement à l'impact de son abandon. Steinlin et Trampusch (2012) donnent un aperçu détaillé sur l'histoire du secret bancaire en Suisse et les modifications dont il a fait l'objet. La plupart des éléments s'appliquent aussi au Luxembourg et ont très probablement contribué à la pression internationale montante.

Brevik et Gärtner (2006) et Picard et Pieretti (2010) dégagent des conclusions générales sur l'impact du secret bancaire. Les deux études sont de nature théorique mais celle de Brevik et Gärtner (2006) contient des calculs numériques provenant d'un modèle à générations imbriquées à "n" pays. Dans ce document, les auteurs montrent que lorsqu'un petit groupe de pays instaure le secret bancaire tout en retenant des impôts à la source, ils en bénéficient de plusieurs manières (taux de taxation plus faibles, meilleure mise à disposition de biens publics, revenus et richesse plus élevés, consommation améliorée). Cette façon de procéder va toutefois au détriment de l'étranger où toutes les variables changent dans la direction opposée. Il existe une valeur critique pour l'élasticité de l'impôt sur le revenu face à l'évasion fiscale au-delà de laquelle la réponse de certaines variables change de signe dans les pays "sans secret" mais pas dans les "pays avec secret bancaire" qui en bénéficient toujours.

Picard et Pieretti (2010) développent un modèle qui rend endogène le choix stratégique d'un centre financier offshore entre une attitude laxiste ou scrupuleuse à l'égard de l'origine des fonds étrangers. Le premier et principal objectif du document est de désigner les gagnants et les perdants des politiques de pression, c'est-à-dire les conditions sous lesquelles le centre financier

offshore est convaincu de se conformer à la surveillance scrupuleuse de l'identité de l'investisseur et l'origine de ses fonds.

Johannesen et Zucman (2013) et Johannesen (2012) tentent d'évaluer de manière empirique, en utilisant des données sur les dépôts bancaires provenant de la BRI (Banque des règlements internationaux), l'impact des changements apportés aux lois sur le secret bancaire lors des 10 dernières années. Le papier de Johannesen et Zucman (2013) examine comment les propriétaires de dépôts bancaires dans les centres offshore ont répondu à la pression émanant du G20 à partir de 2009. Leur principale conclusion est que les traités signés à la suite de 2009 n'ont pas conduit à un mouvement de fonds important des paradis fiscaux vers les pays d'origine des clients.

Johannesen (2012) constate que la Directive sur l'épargne a réduit de 30 à 40% les dépôts bancaires en Suisse appartenant à des ressortissants de l'UE mais il ne détecte aucun signe de rapatriement de fonds vers les pays d'origine des déposants. Fait intéressant, Johannesen avance également une évaluation chiffrée pour le Luxembourg, pour lequel les effets seraient "similaires, bien qu'un peu plus petits (15-30%)". Le fait que les fonds semblent ne pas avoir été rapatriés est expliqué par une forte augmentation des dépôts bancaires originaires de l'UE à Macao et au Panama ainsi qu'une forte augmentation des dépôts suisses appartenant à des ressortissants du Panama. Ceci est cohérent avec un transfert de fonds appartenant à des ménages européens vers des structures légales plus complexes ("sociétés écrans" basées dans des régions somme toute plus exotiques).

## 5. Evaluation de l'impact sur base de données statistiques observées relatives au Luxembourg

Le but de cette partie est d'essayer d'évaluer les répercussions de l'introduction de l'échange automatique sur les principales variables comptables du secteur bancaire, ainsi que l'emploi. A cette fin, deux sources de données sont utilisées:

- des données individuelles des comptes de pertes et profits, les bilans et les hors-bilans des institutions financières que le STATEC obtient de la part de la CSSF et de la BCL;
- les résultats d'une enquête annuelle spécifique, effectuée par la CSSF pour le compte de l'ABBL, couvrant les institutions bancaires faisant partie du cluster "private banking"<sup>1</sup>. Ces dernières données ne sont toutefois disponibles qu'à un niveau agrégé.

Le premier jeu de données, à savoir les comptes individuels de pertes et profits, sera utilisé pour évaluer l'impact potentiel de l'échange automatique sur les coûts, et, partant, sur le résultat des banques, puis sur l'emploi. Le deuxième jeu de données aboutira également à un impact sur le résultat des banques, mais principalement par une approche de rendement (même si les coûts entrent en jeu également), sur base des données sur les fonds sous gestion ("assets under management") par les banques actives dans la gestion de fortune.

Ces résultats seront ensuite utilisés pour faire un lien avec la valeur ajoutée du secteur financier dans son ensemble, laquelle sera "choquée", c'est-à-dire diminuée, du fait de l'introduction de l'échange automatique, ce qui permettra alors, au moyen des modèles macro-économiques du STATEC, de dériver l'impact probable sur les autres branches de l'économie, les finances publiques, l'emploi, le chômage, etc.

---

<sup>1</sup> Banques offrant exclusivement ou entre autres des services financiers très personnalisés et sophistiqués, souvent résumés sous l'expression "gestion de fortune", à des particuliers détenant un patrimoine net "important" (autre expression: wealth management), normalement rémunérés par une commission au pro-rata des actifs sous gestion.

### 5.1 Approche par les coûts

L'échantillon est composé de toutes les banques présentes dans le reporting officiel BCL/CSSF et pour lesquelles des données ont été communiquées au STATEC. Les variables recensées concernent:

- les commissions perçues et payées;
- les intérêts perçus et payés;
- les revenus de valeurs mobilières, sur réalisation de titres, sur opérations de change et sur divers;
- les frais administratifs et de personnel;
- les amortissements;
- les impôts payés ainsi que les provisions.

Afin d'éliminer les éléments les plus volatils des calculs et de s'approcher d'un concept proche de celui d'excédent d'exploitation (au sens de la comptabilité nationale), n'ont été retenus pour l'établissement d'un "résultat" que les postes suivants:

- revenus nets sur commissions (A);
- marge d'intérêts nette (B);
- dépenses de frais administratifs, de personnel et impôts (C).

La grandeur que nous appelons "résultat" a été établie en prenant  $A+B-C$ . Cette grandeur a été calculée en prenant la moyenne 2010-2012 (3 observations). Toutes les banques présentant des valeurs manquantes (nulles) pour l'une des trois années ont été éliminées de l'échantillon (26 individus au total)<sup>2</sup>. Restent des observations pour 130 banques. Les banques sont également triées suivant leur appartenance ou non au cluster "private banking" de l'ABBL.

La démarche est de postuler que l'introduction de l'échange automatique va occasionner des frais supplémentaires dans le chef des banques, liés à la modification de l'architecture informatique. Ces frais ont été déterminés en se basant

---

<sup>2</sup> Soit des banques ayant démarré leur activité après 2010, soit des banques ayant arrêté avant 2012.

sur des articles de presse, des entretiens avec les responsables du secteur<sup>1</sup> et un "*Commission Staff working document*" de 2008, évaluant l'impact de la Directive de 2003.

Il a été retenu in fine d'implémenter un coût minimum de 2 mio EUR par banque et de le faire augmenter avec la taille de la banque (déterminée selon le nombre d'emplois) en le plafonnant à 15 mio EUR pour les plus grandes<sup>2</sup>.

Pour l'ensemble des banques, avant hausse des coûts suite à l'introduction de l'échange automatique, le résultat tel que défini<sup>3</sup> ci-dessus est compris entre -33 et +280 mio EUR. La distribution est asymétrique, avec une forte concentration autour de zéro et de nombreuses observations s'étalant de 15 à 280 mio EUR (moyenne = 26.3; médiane = 4.1). Le nombre de banques ayant un résultat opérationnel (tel que défini ci-dessus) négatif (avant hausse des coûts), est de 24, employant environ 4 400 personnes. Lorsqu'on affecte ce résultat de façon négative, afin de tenir compte des modifications du système informatique pour mettre en place l'échange automatique, tous les paramètres se dégradent (cf. Tableau 1). En particulier, le nombre de banques concernées par un résultat négatif passe à 53 (24 avant) et le nombre de salariés concernés passe à 5 200.

Les banques appartenant au cluster "private banking" (PB) semblent plus profitables, les résultats moyen et médian étant supérieurs à ceux de l'ensemble des banques (avant et après hausse des coûts). Lorsqu'on implémente la hausse des coûts au seul groupe "PB", le nombre d'emplois menacés passe de quelque 500 à 700 personnes.

L'approche mise en avant ici, c'est-à-dire celle basée sur une hausse des frais administratifs, ne peut dans tous les cas qu'aboutir à des ordres de grandeur approximatifs, en ce qui concerne le nombre d'emplois menacés. L'approche par les revenus, exposée ci-après, est à considérer comme complémentaire, éclairant la question de manière plus précise pour évaluer l'impact sur l'activité, et, partant, sur l'emploi.

La différence principale est que pour l'approche par les revenus, le STATEC émet des hypothèses quant à la part d'actifs sous gestion qui pourraient disparaître et quant à la rentabilité – qui se dégraderait – de l'ensemble des fonds sous gestion.

**Tableau 1: Impact d'une hausse des frais administratifs suite à l'introduction de l'échange automatique**

	Résultat moyen 2010 à 2012 (mio EUR) *	Résultat moyen 2010 à 2012 (mio EUR) + coût IT **
<i>Toutes les banques</i>		
Minimum	-32.9	-35.0
Maximum	278.9	272.5
Moyenne	26.3	23.4
Médiane	4.1	1.9
Nombre de banques avec résultat négatif	24	53
Emploi dans les banques avec rés. nég.	4 438	5 208
<i>Cluster "Banque Privée"</i>		
Minimum	-3.6	-6.0
Maximum	278.9	272.5
Moyenne	45.2	41.5
Médiane	10.8	6.5
Nombre de banques avec résultat négatif	8	13
Emploi dans les banques avec rés. nég.	512	712

Source: STATEC (calculs); CSSF/BCL (données)

\* Résultat moyen = Commissions nettes + Marge d'intérêts - Frais de personnel - Frais administratifs - Impôts (moyenne 2010-2012).

\*\* Impacter le résultat de façon à avoir une hausse minimale des coûts de 2 mio (petites banques) et maximale de 15 mio EUR (grandes banques).

<sup>1</sup> En tout 7 personnes du secteur, appartenant à un niveau très élevé de la hiérarchie dans leur entreprise respective, dont certaines à plusieurs reprises, ont été contactées, afin d'affiner le raisonnement et de vérifier les hypothèses et les calculs.

<sup>2</sup> Le fait que les coûts augmenteront pour une année donnée entraîne donc une baisse des résultats pour toutes les entités cette année-là et impliquera donc aussi des entités dont le résultat, auparavant positif, deviendra négatif, comme exposé plus haut. L'année suivante, vu que le coût - supposé unique ("one-off") - d'introduction du reporting ne devra pas être supporté une deuxième fois, (théoriquement) ces banques pourront à nouveau réaliser des "profits" (dans notre approche: un résultat positif). Toutefois, en réalité, les banques peuvent amortir le coût supplémentaire sur 4-5 ans. Qui plus est, elles pourront puiser dans leurs fonds propres pour redresser une situation de rentabilité compromise, si elle n'est pas de nature structurelle. Les résultats exposés ci-dessus, et en particulier le nombre d'emplois menacés, sont donc à nuancer.

<sup>3</sup> On ne parle ici pas du résultat net, après provisions, officiellement publié. Ce dernier, en le comparant à l'approche du STATEC, peut encore largement être redressé par des revenus divers, sur opérations de titres ou de change, par des retours de provisions, etc. Notre concept retenu constitue plutôt une sorte de résultat opérationnel qui est proche des concepts de production resp. de valeur ajoutée tels qu'utilisés dans les comptes nationaux. Il s'agit en l'occurrence des revenus dérivés des activités proches du *private banking*, c'est-à-dire une marge d'intérêts (sur les dépôts et les crédits) et des commissions (nettes) sur des activités de conseil de gestion.

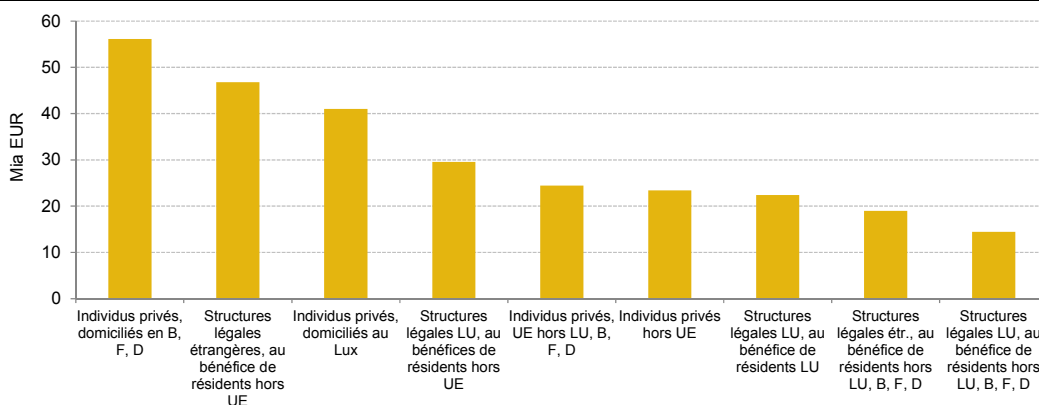
## 5.2 Approche par les revenus

L'approche par les revenus est basée sur ce que l'ABBL (Association des Banques et banquiers, Luxembourg) appelle les "assets under management" (dorénavant: AuM), c'est-à-dire l'ensemble des fonds placés au Luxembourg et faisant l'objet d'une gestion de fortune plus ou moins active. D'après l'ABBL, les AuM au profit des ménages (de façon directe ou indirecte) se chiffrent fin 2012 à 305 mia EUR (300 mia en 2011) et sont composés de produits financiers divers (simples dépôts, obligations, actions, OPC, produits plus sophistiqués, etc.)<sup>1</sup>. Les données proviennent d'une enquête spécifique effectuée par la CSSF pour le compte de l'ABBL auprès des instituts spécialisés dans la banque privée<sup>2</sup>. A noter que l'enquête distingue en terme de bénéficiaires entre ménages privés et entités juridiques (structures légales); toutefois, ces dernières sont également au bénéfice des ménages<sup>3</sup>.

L'enquête est effectuée depuis 2007, de façon annuelle, auprès des institutions actives dans la banque privée. Le périmètre est variable dans la mesure où l'échantillon n'est pas stable, en raison de la non-réponse partielle; par ailleurs, il n'y a pas de traitement statistique des données brutes collectées (extrapolation ou repondération). Les principales tendances qui se dégagent des données sont les suivantes:

- au niveau des dépôts supérieurs à 100 000 EUR, on observe une hausse des actifs sous gestion de 2008 à 2012 d'environ 30 mia EUR, ce qui est remarquable, vu la situation de l'économie réelle, celle des marchés financiers, en particulier la baisse des indices boursiers (-25% pour l'Eurostoxx sur la même période);
- il y a un déplacement des avoirs sous gestion des simples produits sous forme de dépôts (-10 mia EUR) vers les structures légales (SPF, Soparfi, Holding: +35 mia EUR);
- le nombre de clients semble baisser tendanciellement, du moins sur la période 2009-2012, après une forte hausse entre 2008 et 2009 (cf. Graphique 3).
- en 2012, sur les quelque 320 mia EUR sous gestion (ce montant inclut les dépôts inférieurs à 100 000 EUR bien que ces derniers ne fassent généralement pas l'objet d'une gestion ciblée), près de 60 mia étaient détenus par des ménages résidant dans un des trois pays voisins du Luxembourg; près de 50 mia par des structures légales autres que celles relatives à la législation luxembourgeoise<sup>4</sup> au bénéfice de ménages résidents hors UE, 40 mia par des individus domiciliés au Luxembourg, etc... (cf. Graphique 1).

**Graphique 1: Structure des actifs sous gestion**



**Source: ABBL/CSSF (calculs STATEC)**

<sup>1</sup> 26% = dépôts à vue ou à terme, comptes d'épargne; 20% = obligations; 20% actions; 28% = OPC; Reste = produits structurés, métaux précieux, etc. Source: ABBL.

<sup>2</sup> Une source alternative (cf. Boston Consulting Group [2013]) parle d'environ 600 mia d'USD "sous gestion", soit environ 450 mia EUR.

<sup>3</sup> L'enquête recense également, fin 2012, environ 270 mia EUR d'actifs non explicitement au bénéfice de ménages mais au bénéfice de clients institutionnels: "insurance companies, family offices, management companies of investment funds, pension funds,....". Ces fonds sont hors du champ de cette étude car non concernés par la Directive.

<sup>4</sup> Des trusts anglo-saxons, des sociétés domiciliées sur les Îles vierges britanniques ou au Panama, etc.



**Tableau 2: Total des actifs sous gestion par type de client et origine du bénéficiaire**

	Bénéficiaire résidant en...				Total
	Lux. B, F, D	Autres		Autres	
		UE	Autres		
	2012, mia EUR				
Individus privés	41.0	56.1	24.4	23.4	145.0
Structures légales luxembourgeoises (SPF, holding, Soparfi, ...)	22.4	11.8	14.5	29.6	78.2
Structures légales étrangères (Trust anglo-saxon, Panama, BVI, ...)	2.3	8.9	19.0	46.8	77.0
Autres	...	...	...	21.0	21.0
<b>Total</b>	<b>65.7</b>	<b>76.8</b>	<b>57.9</b>	<b>120.9</b>	<b>321.2</b>

Source: ABBL; Calculs STATEC (au 31.12.2012). NB: yc les actifs inférieurs à 100 000 EUR

Les AuM donnent lieu à des revenus dans le chef des banques mais ils génèrent aussi des coûts. Les analystes et les professionnels du secteur financier opèrent avec des taux de marge, brut et net. Le taux de marge *brut* peut être considéré comme le revenu ou le "chiffre d'affaires" que génère le portefeuille des fonds sous gestion (marge sur intérêts et commissions nettes<sup>1</sup>). Les professionnels consultés par le STATEC ont avancé un taux de marge brut d'approximativement 0.9%, c'est-à-dire qu'un portefeuille de 100 EUR générerait 90 centimes de revenus par an. Ce ordre de grandeur est notamment confirmé dans les grandes lignes par KPMG (2012) et McKinsey (2012).

D'après les professionnels du secteur, ce taux de rendement devrait baisser d'environ 15 pdb (points de base) suite à l'introduction de l'échange automatique. Le STATEC a donc retenu un taux de rendement brut "après mesure" de 75 pdb (=90-15).

La gestion de fortune génère aussi des coûts: frais de personnel et frais administratifs essentiellement. Le "cost margin" total (ou ratio de coûts) a été évalué à 60 pdb par les professionnels. D'après les données fournies par les banques enquêtées par la CSSF pour le compte de l'ABBL, 1/3 environ de ces frais seraient des frais administratifs et 2/3 des frais de personnel.

<sup>1</sup> L'utilisation de la notion de chiffre d'affaires doit être entendue ici comme l'ensemble des revenus dégagés des opérations commerciales, hors plus-values sur titres, retours de provisions, etc. Si la notion de chiffre d'affaires paraît peu usuelle dans le contexte du secteur financier, une simple analyse statistique a confirmé que la marge d'intérêts + les commissions sont significativement corrélées au chiffre d'affaires que les banques communiquent à l'Administration d'Enregistrement.

Comme le but est de mettre en lien la baisse des actifs avec la valeur ajoutée au sens de la comptabilité nationale, les seuls frais administratifs ont été retenus comme coûts (la valeur ajoutée comportant les frais de personnel): il s'en suit un ratio de coûts avant mesures de 20 pdb (=2/3 \* 60)<sup>2</sup>.

Toujours d'après les professionnels du secteur, le ratio de coûts devrait augmenter (de façon permanente), à savoir de 5 pdb<sup>3</sup>. Le STATEC a appliqué la même proportion (salaires = 2/3 des coûts) et fait augmenter le ratio de coûts (relatif aux seules dépenses administratives) de 2 pdb (arrondis). Les résultats afférents se trouvent dans la première partie du Tableau 5.

Il est maintenant possible d'établir un taux de marge brut et net avant et après mesure (c'est-à-dire après implémentation de l'échange automatique). Ceci permet d'évaluer la perte de revenus brute (c'est-à-dire sans hausse des coûts) et nette (y.c. la hausse des coûts due aux frais administratifs et d'IT).

Mais avant de procéder ainsi, il faut encore établir des hypothèses quant à la fraction d'AuM qui risque de disparaître. D'après le texte actuel de la Directive, seuls sont concernés les avoirs sous gestion détenus par des particuliers, et, qui plus est, seulement ceux soumis à un rendement fixe (dépôts, obligations, fonds assimilés).

<sup>2</sup> Le lien avec les comptes nationaux est simple:

PROD – CI = VAB;  
PROD = production = chiffre d'affaires = volume des fonds \* taux de marge brut;  
CI = consommation intermédiaire = volume des fonds \* ratio de coûts (hors frais de personnel). NB: la notion de "chiffre d'affaires" est ici à entendre comme l'ensemble des revenus engendrés par les opérations productives qui sont les dépôts et les prêts ainsi que les activités en lien avec la banque privée (commissions).

<sup>3</sup> La hausse des coûts s'explique avant tout par la meilleure qualification requise des gestionnaires et par la réduction du nombre de clients qu'un gestionnaire peut servir. S'y ajoute: (1) le renforcement d'équipes spécialisées notamment dans le domaine de l'ingénierie patrimoniale; (2) le fait que les gestionnaires devront dorénavant se déplacer davantage chez le client à l'étranger (frais de voyages et de représentation); la mise à disposition au client d'un *reporting* fiscal par pays de résidence (il ne s'agit pas d'un *one-off* dans la mesure où les règles fiscales changent régulièrement).

Or dans l'enquête "Private Banking" de la CSSF, la nature des actifs concernés (par type de produits<sup>1</sup>) est bien recensée mais elle est inutilisable, car les données croisées (à la disposition du STATEC) ne le sont qu'au maximum selon deux dimensions. Ainsi, l'information suivante n'est pas disponible: résidence X avoirs < 250 000 EUR X type de produit. Les données collectées relatives à l'année 2012 montrent que près de la moitié des actifs sous gestion > 100 000 EUR correspondent à des dépôts (80 mia, sur un total de 300 mia EUR) ou des obligations (60 mia EUR), sont donc soumis à la Directive. S'y ajoutent, sous certaines conditions, les fonds investissant dans des obligations (au total, 84 mia EUR sont investis dans des fonds). Par la suite, la dimension "type de produits" sera omise et seules les dimensions "résidence" et "taille du portefeuille" seront retenues afin de déterminer le volume de fonds menacés par l'échange automatique. Les avoirs détenus par des particuliers via des structures légales (Soparfi, Holdings, etc...) seront également exclus de la masse des actifs menacés de disparaître car non soumis à la Directive de 2003.

Les avoirs détenus directement par des particuliers se chiffrent, fin 2012, à 145 mia EUR (cf. Tableau 2). Sur ce montant, on peut supposer qu'environ 15 mia sont directement menacés par l'échange automatique, car il s'agit d'avoirs < 500 000 EUR détenus par des résidents UE hors Luxembourg (cf. Tableau 3). Il est admis en effet, que les personnes détenant des avoirs > 500 000 EUR ont plus de possibilités d'instaurer des sociétés écran afin de se soustraire à l'échange automatique. Sur base des critères énoncés ci-dessus (personnes physiques, avoirs < 500 000 EUR, résident UE hors LU), la somme maximale des avoirs susceptibles de partir se chiffre à quelque 15 mia EUR. Dans les faits, ce montant est très probablement surestimé car il comprend des types d'avoirs qui ne tombent pas dans le champ de la Directive. Vu la structure des avoirs par type de produits, on pourrait situer ce ratio à environ 50%. Après, il est possible de spéculer sur le seuil à partir duquel une gestion patrimoniale plus ciblée se justifie, avec, à la clé, une transformation des produits simples (dépôts, obligations) en produits sophistiqués, éventuellement via une structure légale interposée (cf. Johannsen 2012).

D'après ces hypothèses et réflexions, il semble raisonnable de tableer sur une hypothèse basse de perte d'actifs sous gestion d'environ 5 mia EUR et sur une hypothèse haute de 15 mia EUR (cf. Tableau 4; respectivement, entre 1.5 et 4.5% du total des actifs sous gestion). A noter que pour la suite des calculs, seule la variante haute a été retenue (15 mia EUR de baisse d'actifs sous gestion), car plus en ligne avec les développements statistiques les plus récents (cf. partie 8).

En composant les différents éléments du puzzle, on arrive aux conclusions suivantes (cf. Tableau 5): les pertes de revenus bruts se montent à 570 mio EUR. Les pertes de revenus nets (abstraction faite des hausses de frais de personnel) sont légèrement supérieures, mais toujours dans le même ordre de grandeur (600 mio EUR). Cette grandeur peut être apparentée à la valeur ajoutée du secteur financier dans son ensemble. Il s'avère ainsi que, suite à la perte supposée des actifs sous gestion, entre 6 et 7% des revenus des institutions financières pourraient disparaître (année de référence: 2012, Tableau 5, ligne 9).

C'est cette dernière information qui sera transposée dans les modèles afin d'évaluer l'impact macro-économique global de l'introduction de l'échange automatique. Plus précisément, les calculs ont été effectués sur base d'une baisse de la VAB de 5% mais ils sont, en raison de la quasi-linéarité des modèles, aisément transposables à d'autres ordres de grandeur (cf. analyse de sensibilité).

---

<sup>1</sup> Les catégories suivantes sont recensées: cash (term deposits, savings accounts, current accounts), bonds, equities, structured products, derivatives, investment funds, precious metals, commodities, others).

**Tableau 3: Total des actifs sous gestion, particuliers**

	Bénéficiaire résidant en...				Total
	Lux.	B, F, D	Autres UE	Autres	
<i>Ventilation par taille d'actifs</i>					<i>Mia EUR</i>
< 100 000 €	2.1	2.9	1.3	1.2	7.4
100 000 - 250 000 €	2.5	3.5	1.5	1.4	9.0
250 000 - 500 000 €	2.8	3.8	1.6	1.6	9.7
> 500 000 €	33.6	46.0	20.0	19.2	118.9
<b>Total</b>	<b>41.0</b>	<b>56.1</b>	<b>24.4</b>	<b>23.4</b>	<b>145.0</b>

Source: ABBL; Calculs STATEC (au 31.12.2012)

NB: sur fond coloré: actifs menacés par de disparaître suite à l'échange automatique

**Tableau 4: Actifs menacés de disparaître: hypothèses alternatives\***

<i>Hypothèses</i>	Montant concerné	Minimum	Maximum
	<i>mia EUR</i>		
Tous les actifs < 250 000 €	9.1	9.1	9.1
Tous les actifs < 500 000 €	14.5	9.1	14.5
50% des actifs < 250 000 €	4.6	4.6	14.5
50% des actifs < 500 000 €	7.3	4.6	14.5
Tous les actifs issus de B, F, D < 500 000	10.1	4.6	14.5
Tous les actifs UE < 500 000	14.5	4.6	14.5
50% des actifs issus de B, F, D < 500 000	5.1	4.6	14.5
50% des actifs UE < 500 000	7.3	4.6	14.5
Min. et Max. en % du total des actif sous gestion		1.4	4.5

Source: ABBL; Calculs STATEC (au 31.12.2012)

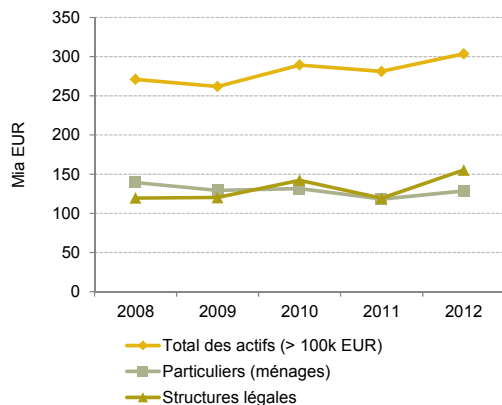
\* Sur base des actifs détenus par des résidents UE en dehors du Luxembourg et sous l'hypothèse que les fonds > 500 000 EUR ne sont pas menacés (cf. tableau 3)

**Tableau 5: Impact sur taux de marge et valeur ajoutée**

<i>Ligne</i>	<i>Avant</i>	<i>Après</i>	<i>Delta</i>	<i>Hypothèses/Calculs</i>	
	<i>Points de base</i>				
Taux de marge brut	1	90	75	-15	Hypothèse
Ratio de coûts (yc frais de pers.)	2	60	65	5	Hypothèse
Ratio de coûts (hors frais de pers.)	3	20	22	2	Frais pers. = 2/3 coûts
Taux de marge net	4	70	53	-17	=1-3
					<i>Mia EUR</i>
Actifs sous gestion	5	305	290	-15	Hypothèse
Marge brute (ou chiffre d'affaires)	6	2.745	2.175	-0.570	=1/10000*5
Marge nette (ou valeur ajoutée brute / VAB)	7	2.135	1.537	-0.598	=4/10000*5
VAB totale secteur financier (en valeur)	8			9.5	
Baisse marge nette / VAB totale (%)	9			-6.3	

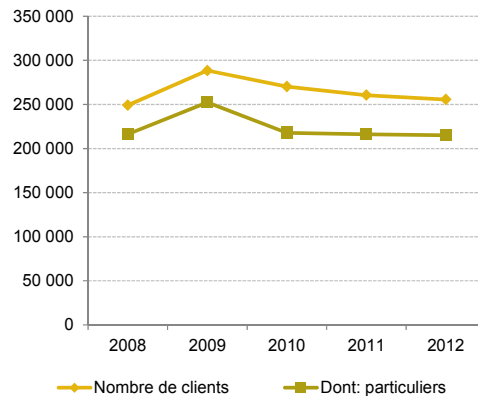
Source: ABBL/CSSF (données) et STATEC (données et calculs)

**Graphique 2: Évolution des actifs sous gestion, 2008-2012**



Source: ABBL/CSSF (calculs STATEC)

**Graphique 3: Nombre de clients avec actifs sous gestion**



Source: ABBL/CSSF (calculs STATEC)

## 6. Une évaluation macro-économique à l'aide des modèles du STATEC

Les résultats des calculs "bottom-up" décrits ci-avant sont maintenant injectés dans les modèles macro-économiques du STATEC. Il y a à cet effet une distinction à faire entre les modèles Modux<sup>1</sup> et LuxGEM<sup>2</sup> d'une part, et le modèle LSM<sup>3</sup> de l'autre. Dans Modux et LuxGEM, le choc est introduit de façon indirecte, en modifiant ("choquant") les exportations de services financiers pour impacter la valeur ajoutée du secteur financier sur base des calculs exposés ci-devant, tandis que dans LSM, les dépôts étrangers figurent comme variable exogène, dont dépend l'activité du secteur financier. La façon de simuler le choc ("baisse des dépôts

étrangers") est donc plus directe dans LSM que dans LuxGEM et Modux. La différence principale en terme de modélisation est que ni dans Modux, ni dans LuxGEM, le secteur financier n'est censé utiliser des facteurs de production autres que capital (équipements, bâtiments) et travail. Dans LSM, en revanche, l'activité financière dépend également des actifs financiers (cf. encadré p. 15 ci-après) mais le lien avec l'hypothèse de base (cf. "baisse de la valeur ajoutée de 5%") est plus difficile à réaliser.

Dans Modux et LuxGEM, le choc est introduit de façon progressive, en deux étapes. La valeur ajoutée du secteur financier est d'abord abaissée de 2.5% (1<sup>ère</sup> année) puis de 5% (2<sup>e</sup> – 4<sup>e</sup> année). L'impact sur le PIB et l'emploi est relativement similaire, mis à part l'ajustement plus progressif dans Modux (équations à correction d'erreur). Ainsi, le PIB en volume diminuerait – écart par rapport à un scénario sans mesure – de légèrement plus de 1% sur les deux premières années, ce qui équivaut à une baisse du taux de croissance d'environ un demi-point par an. L'impact (négatif) sur l'emploi intérieur est moins fort mais pas négligeable: environ un demi-pourcent au total. La baisse moins forte de l'emploi par rapport à celle de l'activité s'explique en partie par une baisse des salaires.

<sup>1</sup> Modux est le modèle macro-économétrique estimé du STATEC qui est régulièrement utilisé pour établir les prévisions. Il comporte une désagrégation assez poussée des recettes et dépenses publiques mais comparativement beaucoup moins de détails pour ce qui concerne les différentes branches économiques (toutefois, le secteur financier y est distingué).

<sup>2</sup> LuxGEM est un modèle du type "équilibre général calculable" qui distingue 20 produits et 16 branches. Il permet de relever avec plus de détail que Modux l'impact d'un choc sur les branches en prenant en compte les flux emplois-ressources mais ses principaux paramètres sont calibrés plutôt qu'estimés. LuxGEM est donc moins proche des données que Modux.

<sup>3</sup> LSM est un modèle assez récent, du type "équilibre général dynamique-stochastique". Il est plus proche de la théorie économique que Modux et forcément également plus loin des données. En principe, il permet de mieux représenter les réactions comportementales des agents face aux chocs donnés.

Pour l'économie dans son ensemble, les pertes d'emplois, après 4 ans, équivalent à environ

2 000 personnes dont un peu plus de la moitié dans le secteur financier. Rappelons que sur la seule base de l'analyse des comptes de pertes et profits, intégrant une hausse hypothétique des frais administratifs due à l'introduction de l'échange automatique, il s'était dégagé une baisse possible de l'emploi de quelque 800 personnes (200 pour les seules banques du cluster "private banking"), sans effet dû à la perte probable d'actifs sous gestion.

LuxGEM est un outil, qui, de par sa structure "emplois-ressources"<sup>1</sup>, est complémentaire aux deux autres modèles<sup>2</sup>. Il permet ainsi également de déceler les branches économiques qui sont plus spécifiquement touchées par la baisse de l'activité du secteur financier (cf. Tableau 7). En tout état de cause, LuxGEM stipule que le choc se répartit de façon assez homogène sur les autres branches – baisses de 0.1 à 0.2% de la VAB en volume par rapport au scénario de base mise à part la construction où la baisse atteint environ 0.5%. Cette ampleur est à mettre en relation avec l'un des effets secondaires les plus importants liés au choc, à savoir une baisse de l'investissement privé, qui est constitué à raison

de plus de moitié par de la construction. Qui plus est, l'impact dans les autres branches est atténué par un gain de compétitivité<sup>3</sup>, phénomène qui ne peut pas jouer dans la construction car il n'y a quasiment pas d'exportations ou d'importations.

Dans les deux modèles, le solde des finances publiques se dégrade d'environ 0.2 à 0.3 point de % tandis que le chômage augmente d'environ 0.2 point de %. Les baisses des prix à la consommation (-0.5 % au maximum) et du coût salarial moyen (-0.8%) sont plus fortes dans Modux que dans LuxGEM.

Comme signalé plus en avant, LSM, le modèle stochastique-dynamique d'équilibre général (DSGE) du STATEC, se distingue par le fait que les avoirs financiers (dépôts étrangers) sont explicitement compris dans la fonction de production. Il est dès lors possible de les faire diminuer, afin de dériver l'impact sur les principales variables macro-économiques. Les résultats afférents peuvent être comparés à ceux des modèles Modux et LuxGEM.

**Tableau 6: Résultats des simulations: baisse de la VAB du secteur financier de 5%**

Années	Modux				LuxGEM				LSM **			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
<i>Déviation absolue en % par rapport au scénario de référence (sauf mention contraire)</i>												
PIB vol.	-0.7	-1.1	-0.8	-0.5	-0.7	-1.4	-1.4	-1.4	-0.5	-1.0	-1.0	-1.0
Emploi total	-0.1	-0.3	-0.5	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.7	-0.7	-0.7
<i>Idem, nombre de personnes</i>	-211	-1 182	-1 839	-1 587	-586	-1 415	-1 763	-2 033	-1 345	-2 648	-2 690	-2 729
Dont: secteur financier	-0.2	-0.9	-1.9	-2.8	-1.2	-2.6	-2.8	-2.9	-1.3	-2.6	-2.5	-2.5
<i>Idem, nombre de personnes</i>	-105	-418	-860	-1 316	-522	-1 129	-1 256	-1 362	-571	-1 129	-1 150	-1 182
Stock de capital	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Taux de chômage (% de la population active)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.7	0.7	0.6
Prix à la consommation <sup>1</sup>	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Coût salarial moyen	-0.2	-0.6	-0.7	-0.8	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.4	-0.8	-0.8	-0.8
Solde des finances publiques (% du PIB)	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2

Source: STATEC

\* Baisse implémentée en deux temps dans Modux et LuxGem (-2.5% 1ère année puis -5%);

\*\* LSM: choc basé sur une baisse des dépôts étrangers de 2.5% (cf. encadré p. 15).

<sup>1</sup> LSM: niveau général des prix

<sup>1</sup> Dans un cadre comptable très rigoureux et très détaillé, LuxGEM permet d'afficher l'origine et la destination des flux économiques. LuxGEM permet donc de répondre à la question "de combien une dépense de consommation intermédiaire des activités bancaires et financières de x EUR fait-elle varier la valeur ajoutée dans la construction, dans le commerce, dans les services aux personnes, etc...". Il s'agit à cet égard d'un outil complémentaire par rapport à Modux.

<sup>2</sup> En tout état de cause, le STATEC prône un certain éclectisme au niveau des modèles servant à évaluer les impacts des différents chocs et mesures, sachant qu'aucun modèle n'est à même de donner une réponse complète. Aussi, le STATEC dispose-t-il désormais de trois modèles représentant l'économie luxembourgeoise ce qui permet de nuancer les réponses des uns à la lumière des résultats des autres.

<sup>3</sup> Hausse des exportations et substitution des importations par de la production locale suite à une modération des coûts de main-d'œuvre et du capital. Notons qu'il s'agit là néanmoins d'un impact théorique de long terme qui risque de ne pas se matérialiser en réalité aussi rapidement que le modèle ne le prévoit.

Il a été décidé d'abaisser les dépôts étrangers de 2.5%, en conformité avec l'analyse effectuée sur les "assets under management", décrite ci-avant (cf. également encadré ci-après). Les résultats sont globalement similaires à ceux mis en avant pour les autres modèles (cf. Tableau 6). Comme LSM ne possède pas une dynamique très riche (très peu de "frictions" comme dans LuxGEM d'ailleurs), le plein effet se fait sentir dès la deuxième année. Mettons en avant la hausse plus importante du chômage mais la différence avec Modux est due au fait que dans ce dernier, les flux (sortants) migratoires et de travailleurs frontaliers permettent d'absorber une bonne partie du choc affectant le marché du travail.

**Tableau 7: Effets par branches\***

	Années			
	1	2	3	4
<i>Ecart en % par rapport au scénario de base</i>				
Agriculture	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Industrie manufacturière	0.1	0.0	0.0	-0.1
Production et distrib. d'électricité	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Construction	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6
Commerce de gros et de détail	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Hotels et restaurants	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Transport, entreposage et communication	0.0	0.0	-0.1	-0.2
Secteur financier	-0.4	-1.0	-1.3	-1.4
Services immobiliers	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Services aux entreprises	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Administration publique	0.0	0.0	0.0	0.0
Education	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Santé et services sociaux	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Autres services	0.0	-0.1	-0.2	-0.2

Source: STATEC

\* Baisse de la VAB en valeur du secteur financier de 5% (LUXGEM)

## Mécanisme de transmission du choc simulé dans LSM

Avant d'entrer dans les détails techniques, il convient de mettre en avant qu'une étude similaire à celle-ci, employant également LSM, a été publiée dans le dernier "Bilan Compétitivité" (cf. Deák, Szabolcs et al. (2013)). Le STATEC s'appuie sur ces travaux tout en diminuant l'ampleur du choc sur les dépôts étrangers (cf. ci-après).

Dans LSM, la production de services financiers est fonction de la dotation de capital et de travail ainsi que de dépôts bancaires (en revanche, dans Modux et LuxGEM on considère uniquement le travail et le capital physique). Grâce à la complémentarité de ces 3 facteurs de production, le choc négatif sur les dépôts étrangers réduit également la demande de capital et de travail dans le secteur bancaire. La demande de capital diminue progressivement, ce qui conduit à la baisse du coût du capital. Les syndicats acceptent des salaires plus faibles pour tenter d'amortir l'effet négatif du choc sur l'emploi. L'activité globale dans le secteur financier se rétrécit donc considérablement.

La pression à la baisse sur les salaires dans l'économie entière stimule l'emploi dans les secteurs non bancaires (en raison de l'hypothèse de mobilité parfaite de la main-d'œuvre, les travailleurs qui ont perdu leur emploi dans l'un des secteurs peuvent être réembauchés par un autre secteur).

A nouveau, en raison de la complémentarité des ressources dans le processus de production, la

hausse de l'emploi exige davantage de capitaux et, par conséquent, stimule les investissements. L'activité dans ces secteurs augmente, mais cette augmentation ne compense pas entièrement l'impact négatif du choc sur le secteur bancaire. Ainsi, en agrégé, il en résulte une baisse du PIB, de l'emploi, etc.

Deux questions restent à élucider: Premièrement, quelle est l'ampleur du choc à donner aux actifs financiers étrangers, sachant que les actifs qui entrent dans la fonction de production de LSM sont plus importants que les seuls actifs relatifs à la gestion de fortune dont il est question dans cette étude? Deuxièmement, LSM est un modèle calibré et les différentes valeurs données aux paramètres influencent les résultats<sup>1</sup>. En effet, un déterminant important des résultats présentés ici est l'élasticité des dépôts étrangers au taux d'intérêt qui leur est servi (dénommée  $\sigma_{fb}$ ).

Dans Deák, Szabolcs et al. (2013), les résultats correspondent à une élasticité "raisonnable" (associée au paramètre  $\sigma_{fb}$ ) de 3.5. Pour valider leurs résultats, Deák, Szabolcs et al. (2013) ont effectué une analyse de robustesse en faisant varier sensiblement, à la baisse et à la hausse, cette élasticité. Ils constatent que "les résultats sont qualitativement robustes et que les différences sont limitées, ce qui suggère une grande robustesse de nos résultats au calibrage de ce paramètre important".

<sup>1</sup> Qui plus est, LSM est calibré sur des données d'avant la crise financière.

Le STATEC a donc repris le même calibrage mais il a fait baisser les dépôts non pas de 5% mais de 2.5%. Le raisonnement est quelque peu intuitif: la somme de bilan totale du secteur bancaire équivaut grosso modo à 750 mia EUR et les actifs "sous gestion" sont de légèrement plus

de 300 mia EUR (près de 350 mia EUR en incluant les dépôts inférieurs à 100 000 EUR). Les résultats mis en avant dans les simulations avec LSM rapportés ci-avant se distinguent donc de ceux figurant dans Deák, Szabolcs et al. (2013) par l'ampleur du choc mais non par le calibrage.

## 7. Analyse de sensibilité

Il a été évoqué ci-avant que le présent travail s'applique a priori à la Directive "Fiscalité de l'épargne" telle qu'elle est actuellement en vigueur (affectant les seuls dépôts et obligations détenus directement par les ménages) même si, du fait de l'imprécision des données, une distinction adéquate au niveau des produits n'a pas pu être effectuée par le STATEC (cf. p. 10, premier paragraphe).

Après la finalisation des calculs exposés ci-avant, le gouvernement luxembourgeois a approuvé l'extension de la Directive, à des produits autres que ceux rapportant des intérêts et à des contreparties autres que les seules personnes physiques. Lors des entretiens menés pour la réalisation de cette étude, la plupart du temps, l'argument suivant a été mis en avant, face aux dangers liés à une éventuelle extension: "comme de toute façon, en moyenne, environ 25% des avoirs des portefeuilles concernés sont placés en des dépôts à terme ou à vue, l'extension du champ de la Directive ne créera pas de choc supplémentaire important". L'idée sous-jacente étant que les avoirs en question sont déjà concernés par la première version de la Directive. Les simulations exposées ci-après visent néanmoins à illustrer l'impact d'un départ plus important de fonds étrangers.

D'autre part, il existe une incertitude intrinsèque liée à chaque étude à caractère statistique. Afin d'en tenir compte, une analyse de sensibilité a été effectuée, se rapportant au chiffrage de l'impact de la baisse des actifs sous gestion à la valeur ajoutée (paramètre de calibrage initial du choc simulé dans les modèles, cf. partie 6). En effet, comme on va le voir, la dérivation de l'impact sur la valeur ajoutée brute (VAB) n'est pas linéaire: un accroissement de la baisse des dépôts de X% n'entraîne pas un accroissement de X% de la baisse de la VAB.

Appelons "Delta" l'impact sur le taux de marge net ou rendement net (qui peut être apparenté à

la valeur ajoutée) tel que mis en avant dans le Tableau 5, ligne 7.

$$\text{Delta} = \text{RN}^{\text{AP}} - \text{RN}^{\text{AV}} = \text{tmn}^{\text{AP}} * \text{Actifs}^{\text{AP}} - \text{tmn}^{\text{AV}} * \text{Actifs}^{\text{AV}} \quad (1)$$

où RN = rendement net ou marge nette (ligne 7, Tableau 5),

AP = après mesure,  
AV = avant mesure,  
tmn = taux de marge net (ligne 4), et  
Actifs = actifs sous gestion (ligne 5).

Après développements, on trouve:

$$\text{Delta} = \text{tmn}^{\text{AV}} * \Delta(\text{Actifs}) + \Delta\text{tmn} * \text{Actifs}^{\text{AP}} \quad (2)$$

L'impact sur la marge nette ou la valeur ajoutée dépend donc à la fois de la variation des actifs et de la variation du taux de marge (baisse du rendement, hausse des coûts). (2) peut alors être utilisé pour effectuer des analyses de sensibilité.

Ainsi, si la baisse des actifs passe de 15 mia EUR à 30 (+100%), l'impact sur la VAB n'augmente que de 13% (-680 mia EUR, chiffres arrondis, au lieu de -600) ce qui est dû au fait que les hypothèses sur les marges ne changent pas.

En gardant en revanche la perte d'actifs constante, à 15 mia EUR, et en modifiant les hypothèses sur les marges de sorte à avoir une baisse du taux de marge net (ligne 4, tableau 5) de 25 points de base (ce qui est nettement plus que ce qui est mis en avant dans les études de KPMG (2012) et McKinsey (2012)), on aboutit à une baisse supplémentaire de la VAB du secteur financier de 40% (-840 mio EUR au lieu de -600 mio). On arrive ainsi, par rapport au scénario de base, à une baisse de la VAB totale du secteur financier de 9% (5% dans la simulation reprise sous le point 6).

## 8. Les dépôts des ménages comme indicateur en temps quasi-réel des avoirs étrangers en gestion de fortune

En l'absence de toutes autres données sur les avoirs étrangers déposés auprès des banques en 2013, il convient de se diriger vers les dépôts des ménages qui sont disponibles à une fréquence trimestrielle et figurent dans les bilans des banques. Certes, on ne dispose ainsi que d'informations statistiques sur les dépôts à vue ou à terme – et non sur les actions, obligations, SICAV ou autres produits plus élaborés – mais les dépôts constituent en moyenne environ 25% des portefeuilles et il est très probable que le retrait d'avoirs étrangers y ait une répercussion directe. Ce qui rend l'analyse plus intéressante encore est qu'on en connaît l'origine par pays.

Force est de constater en premier lieu que l'ensemble des dépôts baisse effectivement, de l'ordre de 2 mia EUR, entre la fin du premier trimestre 2013 et la fin du quatrième. Cette baisse provient de 3 sources (groupes de pays):

- les pays voisins (y compris Pays-Bas): -1.8 mia EUR;
- les zones géographiques hors UE (-0.7 mia EUR), dont en particulier;
- les centres financiers extra-territoriaux (-0.4 mia EUR).

Jusqu'au début de 2013, les dépôts des ménages étaient tendanciellement en progression (cf. Graphique 4), ce qui fait donc penser au fait que l'annonce de l'introduction de l'échange automatique a engendré un mouvement de baisse.

Ce sentiment est renforcé lorsqu'on examine les données par pays. Les fonds en provenance de l'Allemagne sont ceux qui affichent la baisse la plus nette entre T1-2013 et T3-2013: -800 mio EUR, alors que les dépôts des ménages allemands étaient plus ou moins stables entre T2-2011 et T1-2013. Les dépôts d'origine belge diminuent également mais ils étaient déjà sur une tendance baissière depuis 2011 et, fait marquant, il n'y a pas d'accélération à partir de T2-2013. Les fonds originaires de ces deux pays constituent à la fois les dépôts en absolu les plus élevés et affichent aussi les baisses les plus fortes entre T1-2013 et T4-2013.

Par contre les fonds originaires du Luxembourg sont tendanciellement en hausse (+4 mia EUR entre 2011 et fin 2013) et représentent environ 25 mia EUR. Comme il est peu probable que la fortune des ménages résidents se soit accrue d'autant en deux ans, la hausse des dépôts doit avoir d'autres raisons, comme un certain "onshoring": des ménages originaires d'autres pays qui deviennent résidents en transférant une partie ou l'intégralité de leur gestion de fortune à Luxembourg. Au niveau des dépôts originaires du Luxembourg, il n'y a par ailleurs pas d'accélération à constater à partir de T2-2013.

Comment interpréter ces chiffres et est-ce qu'ils sont compatibles avec les ordres de grandeurs estimés ci-avant quant aux avoirs sous gestion qui pourraient quitter le Luxembourg suite à l'annonce de l'abandon du secret bancaire? Lorsqu'on extrapole la baisse du total des dépôts depuis T2-2013 (soit environ 2 mia EUR) à l'année 2014 dans son ensemble, on arrive à une somme de 4.7 mia de dépôts voués à disparaître depuis T2-2013. Sachant, comme évoqué au début, qu'un portefeuille moyen est constitué à 25% de dépôts, on pourrait conclure à une baisse des avoirs sous gestion de  $4 \times 4.7 = \pm 18.9$  mia EUR, soit quelque 6% des avoirs sous gestion (quelques 300 mia EUR). Ce chiffre semble tout à fait compatible avec notre estimation de 15 mia d'EUR (cf. partie 5.2).

Or ce raisonnement a un point faible, à savoir que le calcul ayant mené aux 15 mia d'actifs en baisse est basé sur une approche brute ou "ceteris paribus" (pas de compensation par d'autres phénomènes comme le onshoring) tandis que le total des dépôts tient implicitement compte des apports d'argent frais (cf. hausse des dépôts d'origine LU). En se tenant aux seuls pays où les dépôts baissent, on arrive à une baisse totale en 2013 et 2014 de 37.7 mia environ. Ce chiffre semble élevé, constituant environ 12.5% du total des avoirs sous gestion, mais pas démesuré non plus. La vérité se trouve très probablement entre les deux. Ce qui est tout de même encourageant, voire déterminant pour la place, est que la disparition des avoirs originaires des pays voisins s'accompagne d'un apport de nouveaux capitaux.



**Tableau 8: Dépôts des ménages et ISBLSM dans les banques luxembourgeoises**

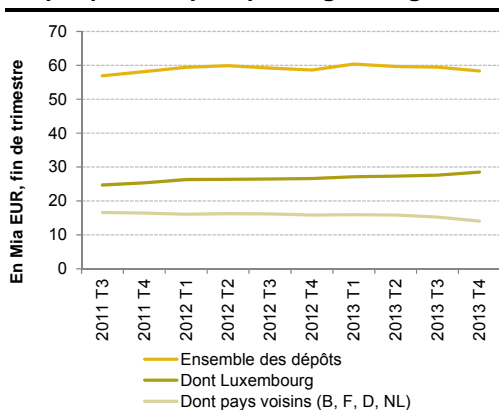
Zone géographique	2011 T3	2011 T4	2012 T1	2012 T2	2012 T3	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4
	Mia EUR, en fin de trimestre									
Ensemble des dépôts	56.9	58.1	59.4	59.9	59.2	58.6	60.3	59.7	59.4	58.3
Dont <sup>1</sup> :										
Luxembourg	24.7	25.3	26.3	26.4	26.4	26.6	27.1	27.3	27.6	28.5
Pays voisins (B, F, D, NL)	16.6	16.4	16.1	16.2	16.2	15.8	15.9	15.8	15.2	14.0
Zone euro (hors Luxembourg)	18.4	18.4	18.2	18.9	18.9	18.5	18.7	18.4	17.8	16.5
Autres UE (DK, SE, GB)	2.2	2.2	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1
Pays de l'Est de l'UE <sup>2</sup>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PIIGS (PT, IE, IT, GR, ES)	1.5	1.7	1.8	2.2	2.2	2.2	2.3	2.1	2.1	2.0
Hors UE (yc. centres fin. extraterr.)	11.4	11.9	12.2	11.7	10.9	10.5	11.3	10.7	10.8	10.0
Centres financiers extraterritoriaux	2.0	2.1	1.9	2.0	1.9	1.8	2.4	2.1	2.1	1.7

Source: CSSF, calculs STATEC

<sup>1</sup> Sous-catégories se recoupant partiellement, donc non additives.

<sup>2</sup> Bulgarie, Rép. Tchèque, Croatie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, Roumanie.

**Graphique 4: Dépôts par origine, régions sélectionnées**



Sources: CSSF, calculs STATEC

## 9. Conclusions

En guise de conclusion, rappelons les principaux résultats de cette étude:

- Par la seule hausse des frais administratifs (IT) liés à l'introduction de l'échange automatique, quelques 800 postes pourraient à terme disparaître dans le secteur bancaire (environ 200 dans la Banque privée); ce résultat ne tient toutefois pas compte de la disparition d'une fraction plus ou moins importante des actifs sous gestion;
- A la suite de l'introduction de l'échange automatique, environ 15 mia d'actifs sous gestion pourraient quitter la place (soit 5% du total); cette évaluation ne tient pas compte d'une éventuelle extension de la Directive;
- Associée à une hypothèse de hausse des coûts, la perte d'actifs susmentionnée pourrait générer une baisse de la valeur ajoutée de 5 à 10% de l'ensemble du secteur financier;
- Cette baisse de la valeur ajoutée pourrait générer une baisse de l'emploi du secteur financier de légèrement plus de 1000 personnes (suivant les modèles, entre 1 et 3% du total du secteur), et, par effets induits une baisse de l'emploi dans le reste de l'économie de 500 à 1000 personnes (entre 0.25% et 0.5% du total de l'économie).
- Les dernières données trimestrielles en matière de dépôts des ménages (à vue, à terme) confirment la fuite des avoirs sous gestion et semblent également confirmer les ordres de grandeur estimés par le

- STATEC, avec un léger risque de sous-estimation pouvant être associé aux 15 mia d'actifs en partance estimés.
- L'extension de la Directive sur la fiscalité de l'épargne, à des produits autres que les seuls dépôts et obligations (ou assimilés) générant des intérêts pourrait conduire à un accroissement des avoirs étrangers menacés, mais pas dans les mêmes proportions que l'annonce initiale de l'échange automatique par le Luxembourg en avril 2013; les risques associés à cette extension sont couverts par une analyse de sensibilité et les fourchettes (relatives à l'impact potentiel sur la valeur ajoutée du secteur financier) évoquées ci-dessus.

## 10. Références

Brevik, Gärtner (2006): "Macroeconomic effects of bank secrecy when tax evasion is endogenous"; Department of Economics University of St Gallen Working Paper no. 10-206

Commission of the European communities (2008): "Staff working document, accompanying the Proposal for a Council Directive amending Council Directive 2003/48/EC on taxation of savings income in the form of interest payments, impact assessment"; (Internet)

Deák, Szabolcs et al. (2013): "L'impact d'une baisse des dépôts étrangers sur le secteur bancaire et l'économie du Luxembourg: une simulation avec le modèle LSM2"; Bilan Compétitivité 2013 (Ministère de l'Économie et du Commerce extérieur, Observatoire de la compétitivité: [www.odc.public.lu](http://www.odc.public.lu))

Delaloye, Habib and Ziegler (2011): "Swiss banking secrecy: the stock market evidence"; Financial Market Portfolio Manager (2012) 26:143-76

Deloitte (2012): "Etude d'impact de l'industrie financière sur l'économie luxembourgeoise"

Johannesen (2012): "Tax evasion and swiss bank deposits"; EPRU (Economic Policy research Unit, University of Copenhagen) Working Paper, 2010-5

Johannesen, Zucman (2013): "The end of bank secrecy? An evaluation of the G20 Tax haven crackdown"; Paris School of Economics Working paper, January 2013 (accepted for publication at the American Economic Journal: Economic policy)

Koob Walter (2013): „FINANZPLATZ LUXEMBURG - auf der Suche nach Wachstum“

KPMG (2012): "Performance through focus; Seizing the global private banking opportunity"

McKinsey (2012): "Private Banking Survey 2012; Finding a new footing"

Picard, Pieretti (2010): "Bank secrecy, illicit money and offshore financial centers"; CORE discussion paper no. 2010/18 (also published as: Journal of Public Economics, vol. 95(7-8); pp. 942-55; August 2011)

Steinlin, Trampusch (2012): "Institutional shrinkage: The deviant case of Swiss banking secrecy"; Regulation & Governance 6, pp. 242-59