

Quel avenir pour la place financière de Luxembourg ?

Christophe de la ROCHEFORDIÈRE

Charge Tuffier-Ravier, Luxembourg

La place financière de Luxembourg vit dans l'attente de la libération définitive du marché unique des capitaux, prévue pour 1990. Elle a su, dans un marché encore compartimenté de pays à pays, se forger une place au soleil qui, aujourd'hui, justifie ses ambitions si toute entrave à la circulation des capitaux vient à disparaître.

Il est toutefois difficile de dire de quoi sera fait demain, pour le Grand Duché : comme toujours, lorsque la sphère financière n'est pas assise sur l'économie réelle comme dans les pays qui disposent d'une solide assise due à la taille de leur marché, toute l'activité financière connaît une très forte volatilité à des facteurs endogènes et exogènes, qui peuvent remettre en question les comportements des acteurs et les avantages acquis. Aussi importe-t-il, pour Luxembourg, de parler de l'avenir au conditionnel. Ce conditionnel sera pour nous la réalisation effective du marché unique des capitaux, selon un scénario qui donne lieu à un consensus de place.

À l'origine du développement de Luxembourg comme place financière au cours des deux dernières décennies, il faut voir plusieurs facteurs :

- la politique d'ouverture des autorités luxembourgeoises vis-à-vis des capitaux et des sociétés étrangères, encouragée par un contexte fiscal et administratif attractif ;
- l'intérêt bien compris de la Belgique, gestionnaire et émettrice de l'essentiel de la monnaie ayant cours au Luxembourg, qui voit dans le développement de l'Off Shore Banking à Luxem-

bourg un moyen efficace de soutenir sa balance des paiements et le Franc belge ; ainsi est justifiée et tolérée une fraude fiscale de grande ampleur qui fait des citoyens belges les premiers bénéficiaires de l'immunité fiscale dont jouit l'épargne dans le Grand Duché ;

- la présence à Luxembourg de l'un des principaux émetteurs d'obligations du monde, la Banque Européenne d'Investissement, qui a fortement contribué au développement des activités de contrepartie en euromonnaies sur place ;
- l'implantation, en 1970 d'un organisme de compensation international, CEDEL, organisme contrôlé par une centaine de banques, gérant des dépôts qui dépassent aujourd'hui une contrevaletur de 250 milliards de dollars ;
- le développement de l'ECU public, et plus récemment privé, et la cotation sur la place de la majorité des titres libellés dans la monnaie européenne.

Il y a là un ensemble de facteurs génériques dont aucun n'a été en soi déterminant mais qui, conjugués, ont fait de Luxembourg un centre financier d'une importance incommensurable à son seul poids économique : au printemps 1989, 152 banques étaient établies dans une ville de moins de 100 000 habitants, capitale d'un pays qui en compte moins de 400 000.

Jusqu'au tournant des années 80, ces différents facteurs auront pesé d'un poids comparable. De sorte que, des deux vocations de Luxembourg, aucune n'a pris un poids déterminant sur l'autre : la

PLACE FINANCIÈRE DE LUXEMBOURG

place vivait de son activité de recyclage des euro-émissions et du développement de la gestion privée patrimoniale, dont les célèbres dentistes belges venant toucher leurs coupons furent les promoteurs emblématiques.

LE DÉVELOPPEMENT DE LA PLACE FINANCIÈRE DE LUXEMBOURG

Année	Nombre de banques	Total Actifs*	Nombre OPC
1970	37		102
1975	76		97
1980	111	2 033	76
1981	115	2 547	81
1982	115	3 044	87
1983	114	3 313	99
1984	115	3 718	132
1985	118	4 129	177
1986	122	4 478	261
1987	127	5 080	405
1988	143	5 885	516

* En milliards de F. lux.
Source : Institut Monétaire Luxembourgeois.

Au cours des toutes dernières années, le rôle de Luxembourg sur le marché des euros a eu tendance à décroître, sans doute parce que les techniques et montages de syndicats d'émission se sont banalisés puis diffusés, mais aussi parce que certains émetteurs affichent une préférence marquée pour les grands centres financiers jugés plus compétitifs et plus proches des sources de collecte des liquidités. Ainsi la part de Luxembourg dans les émissions publiques d'euro-obligations est-elle passée de près de 30 % en 1977 à environ 15 % en 1988 (source : AIBD), diminuant ainsi de moitié en valeur relative.

Cette situation est loin de s'être traduite par un déclin de la place financière luxembourgeoise, d'une part parce que les marchés d'euro-obligations demeurent très actifs, mais aussi parce que Luxembourg confirme progressivement sa vocation de centre financier dédié à la gestion privée : le nombre d'employés du secteur bancaire a quasiment doublé entre 1980 et 1988, les actifs financiers des banques établies au Luxembourg augmentent sur un rythme moyen de plus de 15 % l'an. L'Institut Monétaire Luxembourgeois examine des demandes d'implantation d'établissements bancaires en nombre toujours croissant, et peut

s'offrir le luxe d'opposer des refus à nombre d'entre eux, la sécurité de place étant préférée à toute croissance effrénée.

Pour comprendre ce qui fait aujourd'hui l'attractivité de Luxembourg, il peut être utile d'opposer le Grand Duché à ce qui fut longtemps en Europe le centre financier de référence dans les activités de gestion patrimoniale, la Suisse. Sur un grand nombre de facteurs, la compétitivité et les avantages comparatifs de la place Suisse se sont progressivement érodés :

- les prix des commissions et des frais de gestion pratiqués en Suisse sont demeurés à un niveau élevé, généralement très supérieur à celui que l'on peut constater au Luxembourg auprès des banques établies dans le Grand Duché (fussent-elles suisses) ;
- la gestion pratiquée à Luxembourg est moins conservatrice et plus mobile, et assure des performances en moyenne supérieures à celles que la clientèle privée a pu rencontrer pour les mêmes niveaux de risque sur la place suisse ;
- le secret bancaire suisse a été sérieusement égratigné dans le cadre d'enquêtes sur des opérations frauduleuses : au contraire, les Luxembourgeois ont maintenu et même renforcé dernièrement au printemps 1989 par une loi leur secret bancaire, dont la violation est désormais un délit ;
- pour les résidents de la CEE, la liberté de circulation des personnes et des capitaux avec Luxembourg est bien plus grande qu'avec la Suisse, elle sera même sans entraves à partir de 1990 ; les banques suisses pâtissent ainsi de leur extériorité par rapport à Luxembourg ;
- enfin, la participation du Luxembourg au SME élimine une grande partie du risque de change pour les résidents de la communauté, alors que les récents aléas qu'a connus le Franc suisse ont fortement réduit l'attractivité d'une place dont la performance était pour beaucoup dans celle de sa monnaie.

Autant de facteurs qui, cumulés, expliquent une grande partie du développement et de la spécialisation d'un pays que rien ne prédisposait intrinsèquement à cela, et en tout cas pas la présence d'une main-d'œuvre qualifiée dans ce domaine : au cours des dernières années, le Luxembourg a dû faire appel de façon croissante à une main-d'œuvre qualifiée étrangère pour participer à cette explosion de son secteur financier. Il n'existe à ce jour ni université ni centre de formation qui puisse sur

PLACE FINANCIÈRE DE LUXEMBOURG

place former les cadres financiers nécessaires à un tel développement.

Toujours est-il que le résultat de tous ces facteurs est l'extraordinaire attrait qu'exerce aujourd'hui la place de Luxembourg sur les banques étrangères.

RÉPARTITION DES BANQUES PAR NATIONALITÉ (fin 1988)

Allemagne	36
Luxembourg/Belgique	16
Scandinavie	17
Suisse	12
France	9
Italie	9
États-Unis	9
Japon	9
Autres	21

Source : IML

Le mouvement semble loin de s'essouffler : de source officieuse, une quarantaine de banques seraient aujourd'hui en pourparlers avec les autorités monétaires en vue d'une implantation à Luxembourg, chacun voulant placer ses pions avant les échéances fatidiques de l'ouverture du marché unique des capitaux, de façon à pouvoir en bénéficier.

Cet attrait et ce succès sont entretenus par la proximité de la prospère Allemagne fédérale. La part des actifs et passifs des banques en DM représente environ 40 % du total des bilans bancaires de la place, et une valeur de l'ordre de 120 milliards de DM (en 1988). À cet égard, le Luxembourg a fait ses choux gras de la tentative allemande d'imposition d'une retenue à la source sur les obligations : la mesure, rapportée par le nouveau gouvernement allemand en mai 1989 ne se traduira pas pour autant par un retour en RFA des capitaux qui avaient ainsi pris le chemin des banques établies au Luxembourg.

PASSIFS EN EUROMONNAIES : VENTILATION PAR DEVISE (% du total, 3^e trimestre 1988)

\$ US	FF	£	ECU	FS	DM	Alii	Total
33,4	2,5	4,6	3,4	8,8	38,1	9,2	100,0

Sources : BRI et IML

À cette activité de gestion privée a fortement contribué la politique des autorités luxembourgeoises de non taxation des revenus de l'épargne, et le développement éclairé d'un cadre propice au développement des OPC, qui ont fait l'objet de deux lois cadres en 1983 et 1988, stimulant une offre délocalisée d'organismes de collecte très compétitifs, grâce à une souplesse de gestion facilitée : c'est ainsi que les fameux « *umbrella funds* », SICAV à compartiments multiples, permettent aux gestionnaires d'améliorer les performances des OPC et aux particuliers de disposer de frais de gestion allégés de nombreux frais d'entrée et de sortie des OPC plus traditionnels. Les chiffres sont éloquentes : les montants gérés par les OPC luxembourgeois sont passés de 118 à plus de 2 000 milliards de Francs luxembourgeois de 1980 à fin 1988.

L'ensemble de ces éléments confèrent à Luxembourg la spécificité qu'il a désormais dans la gestion privée patrimoniale. Aussi ne faut-il pas s'étonner si tout élément de nature à déstabiliser cette position fait l'objet de vives réactions de la part des pouvoirs publics. Le projet de directive Scrivener sur la fiscalité de l'épargne avait fait l'objet de vives critiques du gouvernement, en février-mars 1989 et devant être adopté à l'unanimité comme toutes les décisions de nature fiscale se serait vu opposer un veto. S'il est désormais enterré grâce au secours apporté par la RFA depuis qu'elle a suspendu sa retenue à la source sur les obligations, il est vraisemblable que le Luxembourg fera preuve d'une grande intransigeance dans un domaine aussi vital pour sa prospérité.

À court et moyen terme, le Luxembourg apparaît ainsi bien placé pour bénéficier, en 1990, des délocalisations d'épargne qu'attirera un secret bancaire rigoureux et une fiscalité nulle des revenus des capitaux des non résidents. La question est de savoir s'il ne risque pas d'être victime de son succès : de trop forts mouvements de délocalisation, fussent-ils limités à des flux intra-européens, seront-ils acceptables pour les gouvernements soumis à des tiraillements monétaires et à des revendications sociales liées à la compression de l'inflation salariale ? À trop vouloir jouer sur les disparités intra-européennes, le Luxembourg ne risque-t-il pas de voir exploser le système sur lequel il est assis ? Il ne pourra pas en tout état de cause jouer pour la Communauté européenne le rôle qu'il a joué pour la Belgique, a fortiori tant que

PLACE FINANCIÈRE DE LUXEMBOURG

n'existe pas de monnaie européenne. Bien des scénarios sont envisageables tant est lourd de conséquences le poids des décisions politiques. Mais il se pourrait bien que le long terme ne vienne

pas conforter tous les espoirs que laisse envisager le moyen terme pour le Luxembourg, si n'est pas négocié un équilibre acceptable par tous. □

ef