

Avant-propos

Au cours de l'année écoulée, de nombreux points de réforme fondamentaux ont abouti au sein de l'Union européenne. Ces mesures, en plus de celles mises en place au niveau national, ont contribué à améliorer la solidité du système financier.

En octobre dernier, l'Union européenne a adopté les textes relatifs à la création d'un mécanisme de surveillance unique (MSU) pour le secteur bancaire dirigé par la Banque centrale européenne et ayant pour objectif de renforcer l'Union économique et monétaire. Il constitue le premier pilier de l'Union bancaire qui sera consolidé par deux autres – un mécanisme de redressement et de résolution des banques et un fonds de garantie des dépôts – dont la mise en œuvre permettra de renforcer la confiance dans le système financier. Le MSU sera doté de pouvoirs importants et pourra notamment imposer une augmentation des ratios de fonds propres ou de liquidité et même, dans des cas particuliers, retirer la licence bancaire.

Avant d'assumer ses nouvelles responsabilités en matière de supervision à partir de novembre 2014, la Banque centrale européenne effectue actuellement une évaluation complète des bilans des 128 banques européennes identifiées comme étant de taille suffisamment significative – dont six ont leur siège social au Luxembourg. Cet audit de la solidité des banques soumises à la supervision, inédit par son ampleur et sa rigueur, consiste en un examen détaillé en trois parties : une évaluation prudentielle des principaux risques, une grande revue de la qualité des actifs bancaires (RQA) et la conduite de tests de résistance. Au final, la mise en place de l'Union bancaire contribuera, d'une part, à améliorer la résilience du système bancaire en réduisant le risque de crédit et la prime de risque et, de l'autre, à atténuer l'importance du lien observé durant la crise entre les établissements de crédit et les souverains, lequel fut un levier de la fragmentation du système bancaire européen et un facteur amplificateur de la tendance descendante de l'encours des crédits attribués aux entreprises et aux ménages.

Une étape majeure de la réforme de la régulation financière a été franchie en janvier dernier avec l'entrée en vigueur de la directive sur les fonds propres réglementaires (CRD IV) suite à son adoption en juin 2013 en même temps que la réglementation y afférente (CRR). De ce fait, les instruments nécessaires à la mise en place d'une politique macro-prudentielle sont devenus une réalité. Ainsi, les autorités disposent maintenant d'un ensemble d'outils spécifiques pour traiter les risques susceptibles d'affecter la stabilité financière.

Ce nouveau cadre réglementaire amène le Comité Européen du Risque Systémique (CERS) à remplir de nouvelles missions. En effet, il est désormais habilité à émettre des recommandations et des avis sur les mesures macro-prudentielles notifiées par les autorités nationales. De plus, le CERS veille à faciliter le partage d'information et à éviter que les mesures prises à l'échelle nationale n'aient des conséquences négatives à l'échelle internationale, en particulier sur les autres pays membres. La BCL, dans le cadre de ses missions légales au sein du CERS, participe directement à l'exercice de ces nouvelles prérogatives. La mise en place récente d'une autorité macro-prudentielle au Luxembourg – comité du risque systémique dans lequel la BCL est appelée à jouer un rôle de premier plan – contribuera à mieux appréhender l'accumulation des risques au sein du système financier luxembourgeois, mais aussi à prendre les mesures nécessaires pour y remédier.

La poursuite de la réforme de la surveillance budgétaire a participé à l'apaisement des tensions observé sur les marchés de la dette souveraine. Après le paquet de six mesures (six-pack) de 2011, depuis mai 2013 un nouveau paquet de deux mesures (two-pack) vient compléter le dispositif visant au renforcement



de la coordination des politiques économiques et budgétaires au sein de la zone euro. Ces nouvelles dispositions devraient concourir à renverser la tendance ascendante des ratios élevés de dettes publiques. Aussi, pour la première fois cette année, la Commission européenne a procédé à l'examen des projets de budgets nationaux pour déterminer s'ils étaient conformes aux obligations qu'implique le Pacte de stabilité et de croissance.

Bien que l'on observe une amélioration du contexte macroéconomique et un renforcement de la situation dans le système financier, plusieurs sources de vulnérabilité subsistent. L'environnement macroéconomique actuel invite à la plus grande prudence car la reprise de la croissance du PIB dans la zone euro demeure fragile. De plus, l'inflation reste contenue, ce qui fait peser le risque d'une remontée des taux réels pouvant remettre en cause une reprise économique bourgeonnante.

La persistance d'un taux d'inflation faible est un facteur déterminant de la poursuite d'une politique monétaire accommodante, comme les déclarations récentes du président de la Banque centrale européenne le confirment. Toutefois, il faut être attentif aux effets indésirables d'une politique monétaire accommodante dans la durée, même si elle est nécessaire au vu de la faiblesse actuelle de la croissance économique et de l'inflation. La poursuite de taux d'intérêt bas est susceptible de compresser davantage les marges et la rentabilité des établissements de crédit. Elle serait aussi un facteur de fragilité pour le secteur des assurances et des fonds de pension. Face à la complexité de cette problématique, les autorités monétaires sont amenées à adopter un « pilotage fin » de l'ensemble des instruments conventionnels et non-conventionnels susceptibles d'être mobilisés.

Les banques ayant bénéficié des opérations de refinancement à plus long-terme (ORLT) ont sensiblement réduit leurs passifs vis-à-vis de l'Eurosystème, ce qui a permis d'absorber en partie l'excès de liquidité et traduit une amélioration de leurs conditions de financement. Néanmoins, l'assainissement des bilans des établissements de crédit européens n'est pas encore achevé et demeure hétérogène. Les banques des pays soumis à des tensions ont des difficultés persistantes à se financer et sont conduites à un ajustement excessif de leurs bilans. Par conséquent, l'accès au financement de l'économie réelle est restreint, ce qui risque de retarder la croissance de ces économies et, par là même, la soutenabilité de leurs dettes publiques. Afin de limiter cet effet négatif, il est nécessaire de veiller à la qualité des crédits distribués et de poursuivre les efforts pour réduire la fragmentation du système bancaire européen.

Après l'Irlande et le Portugal au début de l'année, la Grèce vient tout juste de faire son retour sur le marché obligataire après quatre ans d'absence. Cette émission a rencontré un vif succès en dépit du rendement relativement modéré et de l'échéance assez longue qui était proposée, ce qui témoigne de la confiance retrouvée du marché et de sa conviction que les réformes accomplies permettront un rétablissement durable. Cependant, la poursuite de la détente des taux longs de la zone euro, d'autant plus prononcée pour les pays de la périphérie, ne doit pas faire oublier que le risque d'un ravivement des tensions sur ces marchés persiste. En effet, la situation est encore fragile. D'importants efforts restent à accomplir pour normaliser le niveau d'endettement des pays de la périphérie. Il n'est pas non plus à exclure que de nouveaux besoins de recapitalisation émanent des banques, en particulier à l'issue du processus actuel d'évaluation des actifs et des tests de résistance.

L'accélération récente de cette tendance à la baisse des rendements pourrait résulter d'un regain d'aversion pour le risque lié aux anticipations plus pessimistes concernant les pays émergents et aux tensions en Ukraine. Les rendements obligataires des souverains et des entreprises de certains pays

demeurent toujours à des niveaux historiquement bas. Toutefois, une progression des taux d'intérêt à court terme, des perspectives économiques moins favorables que prévu ou une dégradation des notations des obligations pourraient donner lieu à des ajustements abrupts des rendements et des prix des actifs pour certains souverains et titres de créance d'entreprises.

En dépit de la progression de l'attrait des investisseurs pour la prise de risque, on observe une plus grande incertitude quant aux évolutions de l'indice boursier européen qui peut s'expliquer par les difficultés à anticiper le niveau de la croissance économique, celle-ci pouvant être plus soutenue que prévu, mais aussi par la possibilité d'une sortie prématurée de la Federal Reserve de son programme d'achat des actifs. Il faut ajouter à cela que les marchés financiers ne sont pas à l'abri d'un choc exogène susceptible de se manifester par un accroissement des tensions géopolitiques, par un ralentissement brutal de la croissance économique en Chine ou encore par l'entrée en crise d'un pays émergent important. Bien que les expositions du Luxembourg à ce type de chocs soient relativement limitées, il conviendra de s'assurer que les acteurs intervenant sur ces marchés maintiennent des coussins en adéquation avec le développement de l'intensité des risques.

Des progrès substantiels ont été accomplis en matière de régulation financière au cours des dernières années. Cependant, la réforme réglementaire doit se poursuivre sur plusieurs fronts. Il est nécessaire de résoudre la question de la résolution des grandes banques internationales de manière à ce que leurs éventuelles faillites n'engendrent ni une déstabilisation du système financier, ni un recours à l'argent du contribuable. Il faut saluer à ce titre les progrès réalisés récemment au niveau européen concernant la mise en place d'un Mécanisme de résolution unique, un élément important de l'Union bancaire. Par ailleurs, la réforme de la régulation financière doit se poursuivre au-delà des établissements de crédit et les outils macro-prudentiels appropriés doivent être développés afin d'améliorer la résilience du système financier face aux risques systémiques provenant du secteur non bancaire.

A l'échelle internationale, plusieurs mouvements sont en cours. Ils se sont traduits par l'adoption d'un accord européen en matière d'échange d'informations sur les revenus d'épargne. Le projet de loi adopté par le Conseil du gouvernement en février dernier prévoit l'application concrète de ce nouveau procédé au Luxembourg dès 2015. D'autre part, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a dévoilé début 2014 un nouveau standard unique sur l'échange d'informations qui appelle les différentes juridictions à collecter certaines informations auprès de leurs institutions financières et à les échanger automatiquement avec les autres juridictions. La signature par le Luxembourg en novembre dernier de la déclaration soutenant le développement d'un tel standard mondial unique témoigne de son soutien à cette initiative qui favorisera la coordination des règles de transparence et assurera des conditions concurrentielles équitables entre les différents acteurs du secteur financier.

La Revue de Stabilité Financière 2014 procède à l'examen de ces problématiques dans le cadre du système financier luxembourgeois en insistant sur les derniers développements dans le secteur bancaire. Tout d'abord, la Revue retrace les principales évolutions du contexte macroéconomique international où l'on observe notamment une progression du PIB et une stabilisation du taux de chômage au sein de la zone euro. Au Luxembourg, on note que la croissance a même été plus forte en raison de la progression des consommations privée et publique et de la hausse des exportations nettes. Dans un deuxième temps, la Revue décrit les dernières évolutions des marchés financiers et met en perspective des facteurs de risque, a priori susceptibles d'affecter la stabilité du système financier.

La troisième partie de la Revue analyse les évolutions récentes du secteur financier luxembourgeois. Celui-ci a su maintenir le niveau de ses activités et performances. Le secteur des fonds d'investissement a connu une évolution particulièrement favorable sous l'effet de l'amélioration de la situation sur les marchés et de la hausse significative des émissions nettes.

Dans un environnement réglementaire et institutionnel en mutation, le secteur bancaire est parvenu à maintenir son niveau d'activité tout en poursuivant ses efforts de diversification et d'ajustement bilantaire. Le léger repli de la somme des bilans des établissements de crédit s'explique essentiellement par le recul du financement sur le marché interbancaire alors que les dépôts de la clientèle demeurent globalement stables. La réduction de la taille du bilan se répartit de manière assez équilibrée sur les principaux postes de l'actif. Le solde net positif de l'activité interbancaire s'est accru, reflétant à la fois une progression des crédits à l'égard de contreparties bancaires, mais aussi un recours moins important au financement émanant des établissements de crédit.

Après les difficultés de l'année 2011, la stabilisation du résultat des banques, entamée en 2012, s'est poursuivie en 2013. Sous l'effet conjugué d'une contraction de l'activité bancaire et de taux d'intérêt historiquement bas, la marge sur intérêts s'est repliée. En revanche, la reprise sur les principaux marchés financiers a eu un impact positif sur les autres revenus et a permis de neutraliser l'essentiel des effets négatifs sur le résultat net liés à la baisse de la marge d'intérêt et à la hausse des frais de personnel et d'exploitation. Enfin, les ratios de solvabilité et de liquidité du secteur bancaire restent confortables. La progression du ratio de solvabilité s'explique à la fois par l'augmentation des fonds propres et la diminution des actifs pondérés par le risque.

En s'appuyant sur la projection d'une série d'indicateurs, la BCL élabore une prévision de la vulnérabilité du secteur bancaire. Pour les deux années à venir, la trajectoire de cet indice de vulnérabilité est très proche de sa moyenne historique ce qui laisse augurer la persistance de la robustesse du secteur bancaire. L'interprétation de ces résultats doit néanmoins prendre en considération l'incertitude reflétée par l'intervalle de confiance de ces prévisions ainsi que la survenue éventuelle de chocs non anticipés. En outre, la construction par la BCL d'un modèle à deux régimes pour la conduite des tests de résistance macro-prudentiels permet une analyse des liens entre les évolutions macroéconomiques et la stabilité du système financier luxembourgeois. Les résultats des simulations indiquent que le système bancaire luxembourgeois dans son ensemble dispose, avec un ratio moyen de solvabilité de plus de 20%, des fonds propres nécessaires pour absorber les pertes que pourraient susciter des chocs économiques sévères, tels qu'une progression abrupte des taux d'intérêt réels, une chute des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg ou une baisse importante du produit intérieur brut de la zone euro et du Luxembourg.

La dernière partie de la Revue réunit plusieurs analyses spécifiques portant sur le secteur financier luxembourgeois. La première contribution est dédiée à l'analyse de l'apport des provisions forfaitaires en tant qu'instrument de lissage du cycle financier, mais aussi de stabilisation des profits des établissements de crédit. La deuxième étude souligne la forte interconnectivité des établissements de crédit avec les contreparties étrangères et l'importance de ces expositions tout en soulignant la relativement faible densité des liens constitutifs du réseau domestique. Enfin, la dernière analyse, en se basant sur des estimations de régression en panel de pays européens, met en évidence la pertinence de l'usage du PIB réel et des encours de crédit à l'économie domestique en tant qu'indicateurs d'alerte d'occurrence d'une crise immobilière.

