

Avant-propos


Au Luxembourg, l'année 2018 a constitué un point d'amplification de la phase du cycle financier. D'ailleurs, après une période « normale » de deux années successives de contraction qui a suivi la crise financière globale de 2008, le crédit bancaire au secteur privé non financier (entreprises et ménages) et les prix de l'immobilier ont affiché une accélération rapide de leur phase ascendante dans le sillage d'un recouvrement de l'économie domestique et européen. Dans ce contexte, le Comité du risque systémique (CdRS) a constaté la progression rapide du ratio du crédit-sur-PIB vers le seuil d'activation du coussin de fonds propres cyclique fixé à 2% par le Comité de Bâle. Cet indicateur d'alerte avancé signalait une accumulation avérée de vulnérabilités cycliques au Luxembourg, exigeant ainsi une activation des instruments macroprudentiels appropriés.

Pour cette raison et après une analyse complémentaire des indicateurs d'alertes développés par la BCL conformément à la recommandation du Comité européen du risque systémique, le 10 décembre 2018, le CdRS a recommandé à l'autorité désignée d'activer le coussin de fonds propres contracyclique à un taux de 0,25 % pour le premier trimestre 2019 (CRS/2018/006). Cette exigence s'appliquera à tous les établissements de crédit luxembourgeois au premier janvier 2020 après une période de transition d'un an. Compte tenu du niveau élevé de fonds propres au Luxembourg, le secteur bancaire sera en mesure de s'adapter à cette nouvelle exigence réglementaire.

Le coussin de fonds propres contracyclique a été introduit dans la loi luxembourgeoise à l'occasion de la transposition de la Directive européenne « CRD IV » et constituait alors une des innovations clés des accords de Bâle III. Son activation est une décision importante car il s'agit de la première utilisation au Luxembourg d'un instrument macroprudentiel dont le calibrage s'adapte de manière dynamique et synchrone avec l'évolution du cycle de crédit. La politique macroprudentielle dispose ainsi d'un espace dans lequel elle contribue à maintenir l'équilibre entre la progression des risques systémiques et la résilience de l'économie. En effet, en cas de retournement du cycle financier, l'autorité macroprudentielle peut relâcher le coussin de fonds propres afin de permettre un atterrissage lisse et sans assèchement des flux de crédits bancaires nécessaires à la continuité de l'activité économique, en particulier pour les petites et moyennes entreprises.

Néanmoins, ces dynamiques cycliques se développent au Luxembourg dans un contexte de progression ascendante et rapide de l'endettement des ménages. Au niveau agrégé, l'endettement total des ménages atteignait 171,3 % de leur revenu disponible à la fin de l'année 2018. La part d'endettement hypothécaire induit par les crédits attribués pour l'acquisition des ménages de biens immobiliers résidentiels s'élevait à la fin de l'année 2018 à 124 %. Par conséquent, l'action des autorités nationales s'inscrit également dans la volonté d'agir contre les vulnérabilités mises en évidence par le Comité européen du risque systémique (CERS) dans son alerte du 28 novembre 2016, c'est-à-dire l'augmentation des prix de l'immobilier résidentiel et de l'endettement des ménages dans un contexte de rigidité structurelle de l'offre de biens immobiliers résidentiels.

Les instruments macroprudentiels destinés aux emprunteurs, efficaces pour atténuer les risques de surendettement, demeurent indisponibles au Luxembourg. Le projet de loi relatif à « des mesures macroprudentielles sur les crédits immobiliers résidentiels », déposé à la Chambre des députés par le gouvernement le 11 décembre 2017, a fait l'objet d'une objection formelle de la part du Conseil d'État. En substance, ce dernier rappelait que les nouveaux pouvoirs conférés à l'autorité de supervision désignée dans le projet de loi relèvent du pouvoir législatif et que par conséquent, ledit projet devait davantage préciser les modalités d'exercice de ces nouvelles prérogatives. Des modifications du



texte sont depuis à l'étude afin de mettre en place un cadre normatif au niveau national dans lequel les autorités nationales pourraient agir pour remédier à une accumulation des risques systémiques préjudiciable à la stabilité du système financier et à sa contribution prépondérante à la performance de l'économie nationale. Dans ce contexte, il est très regrettable que le vote du projet de loi ait pris un retard considérable entravant les autorités de disposer d'outils indispensables à l'effectivité d'une surveillance macroprudentielle cohérente avec le caractère ascendant de risques systémiques spécifiques au marché de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

Dans cette nouvelle phase ascendante du cycle financier, la Banque centrale du Luxembourg invite les autorités nationales à poursuivre leurs efforts pour compléter le cadre macroprudentiel actuel. Cela permettrait de rendre ainsi disponible l'ensemble des instruments nécessaires à la réalisation des objectifs légaux de la politique macroprudentielle, en l'occurrence le maintien de la stabilité financière et l'atténuation de l'accumulation des risques systémiques dans les multiples composantes du secteur financier national.

Par ailleurs, la collecte de nouvelles données plus granulaires pour la conduite des études et le suivi des évolutions des risques s'avèrent nécessaires. Dans ce cadre, le conseil général du CERS a amendé récemment sa recommandation (CERS/2016/14) pour combler les lacunes de données relatives aux marchés de l'immobilier résidentiel et commercial. La nouvelle recommandation invite l'Office des statistiques de l'Union européenne (Eurostat) à constituer un socle commun de définitions permettant l'harmonisation des indicateurs relatifs à l'immobilier commercial en incluant par exemple, celles utilisées dans le cadre d'AnaCredit. AnaCredit est une nouvelle collecte de données réalisée à l'échelle de l'Eurosystème, et au Luxembourg par la BCL, qui permet d'obtenir des données très granulaires sur les prêts dont les montants sont supérieurs à vingt-cinq mille euros et octroyés à des personnes morales. À défaut de fournir davantage d'informations sur le crédit immobilier résidentiel, AnaCredit sera à l'avenir utile pour le suivi et l'évaluation des risques associés au marché de l'immobilier commercial.

Alors que les perspectives macroéconomiques au niveau mondial seront moins favorables en 2019 et que plusieurs sources de risques pèsent sur la stabilité du système financier international, la politique macroprudentielle ainsi que le développement de ses moyens d'action au Luxembourg apparaissent essentiels. En effet, l'excès de volatilité enregistré au mois de décembre 2018 a rappelé qu'en dépit des efforts d'assainissement du secteur bancaire mondial depuis la crise, le système financier international demeure vulnérable face à l'accumulation et/ou au transfert des risques d'une composante régulée du secteur financier à une autre moins contrainte par la régulation actuelle.

Au début de l'année 2018, les perspectives de croissance et d'inflation dans les économies avancées étaient bien orientées. La Réserve fédérale américaine poursuivait la normalisation de sa politique monétaire à travers une réduction programmée de son bilan et une remontée progressive des taux d'intérêt. De son côté, l'Eurosystème avait annoncé la fin des achats nets sous son programme d'achats d'actifs tout en maintenant ses principaux taux d'intérêt à des niveaux inchangés.


Cependant, les incertitudes géopolitiques et les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont alimenté la contraction du commerce mondial. L'accumulation de mauvaises nouvelles macroéconomiques en Chine et en Europe a provoqué au mois de décembre 2018 un épisode de volatilité sévère. Face aux incertitudes induites par la mise en place unilatérale d'entraves tarifaires au libre-échange au niveau international, l'aversion au risque des investisseurs s'est momentanément inversée dans un contexte d'absence de signes d'inflexion de la politique monétaire des États-Unis.

Afin de limiter la détérioration enregistrée des conditions financières et face au risque de ralentissement de l'économie mondiale, la Réserve fédérale américaine a exprimé sa volonté de demeurer attentive et flexible quant au rythme de la normalisation de sa politique monétaire.

L'Eurosystème a annoncé au mois de mars 2019 une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées qui débutera en septembre 2019 et se terminera en mars 2021. Ces nouvelles opérations garantiront des conditions de financement favorables pour le secteur bancaire et la poursuite de la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro.

En dépit de la proactivité des autorités monétaires, l'économie mondiale est sujette à une incertitude croissante à la fois au niveau continental, mais aussi global. Dans ce contexte, la croissance économique de la zone euro devrait évoluer à un rythme moins soutenu en 2019. Ce ralentissement est lié à la baisse de la demande mondiale, à la fragmentation politique et à l'incertitude persistante liée au Brexit. Les risques pour la stabilité financière de la zone euro y sont plus prononcés. En particulier, le secteur bancaire, affecté par le manque de dynamisme de la croissance économique, par l'environnement de taux bas, par les nouvelles exigences réglementaires et par un stock élevé de prêts non-performants dans les pays les plus affectés par la crise, peine à générer un taux de rentabilité compatible avec la solidité financière nécessaire pour faire face aux répercussions de chocs systémiques. En effet, ces conditions de rentabilité amoindrie sont susceptibles à plus long terme d'impacter négativement la capacité d'absorption des chocs des établissements de crédit. Aussi, la pression concurrentielle accrue dans une période de rupture technologique (Fintech) constitue un enjeu d'avenir pour le secteur bancaire européen et luxembourgeois. La consolidation de l'Union bancaire et la création de l'Union des marchés de capitaux font partie des initiatives législatives et réglementaires qui permettront d'assurer la rentabilité et la résilience du secteur bancaire dans son ensemble.

La Revue de stabilité financière constitue un levier analytique important pour la BCL dans l'accomplissement de sa mission en matière de stabilité financière et/ou d'évaluation de risques systémiques macroprudentiels. La diffusion des évaluations de risques et de vulnérabilités susceptibles d'affecter l'ensemble des composantes du secteur financier, tant au niveau agrégé qu'individuel, offre à la BCL un appui clé lui permettant d'assurer sa contribution à la politique macroprudentielle au Luxembourg à travers sa participation aux décisions du Comité du Risque Systémique.



L'édition 2019 de la Revue de stabilité financière propose, tout au long de ses trois chapitres, des encadrés présentant des thématiques de première importance pour le secteur financier luxembourgeois ainsi que les approches méthodologiques d'analyse des risques développées par la BCL. Ces encadrés traitent, par exemple, de l'endettement des ménages et des prix de l'immobilier résidentiel, des conditions d'attribution des crédits à l'économie, des indicateurs de stabilité financière, et de l'évaluation des risques cycliques.

En 2019, l'environnement macroéconomique devrait se caractériser par un ralentissement de la croissance mondiale ainsi que dans la zone euro. Si ces développements devraient en toute logique avoir des conséquences sur l'activité au Luxembourg, la croissance devrait néanmoins rester proche de celle observée en 2018. Pour la stabilité financière au Luxembourg, les interdépendances dynamiques entre des tendances ascendantes et persistantes des prix de l'immobilier, du crédit bancaire et de l'endettement des ménages demeureront au cœur du monitoring de la BCL du risque systémique au Luxembourg.

Compte tenu de l'importance des relations économiques entre le Royaume-Uni et le Luxembourg, l'hypothèse d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord constitue un vecteur de ralentissement de l'économie domestique, sans pour autant avoir un impact sur la stabilité du système financier national. Le Chapitre premier propose donc à travers un encadré une analyse des conséquences du vote en faveur du Brexit pour le Luxembourg. L'étude évalue la dynamique des interdépendances entre les deux pays depuis le vote à travers les expositions des établissements de crédit et des fonds d'investissement luxembourgeois ainsi que les échanges inscrits à la balance des paiements. Bien que les conséquences négatives d'un « no deal » sur la stabilité financière soient négligeables, il semblerait que la perspective du Brexit ne soit pas sans conséquences pour le Luxembourg au regard de l'évolution des échanges de biens et services sur les trois dernières années.

Sur les marchés, compte tenu des nombreuses sources d'incertitude, un retournement soudain des anticipations reste l'un des principaux enjeux pour la stabilité de la finance mondiale. L'indicateur d'aversion pour le risque de la BCL montre néanmoins que l'accroissement de l'aversion pour le risque durant les épisodes de forte volatilité des marchés n'a été que très ponctuelle. Les décisions de politiques monétaires futures demeureront un élément fondamental de la formation des anticipations sur les marchés et de la dissipation de craintes épisodiques.

Les développements récents du secteur financier luxembourgeois ont été contrastés en 2018. D'une part, les fonds d'investissement ont connu un léger recul du montant de leurs actifs sous la pression de la baisse des valorisations des marchés des actions en fin d'année 2018. Dans la perspective d'une normalisation des politiques monétaires, ceux-ci continuent par ailleurs de réduire leur sensibilité aux taux d'intérêt. Dans un environnement aux multiples contraintes, la dynamique du secteur bancaire au Luxembourg a été marquée par une profitabilité en léger retrait. Les établissements de crédit ont, néanmoins, enregistré une augmentation de leurs tailles bilantaires, entretenue par la croissance des activités interbancaires et du crédit au secteur privé non financier. Les ratios de capitaux propres ainsi que les tests de résistance et les indicateurs de vulnérabilité de la BCL révèlent par ailleurs une capacité appréciable de résilience du secteur bancaire domestique.



La Revue de stabilité financière inclut également, comme chaque année, plusieurs analyses spécifiques d'actualité et d'intérêt pour la politique macroprudentielle. Pour l'édition 2019, trois études abordent des thématiques importantes de stabilité financière.

La première cherche à mesurer la taille du secteur des sociétés Fintech au Luxembourg afin de proposer une première évaluation de l'importance de ces sociétés dans le processus d'intermédiation financière et des risques à terme qu'elles peuvent véhiculer pour la stabilité financière. Malgré un accès limité aux données, l'étude montre que le secteur des Fintech est encore peu développé au regard de son actif total.

La seconde contribution étudie, à l'aide d'un modèle d'équilibre général stochastique (DSGE), les conditions d'optimalité d'une politique macroprudentielle dont l'objectif est de contenir les risques systémiques associés au marché de l'immobilier résidentiel. Dans cette étude, l'autorité macroprudentielle dispose de deux instruments, les exigences de capital réglementaire additionnel pondérées par les risques et une limite pour le ratio prêt-valeur, qu'elle peut combiner ou activer de manière indépendante. Les simulations conduites suggèrent qu'une combinaison de ces deux instruments permet d'atteindre un niveau plus élevé de bien-être, tandis qu'une limite seule du ratio prêt-valeur (LTV) est plus efficace en termes de stabilisation macroéconomique.

Compte tenu de l'importance de la question de la rentabilité bancaire en Europe, la troisième analyse propose d'étudier la rentabilité des établissements bancaires luxembourgeois selon leurs modèles d'affaires. Après une description des conditions de rentabilité et des caractéristiques des différents modèles d'affaires, l'étude met en perspective la rentabilité bancaire avec les spécificités des modèles d'affaires à l'aide d'indicateurs statistiques, en l'occurrence des ratios mesurant la structure des bilans et des sources de revenus. L'analyse économétrique révèle que la taille affecte négativement la rentabilité des banques dans toutes les régressions adoptées. Ainsi, l'importance de la taille serait donc un facteur d'inefficacité. Quant aux fonds propres, ils demeurent un facteur de progression de la rentabilité bancaire. Autrement dit, la nouvelle réglementation n'a nullement affecté la performance des banques luxembourgeoises et l'excès d'usage du levier d'endettement serait une source d'amoindrissement de la rentabilité. Enfin, le modèle d'affaires semble contribuer à l'amélioration de la performance des banques, en particulier les banques dépositaires.