



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu

Luxembourg, le 20 juillet 2020

Rédaction achevée le 15 mai 2020. Les données les plus récentes
incluses sont celles du 1^{er} trimestre 2020.

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	7
1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL	
1. Contexte économique international	14
2. Évolutions conjoncturelles au Luxembourg	17
3. Marché immobilier	19
2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES	
1. Le marché de la dette souveraine	37
2. Risque de refinancement des banques	40
3. Les marchés des actions	44
4. Les marchés de matières premières	49
5. Les marchés des changes	50
3 LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES	
1. Le secteur bancaire luxembourgeois	56
1.1 L'évolution du nombre d'établissements de crédit et de l'emploi dans le secteur bancaire	56
1.2 Le bilan des établissements de crédit	57
1.3 Décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non bancaire	63
1.4 Le compte de profits et pertes des établissements de crédit	73
1.4.1 Évolutions des revenus	75
1.4.2 Évolution des coûts	77
1.4.3 Résultats et indicateurs de rentabilité	78
1.5 La solvabilité	80
1.6 Le ratio de levier	87
1.7 La liquidité	88
1.8 Évaluation de la vulnérabilité du secteur bancaire	94
1.8.1 Indicateur de vulnérabilité	94
1.8.2 L'excès du crédit domestique : l'apport des fonctions d'efficacité du récepteur dans l'analyse des risques macro-prudentiels	96
1.8.3 Les tests d'endurance en tant qu'outils macro-prudentiels	101
1.8.4 L'indice alpha et la densité du réseau bancaire : mesures de l'intensité des interconnexions bancaires et de la concentration des liens interbancaires	105
1.8.5 Les interconnexions entre les établissements de crédit et les fonds d'investissement	109

2. Les autres acteurs du secteur financier	112
2.1 Les organismes de placement collectif	112
2.1.1 Les OPC non monétaires	112
2.1.2 Les OPC monétaires	116
2.2 Évaluation de la fragilité des fonds d'investissement : apport des probabilités de défaut conditionnelles	118
2.3 Les assurances	121

4 ANNEXES

1. L'impact de la régulation de la liquidité bancaire sur l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises non financières au Luxembourg	126
2. Monitoring risks in the Luxembourg non-bank financial sector	135
3. Estimates of bank efficiency in Luxembourg: a detailed assessment of the drivers across business models	164

LISTE DES ENCADRÉS DE LA REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE 2020

1	L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL	
	<u>Encadré 1.1 :</u>	
	Mesure de l'endettement des ménages et évaluation de leur vulnérabilité	23
	<u>Encadré 1.2 :</u>	
	Caractérisation de la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel à partir de modèles économétriques	29
2	LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES	
	<u>Encadré 2.1 :</u>	
	Les opérations de politique monétaire de la BCL en 2019	43
	<u>Encadré 2.2 :</u>	
	Mesure de l'attitude des investisseurs face au risque : analyse du marché des actions de la zone euro	46
3	LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES	
	<u>Encadré 3.1 :</u>	
	Créances des établissements de crédit sur les administrations publiques des pays membres de l'Union européenne	60
	<u>Encadré 3.2 :</u>	
	Évolution des principales sources de financement et des crédits accordés par les banques de la place financière	63
	<u>Encadré 3.3 :</u>	
	L'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire	65
	<u>Encadré 3.4 :</u>	
	L'indice z-score et la probabilité théorique de défaut des banques luxembourgeoises : indicateurs de stabilité financière	83
	<u>Encadré 3.5 :</u>	
	Régulations bancaires : actualités en 2019	90
	<u>Encadré 3.6 :</u>	
	La sensibilité des banques luxembourgeoises aux chocs de liquidité	92
	<u>Encadré 3.7 :</u>	
	L'évaluation des risques systémiques cycliques à travers l'analyse du cycle financier	98
	<u>Encadré 3.8 :</u>	
	La détention de titres publics par les organismes de placement collectif	117

Avant-propos


La pandémie de Covid-19 s'est déclarée alors que l'ensemble des institutions internationales prévoyait pour 2020 une stabilisation de la croissance économique mondiale, après une année 2019 marquée par le repli du commerce mondial dans un contexte de tensions commerciales exacerbées entre la Chine et les États-Unis. La première phase de l'accord commercial entre ces deux pays et la ratification de l'accord de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, dans un environnement de politiques monétaires accommodantes n'aura offert, à l'automne 2019, que quelques mois d'optimisme pour l'économie mondiale.

La crise sanitaire constitue un choc économique et social global sans précédent dans l'époque contemporaine. La nature particulière de ce choc a affecté à la fois et de manière instantanée l'offre et la demande des biens et services. La propagation du virus a perturbé les chaînes de valeur qui sont aujourd'hui fortement mondialisées. La fermeture de sites de production et le durcissement des entraves à la mobilité des biens et des personnes a compliqué la continuité de l'activité pour les entreprises. Les mesures de confinement, nécessaires pour endiguer la diffusion du virus, provoquent une forte contraction de la demande globale à travers l'arrêt des commerces et des industries. Les secteurs du tourisme, du divertissement, de la restauration et de l'hôtellerie ainsi que les transports et, en particulier l'aviation civile, sont particulièrement affectés. L'onde de choc provoquée par la mise à l'arrêt de segments entiers de l'économie se répand à l'ensemble du maillage industriel et commercial constitué de relations entre clients et fournisseurs et entre donneurs d'ordres et sous-traitants.

Au début du mois de mai 2020, alors que les pays européens amorcent un déconfinement graduel, de nombreuses incertitudes demeurent quant aux modalités d'un retour à une situation normale. Malgré le maintien des mesures de distanciations sociales et le respect des gestes barrières, la possibilité d'une circulation plus intense du virus dans les prochains mois conditionne les projections de croissance pour les années 2020 et 2021. La contraction de l'activité économique sera profonde et plus importante que celle estimée initialement par les institutions nationales et internationales (FMI, OCDE, CE,...). D'après le Fonds monétaire international, la croissance mondiale reculerait de 3 pourcents en 2020. Pour l'Union européenne et la zone euro, la Commission prévoit dans son scénario de base établi lors des projections du printemps une baisse du PIB respectivement de -7,4 % et de -7,7 % ; tandis qu'il ressort des projections macroéconomiques issues du scénario central de la BCE du mois de juin que la croissance annuelle de 2020 de zone euro serait de -8,7 %. Ce déclin de l'activité serait suivi d'une reprise en 2021 de l'ordre de 5,2 %. Dans la perspective d'une deuxième vague de pandémie, la BCE envisagerait dans un scénario plus sévère des pertes de produit intérieur brut de 12,6 % en 2020, suivi d'un rebond plus faible de 3,3 % en 2021. Sur la base de scénarios similaires, le Statec prévoit une perte de croissance comprise entre 6 % et 12 % pour le Luxembourg en 2020.

Les marchés financiers, pourtant résilients au début de l'année 2020, ont connu à partir du mois de mars une chute brutale et un excès de volatilité comparables à ceux enregistrés lors des crises financières récentes. Ces développements se sont traduits également par de substantiels appels de marges sur les positions au comptant et sur les produits dérivés. La persistance de ces appels de marges serait susceptible d'affecter considérablement non seulement la gestion de liquidité et les besoins de financement de quelques acteurs majeurs, mais aussi leur solvabilité en cas de ventes forcées des actifs induites par l'amplification du stress.

Si les principaux indices boursiers ont fait l'objet de baisses parfois supérieures à vingt pourcents entre le mois de février et la mi-avril, ce sont davantage les compartiments de marché les plus spéculatifs tels que les obligations à hauts rendements et les prêts à effets de levier qui ont constitué des foyers de



contagion financière, affectant la liquidité de l'ensemble des segments allant des bons de trésor américain jusqu'au papiers commerciaux. Face à la dégradation des conditions de liquidité sur les marchés monétaires, la Réserve fédérale américaine est intervenue à travers une augmentation du volume de ses opérations de refinancement. Celles-ci, sont venues s'ajouter à plusieurs mesures de soutien à l'économie qui comprennent une baisse du taux d'intérêt de référence de 150 points de base, des rachats de titres sur les marchés obligataires et un programme de financement des entreprises.

Au niveau de l'Union européenne et de la zone euro, la réponse rapide des autorités a permis d'atténuer l'impact de la crise sanitaire et favorise le redémarrage de l'activité économique. Les mesures annoncées sont importantes tant pour la sphère réelle que pour la stabilité financière, car la stabilisation des marchés et la facilitation de l'accès au crédit bancaire permettent de contenir les risques de défaut. Elles contribuent également à contenir des effets dépressifs de second tour induit par la détérioration de l'activité économique.

Les autorités monétaires ont réagi rapidement et de manière vigoureuse face à la dégradation des perspectives économiques et des conditions de marché en garantissant aux banques un accès rapide à la liquidité. La Banque centrale européenne (BCE) a réagi en deux temps. D'abord, le 12 mars 2020, des opérations de refinancement de long terme (Long Term Refinancing Operations ; LTRO) additionnelles ont été annoncées afin d'apporter un supplément de liquidité au système bancaire. Les conditions d'emprunt sont très favorables et devraient soutenir les flux de crédit bancaire à l'économie réelle. À l'issue d'une réunion extraordinaire du Conseil des gouverneurs le 18 mars 2020, la BCE a annoncé un programme temporaire d'achat d'actifs appelé « Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie » (PEPP), dont l'enveloppe s'est élevée à 750 milliard d'euros et représente 7,3 % du produit intérieur brut de la zone euro. Ce nouveau programme s'étendra au moins jusqu'à la fin d'année 2020. Le programme s'accompagne d'un élargissement de la gamme des actifs éligibles ainsi qu'un assouplissement des critères d'éligibilité du collatéral. Le 30 avril 2020, la BCE a annoncé un recalibrage des TLTRO à des conditions extrêmement favorables ainsi qu'une nouvelle série d'opérations de refinancement de long terme en cas d'urgence face à la pandémie (PELTROs). Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé, lors de sa réunion du 4 juin 2020, d'accroître l'enveloppe initiale du PEPP de 600 milliards d'euros pour atteindre un montant total de 1350 milliards d'euros, d'étendre l'horizon des achats nets prévus dans le cadre de ce programme au moins jusqu'à la fin juin 2021 et de réinvestir les remboursements du principal des titres arrivant à échéance au moins jusque fin de 2022.

Les banques centrales se sont également coordonnées au niveau mondial afin de garantir l'accès à la liquidité en dollar. La Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la BCE, la FED et la Banque nationale suisse proposent, à travers des lignes swap, des opérations hebdomadaires en dollar à maturité de quatre-vingt-quatre jours à un taux réduit de 25 points de base.

La réponse budgétaire en Union européenne repose sur l'articulation entre les politiques nationales conduites par les États membres et la coordination européenne. Au niveau de l'Union, la Commission européenne a annoncé un relâchement temporaire des critères du pacte de stabilité et un plan de 240 milliards d'euros garanti par le Mécanisme européen de stabilité a été approuvé. Ce dernier offre la possibilité aux États membres d'emprunter jusqu'à deux pourcents de leur produit intérieur brut pour faire face à leurs dépenses de santé. En outre, la Banque européenne d'investissement a mis en place un fonds de garanties paneuropéen de 25 milliards afin de soutenir les entreprises à hauteur de 200 milliards d'euros et un programme de prêts pouvant mobiliser jusqu'à 100 milliards d'euros pour la



protection des travailleurs et des emplois a été approuvé par le Conseil. Au total, ces mesures s'élèvent à 540 milliards d'euros.

Au niveau national, les réponses à la crise Covid-19 sont diverses. Mais dans l'ensemble, le plan de soutien à l'économie luxembourgeoise adopté par le gouvernement s'appuie sur deux leviers, en l'occurrence la garantie de prêts bancaires par l'État et le financement du chômage partiel afin de maintenir l'emploi.

Les régulateurs et superviseurs bancaires ont également pris plusieurs dispositions allégeant les standards bancaires afin que les établissements de crédit disposent davantage de marges de manœuvre en termes de capital et de liquidité pour assurer le financement de l'économie.


La BCE, en sa qualité d'autorité de supervision, a annoncé le 12 mars 2020, des mesures de souplesse accordées aux banques en leur permettant d'opérer temporairement en dessous du niveau de capital défini par le Pilier 2¹, le coussin de conservation de fonds propres et le ratio de couverture de liquidité. Elle a également autorisé les banques à appliquer dès à présent les nouvelles dispositions de la Directive sur les exigences de fonds propres (CRD V) concernant la composition du Pilier 2 afin de libérer du capital. Ces mesures libèrent environ 120 milliards d'euros de capital pour les banques de la zone euro, qu'elles pourront utiliser afin d'absorber des pertes potentielles ou financer jusqu'à 1800 milliards de prêts à l'économie. Dans le même temps, il a été recommandé aux banques de ne pas distribuer de dividendes jusqu'au 1^{er} octobre 2020 afin que les revenus non distribués renforcent d'autant leur résilience.

Le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire (GHOS) du Comité de Bâle a annoncé le 27 mars 2020, le report d'un an de l'entrée en vigueur des nouvelles règles prudentielles prévues dans la finalisation des accords de Bâle III concernant notamment les risques de crédit, de marché et opérationnels. Aussi, l'Agence bancaire européenne (ABE) a repoussé d'un an la conduite du test de résistance.

Dans l'ensemble, le secteur bancaire s'est montré plutôt résilient pendant ces premiers mois de pandémie. Il a bénéficié notamment des mesures de la politique monétaire, mais aussi de l'introduction de flexibilité accordée par les autorités de régulation et de supervision. L'Europe récolte ainsi les fruits des efforts réalisés en matière de régulation financière depuis la crise de 2008. Le Mécanisme unique de supervision et le Système européen de surveillance financière, coordonné par le Conseil européen du risque systémique (CERS) ont contribué à la stabilité financière et posent les bases de la conduite de la politique macroprudentielle sur les prochains mois.

Le 14 mai 2020, le CERS a en effet défini cinq priorités ainsi qu'un plan d'action associé à chacun de ces enjeux. Ces priorités couvrent notamment les conséquences en matière de stabilité financière des mesures de soutien à l'économie engagées par les autorités, la liquidité des marchés et des acteurs non bancaires tels que les fonds d'investissement exposés aux obligations d'entreprises à hauts rendements ou l'immobilier ou encore la résilience des infrastructures de marché telles que les chambres de compensation.

1 Le second pilier (P2R) est destiné à compléter et renforcer le Pilier 1, lequel définit les exigences minimales de capitaux propres. Le second pilier établit un processus qui requiert des capitaux additionnels couvrant les risques de gestion et de supervision. Cette exigence additionnelle couvre les risques sous-estimés ou non couverts par le premier pilier. Les exigences P2R sont contraignantes et leur niveau est déterminé par les autorités de supervision dans le cadre de processus de surveillance, de contrôle et d'évaluation (SREP). Le capital résultant du SREP comprend également des exigences supplémentaires non obligatoires (P2G) qui déterminent le niveau de capital adéquat à maintenir par les banques pour faire face des situations hypothétiques de stress.



Compte tenu de la forte croissance du secteur non bancaire depuis la crise financière de 2008, en particulier le secteur des fonds d'investissement, leur implication dans l'évaporation de la liquidité sur les marchés, provoquée par les ventes forcées et les demandes de rachat de parts, invite une nouvelle fois à poser la question d'une régulation des coussins de liquidité, de l'utilisation des leviers et la mise à disposition aux autorités d'instruments macroprudentiels.

La question de la soutenabilité de la dette dans les secteurs public et privé sera également au cœur des questions de politique macroprudentielle. Cette dernière devra utiliser tous les outils pertinents dont elle dispose afin de contenir les risques pour la stabilité financière. Au Luxembourg, la Loi du 4 décembre 2019 a mis à disposition des autorités nationales de nouveaux instruments macroprudentiels portant sur les crédits immobiliers. Cette nouvelle loi permettrait de répondre au développement de vulnérabilités pour la stabilité financière au Luxembourg associées à la croissance soutenue des prix de l'immobilier résidentiel et à l'augmentation continue du niveau d'endettement des ménages. La loi permet également de se conformer à la recommandation adressée en septembre 2019 par le Conseil européen du risque systémique au gouvernement luxembourgeois.

L'activation des instruments macroprudentiels prévus par la Loi du 4 décembre ainsi que le calibrage du coussin de fonds propres contracyclique seront évaluées par le CdRS au cours de l'année au regard des développements du crédit bancaire, des prix de l'immobilier, de l'endettement des ménages et des évolutions induites par la crise sanitaire Covid-19.

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 des risques et des 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 au Comité du Risque Systémique.

Le premier chapitre présente l'évolution des sous-jacents macroéconomiques dans le monde, en Europe et au Luxembourg sur la dernière année ainsi que les projections de croissance réalisées par les institutions internationales pour les années 2020 et 2021. Aussi, il propose une mise à jour des indicateurs de risque permettant le suivi des vulnérabilités associées au marché de l'immobilier résidentiel et l'endettement des ménages. Ces dernières demeurent au centre des préoccupations de stabilité financière au Luxembourg en particulier, considérant le choc que constitue la pandémie sur le revenu disponible des ménages et la situation déjà fragile de leur endettement.

Le second chapitre propose une vue sur les principaux événements de marché ayant affecté les différentes classes d'actifs sur les derniers mois. Celle-ci rend compte de la contagion financière provoquée par le retournement de l'aversion pour le risque des investisseurs, mesurée par les indicateurs de la BCL et notamment le déplacement des densités neutres au risque.

Le chapitre trois revient sur les développements récents dans le secteur financier luxembourgeois. Pour les banques, les bilans sont en croissance depuis deux ans, malgré un environnement de profitabilité peu favorable, marqué par des taux d'intérêt bas, une régulation plus contraignante et des besoins croissants en investissements technologiques. Considérant la contraction attendue de l'activité au sein de la zone euro et au Luxembourg, les projections réalisées par la BCL indiquent une diminution du profit bancaire

d'environ 7 % à la fin de l'année 2020. Ce résultat se fonde sur l'hypothèse de politique monétaire inchangée et ne tient pas compte des récentes mesures prises par le Conseil des gouverneurs (TLTRO III, PEPP) lesquelles devraient, ceteris paribus, contribuer à l'amélioration de la profitabilité des établissements de crédit luxembourgeois et de leur résilience. Les moratoires publics et privés et les flexibilités accordées en matière de standards prudentiels expliquent l'impact contenu de la dégradation de l'activité économique sur les profits bancaires en 2020. L'indicateur de vulnérabilité montre cependant que la pandémie de Covid-19 constitue un choc exogène dont l'ampleur est comparable à celui provoqué par la crise financière de 2008, bien que la nature et l'origine de cette dernière soient différentes.. Le test de résistance macroprudentiel développé par la BCL révèle que le secteur bancaire luxembourgeois dispose, dans son ensemble, de la résilience nécessaire pour amortir ce choc. Cependant, quelques banques dont le modèle d'affaires est orienté vers le marché domestique seraient affectées plus sensiblement.

Dans un contexte de taux d'intérêt bas depuis la crise financière de 2008, les fonds d'investissement se sont engagés dans un processus de recherche de rendements à travers des expositions accrues aux risques de taux d'intérêt, de crédit et de change. Ceux-ci sont donc davantage sensibles aux mouvements des marchés mondiaux et exposés à des sorties potentielles d'investisseurs à grande échelle face à l'accroissement de l'incertitude associé à la pandémie de Covid-19. En mars 2020, les fonds d'investissement luxembourgeois ont déclaré les sorties nettes les plus importantes depuis octobre 2008, représentant 2,7 % de leur valeur liquidative. Bien que les montants d'actifs liquides détenus par les fonds ont permis pour le moment de faire face aux demandes de rachats des investisseurs, la réduction des coussins de liquidité dans certains segments, tels que les fonds obligataires à hauts rendements, demande une vigilance particulière de la part des autorités de surveillance.

Comme chaque année, la revue de stabilité financière propose en annexe trois analyses spécifiques.

La première propose une évaluation de l'impact de la mise en place des ratios de liquidité (LCR) sur la distribution de crédit au secteur privé non financier. L'analyse économétrique réalisée sur un panel de banques luxembourgeoises révèle que la mise en place du LCR n'a qu'un effet marginal sur les flux de crédit à l'économie.

La deuxième présente le cadre analytique de la BCL pour le suivi des risques dans le secteur non bancaire, en particulier les fonds d'investissement et les assurances. L'analyse s'appuie sur des indicateurs de risques tels que la transformation de maturité et de liquidité ainsi que l'exposition au risque de crédit, de taux d'intérêt et de change, ou encore le degré des interconnexions entre les différents acteurs. En outre, l'analyse propose un premier regard sur l'impact des épisodes récents de l'accroissement de la volatilité des marchés dans le contexte actuel de pandémie.

Enfin, compte tenu de l'importance pour la stabilité financière des questions de profitabilité dans le secteur bancaire depuis la crise, la troisième analyse s'intéresse à l'efficacité bancaire au Luxembourg. L'analyse exploite une méthode non paramétrique pour déterminer les scores d'efficacité des établissements de crédit selon leurs modèles d'affaires et l'origine géographique de leur maison-mère. Les résultats montrent que, si l'efficacité bancaire a diminué depuis la crise de 2008, celle-ci demeure convenable avec un potentiel de progression de près de 20 %. Par ailleurs, l'analyse des déterminants microéconomiques de l'efficacité bancaire révèle l'importance de facteurs tels que la diversification des sources de revenus, la concentration du secteur bancaire et la taille des établissements dans la détermination du degré d'efficacité des banques opérant au Luxembourg.