

LE MOT DU PRÉSIDENT *

* La rédaction de ce texte a été finalisée fin juin 2026.



Le début de l'année 2025 a été marqué par la poursuite du processus de désinflation dans la zone euro. Après les niveaux d'inflation historiquement élevés observés en 2022 et le recul progressif enregistré en 2023 et 2024, le processus de désinflation était, au début de 2025, en bonne voie et les projections des services de l'Eurosystème tablaient sur un retour de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme.

L'année 2025 a été également marquée par l'intensification de facteurs défavorables liés aux échanges commerciaux et à la situation géopolitique. Malgré l'incertitude mondiale, qui a continué de peser sur la confiance et l'activité économique, l'économie de la zone euro a fait preuve de résilience, le renforcement de la demande intérieure plus que compensant le choc extérieur.

Dans ce contexte, la Banque centrale du Luxembourg a poursuivi l'exercice de ses missions européennes et nationales dans l'intérêt général, en toute indépendance, conformément

à son mandat de maintien de la stabilité des prix, de préservation de la stabilité financière et de bon fonctionnement des infrastructures de marché.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN 2025

En 2025, l'inflation totale dans la zone euro a continué de se rapprocher de l'objectif de 2 % à moyen terme, sous l'effet du resserrement passé de la politique monétaire. Ainsi, au cours du premier semestre 2025, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à quatre baisses successives des trois taux d'intérêt directeurs de la BCE, de 25 points de base chacune, lors de ses réunions de janvier, mars, avril et juin. Ces décisions faisaient suite aux quatre baisses déjà décidées en 2024.

Ainsi, les trois taux directeurs de la BCE ont été réduits de 100 points de base au total en 2025. À compter du 11 juin 2025, le taux de la facilité de dépôt, par lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, s'est établi à 2,00 %, tandis que les taux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été fixés respectivement à 2,15 % et 2,40 %. La décision de réduire les taux directeurs a été fondée sur l'évaluation actualisée des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Entre mai et décembre 2025, le taux d'inflation a évolué dans une fourchette étroite comprise entre 1,9 % et 2,2 %, se maintenant autour de l'objectif de moyen terme. Les perspectives d'inflation étant demeurées globalement inchangées, le Conseil des gouverneurs a maintenu les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés durant le second semestre de 2025.

Il a confirmé son approche consistant à déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire, sans préengagement sur une trajectoire de taux particulière.

La normalisation du bilan de l'Eurosystème s'est également poursuivie. Comparé à son pic d'environ 8 800 milliards d'euros atteint en juin 2022, le bilan de l'Eurosystème a diminué de près de 2 700 milliards d'euros à la fin décembre 2025. Cette réduction reflète notamment la fin des opérations ciblées de refinancement à plus long terme ainsi que la suppression progressive des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres étant arrivés à échéance acquis dans le cadre des programmes d'achats de politique monétaire. Bien qu'il reste important, l'excédent de liquidité, qui avait culminé à environ 4 700 milliards d'euros en novembre 2022, a diminué de près de moitié pour s'établir à environ 2 460 milliards d'euros au 31 décembre 2025.

Dans ce contexte, la BCE a invité, dans un communiqué publié en décembre 2025, les contreparties de l'Eurosystème à tester au moins une fois par an leur niveau de préparation opérationnelle pour l'accès aux opérations de refinancement standard à partir de 2026. Cette invitation s'inscrit dans un environnement dans lequel la liquidité excédentaire devrait continuer à diminuer progressivement au fur et à mesure de la normalisation du bilan de l'Eurosystème. Elle rappelle l'importance, pour les contreparties, de maintenir les capacités opérationnelles nécessaires pour accéder aux instruments de politique monétaire de l'Eurosystème. Les contreparties de la BCL sont obligées de tester leur niveau de préparation opérationnelle déjà depuis 2023.

Le 30 juin 2025, le Conseil des gouverneurs a publié les résultats de l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire. Il a confirmé l'objectif d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme. Il a également souligné que le caractère symétrique de cet objectif nécessite des mesures adéquatement fortes ou persistantes en réponse à des écarts substantiels et durables de l'inflation, dans un sens comme dans l'autre, par rapport à l'objectif. Cela contribuera à éviter le désancrage des anticipations d'inflation et la fixation des écarts de l'inflation par rapport à l'objectif. Le Conseil des gouverneurs a confirmé l'orientation à moyen terme de sa stratégie de politique monétaire. Alors que l'instrument principal de la politique monétaire est la gamme des taux directeurs de la BCE, l'ensemble des instruments de politique monétaire actuellement disponibles demeure dans la boîte à outils du Conseil des gouverneurs.

L'évaluation de la stratégie, le fruit d'une collaboration étroite au cours de cette période entre les services de la BCE et des banques centrales nationales de toute la zone euro, a aussi tenu compte des changements structurels qui influencent l'environnement économique et financier. La fragmentation géopolitique et économique, la numérisation, l'intelligence artificielle, les évolutions démographiques, la menace pesant sur la soutenabilité environnementale et les évolutions du système financier international peuvent accroître l'incertitude entourant l'inflation et contribuer potentiellement à une volatilité plus élevée. Ces éléments renforcent l'importance d'une approche fondée sur les données, les projections, l'examen de scénarios alternatifs et l'évaluation de la transmission de la politique monétaire. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a précisé que dans ses décisions de politique monétaire, il tient compte non seulement de la trajectoire la plus probable de l'inflation et de l'économie, mais également des risques et incertitudes qui l'entourent, notamment par le biais de l'utilisation appropriée d'analyses de scénarios et de sensibilité.

La BCL a continué à contribuer aux travaux préparatoires du Conseil des gouverneurs et à la mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire au Luxembourg. Elle effectue, dans ce cadre, les opérations de politique monétaire avec les contreparties établies au Luxembourg, dans le respect des orientations et décisions adoptées au sein de l'Eurosystème.

LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET LA SURVEILLANCE MACROPRUDENTIELLE

En 2025, les principaux risques pesant sur la stabilité financière ont été amplifiés par des incertitudes géopolitiques et géoéconomiques, qui ont contribué à des épisodes de forte volatilité des marchés financiers. Ce nouvel environnement a non seulement affecté les perspectives de croissance économique, mais également les conditions de financement des entreprises et des ménages.

Dans ce contexte, la BCL a poursuivi ses missions de surveillance macroprudentielle et d'analyse des risques pour la stabilité financière. Elle a notamment accordé une attention particulière à la résilience des établissements de crédit, des fonds d'investissement, des ménages et des entreprises. Par ailleurs, la Revue de la stabilité financière (RSF) inclut chaque année une évaluation des risques susceptibles d'affecter l'économie grand-ducale, qu'il s'agisse de risques macroéconomiques, de risques liés aux marchés financiers ou de risques propres aux trois principales composantes du secteur financier luxembourgeois (banques, compagnies d'assurance et fonds d'investissement).

La BCL a également poursuivi ses travaux dans le cadre du Comité du risque systémique (CdRS). Ces travaux visaient à identifier les vulnérabilités susceptibles d'affecter le système financier luxembourgeois et, le cas échéant, à proposer des recommandations aux membres du CdRS. En outre, la BCL réalise régulièrement des analyses spécifiques sur les répercussions potentielles des nouvelles réglementations sur le secteur financier luxembourgeois ou l'une de ses composantes. Ainsi, les effets de l'entrée en vigueur

du règlement CRR III sur les fonds propres des établissements de crédit ont été analysés et quantifiés. Les résultats de cette analyse ont été partagés avec le Fonds monétaire international (FMI) dans le cadre de l'article IV et avec les membres du CdRS.

LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ ET LES SYSTÈMES DE PAIEMENT

L'année 2025 a constitué une étape importante pour les infrastructures de marché de l'Eurosystème. Le 16 juin 2025, la BCL a déployé au Luxembourg le nouveau système de gestion des garanties de l'Eurosystème, l'*Eurosystem Collateral Management System*, ou ECMS, après avoir réalisé la migration de son système au cours du week-end du 13 au 15 juin 2025. La BCL a accompagné ses contreparties, les dépositaires centraux de titres et les agents tripartites durant toute la phase de projet et pendant le week-end de migration.

ECMS est un système unique qui harmonise la gestion des garanties mobilisées dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. Il remplace les systèmes nationaux individuels des banques centrales. Avec sa mise en production, ECMS devient le quatrième service TARGET opérationnel, aux côtés de T2, le système de règlement brut en temps réel de l'Eurosystème, de T2S, la plateforme européenne de règlement-livraison de titres, et TIPS, le service de règlement des paiements instantanés. Il contribue ainsi au renforcement d'une architecture européenne des infrastructures de marché plus harmonisée, efficace et innovante.

La BCL a également complété, conformément à l'échéance du 22 novembre 2025, la migration des messages Cross-Border Payments and Reporting Plus du format SWIFT MT historique vers le nouveau standard SWIFT MX fondé sur ISO 20022. Cette migration constitue une étape importante dans l'amélioration des paiements transfrontaliers. Au-delà de l'exigence de conformité à la feuille de route de SWIFT, l'adoption du format ISO 20022 permet d'utiliser des données plus riches, structurées et normalisées. Elle contribue ainsi à l'efficacité, à la transparence et à l'interopérabilité des paiements internationaux.

Les paiements instantanés ont également connu une évolution importante. Le règlement européen sur les paiements instantanés vise à accélérer l'adoption de ces paiements en Europe, notamment en rendant l'envoi et la réception de paiements instantanés obligatoires. En 2025, le National Service Desk de la BCL a accompagné douze participants TARGET-LU dans l'activation du service TIPS pour leur institution. Cette évolution contribue à renforcer l'accessibilité, la rapidité et la sécurité des paiements en Europe.

LA MONNAIE DE BANQUE CENTRALE À L'ÈRE NUMÉRIQUE

Les infrastructures de marché se trouvent aujourd'hui à un moment d'inflexion. La digitalisation des marchés, le développement des technologies de registre distribué, la tokenisation des actifs, les réflexions relatives à la monnaie digitale de banque centrale et l'émergence de nouveaux acteurs transforment les conditions dans lesquelles les opérations financières sont exécutées, sécurisées et juridiquement reconnues.

Ces évolutions touchent directement aux missions fondamentales de banque centrale : la mise en œuvre de la politique monétaire, le règlement en monnaie de banque centrale, la sécurité des systèmes de paiement et de règlement, la stabilité financière et la confiance dans la monnaie. Dans un environnement international marqué par une incertitude accrue, la résilience des infrastructures critiques et la sécurité juridique des opérations financières revêtent une importance particulière.

En février 2025, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre une stratégie visant à soutenir l'intégration de l'écosystème des marchés de capitaux tokenisés en Europe. Cette stratégie répond à la demande croissante des acteurs de marché de pouvoir régler des transactions portant sur des actifs tokenisés en monnaie de banque centrale, c'est-à-dire dans l'actif de règlement le plus sûr et le plus liquide.

Au cours de l'année 2025, l'Eurosystème a présenté un programme en deux volets nommés Pontes et Appia. Le premier volet, Pontes, offrira une interopérabilité entre les services TARGET et les plateformes reposant sur les technologies de registre distribué développées par le marché. Une version pilote est prévue

au troisième trimestre 2026, avant la mise à disposition d'une solution définitive en 2028. Plusieurs acteurs de marché luxembourgeois participent aux consultations de l'Eurosystème relatives au développement de Pontes.

Le deuxième volet, Appia, est mené en parallèle. Il porte sur une solution à plus long terme pour un écosystème financier intégré. Il prend en considération la gouvernance, la standardisation, les processus de règlement ainsi que la dimension internationale, notamment le règlement transfrontalier et les interactions avec des infrastructures situées en dehors de la zone euro. Appia exigera une collaboration étroite entre les banques centrales, les autorités de régulation, le secteur privé et les législateurs.

Le droit de l'Union européenne évolue également afin d'accompagner ces transformations, notamment à travers l'adaptation des cadres applicables aux infrastructures de marché, à la finalité des règlements et aux nouveaux usages technologiques. Pour une banque centrale, l'enjeu est de permettre l'innovation tout en préservant la sécurité juridique, la stabilité financière, la résilience opérationnelle et la confiance dans la monnaie. La Banque centrale du Luxembourg continuera à contribuer activement aux travaux relatifs à Pontes et Appia.

L'année 2025 a également marqué une nouvelle étape dans le projet d'euro numérique. À la suite de la finalisation réussie de la phase de préparation engagée en novembre 2023, le Conseil des gouverneurs a décidé, à la fin du mois d'octobre 2025, de passer à la phase suivante du projet. Cette nouvelle phase vise à assurer la préparation technique nécessaire à une éventuelle première émission, à poursuivre les échanges avec les acteurs concernés et à accompagner le processus législatif européen.

Aucune décision d'émettre un euro numérique ne sera prise avant l'adoption de la législation européenne correspondante. Si cette législation devait être adoptée au cours de l'année 2026, un exercice pilote pourrait débuter en 2027 et l'Eurosystème devrait être techniquement prêt pour une éventuelle première émission au cours de l'année 2029.

Un euro numérique, s'il était émis, compléterait les espèces, sans les remplacer. Il permettrait aux citoyens d'utiliser de la monnaie de banque centrale pour des paiements numériques, dans un environnement où les habitudes de paiement évoluent rapidement. Il aurait vocation à préserver la liberté de choix, à soutenir la souveraineté monétaire européenne et à garantir que la monnaie de banque centrale reste disponible et utilisable à l'ère numérique. Il serait disponible gratuitement pour les citoyens et conçu de manière à assurer des niveaux élevés de confidentialité et de protection de la vie privée.

La BCL contribue activement aux travaux de l'Eurosystème relatifs à l'euro numérique. Elle mènera ces travaux afin de préparer, le cas échéant, les acteurs luxembourgeois aux différentes étapes du projet. Dans le cadre du processus législatif européen, la Direction de la BCL a mené, en 2025, des échanges avec les députés européens luxembourgeois sur le projet d'euro numérique de détail, afin d'apporter des éléments de réponse aux interrogations soulevées par ce projet structurant. Cette contribution s'inscrit dans une approche équilibrée : accompagner l'innovation dans les paiements, tout en préservant le rôle essentiel de la monnaie de banque centrale et la confiance des citoyens.

LES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Les espèces continuent de jouer un rôle essentiel dans la zone euro. Elles constituent un moyen de paiement accessible, inclusif et largement reconnu. Elles représentent également une forme tangible de monnaie de banque centrale et contribuent à la confiance des citoyens dans la monnaie unique.

Dans le cadre de sa stratégie fiduciaire, l'Eurosystème vise à garantir que les espèces restent largement accessibles et acceptées, aussi bien comme moyen de paiement que comme réserve de valeur. En 2025, la BCL a poursuivi ses missions relatives à l'émission, à la circulation et à la gestion des signes monétaires. Elle a également participé, avec le ministère des Finances, aux discussions relatives au paquet législatif européen dit « monnaie unique », qui porte notamment sur l'euro numérique et sur le cours légal des espèces en euros.

L'Eurosystème a par ailleurs poursuivi les travaux préparatoires relatifs à la future série de billets en euros. Après la sélection des motifs pour les deux thèmes encore en lice, « La culture européenne : un héritage commun » et « Fleuves et oiseaux : force et diversité », un concours de graphisme a été lancé en juillet 2025. Ces travaux visent à garantir que les futurs billets demeurent sûrs, faciles à utiliser, reconnaissables par les citoyens et adaptés aux exigences de durabilité.

L'année 2025 a également été marquée par l'avènement au trône de S.A.R. le Grand-Duc Guillaume. Dans ce contexte, la BCL a engagé les travaux nécessaires à l'émission de nouvelles pièces en euros à l'effigie du nouveau Chef de l'État, prévue pour 2026.

LE VERDISSEMENT DES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE ET LES INITIATIVES ENVIRONNEMENTALES

Dans un contexte de tensions géopolitiques croissantes, les autorités et les acteurs de marché doivent rester engagés dans la compréhension et la gestion des risques climatiques et environnementaux. Ces risques peuvent affecter la croissance, les prix, la stabilité financière et le fonctionnement des marchés. Ils doivent donc être intégrés, dans le respect du mandat des banques centrales, aux travaux d'analyse économique, de surveillance et de gestion des risques.

La BCL a continué en 2025 à approfondir sa compréhension analytique des risques climatiques et environnementaux, tout en renforçant sa capacité à les gérer et à y répondre efficacement. Elle a publié son troisième rapport financier annuel sur le climat pour ses portefeuilles hors politique monétaire. Publié chaque année depuis 2023, ce rapport vise à améliorer la transparence de l'empreinte carbone du portefeuille d'investissement de la BCL et reflète son engagement à aligner progressivement ses investissements sur les objectifs à long terme de neutralité climatique de l'Union européenne.

Des progrès ont été enregistrés dans la réduction de l'intensité carbone des catégories d'actifs souverains et non souverains. Ces évolutions renforcent l'engagement de la BCL en matière de transparence concernant les risques liés au climat et l'empreinte environnementale de ses investissements.

La BCL a également intensifié ses efforts pour réduire progressivement l'empreinte carbone de ses opérations physiques. En 2025, elle a lancé une initiative visant à estimer ses émissions de gaz à effet de serre conformément aux standards du GHG Protocol, ainsi qu'à définir des objectifs de réduction des émissions et d'amélioration de la résilience de ses infrastructures face aux effets du changement climatique.

La BCL poursuit son engagement auprès du Réseau pour le verdissement du système financier, le NGFS, qui élabore des lignes directrices et promeut les meilleures pratiques en matière de gestion des risques environnementaux et climatiques dans le secteur financier. Au sein de l'Eurosystème, la BCL participe également au Forum sur le changement climatique, qui contribue à synthétiser les connaissances, méthodologies et orientations afin d'assurer leur intégration dans une approche cohérente à l'échelle du système.

LA COOPÉRATION EUROPÉENNE ET INTERNATIONALE

La BCL agit dans un cadre institutionnel profondément européen. Elle participe aux travaux de l'Eurosystème, du Système européen de banques centrales et du Mécanisme de surveillance unique. Elle contribue également aux travaux de diverses instances européennes et internationales, dans les domaines relevant de son mandat.

Du 2 au 4 juillet 2025, le Luxembourg a accueilli la réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du groupe de vote du FMI auquel le pays appartient. Sous le thème « Our constituency in an increasingly fragmented world », l'un des sujets abordés portait sur le rôle des banques centrales dans le soutien à la transition écologique. Les discussions ont rappelé que, à mesure que les modèles analytiques s'améliorent et que les données deviennent plus disponibles, les estimations de l'impact économique des crises climatiques et environnementales sont régulièrement révisées à la hausse. Les risques physiques, les risques de transition, la réévaluation potentielle des actifs et la volatilité macrofinancière qui en résulte peuvent affecter la stabilité financière et l'environnement macroéconomique.

En 2025, la BCL a entamé son quatrième mandat quinquennal en tant que banque centrale responsable de l'hébergement et de la mise en œuvre des activités de l'Office de coordination des achats de l'Eurosystème, l'EPCO. Cette fonction est chargée de coordonner l'identification et la mise en œuvre de synergies dans l'achat de biens et de services, au profit des banques centrales du Système européen de banques centrales ainsi que, sous certaines conditions, d'autres institutions nationales, européennes et internationales.

Le renouvellement de ce mandat témoigne de la confiance accordée à la BCL et de sa capacité à mettre son expertise au service de solutions communes. L'EPCO illustre concrètement la valeur ajoutée de la coopération européenne, en favorisant l'efficacité, l'harmonisation des pratiques et la mutualisation de certains besoins des institutions participantes.

La coopération européenne et internationale est également essentielle dans les domaines des infrastructures, de l'innovation financière, de la cybersécurité, du verdissement, de la politique monétaire et de la stabilité financière. Dans un environnement marqué par des interdépendances croissantes, aucune banque centrale ne peut agir isolément. La capacité à coopérer, à échanger des informations et à développer des approches communes constitue un élément fondamental de la résilience du système financier.

CONCLUSION ET ÉVOLUTIONS RÉCENTES

Les développements de l'année 2025 confirment que les banques centrales évoluent dans un environnement de plus en plus complexe. La stabilisation de l'inflation autour de l'objectif de moyen terme a constitué un progrès important, mais elle ne réduit pas l'exigence de vigilance.

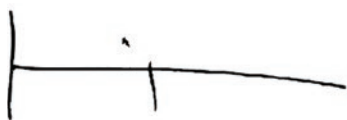
Plus récemment, la guerre au Moyen-Orient a de nouveau considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Elle a une incidence significative sur l'inflation à court terme via le renchérissement de l'énergie. Ses implications à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que de la manière dont les prix de l'énergie affectent les prix à la consommation et l'économie. En juin 2026, les services de l'Eurosystème ont revu à la hausse leurs projections de référence pour l'inflation en 2026 et 2027. Conformément à son engagement de mener sa politique monétaire de façon à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme, le Conseil des gouverneurs a décidé le 11 juin d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont atteint respectivement 2,25 %, 2,40 % et 2,65 % à compter du 17 juin 2026. La décision de relever les taux directeurs est robuste à un ensemble de scénarios illustratifs évaluant l'évolution possible du choc et ses répercussions potentielles sur les perspectives à moyen terme pour la zone euro.

Avec cette décision, le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face aux incertitudes géopolitiques les plus récentes. Il surveillera de près la situation et suivra une approche s'appuyant sur les données pour définir, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire. Plus particulièrement, les décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur l'évaluation des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, compte tenu des données économiques, monétaires et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les incertitudes géopolitiques, les mutations technologiques, les risques climatiques, la transformation des paiements et des infrastructures de marché ainsi que l'évolution du cadre réglementaire exigent des analyses solides, des capacités opérationnelles robustes et une coopération étroite au sein de l'Eurosystème.

La Banque centrale du Luxembourg continuera à exercer ses missions européennes et nationales avec indépendance, rigueur et transparence. Elle poursuivra sa contribution à la politique monétaire de l'Eurosystème, à la stabilité financière, au bon fonctionnement des infrastructures de marché, à l'intégration des risques climatiques et environnementaux, ainsi qu'aux grands projets européens tels que l'euro numérique, ECMS, Pontes et Appia.

Je tiens à remercier l'ensemble des agents de la BCL pour leur engagement, leur professionnalisme et leur sens du service public. Les réalisations de l'année écoulée sont le fruit de leur expertise et de leur mobilisation.

A handwritten signature in black ink, consisting of a vertical line on the left, a horizontal line extending to the right, and a small mark above the horizontal line.

Gaston Reinesch