

Avant-propos

La pandémie de COVID-19 constitue un choc économique sévère de par son ampleur et la rapidité de sa propagation. D'après les estimations les plus récentes du Fonds monétaire international (FMI), la croissance mondiale a reculé de 3,3 % en 2020. Ainsi, la crise de la COVID-19 a causé une récession plus importante que celle observée lors de la crise financière mondiale de 2008. Les mesures strictes de confinement décidées au printemps 2020 n'ont pas permis de contenir la propagation du virus ni de limiter ses répercussions successives sur les économies. Si chaque crise est entourée de nombreuses incertitudes, celle de la COVID-19 rend le travail d'analyse et de prévision particulièrement complexe, car elle est exogène à la sphère économique réelle et financière. Ainsi, la prédiction des dommages causés à terme à l'économie demeure incertaine ; elle fait l'objet de nombreuses interrogations.

Après plus d'un an de crise sanitaire, l'accélération de la campagne vaccinale et le relâchement progressif des mesures de confinement dans les économies avancées offriraient aux agents économiques des perspectives plus optimistes pour l'année 2021. En outre, le déploiement des plans de relance en Europe et aux États-Unis, dans un contexte de politiques monétaires pour le moins très accommodantes, apporterait le stimulus nécessaire à une reprise économique soutenue.

Au mois d'avril 2021, le plan de relance adopté aux États-Unis, d'une enveloppe de 1 900 milliards de dollars, prévoit des aides directes et fiscales pour les ménages ainsi que de vastes financements d'infrastructures. Le plan européen « Next Generation EU » de 750 milliards d'euros est en phase d'approbation par les parlements des États membres, étape conditionnant la capacité de la Commission européenne à émettre les premières émissions obligataires, prévues initialement au mois de juin 2021. Adossée au cadre financier pluriannuel (budget de l'Union européenne), l'enveloppe globale du plan européen prévoit quelque 1 800 milliards d'euros d'investissements de long terme dans la recherche et l'innovation, la transition climatique et la santé.

Le 22 avril 2021, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé que les taux d'intérêt resteraient à leur niveau actuel ou plus bas jusqu'à ce qu'une convergence durable de l'inflation vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % soit constatée. De plus, l'Eurosystème poursuivra ses achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), dont l'enveloppe totale s'élève à 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise sanitaire est résolue. En outre, les remboursements au titre du principal des obligations arrivant à échéance acquises dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2023. Le programme d'achats d'actifs (Asset Purchase programme, APP) se poursuivra à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs. Enfin, la BCE prévoit de fournir davantage de liquidités à travers ses opérations de refinancement ciblées à plus long terme (TLTRO III)¹.

Les mesures vigoureuses prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE dès l'émergence de la crise de la Covid-19 pour stabiliser le système financier de la zone euro face à un choc brutal pour l'ensemble des agents économiques ont constitué un soutien substantiel pour le secteur financier luxembourgeois face à un fort besoin de liquidité par l'ensemble des acteurs, y compris les fonds d'investissement.

1 Targeted Longer-Term Refinancing Operations

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a annoncé le 28 avril 2021 qu'elle ne modifierait pas son taux d'intérêt principal tant que l'inflation ne dépasserait pas modérément la cible de 2 %. Par ailleurs, ses avoirs en bons du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires continueront d'augmenter respectivement d'au moins 80 milliards de dollars et 40 milliards de dollars par mois, jusqu'à ce que des progrès substantiels aient été réalisés en matière d'emploi et de stabilité des prix.

Dans ce contexte de financement favorable, les différentes institutions internationales (BCE, FMI et OCDE) anticipent un rebond de l'économie au sein de la zone euro avec une croissance du PIB en volume comprise entre 3,9 % et 4,4 % pour l'année 2021. Au Luxembourg, les plus récentes projections du STATEC prévoient également un rebond de la croissance économique à 6 % en 2021 après la baisse contenue, par rapport aux pays de la zone euro, de 1,3 % du PIB réel en 2020.²

Les mesures de soutien mises en place par les autorités publiques et privées se sont révélées efficaces pour amortir le choc à court terme au Luxembourg et dans le reste de l'Europe. Elles ont permis au secteur bancaire d'apporter une contribution positive à la stabilité macroéconomique et financière. Les moratoires, les prêts garantis par l'État, les flexibilités comptables et prudentielles et les mécanismes de chômage partiel ont permis de contenir la progression du risque de défaut des entreprises et des ménages.

Au plus fort des mesures de confinement, les banques luxembourgeoises ont accordé de nombreux moratoires sur les crédits aux entreprises et aux ménages, contribuant ainsi à endiguer la crise de liquidité affectant les secteurs d'activité les plus exposés aux mesures de confinement. À la fin du mois de juin 2020, les moratoires, acceptés par les banques domestiques dans près de 98 % des cas, représentaient environ 7 % de l'encours de crédit au secteur privé non financier. En termes relatifs, les petites et moyennes entreprises (PME) ont davantage bénéficié du soutien du secteur bancaire. Les PME représentaient 65 % des moratoires aux sociétés non financières et 62 % des flux de crédits garantis par l'État au mois d'avril 2021. En 2020, l'encours de crédit aux PME a également progressé de près de 40 %. Les interventions de l'État et du secteur bancaire ont permis de contenir la croissance des faillites au Luxembourg, dont le nombre enregistré à la fin de 2020 est qualitativement identique à celui des années antérieures.

Cependant, les mesures de soutien n'auraient probablement que retardé la matérialisation des risques d'insolvabilité de certaines entreprises. La contraction de la demande de crédit des sociétés non financières au Luxembourg depuis le troisième trimestre 2020 et l'augmentation de la perception des risques par les banques suggèrent que le maintien de tout ou partie de ces mesures sera nécessaire tant que la reprise ne sera pas fermement installée.

Pour les ménages luxembourgeois, bien que la progression des défauts de paiement ait été contenue en 2020, les vulnérabilités constatées depuis plusieurs années ont continué de s'accroître. En dépit de la crise sanitaire, la croissance du crédit immobilier hypothécaire s'est accélérée dans un contexte d'augmentation annuelle des prix de l'immobilier de près de 17 %.

Face à la poursuite de la tendance ascendante de l'endettement des ménages, le Comité du risque systémique (CdRS) a recommandé à la CSSF d'activer le ratio prêt-valeur (loan-to-value, LTV). Ainsi, depuis

² STATEC (2021). Note de conjoncture 1-2021. Juin.

le 1^{er} janvier 2021, une limite différenciée du LTV s'applique pour l'attribution de nouveaux crédits pour l'achat d'un bien résidentiel situé au Luxembourg. Les primo-acquéreurs d'une résidence principale sont soumis à une limite de 100 % du ratio prêt-valeur, alors que ceux qui font l'acquisition d'une résidence principale et qui ne sont pas des primo-acquéreurs sont soumis à une limite de 90 % du LTV. Pour ces derniers, les prêteurs disposent d'une marge de manœuvre de 15 % de leur production annuelle de crédits immobiliers pour laquelle le LTV peut être supérieur à 90 % mais inférieur à 100 %. Pour toute autre situation, le ratio prêt-valeur ne peut dépasser 80 %, y compris pour l'investissement locatif. La mise en place de ces mesures macroprudentielles s'inscrit dans une stratégie graduelle de limitation de l'endettement excessif des ménages, mais aussi de renforcement de la résilience du système bancaire luxembourgeois. L'activation de cet instrument macroprudentiel par les autorités nationales a été très appréciée par le FMI dans son évaluation lors de la mission « Article IV » réalisée en début d'année 2021.

La mise en place de mesures macroprudentielles à destination des emprunteurs et le maintien du taux de coussin de fonds propres contracyclique au Luxembourg à 0,5 % permettent d'envisager une reprise économique robuste dans un contexte de stabilité financière renforcée. L'impact contenu de la pandémie constitue, en effet, la preuve de l'efficacité de la réglementation et de l'importance d'un secteur financier résilient pour assurer la poursuite des flux de crédits à l'économie en temps de crise. La crise sanitaire a également mis en lumière la nécessité d'une meilleure réglementation du secteur non bancaire et notamment de la mise à disposition d'instruments macroprudentiels auprès des autorités nationales.

C'est pourquoi le renforcement de la régulation macroprudentielle du secteur d'intermédiation non bancaire est nécessaire, en particulier pour les fonds d'investissement monétaires. Ces derniers ont subi des retraits massifs de parts en mars 2020, dans un environnement de pénurie de liquidité et de volatilité accrue des marchés financiers. L'Eurosystème et la Réserve fédérale étaient alors intervenus vigoureusement afin d'apaiser les tensions en activant des instruments tels que les lignes de swaps en dollars, l'achat de titres et, pour les États-Unis, la réactivation, pour la première fois depuis la crise de 2008, de la facilité de liquidité pour les fonds monétaires (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility).

La réponse des banques centrales a été à la mesure des enjeux pour contenir la contagion et atténuer les tensions sur les marchés monétaires, qui constituent l'une des sources fondamentales de financement à court terme des établissements bancaires. Afin d'apporter une réponse macroprudentielle aux insuffisances structurelles propres au secteur des fonds monétaires en Europe, le Comité européen du risque systémique (CERS) a publié au mois de mai 2021 un rapport dans lequel il a posé les principes d'une régulation efficace et avancé plusieurs pistes de réformes. De même, les rapports du Conseil de stabilité financière et de l'Autorité européenne des marchés financiers sont attendus pour le second semestre de l'année 2021. Pour l'Union européenne, ces nouvelles propositions viendront nourrir les réflexions de la Commission européenne, qui réévaluera au mois de juillet 2021 la pertinence de la réglementation actuelle des fonds monétaires. Les décisions futures en matière de réglementation seront particulièrement importantes pour le Luxembourg, compte tenu de la taille du secteur.

Comme chaque année, la Revue de stabilité financière de la BCL traite de multiples enjeux ayant trait à la stabilité financière au Luxembourg à travers trois chapitres, complétés par des encadrés thématiques ad hoc ainsi qu'une annexe présentant les résultats d'études de problématiques spécifiques.



Le chapitre premier fait le bilan de la situation macroéconomique de l'année 2020, laquelle fut marquée par une crise sanitaire dont les répercussions ont été d'une sévérité rare. Les incertitudes concernant les perspectives de l'économie mondiale et du Luxembourg en 2021 sont discutées à la lumière de l'accélération de la campagne vaccinale, des politiques monétaires accommodantes et des différents plans gouvernementaux de soutien. Ce premier chapitre offre également une large part à l'analyse du marché de l'immobilier domestique compte tenu de son importance pour l'économie et la stabilité financière. La question de l'endettement excessif et persistant des ménages ainsi que sa soutenabilité à terme est analysée. Dans ce cadre, une première évaluation de l'activation des limites différenciées au ratio prêt-valeur est présentée sous la forme d'un encadré. Les résultats montrent que cette mesure devrait contribuer à une croissance raisonnable des prix de l'immobilier pour les ménages désireux d'acquérir un bien résidentiel.

Le second chapitre met en perspective l'évolution des marchés financiers sur l'année écoulée et les risques pour le secteur bancaire et les fonds d'investissement au Luxembourg. Le mois de mars 2020 a été marqué par d'importantes corrections de prix d'actifs dans un contexte d'incertitude prononcée au regard de l'impact de la pandémie de COVID-19. Le soutien des banques centrales et des gouvernements a permis d'atténuer substantiellement la volatilité des marchés et les contraintes de financement. Malgré une liquidité abondante ayant alimenté une certaine appétence pour le risque sur les marchés des actions suivant les deux premiers mois de la crise sanitaire, l'indicateur d'aversion pour le risque de la BCL ne révèle pas d'exubérance particulière en matière de prise de risque de la part des investisseurs.

Le troisième chapitre présente les développements ayant affecté le secteur financier luxembourgeois en 2020. Le secteur bancaire, dont l'actif total a enregistré un léger repli par rapport à l'année précédente, s'est révélé dans l'ensemble résilient au choc de la crise sanitaire. Les résultats issus des outils d'évaluation de la vulnérabilité du secteur bancaire développés par la BCL, tels que le test de résistance (stress test) macroprudentiel ou le z-score, confirment la résilience du secteur. Pour les banques, la pandémie s'est principalement traduite par des profits en baisse face au besoin accru de provisionnement pour risque de crédit. En outre, la qualité de l'actif est restée relativement robuste malgré certains signes précurseurs de détérioration. Toutefois, cette robustesse serait conditionnée par la poursuite des moratoires, le maintien de politiques monétaires accommodantes et le prolongement des mesures publiques de soutien à l'économie. Pour cette raison, l'évolution des prêts non performants dans le secteur privé non financier demeurera dans les prochains trimestres au cœur de la surveillance macroprudentielle au Luxembourg.

Au cours de l'année 2020, le secteur des fonds d'investissement a progressivement effacé les pertes enregistrées aux mois de mars et avril à travers la combinaison d'effets de valorisation positifs et d'émissions nettes de parts. Cette évolution positive masque toutefois une progression de la prise de risque dans un environnement de taux d'intérêt bas, prenant la forme d'un allongement de la durée moyenne des portefeuilles et d'une plus ample transformation de la liquidité des fonds obligataires.

La première analyse présentée en annexe propose une étude descriptive de l'importance du risque climatique pour le secteur financier luxembourgeois et de son impact éventuel sur la stabilité financière. Le risque physique et le risque de transition sont évalués pour les banques et les fonds d'investissement à travers leurs expositions aux secteurs économiques carbonés. Les résultats suggèrent que le risque physique est relativement faible compte tenu de l'exposition limitée des institutions financières



luxembourgeoises aux régions du globe les plus exposées aux catastrophes climatiques. Néanmoins, l'analyse montre que peu d'efforts ont été réalisés en direction des investissements « bas-carbone », exposant davantage le secteur financier domestique à un risque de transition à terme.

La deuxième analyse étudie, à l'aide d'un modèle d'équilibre général stochastique, le calibrage optimal des limites au ratio prêt-valeur et au ratio service de la dette-revenu tenant compte du risque de défaut de paiement sur les prêts immobiliers. L'optimalité du calibrage des instruments macroprudentiels est évaluée sous l'hypothèse d'un double choc d'offre et de demande, caractérisant la pandémie de COVID-19. Les simulations du modèle, exploitant les données du Luxembourg, révèlent que les calibrages permettant d'atteindre la maximisation du bien-être et la stabilisation macroéconomique seraient de 85% pour le ratio prêt-valeur et de 32% pour le ratio service de la dette-revenu.

La troisième analyse tente de déterminer empiriquement, dans une première étape, le niveau de la dette « soutenable » des ménages au Luxembourg à partir de l'estimation de deux modèles économétriques. Dans une seconde étape, l'étude quantifie le ratio prêt-valeur moyen (LTV) nécessaire pour que le ratio de la dette des ménages par rapport au revenu disponible converge vers son niveau « soutenable ». Les résultats montrent que le ratio LTV moyen devrait baisser de 3,3 points de pourcentage pour que le ratio d'endettement des ménages atteigne un niveau « soutenable » estimé à 146,8 %. Cela correspond à une diminution du ratio de l'endettement des ménages par rapport au revenu disponible de 25,8 points de pourcentage par rapport à son niveau actuel.

La quatrième analyse évalue l'efficacité sur le secteur bancaire des deux instruments macroprudentiels que sont le coussin de conservation des fonds propres et le coussin pour les « Autres institutions d'importance systémique » activés au Luxembourg respectivement en 2014 et 2016. L'efficacité de ces instruments est évaluée au regard de l'impact de leurs activations sur la croissance du crédit, la solidité des banques mesurée par le z-score et l'efficacité opérationnelle. Les estimations réalisées sur un panel de banques luxembourgeoises semblent indiquer que l'activation du coussin pour les « Autres institutions d'importance systémique » a eu plus d'impact à la fois sur la croissance du crédit et sur la résilience du secteur bancaire luxembourgeois.