



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 2 septembre 2022

La rédaction de cette revue a été arrêtée au 28 juillet 2022.
Les données incluses sont les dernières disponibles, la datation de ces données varie en fonction de leur disponibilité au moment de la rédaction, entre fin mars 2022 et fin juillet 2022.

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	7
--------------	---

1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL

1. Contexte économique international	12
2. Évolutions conjoncturelles au Luxembourg	16
3. Marché immobilier : Évolutions récentes et risques pour la stabilité financière	21
3.1 Les prix de l'immobilier résidentiel	21
3.2 Le secteur de l'immobilier résidentiel et la stabilité financière au Luxembourg	27

2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET RISQUES

1. Introduction	48
2. Évolution des marchés des actions et des risques pour le secteur financier au Luxembourg	51
2.1 Performance des actions	51
2.2 Les expositions des acteurs financiers luxembourgeois aux actions	56
3. Évolution des marchés obligataires et des risques pour le secteur financier	57
3.1 Les rendements des obligations	57
3.2 Les expositions obligataires des acteurs financiers luxembourgeois	58
4. Les conditions et risques de financement à court terme	60
5. Évolution des marchés de change et des risques pour les acteurs financiers	62
6. Conclusion	63

3 LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES

1. Le secteur bancaire luxembourgeois	68
1.1 L'évolution du nombre d'établissements de crédit et de l'emploi dans le secteur bancaire	69
1.2 Le bilan des établissements de crédit	71
1.3 Décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non bancaire	76
1.4 Le compte de profits et pertes des établissements de crédit	88
1.4.1 Évolutions des revenus	94
1.4.2 Évolution des coûts	96
1.4.3 Résultats et indicateurs de rentabilité	98
1.5 La solvabilité	100
1.6 Le ratio de levier	109
1.7 La liquidité	110

1.8	Évaluation de la vulnérabilité du secteur bancaire	116
1.8.1	Indicateur de vulnérabilité	116
1.8.2	L'excès du crédit domestique : l'apport des fonctions d'efficacité du récepteur dans l'analyse des risques macroprudentiels	117
1.8.3	Les tests d'endurance en tant qu'outils macro-prudentiels	123
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	126
1.8.5	Les interconnexions entre les établissements de crédit et les fonds d'investissement	130
2.	Les autres acteurs du secteur financier	132
2.1	Les organismes de placement collectif	132
2.1.1	Les OPC non monétaires	132
2.1.2	Les OPC monétaires	139
2.2	Évaluation de la fragilité des fonds d'investissement : apport des probabilités de défaut conditionnelles	142
2.3	Les véhicules de titrisation	145
2.4	Les assurances	147

4 ANNEXES

1.	Insolvency prospects for the luxembourg non-financial corporation sector	150
2.	Conditional risk measures for assessing potential vulnerability in investment funds	169

LISTE DES ENCADRÉS DE LA REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE 2021

1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL

<u>Encadré 1.1 :</u>	
Les conditions financières et les risques pour la croissance économique au Luxembourg	17
<u>Encadré 1.2 :</u>	
La relation non linéaire entre les taux d'intérêt et les prix de l'immobilier résidentiel	31
<u>Encadré 1.3 :</u>	
Mesure de l'endettement des ménages et évaluation de leur vulnérabilité	35
<u>Encadré 1.4 :</u>	
L'efficacité des limites du ratio prêt-valeur au Luxembourg	39
<u>Encadré 1.5 :</u>	
Évaluation des risques de baisse des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg à court terme	44

2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET RISQUES

<u>Encadré 2.1 :</u>	
Mesure de l'attitude des investisseurs face au risque : analyse du marché des actions de la zone euro	52

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 et des pays d'autres régions géographiques	74
<u>Encadré 3.2 :</u>	
Évolution des principales sources de financement et des crédits accordés par les banques de la place financière	77
<u>Encadré 3.3 :</u>	
L'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire	79
<u>Encadré 3.4 :</u>	
L'impact de la pandémie sur l'évolution de la qualité de l'actif des banques au Luxembourg	89
<u>Encadré 3.5 :</u>	
Projections de la rentabilité bancaire au Luxembourg à moyen terme	99
<u>Encadré 3.6 :</u>	
Profitabilité bancaire et résilience	102
<u>Encadré 3.7 :</u>	
L'indice z-score et la probabilité théorique de défaut des banques luxembourgeoises : indicateurs de stabilité financière	105
<u>Encadré 3.8 :</u>	
Régulations bancaires : actualités	112

<u>Encadré 3.9 :</u>	
La sensibilité des banques luxembourgeoises aux chocs de liquidité	114
<u>Encadré 3.10 :</u>	
L'évaluation des risques systémiques cycliques à travers l'analyse du cycle financier	119
<u>Encadré 3.11 :</u>	
Analyse de la qualité des portefeuilles des fonds d'investissement	135
<u>Encadré 3.12 :</u>	
La détention de titres publics par les organismes de placement collectif	140

Avant-propos

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 des risques structurels et cycliques susceptibles d'affecter la résilience des principales composantes du secteur financier luxembourgeois. Elle offre, par ailleurs, à la BCL des informations substantielles lui permettant de contribuer à la fois à la conduite de la politique macroprudentielle au Luxembourg, à travers sa participation au niveau national au Comité du Risque Systémique (CdRS) et au niveau européen, notamment en tant que membre du Comité européen du risque systémique (CERS).

La Revue de stabilité financière traite de l'ensemble des enjeux ayant trait à la résilience du secteur financier luxembourgeois à travers trois chapitres, lesquels sont complétés par des encadrés analytiques ad hoc. En outre, l'annexe de la Revue propose deux analyses dédiées à des thématiques spécifiques à la stabilité financière au Luxembourg.

Le premier chapitre retrace les principales évolutions macroéconomiques ayant affecté l'économie mondiale, la zone euro et Luxembourg au cours de la période récente. Les sous-jacents de la reprise économique et de l'accélération de l'inflation dans un contexte géopolitique tendu sont analysés et mis en perspective avec les décisions récentes de politiques monétaires. De plus, ce chapitre offre une analyse détaillée de l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel au Luxembourg. Dans ce cadre, trois nouveaux encadrés analytiques sont introduits dont l'objectif est d'explorer davantage la dynamique des prix de l'immobilier résidentiel.

Le premier encadré examine la relation non linéaire entre les prix de l'immobilier résidentiel et les taux d'intérêt. Abstraction faite des contraintes d'offre et de demande qui caractérisent le marché de l'immobilier luxembourgeois, le modèle adopté impose des contraintes sur les paramètres qui se traduisent par des signes d'élasticités conformes à la théorie. Le second encadré propose une évaluation de l'efficacité de l'activation d'une limite différenciée au ratio prêt-valeur au Luxembourg conformément à la Recommandation CRS/2020/005, à l'aune des indicateurs de critères d'octroi de crédit ainsi que des projections des prix et des crédits immobiliers. Le troisième encadré s'appuie sur une approche dite « price at risk » afin d'estimer l'importance du risque de baisse maximale des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

Le deuxième chapitre décrit les évolutions récentes sur les marchés financiers et leurs impacts sur le secteur financier luxembourgeois. En 2021, les marchés de capitaux ont enregistré une forte croissance grâce à la reprise économique mondiale permise par la couverture vaccinale et les mesures de soutien budgétaires et monétaires sans précédent. La remontée graduelle des taux d'intérêt nominaux face à l'accélération de l'inflation dans un contexte de tensions géopolitiques majeures, en l'occurrence l'agression de l'Ukraine par la Russie, a déjà eu un impact notable sur les rendements de certaines classes d'actifs, notamment les obligations et les actions au cours du premier semestre 2022. En outre, l'analyse de l'aversion pour le risque montre que la progression de la perception des risques au cours du premier semestre de l'année 2022 reflète un pessimisme croissant des anticipations des investisseurs sous les effets du ralentissement de la croissance économique, de la sévérité du choc d'offre, de l'aggravation des tensions sur le marché de l'énergie et du renchérissement des biens et services.

Le troisième chapitre présente les évolutions récentes dans le secteur financier national. En 2021 ainsi que durant les cinq premiers mois de l'année 2022, l'actif total du secteur bancaire national a bénéficié de la progression des activités interbancaires. Cependant, malgré les mesures exceptionnelles de



soutien mises en place par les autorités publiques et par l'Eurosystème, la baisse de la demande de crédit de la part des entreprises domestiques depuis le début de la pandémie a continué à alimenter le découplage des cycles du crédit aux ménages et aux sociétés non financières. Par ailleurs, la question de la soutenabilité de la dette des ménages, dans un contexte de forte inflation et de remontée des taux d'intérêt, demeure centrale pour la résilience des établissements de crédit domestiques. Dans l'ensemble, les niveaux des ratios de capitaux et de liquidité montrent que le secteur bancaire national dispose de suffisamment de réserves d'absorption de chocs additionnels.

En 2021, la baisse des flux de provisions associée aux mesures vigoureuses prises par le Conseil des gouverneurs de la BCE au préalable à et lors de l'émergence de la crise sanitaire, telles que le « tiering », le PEPP et les possibilités d'emprunts offertes aux banques à de taux négatifs jusqu'à -1% dans le cadre du TLTRO3, ont permis, tout d'abord, de stabiliser les marchés financiers et par la même de servir de soutien de liquidité puissant aux acteurs du secteur financier, dont les fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg ; puis de conforter le secteur bancaire européen, y compris luxembourgeois, dans la consolidation de sa profitabilité et sa résilience durant cette période récessive. Pour l'année 2022, bien que la sortie graduelle de l'environnement de taux d'intérêt bas permette de consolider davantage la profitabilité bancaire, la guerre en Ukraine a alimenté la progression du risque de crédit pour quelques banques résidentes. Sur la base d'un scénario macroéconomique central de la BCE au mois de juin dernier, nos prévisions demeurent cependant positives et suggèrent que la rentabilité des fonds propres au niveau agrégé devrait atteindre 6,2 % à la fin de l'année 2022 et cela en dépit de la révision des projections de croissance en zone euro.

Les actifs sous gestion des fonds d'investissement ont continué de croître en 2021, notamment grâce à l'augmentation des prix d'actifs. Bien qu'il n'y ait pas de vulnérabilités particulières dans le secteur de la gestion d'actifs luxembourgeois, la normalisation progressive des politiques monétaires par les banques centrales majeures et l'augmentation de la volatilité sur les marchés mondiaux pourraient affecter négativement les performances de cette composante en 2022.

La première analyse présentée en annexe étudie les déterminants des faillites de sociétés non financières (SNF) au Luxembourg durant la pandémie de COVID-19. Au niveau sectoriel, les résultats révèlent que la croissance de la valeur ajoutée brute des entreprises ou la part des salaires dans la valeur ajoutée sont des indicateurs pertinents des faillites des SNF au Luxembourg. Au niveau macroéconomique, la croissance du PIB et de l'inflation semblent l'être également. Par ailleurs, les estimations empiriques révèlent que la baisse du nombre de faillites depuis l'année 2020 ne peut être expliquée que par les mesures de soutien publiques exceptionnelles.

La seconde étude propose un ensemble de mesures du risque systémique afin d'évaluer les vulnérabilités potentielles dans le secteur des fonds d'investissement luxembourgeois. Ces mesures, basées sur une approche dynamique de copule multivariée et conditionnelles à des événements extrêmes de marché, sont appliquées à diverses catégories de fonds d'investissement. L'analyse révèle que ces mesures sont à même d'intercepter la structure de dépendance dynamique et non linéaire présente aux extrémités de la distribution des rendements et des flux d'investissement, permettant ainsi l'identification des effets de contagion entre les catégories de fonds et les zones géographiques.

