



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

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

Luxembourg, le 16 août 2024

La rédaction de cette revue a été arrêtée au 07 juin 2024.  
Les données les plus récentes incluses sont celles du 1<sup>er</sup> trimestre 2024.

# SOMMAIRE

<b>AVANT-PROPOS</b>	<b>7</b>
<b>1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL</b>	<b>10</b>
1. Contexte économique international	10
2. Évolutions conjoncturelles au Luxembourg	14
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	26
3.3 Expositions des banques au Marché de l'immobilier commercial au Luxembourg	40
<b>2 LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET RISQUES</b>	<b>46</b>
1. Introduction	46
2. Évolution des marchés des actions, des crypto-actifs et les risques pour le secteur financier au Luxembourg	48
2.1 Performance des actions et des crypto-actifs	48
2.2 Les expositions des acteurs financiers luxembourgeois aux actions	57
3. Évolution des marchés obligataires et les risques pour le secteur financier au Luxembourg	58
3.1 Les rendements des obligations	58
3.2 Les expositions obligataires des acteurs financiers luxembourgeois	60
4. Les conditions et risques de financement à court terme	62
5. Évolution des marchés de change et les risques pour les acteurs financiers	64
6. Conclusion	65
<b>3 LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES</b>	<b>71</b>
1. Le secteur bancaire luxembourgeois	71
1.1 L'évolution du nombre d'établissements de crédit et de l'emploi dans le secteur bancaire	72
1.2 Le bilan des établissements de crédit	74
1.3 Décomposition des crédits et des dépôts de la clientèle non bancaire	80
1.4 Le compte de profits et pertes des établissements de crédit	98
1.5 La solvabilité	113
1.6 Le ratio de levier	122
1.7 La liquidité	123
1.8 Évaluation de la vulnérabilité du secteur bancaire	129
2. Les autres acteurs du secteur financier	146
2.1 Les organismes de placement collectif	146
2.2 Évaluation de la fragilité des fonds d'investissement : apport des probabilités de défaut conditionnelles	155
2.3 Les véhicules de titrisation	158
2.4 Les assurances	160

## **4 ANNEXES**

1. Intermediation versus money creation function in banking: a DSGE perspective 165
2. Climate risk exposures of the financial sector in Luxembourg and climate stress testing 187
3. How do banks and investment funds react to interest rate shocks? Evidence from Luxembourg 215

## LISTE DES ENCADRÉS DE LA REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE 2024

<b>1</b>	<b>L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL</b>	<b>10</b>
	<u>Encadré 1.1 :</u>	17
	Les conditions financières et les risques pour la croissance économique au Luxembourg	
	<u>Encadré 1.2 :</u>	30
	Mesure de l'endettement des ménages et évaluation de leur vulnérabilité	
	<u>Encadré 1.3 :</u>	33
	Analyse de l'endettement des ménages avec des micro-données issues des enquêtes de la BCL	
	<u>Encadré 1.4 :</u>	35
	L'efficacité des limites du ratio prêt-valeur (LTV) au Luxembourg	
	<u>Encadré 1.5 :</u>	39
	Évaluation des risques de baisse des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg à court terme	
<b>2</b>	<b>LES MARCHÉS FINANCIERS : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET RISQUES</b>	<b>46</b>
	<u>Encadré 2.1 :</u>	49
	Mesure de l'attitude des investisseurs face au risque : analyse du marché des actions de la zone euro	
	<u>Encadré 2.2 :</u>	52
	Exposition des acteurs des marchés financiers luxembourgeois aux titres liés aux crypto-actifs	
<b>3</b>	<b>LE SECTEUR FINANCIER : LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES</b>	<b>71</b>
	<u>Encadré 3.1 :</u>	77
	Créances des établissements de crédit sur les administrations publiques des pays membres de l'union européenne	
	<u>Encadré 3.2 :</u>	80
	Évolution des principales sources de financement et des crédits accordés par les banques de la place financière	
	<u>Encadré 3.3 :</u>	83
	Vulnérabilités des sociétés non-financières luxembourgeoises	
	<u>Encadré 3.4 :</u>	89
	L'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg	
	<u>Encadré 3.5 :</u>	102
	Mesure de la sensibilité des taux de rémunération des dépôts bancaires au taux d'intérêt directeur de la BCE	
	<u>Encadré 3.6 :</u>	107
	L'évolution de la qualité des actifs des banques luxembourgeoises en 2023	

<u>Encadré 3.7</u>	111
Projections de la rentabilité bancaire au Luxembourg à moyen terme	
<u>Encadré 3.8 :</u>	115
Rentabilité bancaire et résilience	
<u>Encadré 3.9 :</u>	118
L'indice z-score et la probabilité théorique de défaut des banques luxembourgeoises : indicateurs de stabilité financière	
<u>Encadré 3.10 :</u>	126
Indicateur composite de l'accès au financement des banques luxembourgeoises	
<u>Encadré 3.11 :</u>	128
La sensibilité du secteur bancaire luxembourgeois aux chocs de liquidité	
<u>Encadré 3.12 :</u>	132
L'évaluation des risques systémiques cycliques à travers l'analyse du cycle financier	
<u>Encadré 3.13 :</u>	149
Analyse de la qualité des portefeuilles des fonds d'investissement	
<u>Encadré 3.14 :</u>	154
La détention de titres publics par les organismes de placement collectif	

## Avant-propos

La Revue de stabilité financière (RSF) constitue un levier analytique important pour la BCL dans l'accomplissement de sa mission en matière d'analyse des risques systémiques structurels et cycliques propres au secteur financier. En outre, elle est un élément essentiel pour l'évaluation de l'efficacité des instruments macroprudentiels pour le maintien de la résilience des principales composantes du secteur financier luxembourgeois. Elle offre, par ailleurs, des évaluations nécessaires permettant à la BCL de contribuer activement à la conduite de la politique macroprudentielle au Luxembourg et en Europe, à travers sa participation aux Comités du risque systémique national (CdRS) et européen (CERS). Néanmoins, le but ultime de la RSF est de sensibiliser les décideurs politiques, les acteurs du secteur financier luxembourgeois et le grand public aux risques systémiques, dans le but de promouvoir la stabilité financière, une condition nécessaire à une croissance économique soutenue.

La Revue de stabilité financière de la BCL traite une multitude de problématiques ayant trait à la résilience du secteur financier luxembourgeois via trois chapitres spécifiques, auxquels s'ajoutent des encadrés analytiques ad hoc. De plus, l'annexe de la Revue contient des études sur des sujets spécifiques au secteur financier.

**Le premier chapitre** propose un tour d'horizon des conditions macroéconomiques en 2023 et au premier trimestre de 2024 au Luxembourg et dans le monde et présente les projections de croissance et d'inflation des différentes institutions internationales pour les années 2024 et 2025. Ce chapitre traite également de manière détaillée la problématique de l'immobilier résidentiel au Luxembourg et ses évolutions cycliques récentes, ainsi que les risques spécifiques au marché de l'immobilier commercial.

**Le second chapitre** retrace les dynamiques ayant marqué les marchés financiers au cours de la période récente.

**Le troisième chapitre** décrit les évolutions des trois composantes du secteur financier luxembourgeois (banques, fonds d'investissement et assurances) en 2023 et au premier trimestre de l'année 2024. Il contient également plusieurs encadrés dédiés à des problématiques spécifiques au secteur financier ainsi que les résultats du test de résistance macroprudentiel.

En dernier lieu, **l'annexe de la Revue de stabilité financière** s'est enrichie de trois études spécifiques qui demeurent des réflexions propres aux auteurs sur les problématiques analysées et ne reflètent pas l'opinion de la BCL. **La première étude** compare les résultats de deux modèles d'équilibre général dynamique stochastique qui se différencient par le rôle des banques dans l'économie. Dans le premier modèle, elles ont un rôle d'intermédiation pure ; tandis que dans le second modèle, elles contribuent à la création monétaire pour le financement des crédits. **La seconde étude** explore les expositions du secteur financier luxembourgeois au risque climatique. Dans ce cadre, l'analyse des données bilancielles est complétée par un test de résistance simulant des trajectoires différentes en matière de réduction des émissions de carbone pour atteindre l'objectif «zéro net 2050». Enfin, **la troisième étude** a pour objectif d'évaluer les réactions des banques et des fonds d'investissement aux chocs de taux d'intérêt.