

# **Note de Surveillance des Risques Systémiques**

## **Analyse des Principales Sources de Vulnérabilité du Système Financier Luxembourgeois**

**Septembre 2019**

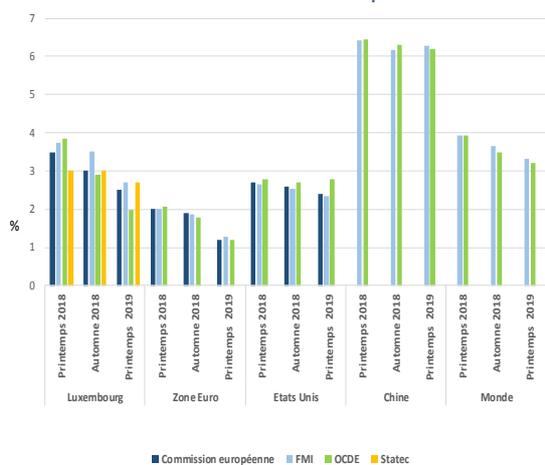
La note de surveillance propose un tour d'horizon des conditions macroéconomiques et financières et identifie les principales sources de vulnérabilité pour la stabilité du système financier au Luxembourg.

## Contexte général

Dans un contexte d'incertitudes (géo)politiques et de tensions commerciales au niveau international, les perspectives de croissance de l'économie mondiale en 2019 s'avèrent moins favorables. Ainsi, depuis l'automne 2018, les projections de croissance des institutions internationales pour l'année 2019 se sont révisées à la baisse, à mesure que les effets défavorables de la contraction du commerce mondial se sont matérialisés (**Graphique 1**).

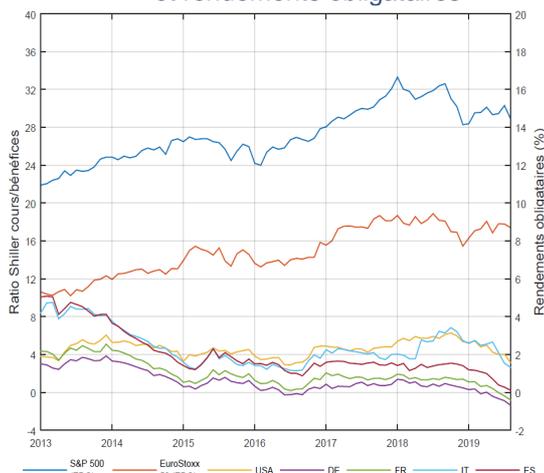
Les désaccords commerciaux entre la Chine et les États-Unis et l'accroissement du risque d'une sortie sans accord de la Grande-Bretagne de l'Union européenne pèsent sur la demande globale en retardant les décisions d'investissement des entreprises et en incitant les ménages à épargner davantage.

Graphique 1 : Évolution des prévisions de croissance du PIB en volume pour l'année 2019



Sources : Commission européenne, Fonds monétaire international, OCDE et Statec

Graphique 2 : Valorisation des marchés des actions et rendements obligataires



Source : Bloomberg et [www.econ.yale.edu](http://www.econ.yale.edu); calculs BCL. Période: 01/01/2013-21/08/2019

Sur les marchés financiers, le risque d'une escalade des tensions commerciales alimente la crainte des investisseurs d'un ralentissement économique mondial. Les niveaux de valorisation élevés sur les marchés des actions, notamment aux États-Unis, et la compression des primes de risque sur les marchés obligataires constituent alors un environnement propice à un retournement soudain de l'aversion pour le risque des investisseurs (**Graphique 2**).

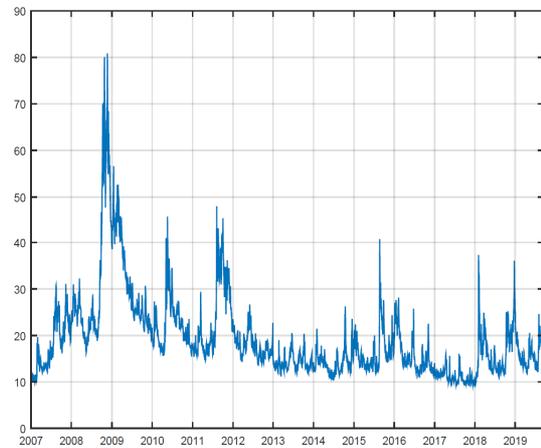
Les performances macroéconomiques décevantes en Allemagne et en Chine, dont les économies dépendent fortement des exportations, ont alimenté l'accroissement de la volatilité des marchés financiers aux mois d'août 2019 (**Graphique 3**), provoquant le déplacement rapide des investisseurs sur les marchés des actions vers les marchés obligataires de souverains.

L'augmentation de la demande pour les actifs peu risqués s'est traduite par des rendements négatifs des titres souverains et à une inversion de la courbe des taux aux États-Unis.

Face à l'inversion de la structure des taux d'intérêt, annonciatrice d'une possible récession économique<sup>1</sup>, les attentes des acteurs d'un assouplissement des politiques monétaires conduites par les principales banques centrales se sont renforcées.

Face à l'incertitude grandissante, plusieurs banques centrales majeures ont annoncé des mesures de soutien à l'économie. La Réserve fédérale américaine, invoquant le contexte international ainsi que l'absence de pressions inflationnistes, a abaissé son taux directeur de 25 points de base en juillet 2009. Pour la zone euro, les opérations de refinancement à plus long terme (TLTRO III), annoncées par la BCE au mois de mars 2019, débuteront au mois de septembre. Aussi, le Conseil des gouverneurs de la BCE a déclaré au mois de juillet 2019 se tenir prêt à ajuster l'ensemble des instruments de politique monétaire afin d'assurer la stabilité des prix, en l'occurrence un taux d'inflation cible proche mais inférieur à 2 %.

Graphique 3 : Indice de volatilité de l'indice S&P 500 (VIX)



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis. Période: 01/01/2007-16/08/2019

Aux États-Unis, les épisodes récents de volatilité sur les marchés financiers pourraient annoncer un retournement du cycle économique à moyen terme. En effet, l'essoufflement du stimulus fiscal devraient conduire à un ralentissement de la croissance économique dans les prochaines années. Par conséquent, une amplification des tensions commerciales serait un facteur déterminant d'un freinage de l'économie américaine et une source additionnelle de volatilité des marchés financiers.

Pour les économies émergentes, l'accroissement de l'incertitude et le ralentissement du commerce mondial conduit à un reflux de capitaux étrangers, resserrant d'autant plus les contraintes de financement des agents économiques. Bien que les économies émergentes soient plus résilientes que par le passé, les capitaux étrangers demeurent un facteur déterminant de leur dynamisme économique et leur interruption serait un levier de récession.

En Europe, la croissance devrait également ralentir malgré des politiques budgétaires des principales économies de la zone euro plutôt expansionnistes et une politique monétaire très accommodante. L'amplitude du cycle économique en Europe est bien moins prononcée qu'aux États-Unis et la croissance économique enregistrée ces dernières années n'a pas permis de dissiper certaines inquiétudes notamment au regard de la rentabilité des établissements de crédit.

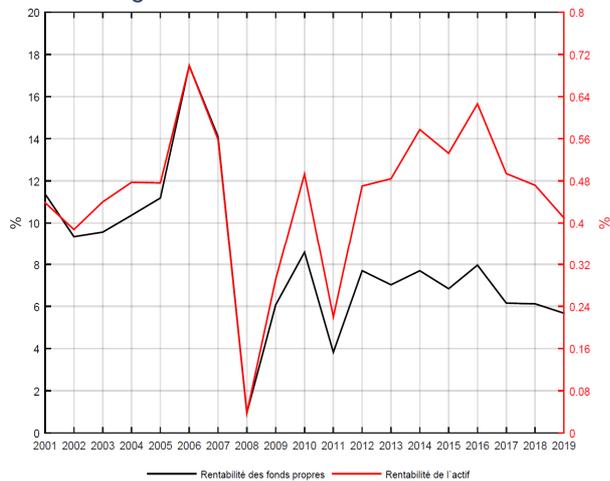
<sup>1</sup> Bauer, Michael D. and Thomas M. Mertens. 2018. "Economic forecast with the yield curve" ; FRBSF Economic Letter; 2018-07, March.

Dans la perspective d'un ralentissement de la croissance économique mondiale et de la poursuite d'une faible progression des prix, un prolongement de l'environnement de taux bas à moyen terme semble se confirmer. Bien que les taux bas apportent un soutien nécessaire à l'économie, ceux-ci s'accompagnent d'externalités susceptibles d'affecter la rentabilité des intermédiaires financiers en l'absence d'un volume de crédit suffisant pour compenser la compression des marges d'intérêt.

Au Luxembourg, la profitabilité des banques est un élément auquel les autorités en charge de la stabilité financière accordent un suivi régulier (**Graphique 4a**). Bien que le secteur bancaire soit résilient dans son ensemble (**Graphique 4b**), certaines poches de vulnérabilités peuvent être véhiculées par l'hétérogénéité des situations individuelles des banques en termes de profitabilité et de résilience. Un retournement soudain de l'aversion pour le risque sur les marchés financiers internationaux pourraient également activer des canaux de transmission des chocs entre les banques et les fonds d'investissement et impacter négativement le secteur financier luxembourgeois.

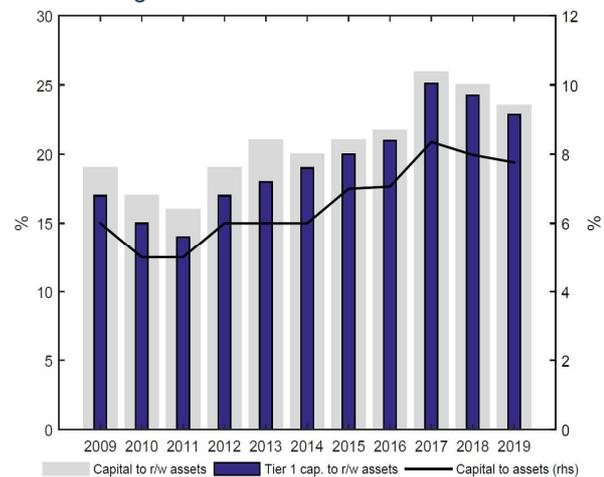
Graphique 4 : Le secteur bancaire

(a) Indicateurs de profitabilité du secteur bancaire luxembourgeois



Sources: BCL, Période: 2002-2019T2

(b) Ratios de capital du secteur bancaire luxembourgeois



Source: BCL dans le cadre de l'IMF Coordinated Compilation Exercise on Financial Soundness Indicators. Période: 2009-2019T1.

Pour l'économie domestique, les perspectives continuent néanmoins d'être favorables pour l'année 2019 avec une projection de croissance économique de 2,7 % sur l'année. Celle-ci repose sur des fondamentaux macroéconomiques et financiers dans l'ensemble robustes, tels un taux de chômage en diminution, des finances publiques saines et un secteur bancaire résilient.

Les prix de l'immobilier résidentiel, portés à la fois par le dynamisme de l'économie domestique et par une offre limitée déjà existante, devraient rester à un niveau élevé en 2019. Ceux-ci, associés à la croissance soutenue du crédit bancaire aux ménages et aux sociétés non-financières, pourraient contribuer à l'amplification de vulnérabilités cycliques et structurelles.

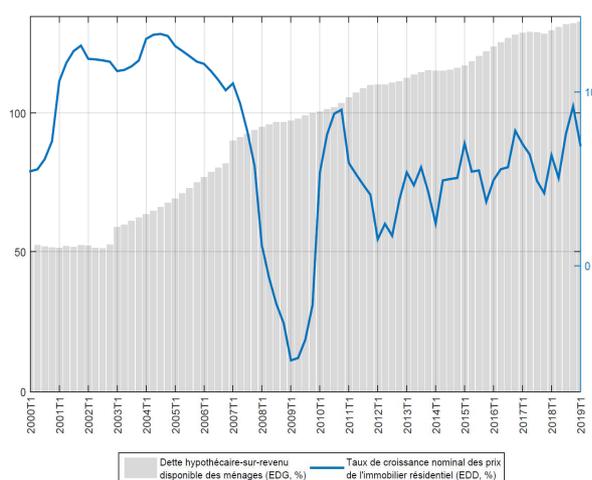
L'analyse du risque systémique conduite au cours du premier semestre 2019 par le CdRS a ainsi permis l'identification de quatre sources de risque potentielles, à savoir :

Principales sources de risque systémique	Niveau actuel	Variation récente
I. La progression des prix de l'immobilier et l'endettement des ménages		
II. L'incertitude sur les marchés financiers et le risque d'impact sur la solidité du secteur bancaire et/ou des fonds d'investissement		
III. L'amplification du cycle du crédit, notamment dans le secteur des sociétés non-financières		
IV. Profitabilité bancaire faible et capacités de résilience hétérogènes		
Risque systémique prononcé		Les couleurs indiquent le niveau actuel des sources de risque systémique. Les flèches indiquent l'intensification du risque par rapport aux dernières observations.
Risque systémique moyen		
Risque systémique potentiel		

## I. Progression des prix de l'immobilier et endettement des ménages

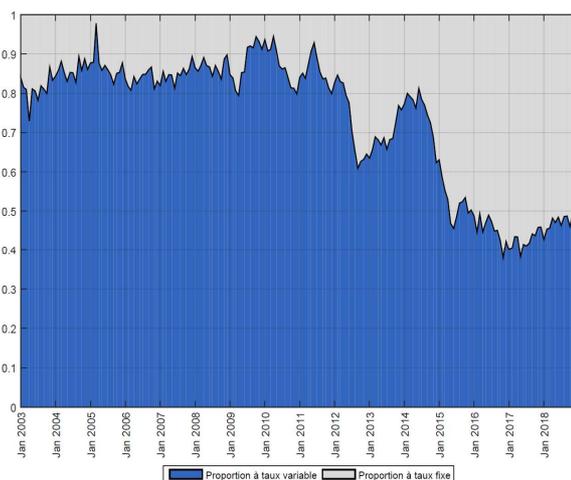
Les prix de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression au début de l'année 2019 en affichant un taux de croissance annuel nominal de 6,9 % en 2019T1 (**Graphique 5**). Les analyses conduites par différentes institutions (BCL, BCE/CERS, Commission européenne, FMI) s'accordent sur le rôle de premier plan de la rigidité structurelle de l'offre de biens immobiliers dans la détermination des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg. L'offre limitée de biens fait face à une demande soutenue tirée par une croissance démographique vigoureuse.

Graphique 5 : Prix immobiliers (2019T1 ; 6,9%) et endettement hypothécaire (2019T1 ; 132,5%)



Source: BCL et Staterc; Période : 2000T1-2019T1. Données nationales.

Graphique 6 : Parts des crédits immobilier à taux variable (42,5%) et à taux fixe (57,5%)

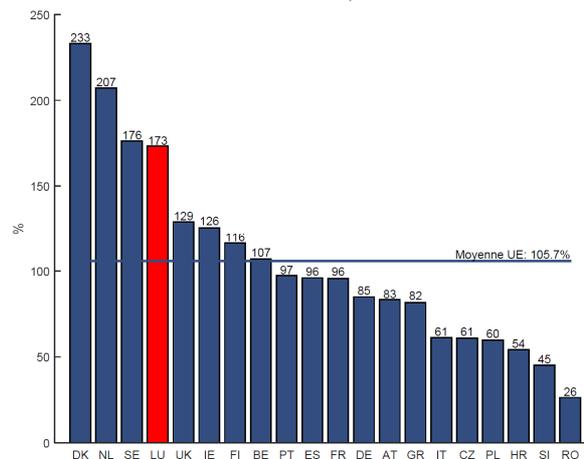


Source: BCL; Période: Janvier 2003-Juin 2019. Données nationales.

L'environnement de faibles taux d'intérêt facilite l'accès au crédit bancaire. La progression des prix de l'immobilier s'accompagne ainsi d'une évolution soutenue de l'attribution de crédits aux ménages (2019T2; +7,4 %). Bien que la part des nouveaux contrats de prêts à taux variable ait significativement diminué, passant de 80 % en 2014 à 42,5 % en juin 2019 (**Graphique 6**), la majorité des encours de crédits hypothécaires demeure libellée à taux variable (70 % du total des prêts en juin 2019). Dans l'éventualité d'une politique monétaire plus restrictive de la BCE, les ménages ayant contracté des crédits à taux variables seraient dès lors exposés à un risque d'une hausse des taux d'intérêt.

L'endettement hypothécaire des ménages, qui constitue 80 % de leur endettement total, représente 132,5 % du revenu disponible en 2019T1. Avec un ratio de dette des ménages – sur – revenu disponible de 173% en 2019T1 (contre 105,7 % en moyenne en UE), le Luxembourg est alors le quatrième pays de l'Union européenne en termes de taux d'endettement des ménages (par rapport au revenu disponible) derrière le Danemark, les Pays-Bas et la Suède (**Graphique 7**).

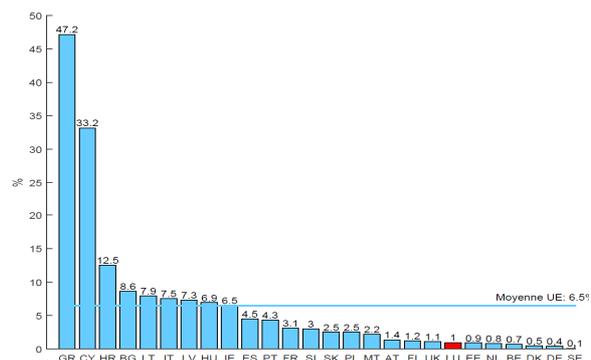
**Graphique 7 : Ratio de la dette des ménages – sur – revenu disponible en Europe (2019T1 ; LU : 173%)**



Source : BCL et BCE ; Période : 2019T1. Données nationales et européennes

L'analyse des crédits hypothécaires au Luxembourg révèle également une concentration de cette catégorie de crédits au sein d'un nombre limité de banques dont le modèle d'affaires est orienté vers l'économie domestique. Ces dernières peuvent constituer un relais de fragilité, notamment dans l'éventualité d'une augmentation des prêts non performants. Toutefois, le Luxembourg figure parmi les pays de l'Union européenne ayant un pourcentage de prêts non performants très faible (**Graphique 8**)

**Graphique 8 : Ratio des prêts immobiliers aux ménages non-performants en Europe (2019T1 ; LU : 1%)**



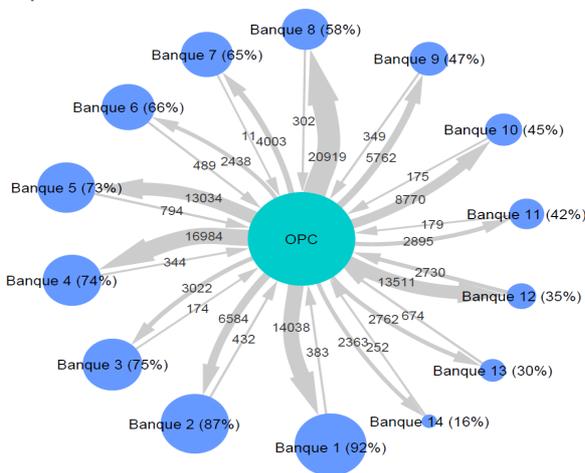
Source : BCL et BCE ; Période : 2019T1. Données européennes

## II. Incertitude sur les marchés financiers et risque d'impact sur la solidité du secteur bancaire et des fonds d'investissement

Les valorisations élevées des marchés d'actions et, d'une manière générale, la compression des primes de risque sur les marchés financiers constituent généralement un environnement propice à un retournement soudain de l'aversion pour le risque.

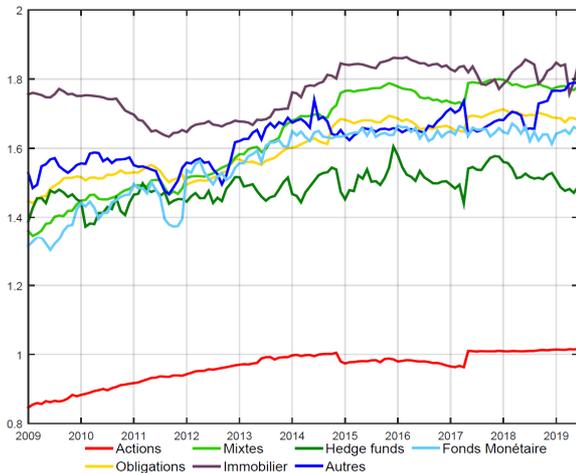
Dans le contexte macroéconomique actuel, des bouleversements abrupts - tels une baisse massive des cours boursiers ou un ajustement tardif des politiques monétaires par rapport aux attentes des acteurs des marchés - pourraient impacter l'aversion au risque des investisseurs, et notamment celle des investisseurs poursuivant des stratégies d'investissement de court terme. De tels développements pourraient se répercuter sur les fonds d'investissement (OPC) d'actions, mixtes ou obligataires - y compris au Luxembourg - lorsque le changement dans l'aversion au risque se traduirait par une vague massive de demandes de rachats de parts d'OPC.

Graphique 9 : Expositions entre banques dépositaires et OPC



Source : BCL; Période 2000T1- 2019T1

Graphique 10 : Transformation de liquidité dans le secteur des fonds d'investissement



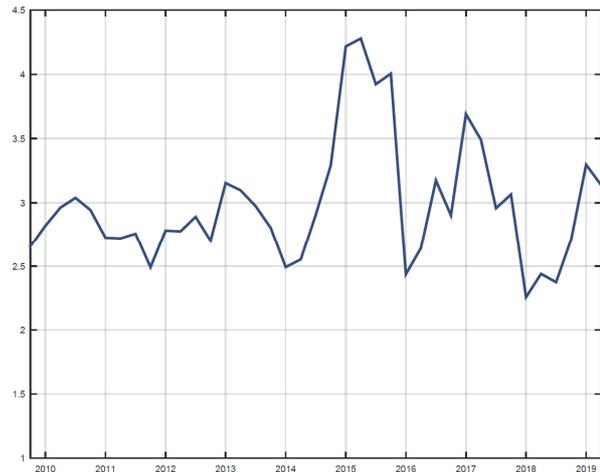
Source : BCL; Période : 2009M1-2019M6. Définition du FSB : (actifs sous gestion + passifs de court terme + parts émises - actifs liquides)/actifs sous gestion. Données nationales.

La répercussion d'éventuels rachats massifs de parts d'OPC sur la situation de liquidité des banques luxembourgeoises – notamment des banques dépositaires – est un élément d'importance dans l'évaluation des sources potentielles de risques systémiques par le CdRS (**Graphique 9**), tout comme le risque de contagion à l'intérieur du secteur des fonds d'investissement.

Le suivi de la liquidité des OPC est également essentiel. Les indicateurs de la BCL montrent que la transformation de liquidité dans le secteur des fonds d'investissement a sensiblement progressée depuis la crise de 2008 (**Graphique 10**). Cette hausse traduit probablement la recherche de rendements dans un environnement de faibles taux d'intérêt. Cependant, au niveau agrégé, les coussins de liquidité détenus par les fonds permettraient de couvrir un montant de rachat de parts comparable à celui enregistré en 2008 et qui représentait alors 4,7 % de la valeur nette d'inventaire agrégée.

En ce qui concerne le suivi des vulnérabilités structurelles du secteur des OPC, le comité dispose d'un indice de stabilité trimestriel (**Graphique 11**) ; une mesure qui recense les types de fonds d'investissement susceptibles de se trouver en situation défavorable suite à un épisode de stress constaté au niveau d'un autre type de fonds d'investissement. En d'autres termes, l'évolution de cet indice s'interprète comme une mesure de dépendance ou du degré potentiel de contagion entre les différentes catégories de fonds.

Graphique 11 : Indice de stabilité des fonds d'investissement 2019T2; 3,14

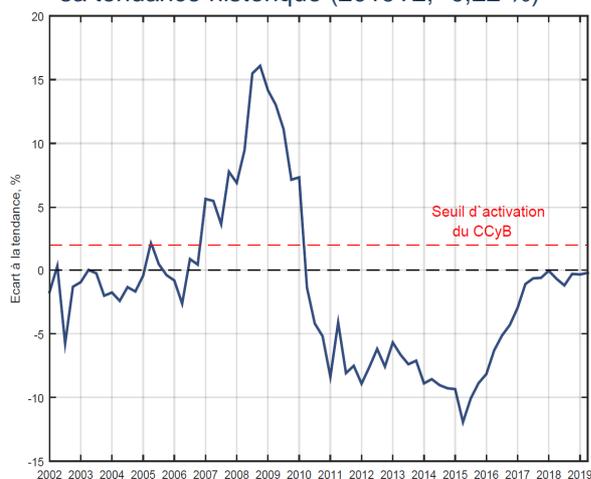


Source : BCL, calculs BCL; Période : 2009T4-2019T2. Voir Revue de stabilité financière (2018), pages 106 et 107. Données nationales

### III. Amplification du cycle du crédit propre au secteur des sociétés non-financières

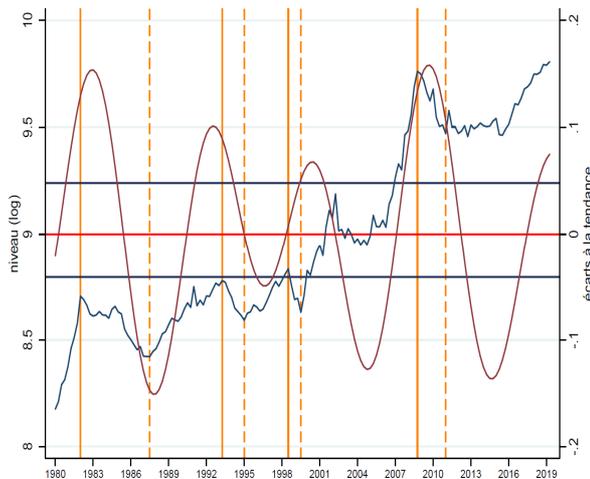
Depuis 2015, le cycle du crédit au Luxembourg affiche une tendance plutôt ascendante. Celui-ci est estimé à partir du ratio du crédit accordé au secteur privé non financier-sur-PIB. Le niveau de ce ratio est en dessous de sa tendance de long terme au deuxième trimestre 2019 (**Graphique 12**). Toutefois, cette dynamique ascendante s'explique notamment par la croissance du crédit aux sociétés non-financières (SNF), dont le taux de croissance moyen depuis 2016 est de 12,5 %. Le cycle du crédit estimé à partir de l'agrégat des crédits accordés aux SNFs (**Graphique 13**) s'inscrit dans une tendance croissante et se positionne au-delà de sa tendance de long terme avec un écart s'élevant à 1,26 %.

Graphique 12 : Écart du ratio du crédit sur PIB à sa tendance historique (2019T2; -0,22 %)



Source : BCL; Période: 2002T1-2019T2. Données nationales.

Graphique 13 : Cycle du crédit aux SNF historique



Source : BCL; Période: 1980T1-2019T2. Filtre Christiano-Fitzgerald (fenêtre; min : 20 trim., max : 40 trim.). Données nationales.

En tenant compte du stock de la dette des SNF dont les niveaux ont atteint au premier trimestre de l'année en cours 271% du produit intérieur brut (PIB) nominal, la persistance d'une telle dynamique est susceptible d'amplifier la phase ascendante du cycle de crédit et, par ricochet, le degré de risque systémique au Luxembourg en cas de retournement de la phase cyclique favorable de l'économie nationale.

Au niveau du secteur bancaire national, le marché du crédit bancaire (luxembourgeois) aux SNF (luxembourgeoises) est dominé par un nombre limité d'acteurs, ceci dans un contexte où la majorité des financements accordés à des SNF provient d'intermédiaires financiers hors du Luxembourg.

Au niveau agrégé, les banques luxembourgeoises sont très peu exposées aux crédits accordés aux SNF (luxembourgeoises) ; ces financements s'élèvent à 3 % de leur somme bilantaire. Quant aux prêts non performants pour cette catégorie, ils ne représentent que 1,89% ; une fraction plutôt marginale en comparaison avec les niveaux enregistrés dans certains pays de l'Union. Le ratio de fonds propres se situe, au niveau agrégé, à un niveau confortable et sensiblement au-dessus des minimas réglementaires. Ceci implique une capacité d'absorption de pertes importante dans le cas d'une matérialisation d'un choc négatif sur l'économie.

#### IV. Profitabilité bancaire faible et capacités de résilience hétérogènes

La profitabilité bancaire au Luxembourg, mesurée par la rentabilité des fonds propres, se maintient à un niveau bas au cours des dix dernières années (**Graphique 4a**, page 4). Malgré le rebond de la rentabilité des actifs dès 2009, le renforcement des fonds propres imposé par la mise en place de standards prudentiels internationaux s'est traduit par la baisse de la rentabilité des fonds propres agrégée, qui représentait 5,7% au premier trimestre 2019. À l'échelle du secteur bancaire luxembourgeois, la baisse de la profitabilité peut constituer un élément explicatif de la consolidation du secteur bancaire avec une diminution tendancielle du nombre d'établissements de crédits, passant de 147 en janvier 2016 à 131 en juillet 2019.

L'environnement de taux bas, associé à un marché très concurrentiel sur le segment traditionnel d'intermédiation, a contribué à comprimer les marges d'intérêt, en particulier pour les banques domestiques dont le modèle d'affaires est orienté vers la clientèle de détail (**Graphique 14**). La croissance des flux de crédits n'a pas permis de compenser la compression des marges. En effet, alors que le crédit bancaire au secteur privé non-financier domestique a augmenté en moyenne de 8 % par an depuis 2016, la contribution des revenus nets d'intérêt au profit total des banques de détail était en moyenne de -2,8 % par an sur la même période. Les revenus d'intérêt constituent pourtant la première source de revenu (62,4 % en 2019T2) pour cette catégorie de banques.

Graphique 14 : Ratio du revenu net d'intérêt-sur-actif total agrégé des principales banques de détail



Sources : BCL; Période : 2001T1-2019T2. Données nationales.

Compte tenu de la révision des perspectives de croissance en zone euro pour 2019, la persistance d'un niveau de rentabilité inférieur au coût du capital serait un facteur déterminant pour la capacité d'absorption des chocs au niveau individuel.