

CdRS

Comité du Risque Systémique

Rapport annuel

2024

Table des matières

| | |
|---|----|
| Table des matières | 2 |
| Éditorial de Monsieur le Président du Comité | 4 |
| Mission, composition et activités du Comité du Risque Systémique au cours de l'année 2024..... | 5 |
| Mission et composition du CdRS | 5 |
| Activités du CdRS | 6 |
| Chapitre 1 - Les évolutions économiques et financières récentes | 8 |
| Chapitre 2 - Identification et évaluation des sources de risques..... | 10 |
| 2.1 - Vulnérabilités à moyen terme du secteur de l'immobilier résidentiel au Luxembourg (recommandation CERS/2019/6)..... | 10 |
| 2.1.1 - Analyse des risques associés à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et de l'endettement des ménages | 11 |
| (i) Analyse de l'adéquation des prix immobiliers par rapport aux fondamentaux économiques | 12 |
| (ii) Analyse de la soutenabilité à moyen et à long terme de l'endettement des ménages | 12 |
| (iii) Analyse de l'exposition du secteur bancaire au marché de l'immobilier résidentiel..... | 15 |
| 2.1.2 - Suivi de l'activation des instruments macroprudentiels liés au crédit immobilier | 15 |
| 2.2 - Identification et évaluation des autres sources de risques potentielles pour la stabilité financière au Luxembourg..... | 17 |
| 2.2.1 - Analyses des risques systémiques cycliques : croissance du crédit accordé aux ménages et aux sociétés non financières | 17 |
| 2.2.2 - Profitabilité bancaire | 20 |
| 2.2.3 - Incertitude sur les marchés financiers et risque d'impact sur la solidité du secteur bancaire et des fonds d'investissement..... | 20 |
| Chapitre 3 - Mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2024 | 22 |
| 3.1 - Fixation trimestrielle du taux de coussin contracyclique | 24 |
| 3.2 - Identification et réexamen du calibrage du coussin pour les « autres établissements d'importance systémique »..... | 26 |
| 3.3 - Adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg..... | 28 |
| 3.4 - Réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles..... | 29 |
| 3.5 - Suivi et évaluation des réponses aux recommandations et avis du CdRS..... | 29 |
| Chapitre 4 - Suivi des recommandations en vigueur émises par le Comité européen du risque systémique (CERS) et mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2024 | 32 |
| 4.1 - Recommandations des 31 octobre 2016 et 21 mars 2019 visant à combler les lacunes de données immobilières (CERS/2016/14 et CERS/2019/3) | 32 |

| | |
|--|----|
| 4.2 - Recommandation du 1er décembre 2022 sur les vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier commercial dans l'Espace économique européen (CERS/2022/9)..... | 33 |
| 4.3 - Recommandation du 24 septembre 2020 concernant la mise en place des codes « LEI » pour l'identification des entités juridiques (CERS/2020/12)..... | 34 |
| 4.4 - Recommandation du 2 décembre 2021 concernant la mise en place d'un cadre paneuropéen de coordination systémique des cyberincidents systémiques pour les autorités concernées (CERS/2021/17) | 35 |
| 4.5 - Recommandation du 26 septembre 2019 concernant l'échange et la collecte d'informations à des fins macroprudentielles sur les succursales des établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre Etat membre ou un pays tiers (CERS/2019/18) | 37 |
| 4.6 - Recommandation du 15 décembre 2015 sur l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle (CERS/2015/2)..... | 38 |
| Annexes..... | 40 |
| Liste des abréviations..... | 42 |

Éditorial de Monsieur le Président du Comité



Chères lectrices, chers lecteurs,

Cette année, nous fêtons le 10e anniversaire de la loi du 1er avril 2015 ayant institué le Comité du Risque Systémique au Luxembourg (CdRS), à la suite de la recommandation du Comité européen du risque systémique (CERS) du 22 décembre 2011.

L'existence du CERS remonte au rapport « de Larosière » du 25 février 2009, dont le groupe de travail a été mis en place dans le sillage de la crise financière de 2008. Une crise de dimension mondiale ayant mis en exergue les faiblesses systémiques du système financier de l'époque.

Dix ans après sa création, la raison d'être du CdRS reste pertinente dans l'actuel contexte macroéconomique incertain.

A cet égard, l'année 2024 a été marquée par des défis économiques et géopolitiques significatifs. En effet, malgré une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème, les incertitudes géopolitiques ont continué de peser sur la reprise économique mondiale et européenne. Au Luxembourg, les tensions dans le secteur de la construction et sur le marché du logement ont perduré, même si des premiers signes de reprise ont pu être cernés vers la fin de l'année 2024.

Les activités du CdRS se sont inscrites dans ce contexte général et avaient notamment trait à la surveillance des vulnérabilités du secteur immobilier résidentiel et commercial ainsi que la cybersécurité.

Aujourd'hui, nous avons plus que jamais besoin de stabilité, de prévisibilité et de confiance. Les efforts conjoints de la Banque centrale du Luxembourg (BCL), de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) et du Commissariat aux assurances (CAA) réunis au sein du CdRS aux côtés du Gouvernement, ont été déterminants pour la mise en œuvre efficace de la politique macroprudentielle. Leur action commune a été essentielle pour atteindre l'objectif de cette politique consistant à contribuer au maintien de la stabilité du système financier luxembourgeois via le renforcement de la résilience du système financier et la réduction de l'accumulation des risques systémiques.

Ce rapport annuel est une preuve tangible de l'engagement de ce comité pour assurer la stabilité financière de notre pays. Je remercie tous les membres du CdRS pour leur dévouement et leur expertise, qui ont permis de naviguer avec succès à travers une année complexe et exigeante.

Je vous invite à lire ce rapport avec attention et à apprécier les efforts déployés pour garantir la résilience et la stabilité de notre système financier. Ensemble, nous continuerons à travailler pour un avenir prospère pour le Luxembourg et ses citoyens.

Gilles Roth

Président du CdRS

Mission, composition et activités du Comité du Risque Systémique au cours de l'année 2024

Mission et composition du CdRS

Conformément à l'article 1^{er} de la loi modifiée du 1^{er} avril 2015 portant création d'un comité du risque systémique et modifiant la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire de la Banque centrale du Luxembourg (ci-après « Loi de 2015 »), le Comité du Risque Systémique (CdRS) a coordonné la mise en œuvre de la politique macroprudentielle au Luxembourg.

La mission du CdRS consiste à contribuer au maintien de la stabilité du système financier luxembourgeois, notamment en renforçant la résilience du système financier et en diminuant l'accumulation des risques systémiques, assurant ainsi une contribution durable du secteur financier à la croissance économique.

Afin d'atteindre les objectifs de la politique macroprudentielle, le CdRS peut émettre tous les avis, alertes et recommandations qu'il juge nécessaires. Les destinataires de ces avis, alertes et recommandations sont les autorités membres du CdRS ainsi que tout ou partie du système financier, y compris les établissements de crédit, les entreprises d'assurances et de réassurances, les fonds d'investissement, les infrastructures de marché, susceptibles, collectivement ou individuellement, d'affecter la stabilité du système financier ou l'une de ses composantes. Les avis, alertes et recommandations émis par le CdRS sont rendus publics, en temps utile, si cela contribue à la réalisation de ses objectifs¹.

Le CdRS se compose des membres suivants :

- (i) le Gouvernement, représenté par le membre du Gouvernement ayant dans ses attributions la place financière ;
- (ii) la Banque centrale du Luxembourg (BCL), représentée par son directeur général ;
- (iii) la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), représentée par son directeur général ; et
- (iv) le Commissariat aux assurances (CAA), représenté par son directeur.

En 2024, les représentants des autorités membres du CdRS siégeant au sein du Comité étaient : Monsieur le Ministre Gilles Roth, Messieurs Gaston Reinesch (BCL), Claude Marx (CSSF) et Thierry Flamand (CAA). Chaque autorité membre du CdRS désigne un représentant suppléant qui peut accompagner le représentant membre aux réunions du CdRS et le remplacer en cas d'empêchement.

En 2024, les représentants suppléants étaient : Monsieur Bob Kieffer (Directeur du Trésor), respectivement Madame Christina Pinto² (Conseillère au sein du Ministère des Finances), Monsieur Nicolas Weber (Directeur à la BCL), Monsieur Claude Wampach (Directeur à la CSSF), et Monsieur Yves Baustert (Membre de la Direction du CAA). Le Secrétariat du CdRS a été assuré par Monsieur Dirk Mevis (BCL).

¹ L'ensemble des avis et recommandations émis sont disponibles sur le site internet du Comité : www.cdrr.lu

² Madame Christina Pinto à partir du 25 novembre 2024

Activités du CdRS

En 2024, le CdRS s'est réuni à quatre reprises³ pour échanger notamment au sujet (i) des répercussions en lien avec la liquidation ou la résolution de certains établissements de crédits au niveau national et/ou international, (ii) le suivi des Recommandations émises par le CERS dans le cadre du secteur de l'immobilier (CERS/2022/9 et CERS/2016/14, telle que modifiée), (iii) la protection du système financier contre les attaques cybernétiques et (iv) le suivi des recommandations du Fonds Monétaire International (FMI) dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier (PESF).

Le CdRS a poursuivi la surveillance des sources potentielles de vulnérabilités du système financier. Bien que l'année 2024 fût marquée par certains développements favorables tels que la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème, le niveau élevé des incertitudes géopolitiques a continué de peser sur la reprise économique. Ainsi, le Comité a accordé une importance particulière à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et au niveau élevé de l'endettement des ménages au Luxembourg (section 2.1.1), au cycle du crédit et à sa décomposition sectorielle (section 2.2.1), aux enjeux ayant trait à la rentabilité bancaire (section 2.2.2) et aux conséquences d'une volatilité accrue des marchés financiers sur les performances du secteur des fonds d'investissement (section 2.2.3).

Par ailleurs, en 2024, le CdRS a émis six avis et six recommandations adressés à la CSSF en sa qualité d'autorité désignée⁴. Ces recommandations et avis portaient sur :

- la fixation trimestrielle du taux de coussin contracyclique (section 3.1) ;
- l'identification des « autres établissements d'importance systémique » et du calibrage des coussins qui leur sont applicables (section 3.2) ;
- les adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel sur le territoire du Luxembourg (section 3.3); et
- la réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles (section 3.4), et
- le suivi des réponses que la CSSF, en tant qu'autorité désignée, a réservé à ses avis et recommandations (section 3.5).

Finalement, le CdRS a également assuré le suivi des recommandations émises par le Comité européen du risque systémique (CERS) en ce qui concerne :

- les vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel au Luxembourg (recommandation CERS/2019/6, section 2.1) et la nécessité de combler les lacunes relatives aux données immobilières (recommandations CERS/2016/14 et CERS/2019/3, section 4.1) ;
- les vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier commercial dans l'espace économique européen (recommandation CERS/2022/9, section 4.2) ;

³ 29/01/2024 ; 29/03/2024 ; 23/09/2024 ; et 16/12/2024

⁴ Article 59-2 (10) de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée (LSF)

- le suivi de la mise en place des codes « LEI⁵» pour l'identification des entités juridiques (recommandation CERS/2020/12, section 4.3) ;
- le suivi de la mise en place d'un cadre paneuropéen de coordination systémique des cyberincidents systémiques pour les autorités concernées (recommandation CERS/2021/17, section 4.4) ;
- l'échange et la collecte d'informations à des fins macroprudentielles sur les succursales des établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre Etat membre ou un pays tiers (recommandation CERS/2019/18, section 4.5) ; et
- l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle (CERS/2015/2, section 4.6).

⁵ Legal Entity Identifier

Chapitre 1 - Les évolutions économiques et financières récentes

En 2024, les travaux du CdRS se sont inscrits dans un contexte marqué par un ralentissement substantiel du taux d'inflation en zone euro et au Luxembourg accompagné par la baisse des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème depuis le mois de juin. Néanmoins, le contexte géopolitique tendu a continué de peser sur la reprise économique.

Bien que la croissance économique en 2024 ait été plus élevée qu'en 2023, les dernières données confirment une année globalement décevante pour l'économie mondiale, la zone euro et le Luxembourg. D'après les dernières projections macroéconomiques du Fond Monétaire International (FMI) publiées au mois de janvier 2025, la croissance économique mondiale devrait atteindre 3,2% en 2024, soit en légère baisse de 0,1 points de pourcentage (p.p.) par rapport à la croissance réalisée en 2023. En zone euro, la croissance devrait atteindre 0,7% en 2024 d'après la Banque centrale européenne qui a revu ses projections à la baisse de 0,1 p.p. au mois de décembre 2024 comparées à celles du mois de septembre 2024. Pour le Luxembourg, le Statec anticipe un rebond relatif de l'économie domestique avec une croissance du PIB réel atteignant 0,5% en 2024 après une croissance négative atteignant -1,1% en 2023.

Les projections de croissance demeurent cependant davantage optimistes pour l'année 2025, pour la zone euro et le Luxembourg. La Banque centrale européenne anticipe ainsi un taux de croissance du PIB réel atteignant 1,1% en 2025 en zone euro. Pour le Luxembourg, les projections du Statec du mois de septembre sont plus favorables avec une croissance estimée à 2,5% en 2025.

D'après la BCE, le taux d'inflation en zone euro a atteint 2,4% en moyenne 2024, soit une baisse de 3 p.p. par rapport au taux d'inflation mesuré en 2023. Au Luxembourg, le Statec évalue le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) en 2024 à 2%, en baisse par rapport au taux de 3,7% mesuré sur l'année précédente.

En conséquence, le Conseil des gouverneurs de la BCE a amorcé un assouplissement de sa politique monétaire à travers quatre baisses successives de ses principaux taux directeurs pour l'année 2024. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ramenés à 3 %, 3,15 % et 3,40 % respectivement, depuis le 18 décembre 2024. Le Conseil des gouverneurs a précisé que le processus de désinflation était en bonne voie, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissant entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme.

Au Luxembourg, la montée des tensions internationales et des taux d'intérêt avait conduit à un retournement du cycle du crédit aux ménages et des prix de l'immobilier en 2023 et au premier semestre 2024. Les données les plus récentes suggèrent néanmoins que le marché de l'immobilier résidentiel luxembourgeois est entré dans une phase de redressement progressif.

Ainsi, la croissance annuelle nominale des prix de l'immobilier a atteint -1,7% au troisième trimestre 2024, après -11,2% et -8,4% au premier et deuxième trimestre 2024, respectivement. De plus, le nombre de transactions sur les appartements était en progression au troisième trimestre 2024 de 21% en glissement annuel, accompagné par une progression annuelle nominale de 24,5% des flux de crédits immobiliers aux résidents à la même période, en raison du faible nombre de transactions sur l'année 2023.

Les signes de reprise sur le marché de l'immobilier et le redressement progressif du cycle du crédit aux ménages avec des retombées positives pour le secteur immobilier luxembourgeois. Néanmoins, ces développements doivent se confirmer sur la durée pour dissiper les risques associés au marché de l'immobilier résidentiel. Dans une logique contracyclique, la CSSF avait temporairement abaissé ce seuil à 100 points de base pour une durée de six mois. Cette mesure ayant pris fin le 31 décembre 2024, le stress test est revenu à son niveau initial de 200 points de base, marquant ainsi le retour à une approche structurelle visant à renforcer la résilience du marché immobilier.

S'agissant du secteur bancaire, l'augmentation des taux d'intérêt a contribué positivement à la profitabilité des activités bancaires en 2022 et en 2023. Si la profitabilité bancaire a continué de progresser sur les trois premiers trimestres de l'année 2024, la croissance des revenus d'intérêt semble être proche d'atteindre un maximum. En effet, au niveau agrégé les revenus nets d'intérêts n'ont progressé que de 3,6% en 2024T3 comparé au niveau atteint en fin d'année 2023 (données annualisées).

Par conséquent, le Comité a continué de porter une attention particulière à l'évolution des crédits non performants (non-performing loans ; NPLs) dans le secteur privé non financier (ménages et entreprises) qui seraient susceptible de peser sur la résilience du secteur bancaire domestique. Depuis la mi-2022, des signes de dégradation de la qualité des actifs ont fait surface avec une progression des taux de NPLs, pour les ménages et les entreprises notamment dans les secteurs de la construction et des activités immobilières ainsi que le secteur de l'immobilier commercial.

Chapitre 2 - Identification et évaluation des sources de risques

Dans le cadre de sa mission de coordination de la mise en œuvre de la politique macroprudentielle au Luxembourg, le CdRS identifie et évalue les sources potentielles de risques systémiques. Dans la poursuite de cet objectif, le Comité s'appuie sur les analyses dédiées et effectuées par ses membres, ainsi que sur un ensemble d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs à fréquence trimestrielle, réunis dans divers rapports, comme par exemple le « tableau de surveillance des risques systémiques » établi par la BCL, le tableau de bord sur l'immobilier résidentiel et sur le risque cyclique de la CSSF. Ces indicateurs d'alerte ont pour objectif d'anticiper le niveau des risques potentiels de manière à permettre aux autorités de prévenir l'accumulation des vulnérabilités susceptibles d'affecter la stabilité du système financier national.

2.1 - Vulnérabilités à moyen terme du secteur de l'immobilier résidentiel au Luxembourg (recommandation CERS/2019/6)

L'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et le niveau élevé de l'endettement des ménages constituent des sources potentielles de vulnérabilités pour la stabilité financière au Luxembourg et demeurent l'un des axes principaux d'analyse pour le CdRS en 2024.

Après une analyse de l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel au Luxembourg, et en vue de se conformer à la recommandation CERS/2019/6, le CdRS avait recommandé, à la CSSF, en date du 9 novembre 2020, d'activer une mesure Loan-To-Value différenciée⁶ en vue d'atténuer la progression de l'endettement des ménages. La CSSF a ensuite introduit la mesure sous son Règlement CSSF N° 20-08 du 3 décembre 2020 (tel que temporairement modifié par le règlement CSSF N° 24-10 du 30 décembre 2024).

En 2021, le CERS avait mené une évaluation des risques associés au marché de l'immobilier résidentiel dans les États membres de l'Espace économique européen (EEE)⁷. Dans son rapport, le CERS estimait que les vulnérabilités associées au marché de l'immobilier résidentiel luxembourgeois demeuraient à un niveau élevé. En particulier, le CERS notait (i) une croissance élevée des prix de l'immobilier, accompagnée de signes d'une surévaluation des prix par rapport aux fondamentaux économiques, (ii) une forte croissance du crédit hypothécaire et son accélération en période de pandémie dans un contexte de relâchement

⁶ Loi du 4 décembre 2019 portant modification de : 1° la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ; 2° la loi du 1er avril 2015 portant création d'un comité du risque systémique et modifiant la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg ; en vue d'instaurer des mesures macroprudentielles portant sur les crédits immobiliers résidentiels.

⁷CERS (2022). Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries. Les conclusions des exercices antérieurs avaient conduit le CERS à émettre des alertes, respectivement des recommandations à une série d'États membres, dont le Luxembourg (Alerte du CERS du 22 septembre 2016 concernant des vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel au Luxembourg (CERS/2016/09) ; Recommandation du CERS du 27 juin 2019 sur les vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel au Luxembourg (CERS/2019/6)).

des critères d'octroi de crédit avant la mise en place de la recommandation CRS/2020/005⁸ et, (iii) l'endettement élevé des ménages par rapport au revenu disponible ou au PIB.

Le CERS, tout en suggérant de compléter les mesures en vigueur, avait pris note des mesures macroprudentielles prises par les autorités luxembourgeoises depuis la publication de la recommandation CERS/2019/6 pour atténuer les vulnérabilités identifiées, telles que l'augmentation du taux de coussin de fonds propres contracyclique à 0,5 % (en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2021), ainsi que la mise en place de limites contraignantes en matière de ratios prêt-valeur (LTV). De plus, les mesures gouvernementales ayant pour but de limiter la spéculation et d'accroître l'offre de logement ont été favorablement accueillies par le CERS.

Pour les pays ayant reçu une recommandation du CERS en 2019, y compris le Luxembourg, le CERS avait décidé de ne pas formuler de nouvelles recommandations à l'issue de son dernier rapport, l'évaluation de la mise en conformité vis-à-vis de la recommandation CERS/2019/6 ayant été conduite en 2021 (voir section 2.1.2). Les évolutions récentes du marché immobilier en 2023 et 2024, telles que la baisse des prix de l'immobilier et la faible croissance des crédits hypothécaires, atténuent les conclusions du CERS datant de 2021.

2.1.1 - Analyse des risques associés à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et de l'endettement des ménages

Depuis le second semestre 2022, la progression des taux d'intérêt en zone euro, le ralentissement de la croissance économique et le climat géopolitique tendu ont entraîné un ralentissement sur le marché de l'immobilier en Europe, y compris au Luxembourg. Cependant, les données disponibles pour l'année 2024 suggèrent que les prix sur le marché de l'immobilier luxembourgeois ont atteint leur niveau le plus bas et que ceux-ci sont en phase de redressement sur certains segments. En effet, l'indice des prix du logement construit par le Statec a enregistré un ralentissement marqué de la baisse des taux de croissance annuels nominaux passant de -1,7% au troisième trimestre 2024, après -11,2% et -8,4% au premier et deuxième trimestre 2024, respectivement. Le taux de croissance trimestriel nominal de l'indice des prix de l'immobilier est ainsi redevenu positif au second et troisième trimestre 2024, atteignant 1% et 0,2%, respectivement.

Reconnaissant l'importance d'une vigilance renforcée sur le marché résidentiel luxembourgeois, le CdRS a poursuivi en 2024 l'évaluation des risques liés au secteur immobilier luxembourgeois. L'approche adoptée en matière de suivi et d'évaluation des risques s'articule autour de trois axes :

- (i) l'analyse de l'adéquation des prix immobiliers par rapport aux fondamentaux économiques ;
 - (ii) l'analyse de la soutenabilité à moyen et à long termes de l'endettement des ménages ;
- et,

⁸ Recommandation du Comité du risque systémique du 09 novembre 2020 relative aux crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg, disponible sous le [lien](#).

- (iii) l'analyse de l'exposition du secteur bancaire au marché de l'immobilier résidentiel et des pratiques des établissements de crédit luxembourgeois concernant les conditions d'octroi de crédits immobiliers aux ménages.

(i) Analyse de l'adéquation des prix immobiliers par rapport aux fondamentaux économiques

Sur la base des analyses menées par la BCL, le CdRS dispose d'un ensemble d'indicateurs permettant d'évaluer l'adéquation des prix immobiliers résidentiels par rapport aux fondamentaux économiques.

En raison des hypothèses et des choix méthodologiques qui sous-tendent ces analyses, l'évaluation des prix de l'immobilier résidentiel par rapport à leurs fondamentaux économiques reste un exercice délicat. Toutefois, et malgré les baisses récemment observées, l'ensemble des institutions (BCL, BCE, CERS et Commission européenne) a conclu à une surévaluation - à degré variable - des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg.

L'ensemble des analyses conduites par les différentes institutions s'accordent sur l'importance à long terme de la rigidité structurelle de l'offre de biens immobiliers dans la détermination des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg. L'analyse des facteurs fondamentaux révèle que l'insuffisance de l'offre de logements, face à une demande induite par une croissance démographique soutenue, serait le facteur principal de la progression des prix de l'immobilier au cours des dix dernières années. La rigidité structurelle de l'offre de biens immobiliers résidentiels implique que son élasticité-prix à court terme est insuffisante pour répondre à la forte demande, ayant entraîné mécaniquement une croissance soutenue des prix sur les dix dernières années. En raison de cette rigidité structurelle de l'offre, le marché de l'immobilier résidentiel au Luxembourg fait principalement face à des ajustements frictionnels persistants difficiles à neutraliser sans une progression significative en termes d'offre de logements.

La baisse des prix observée depuis le début de l'année 2023 apparaît comme un phénomène lié à la baisse de la demande dans un contexte d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés.

(ii) Analyse de la soutenabilité à moyen et à long terme de l'endettement des ménages

En 2024, la croissance du crédit accordé aux ménages dans le bilan des banques a entamé une légère reprise sur fond de baisse de l'inflation et des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème et les mesures de soutien gouvernementales. En effet, le taux de croissance annuel des flux de crédit immobilier est reparti à la hausse depuis le second trimestre 2024 avec une progression annuelle nominale de 19,3% suivie d'une nouvelle augmentation atteignant 68,8% au quatrième trimestre. La dette hypothécaire des ménages a par ailleurs

continué de diminuer en 2024, et représente désormais 125,6%⁹ du revenu disponible à la même période, contre 135,4% au troisième trimestre 2023 (Graphique 2).

Quant au niveau du ratio d'endettement total des ménages par rapport à leur revenu disponible brut, il a atteint au troisième trimestre 2024 un niveau de 162,2 % contre 178,8% au troisième trimestre 2023.

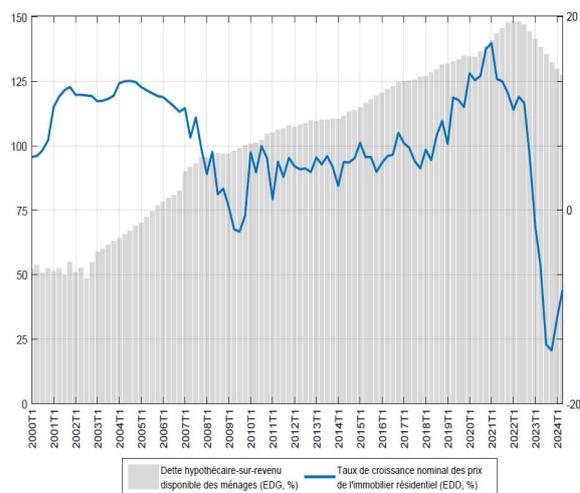
Si l'endettement des ménages a continué de diminuer en 2024 en raison du ralentissement de la croissance du crédit bancaire et de l'augmentation du revenu disponible, le Luxembourg demeure le quatrième pays de l'Union européenne avec le taux d'endettement total des ménages le plus élevé en Europe, après les Pays-Bas, le Danemark et la Suède (Graphique 3). Plus généralement, la situation d'endettement des ménages luxembourgeois, évaluée par le ratio actifs-sur-dette totale contraste avec la tendance générale de consolidation de la dette des ménages enregistrée au niveau de la zone euro depuis 2008.

Graphique 1 :
Ratio actifs-sur-dette totale (A/D) et flux de crédits accordés aux ménages



Sources : BCL ; Statec ; Période 2004T1-2024T3

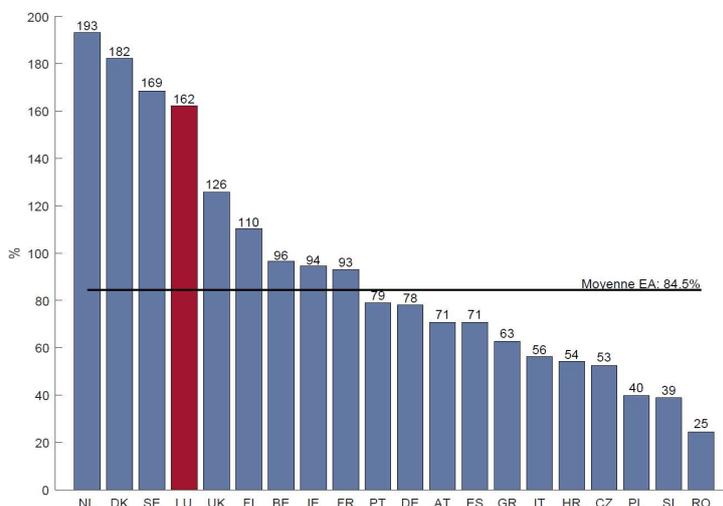
Graphique 2 :
Ratio d'endettement hypothécaire des ménages sur revenu disponible et taux de croissance nominal des prix de l'immobilier résidentiel (Période 2000T1-2024T3)



Sources : BCL ; Statec ; Période 2000T1-2024T2

⁹ Les données officielles du revenu disponible publiées par le Statec sont à fréquence annuelle et sont disponibles jusqu'en 2023. Les données trimestrielles sont obtenues par interpolation et font l'objet d'une projection entre 2024T1 et 2024T3.

Graphique 3 : Endettement total des ménages par rapport au revenu disponible en Europe



Sources : BCE (SDW) et BCL ; 2024T3.
Valeurs estimées pour le Luxembourg entre 2024T1 et 2024T3

Dans ce cadre, les perspectives de croissance au Luxembourg, estimées à 2,5% en 2025 selon le Statec, devraient écarter le scénario d'une forte hausse du chômage, ce qui constitue un facteur favorable à la soutenabilité de la dette¹⁰. Les relations complexes entre les évolutions du marché immobilier et les futures conditions financières et économiques placent la richesse des ménages et leur solvabilité au centre des considérations pour la stabilité financière au Luxembourg.

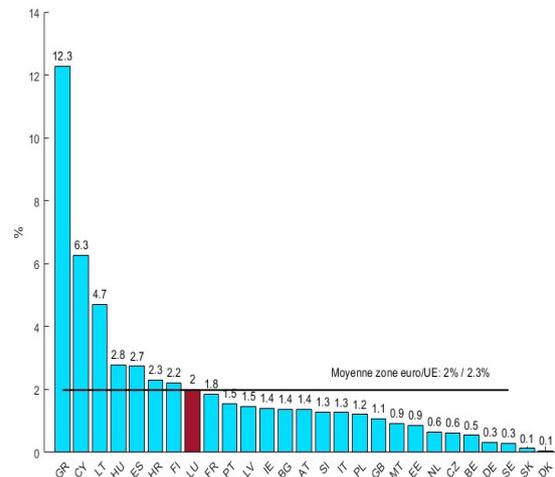
Le ratio prêt-valeur pour les nouveaux crédits immobiliers qui avait diminué en 2022 et début 2023 pour atteindre 69,6%, a légèrement augmenté, atteignant 75,3% en moyenne à la mi-2024. Les indicateurs concernant l'endettement et le crédit immobilier au moment de l'octroi des prêts ont diminué depuis 2022, puis se sont stabilisés à partir de 2023 avec un ratio moyen de la dette relative au revenu (DTI) de 751% et un ratio du crédit (immobilier) par rapport au revenu (LTI) de 604% au moment de l'octroi. En revanche, les indicateurs moyens du service de la dette (DsTI) et du service de crédit (LsTI) ont augmenté depuis 2022, indiquant un pourcentage plus élevé de revenu alloué au remboursement de la dette.

¹⁰ A la fin juin 2024, la part des prêts hypothécaires à taux fixe représentait environ 62% du total de l'encours des crédits hypothécaires, contre 38% pour les crédits en taux variable. Cependant, la proportion de crédits variables tend à diminuer pour la nouvelle production, avec un ratio à seulement 30% pour le premier semestre 2024. À ce stade, le coussin de stock d'actifs au niveau agrégé dont disposent les ménages luxembourgeois demeure relativement suffisant pour atténuer les effets d'un choc économique négatif. Cependant, cette situation agrégée peut dissimuler des disparités importantes entre ménages.

(iii) Analyse de l'exposition du secteur bancaire au marché de l'immobilier résidentiel

L'analyse des crédits hypothécaires destinés au financement de l'acquisition d'un bien immobilier résidentiel au Luxembourg révèle une concentration de cette catégorie de crédits au sein d'un nombre limité d'établissements de crédit dont le modèle d'affaires est orienté vers l'économie domestique. Dans ce cadre, la part de marché des cinq principaux établissements bancaires opérant sur le marché domestique représente près de 90 % du total des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents. Ces établissements pourraient constituer un relais de fragilité, notamment via les connexions qu'entretient le secteur bancaire avec les agents financiers et non-financiers.

Graphique 4 : Prêts immobiliers non performants en Europe



Sources : BCE et BCL. Période : 2024T3 pour le Luxembourg, 2024T2 pour les autres pays européens

Le CdRS estime cependant - sur base des analyses effectuées par ses membres - que la capacité d'absorption des pertes des banques luxembourgeoises actives sur ce segment de marché serait suffisante pour absorber les pertes probables induites par la matérialisation d'un choc relativement sévère des prix de l'immobilier résidentiel¹¹.

Le CdRS, via un suivi régulier des développements en la matière, suit les évolutions des risques propres au marché de l'immobilier luxembourgeois et notamment le risque de défaut des ménages. Le ratio des prêts immobiliers non performants (NPL) fait, par conséquent, l'objet d'une surveillance particulière car il constitue un indicateur pertinent pour suivre l'évolution de la matérialisation d'un tel risque. Au troisième trimestre 2024, ce ratio se situe à 2 %, soit un niveau identique à la moyenne de la zone euro (Graphique 5).

2.1.2 - Suivi de l'activation des instruments macroprudentiels liés au crédit immobilier

Durant l'année 2024, le CdRS a poursuivi son évaluation des risques systémiques, dont notamment ceux liés à l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel et à l'endettement des ménages.

¹¹ Dans ce contexte, le CdRS avait également adopté en date du 1er juillet 2016 une recommandation relative à la fixation d'un seuil minimum de 15 % des pondérations de risques pour les expositions des banques utilisant l'approche fondée sur des notations internes vis-à-vis de la clientèle de détail, garanties par des biens immobiliers résidentiels au Luxembourg.

La loi du 4 décembre 2019 fixe le cadre en vertu duquel la CSSF peut adopter des mesures macroprudentielles en cas de risques pour la stabilité du système financier national émanant d'évolutions dans le secteur immobilier résidentiel au Luxembourg, conformément à la recommandation CERS/2019/6.

En date du 9 novembre 2020, face à l'augmentation des risques induits par la progression des prix de l'immobilier résidentiel et de l'endettement des ménages, le CdRS a recommandé à la CSSF de fixer des limites pour le rapport LTV (« Loan-to-value ») applicable en matière d'octroi de crédits relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg (recommandation CRS/2020/005).

La recommandation du CdRS a pour objectif de limiter un levier excessif des ménages. Elle s'inscrit également dans la lignée des mesures adoptées dans le cadre de la loi budgétaire 2021 visant à restreindre la spéculation immobilière, en particulier à travers la réduction du « taux d'amortissement accéléré » et l'introduction d'un prélèvement pour les fonds d'investissement spécialisés investissant dans le secteur immobilier au Luxembourg.

Faisant suite à la recommandation du CdRS, la CSSF a fixé les limites du rapport LTV dans le règlement CSSF N° 20-08 du 3 décembre 2020, qui lie le montant du prêt qu'un ménage peut emprunter pour l'acquisition d'un bien immobilier à la valeur du bien financé en exigeant une contribution en fonds propres, limitant ainsi l'effet de levier sur le marché immobilier. Les mesures couvrent les nouveaux prêts hypothécaires contractés à partir du 1^{er} janvier 2021 pour les biens immobiliers résidentiels situés au Luxembourg et garantis par un bien immobilier situé au Luxembourg.

En 2021, le Comité a fait le suivi de la recommandation CERS/2019/6 et a communiqué au CERS l'ensemble des informations pertinentes à la réalisation de l'évaluation de la mise en conformité avec la recommandation du CERS. Ce dernier a conclu que les mesures adoptées par les autorités luxembourgeoises étaient « entièrement conformes » avec la recommandation précitée.

Par ailleurs, conformément au suivi de la recommandation CERS/2019/6, le CdRS a également transmis au CERS, au 31 octobre 2022, un rapport de suivi concernant l'évaluation de la mise en œuvre des sous-recommandations (B) et (C). La sous-recommandation (B) invitait les autorités luxembourgeoises à activer des mesures macroprudentielles à destination des emprunteurs, alors que la sous-recommandation (C) requérait la mise en place de réformes structurelles afin de réduire les frictions et les contraintes ayant conduit à l'accumulation de vulnérabilités sur le marché de l'immobilier au Luxembourg. Le CERS a publié, en septembre 2023, son rapport de conformité révélant que les mesures prises par les autorités nationales luxembourgeoises sont « entièrement conformes » aux exigences de la recommandation CERS/2019/6.¹²

¹² [CERS \(2023\). Compliance report, September 2023](#)

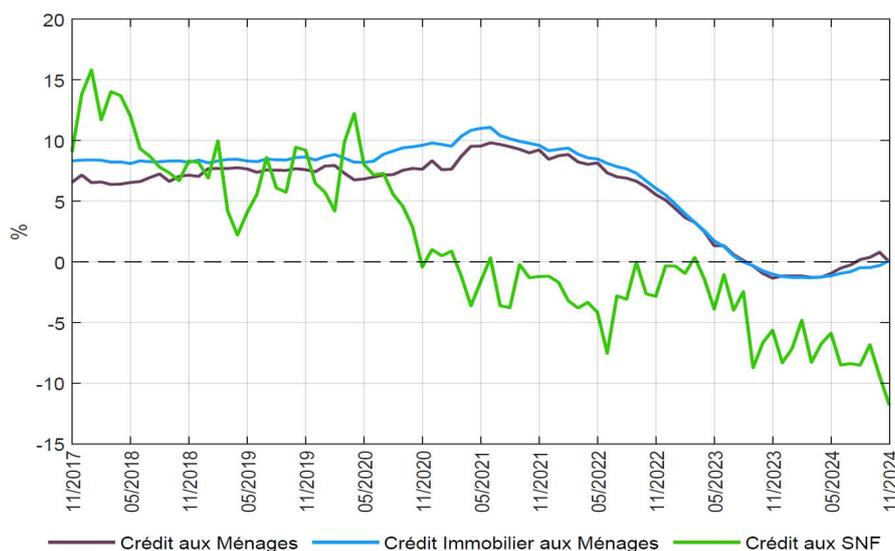
2.2 - Identification et évaluation des autres sources de risques potentielles pour la stabilité financière au Luxembourg

2.2.1 - Analyses des risques systémiques cycliques : croissance du crédit accordé aux ménages et aux sociétés non financières

Au Luxembourg, l'augmentation des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance économique ont alimenté un retournement du cycle du crédit (Graphique 6). En 2024, la croissance annuelle nominale de l'encours de crédit bancaire aux ménages a progressivement ralenti pour atteindre -0,5 % en moyenne et en particulier 0 % en novembre 2024 (glissement annuel).

Le taux de croissance du crédit accordé aux sociétés non financières des banques a poursuivi en 2024 son déclin entamé depuis la pandémie de la COVID-19. Ainsi, les données ajustées des titrisations et des transferts de crédits indiquent que le crédit aux sociétés non financières domestiques a enregistré un taux de croissance annuel moyen de -7,8% en 2024 et de -11,8 % au mois de novembre 2024 (glissement annuel).

Graphique 5 : Taux de croissance annuel nominal des crédits aux ménages, des crédits immobiliers résidentiels et des crédits aux sociétés non financières



Sources : BCL et BCE. Période : 2017M11 – 2024M11
Données de crédit aux sociétés non financières ajustées des titrisations et des transferts de crédits

L'enquête de la BCL en matière de distribution de crédit bancaire (*Bank lending survey*) suggère que la contraction de la croissance du crédit bancaire aux sociétés non financières domestiques provient surtout d'une demande de crédit faible liée aux perspectives économiques incertaines. En 2024, la baisse de la demande de crédits des sociétés non financières se situe avant tout au niveau du financement d'investissements en capital fixe.

Pour les ménages, les banques participant à l'enquête de la BCL rapportent une légère hausse de la demande de crédits immobiliers depuis le premier trimestre 2024 qui s'est progressivement intensifiée au cours de l'année. D'après les banques sondées, la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel sont les principaux facteurs explicatifs du rebond de la demande de crédits immobiliers.

Compte tenu de l'encours de la dette des sociétés non financières et des ménages luxembourgeois - dont les niveaux ont atteint 88,6 % du PIB et 162,2 % du revenu disponible brut au deuxième et troisième trimestre 2024 respectivement, ainsi que des taux d'intérêt toujours élevés, ces éléments peuvent constituer des facteurs de risque.

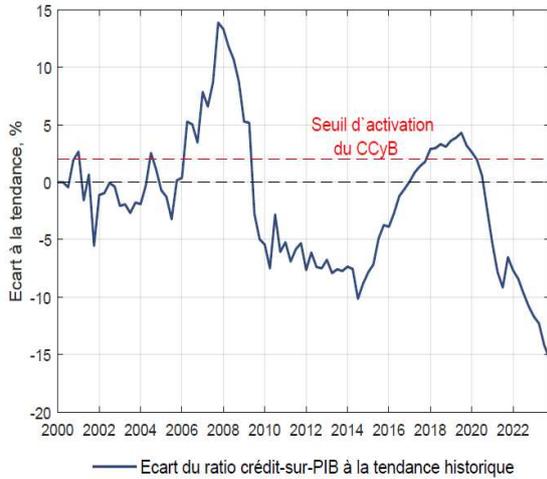
Au travers de sa mission de coordination de la politique macroprudentielle, le CdRS vise à prévenir l'accumulation des risques systémiques au sein du système financier national, notamment en évaluant la nécessité de renforcer les niveaux de fonds propres des établissements exposés à cette catégorie de risques. À cet effet, il s'appuie sur une série d'approches pour le calibrage du taux de coussin de fonds propres contracyclique¹³, dont l'activation devrait se traduire par un tassement de l'excès de crédit et une convergence du cycle de crédit vers sa tendance de long terme.

L'usage de l'écart du ratio du crédit-sur-PIB par rapport à sa tendance statistique et l'estimation des probabilités d'émergence de périodes de vulnérabilités sont des éléments déterminants dans l'appréciation des risques systémiques cycliques et le calibrage du taux de coussin contracyclique.

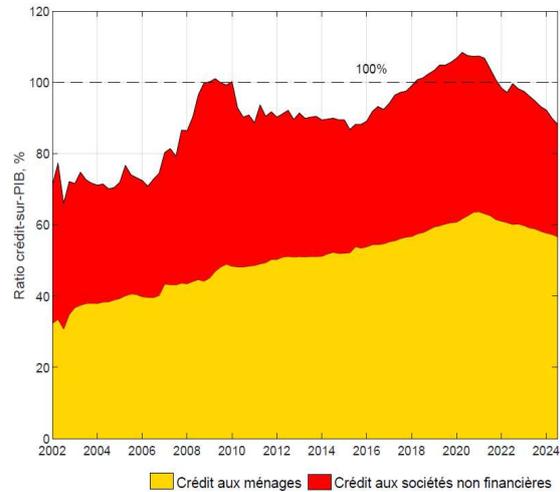
Dans ce cadre, les résultats relatifs au troisième trimestre 2024 révèlent que le ratio crédit-sur-PIB atteint 88,3 % et est inférieur à sa tendance de long terme avec un écart par rapport à cette dernière mesurée à -15,3 % au troisième trimestre 2024 (Graphiques 7 et 8). Cette baisse résulte de la décroissance continue des flux de crédit aux sociétés non financières domestiques et aux ménages sur les deux dernières années.

¹³ La recommandation CRS/2015/001 du 16 novembre 2015 détaille la méthodologie retenue par le CdRS pour le calibrage du coussin de capital contracyclique dans l'Annexe 1 dudit document.

Graphique 6 : Écart du crédit (définition étroite) à sa tendance de long terme – Filtre Hodrick-Prescott



Graphique 7 : Ratio du crédit sur PIB



Source : BCL ; Période : Gauche 2000-2024T3 ; Droite 2002-2024T3

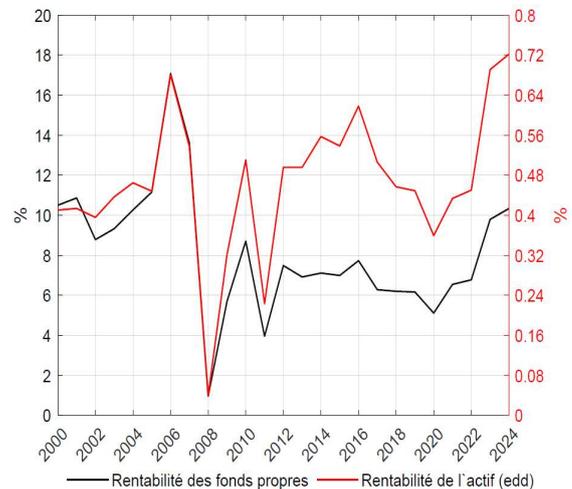
Dans un contexte macroéconomique marqué par des tensions géopolitiques importantes et un cycle de crédit en phase de repli, estimant que d'éventuels chocs négatifs seraient susceptibles d'être amplifiés, en particulier s'ils affectaient le revenu disponible des ménages ou la capacité de remboursement des emprunteurs, le CdRS a décidé de maintenir le taux de coussin de fonds propres contracyclique au Luxembourg à 0,5 % en 2024 (section 4.1)¹⁴.

¹⁴ La recommandation CRS/2023/007 présentée au Chapitre 2 et en annexe utilise les données de 2023T3.

2.2.2 - Profitabilité bancaire

Au troisième trimestre 2024, la rentabilité des fonds propres (Return on Equity ; RoE) agrégée au Luxembourg a progressé de 1 p.p. par rapport à la fin de l'année 2023 et a atteint 10,8% (Graphique 9). Les principales sources de revenus, telles que les revenus nets d'intérêts et les revenus nets de frais et de commissions, ont encore augmenté en 2024, de 3,6 % et 7,6 % respectivement en 2024T3 par rapport au 2023T4 (données annualisées). Néanmoins, les données détaillées du compte de pertes et profits suggèrent que la profitabilité bancaire est désormais proche de son maximum, la croissance des revenus nets d'intérêts ayant perdu de son élan. En effet, les flux trimestriels de revenus nets d'intérêts ont diminué de 2,1 % en glissement trimestriel et de 3,5 % en glissement annuel au 2024T3.

Graphique 8 : Rentabilité agrégée des fonds propres et des actifs des banques au Luxembourg



Sources : CSSF; Calculs BCL ; Période : 2000-2024T3.

Il n'est pas à exclure que la profitabilité bancaire se stabilise à un niveau plus bas à moyen terme, notamment dans la perspective d'une poursuite de la baisse des taux d'intérêt de la Banque centrale européenne dans les trimestres à venir.

Compte tenu des incertitudes qui entourent la croissance à moyen-terme, du niveau élevé des incertitudes géopolitiques et de la progression du risque de défaut de paiement en particulier pour les SNF, le CdRS continuera à suivre de près la situation de la rentabilité des banques luxembourgeoises.

Le CdRS reste donc attentif aux évolutions futures de la profitabilité bancaire et à la nécessité de poursuivre le suivi régulier des résultats des banques.

2.2.3 - Incertitude sur les marchés financiers et risque d'impact sur la solidité du secteur bancaire et des fonds d'investissement

Pour le secteur des fonds d'investissement, exposé à la volatilité des marchés, une remontée rapide des taux d'intérêt à long terme sur les marchés obligataires pourrait déclencher des demandes de rachats de parts. Tout comme le risque au sein du secteur des fonds d'investissement, la répercussion d'éventuels retraits de parts des fonds d'investissement sur la situation de liquidité des banques luxembourgeoises notamment des banques dépositaires est un élément important dans l'évaluation des sources potentielles de risques systémiques par le CdRS (Graphique 10). Il est à noter que les banques dépositaires effectuent très peu de transformation de maturité afin de pouvoir répondre rapidement aux demandes de retraits de liquidités des déposants.

Dans un contexte d'incertitudes géopolitiques prononcées, les marchés obligataires ont connu un rebond de la volatilité au second semestre 2024. Dans ce contexte, les fonds d'investissement au Luxembourg n'ont pourtant pas modifié la maturité résiduelle de leurs portefeuilles obligataires.

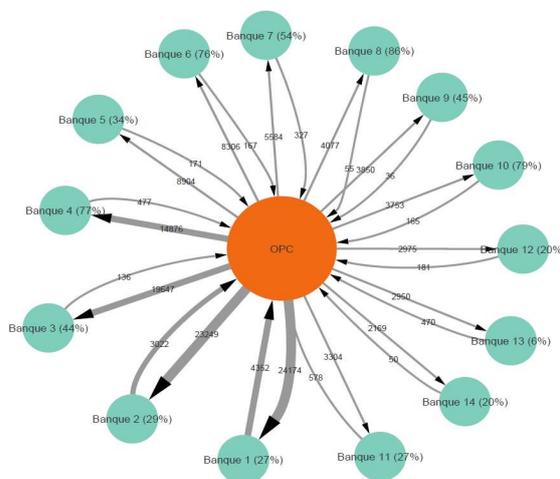
La durée modifiée est donc demeurée stable à 5,3 en septembre 2024. Par conséquent, une augmentation des taux d'intérêt d'un point de pourcentage sur les marchés financiers se traduirait une baisse de 5,3 % du portefeuille obligataire agrégé détenu par les fonds d'investissement.

Le niveau moyen de la durée modifiée masque, néanmoins, des différences importantes selon le type de fonds. En effet, en ce qui concerne les fonds non monétaires, les effets de valorisation négatifs suite à une remontée des taux d'un point de pourcentage varieraient entre -3 % pour les fonds de gestion alternative (*hedge funds*) et -7 % pour les fonds obligataires de dette publique. Dans les fonds ouverts, de tels effets de valorisation négatifs pourraient déclencher des retraits rapides et sans doute importants de la part des investisseurs.

En parallèle du maintien du niveau de la durée en 2024, les fonds d'investissement au Luxembourg ont conservé leurs niveaux de coussins de liquidité et n'ont pas modifié leur exposition au risque de crédit. Le ratio de dépôts à vue sur actifs nets a peu varié et atteignait environ 7,0 % en fin d'année 2024. Par ailleurs en septembre 2024, 82% du portefeuille obligataire agrégé était constitué d'obligations notées au-dessus de BBB.

Au niveau réglementaire, la Commission européenne a lancé une consultation en 2024 afin d'évaluer l'adéquation des politiques macroprudentielles pour l'intermédiation financière non bancaire¹⁵. L'objectif de cette consultation était de recueillir le point de vue des autorités publiques et des parties prenantes concernant l'adéquation du cadre macroprudentiel pour les entités financières non bancaires. La consultation vise à identifier les vulnérabilités et les risques associés à ces entités et à cartographier le cadre macroprudentiel existant les concernant. Deuxièmement, elle vise à recueillir des commentaires sur les défis actuels de la surveillance macroprudentielle et à discuter des domaines susceptibles d'être améliorés. Les services de la Commission utiliseront les informations recueillies dans le cadre de cette consultation pour éclairer la planification du prochain collège des commissaires pour les années 2024 à 2029.

Graphique 9 : Expositions entre banques dépositaires et OPC



Source : BCL. Période : 2024T3. Note : Expositions en millions d'euros. Le pourcentage des dettes envers les OPC relatif au total du bilan est indiqué entre parenthèses derrière le nom des banques.

¹⁵ Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFi) ([lien](#))

Chapitre 3 - Mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2024

Ce chapitre décrit les différents avis et recommandations qui ont été adoptés par le CdRS durant l'année 2024. Les mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS ont plus particulièrement porté sur :

- la fixation trimestrielle du taux de coussin contracyclique (section 3.1) ;
- l'identification des « autres établissements d'importance systémique » et le calibrage du coussin qui leur est applicable (section 3.2) ;
- les adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg (section 3.3) ; et
- la réciprocité volontaire des mesures suivantes (section 3.4) :
 - mesure belge visant à ajuster le coussin pour le risque systémique ;
 - mesure portugaise visant à mettre en place un coussin pour le risque systémique sectoriel ;
 - mesure italienne visant à mettre en place un coussin pour le risque systémique ; et
 - mesure danoise visant à ajuster le coussin pour le risque systémique sectoriel.

Ces mesures - reprises dans le tableau 1 et décrites plus amplement dans les sections qui suivent - ont pris la forme de recommandations ou d'avis adressés à la CSSF en sa qualité d'autorité désignée¹⁶.

Tableau 1 : Liste des mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2024

| Décision CdRS | Nature de la Décision du CdRS | Date de la Décision du CdRS |
|---------------------|--|-----------------------------|
| CRS/2024/001 | Recommandation du Comité du risque systémique du 8 mars 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le deuxième trimestre de l'année 2024 | 8 mars 2024 |
| CRS/2024/002 | Avis du Comité du risque systémique du 15 mars 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel ajusté par la Banque nationale de Belgique (BNB) | 15 mars 2024 |
| CRS/2024/003 | Recommandation du Comité du risque systémique du 7 mai 2024 relative à des adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg | 7 mai 2024 |

¹⁶ Les recommandations et avis précités sont disponibles en annexe du présent rapport ainsi que sur le site internet du CdRS.

| | | |
|---------------------|---|-------------------|
| CRS/2024/004 | Avis du Comité du risque systémique du 10 juin 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel adopté par le ministère danois de l'industrie, des entreprises et des finances (remplacé par l'avis du CdRS "CRS/2024/009") | 10 juin 2024 |
| CRS/2024/005 | Avis du Comité du risque systémique du 10 juin 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel adopté par Banco de Portugal | 10 juin 2024 |
| CRS/2024/006 | Recommandation du Comité du risque systémique du 10 juin 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le troisième trimestre de l'année 2024 | 10 juin 2024 |
| CRS/2024/007 | Recommandation du Comité du risque systémique du 9 septembre 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le quatrième trimestre de l'année 2024 | 9 septembre 2024 |
| CRS/2024/008 | Avis du Comité du risque systémique du 16 septembre 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique adopté par la Banca d'Italia | 16 septembre 2024 |
| CRS/2024/009 | Avis du Comité du risque systémique du 16 septembre 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel ajusté adopté par le ministère danois de l'industrie, des entreprises et des finances | 16 septembre 2024 |
| CRS/2024/010 | Avis du Comité du risque systémique du 15 octobre 2024 relatif à la désignation annuelle et au réexamen du calibrage du coussin pour les autres établissements d'importance systémique | 15 octobre 2023 |
| CRS/2024/011 | Recommandation du Comité du risque systémique du 29 novembre 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le premier trimestre de l'année 2025 | 29 novembre 2024 |
| CRS/2024/012 | Recommandation du Comité du risque systémique du 20 décembre 2024 relative à la prolongation des adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg | 20 décembre 2024 |

3.1 - Fixation trimestrielle du taux de coussin contracyclique

Le coussin de fonds propres contracyclique (*Countercyclical Capital Buffer* ; CCyB) constitue un des outils à la disposition du CdRS dans la poursuite de ses objectifs de renforcement de la résilience du système financier, et plus particulièrement celle du système bancaire. Il fait partie des instruments macroprudentiels sous le contrôle direct des autorités nationales désignées et est applicable aux établissements de crédit.

Le coussin de fonds propres contracyclique correspond à une surcharge de fonds propres ajustable dans le temps qui s'ajoute aux exigences de fonds propres des établissements de crédit durant les phases de surchauffe économique, caractérisées par une croissance du crédit au-dessus de sa tendance de long terme. En renforçant les exigences de fonds propres des établissements de crédit en période de croissance excessive du crédit, il contribue ainsi à modérer l'expansion du crédit et à prévenir l'accumulation de risques excessifs et systémiques au sein du système financier national.

Conformément à la directive CRD¹⁷ et à la recommandation du CERS sur les orientations concernant la fixation des taux de coussin contracyclique¹⁸, les autorités désignées sont tenues de calculer et de publier trimestriellement un taux de CCyB de référence¹⁹. Au Luxembourg, la CSSF est chargée, en sa qualité d'autorité désignée, de fixer le taux de CCyB de référence applicable au Luxembourg. Elle prend ses décisions après concertation avec la BCL, en prenant en compte les recommandations du CdRS. La détermination du taux de coussin contracyclique par les autorités nationales suit le principe du « pouvoir discrétionnaire orienté »²⁰, détaillé dans la recommandation CERS/2014/1.

Suivant l'application de la méthodologie susvisée aux données trimestrielles les plus récentes, le ratio « Crédit-sur-PIB », basé sur les prêts bancaires accordés aux ménages et aux entreprises non financières au Luxembourg, est estimé à 87,8 % au troisième trimestre 2024.

La déviation du ratio « Crédit-sur-PIB » par rapport à sa tendance de long terme est négative et inférieure au seuil d'activation de 2% fixé par la réglementation européenne (Graphique 10). Le guide du coussin contracyclique calculé selon la recommandation CERS/2014/1 du 18 juin 2014 est donc fixé à 0 %.

Toutefois, les analyses supplémentaires dédiées aux évaluations des risques cycliques conduites par la BCL et la CSSF, fondées notamment sur les mesures et indicateurs d'alertes avancées prévus par la recommandation CERS/2014/1, indiquent la nécessité de maintenir

¹⁷ Directive (UE) 2019/878 du Parlement Européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres.

¹⁸ Recommandation CERS/2014/1 du 18 juin 2014.

¹⁹ Le taux de CCyB de référence est exprimé en pourcentage des actifs pondérés en fonction du risque.

²⁰ D'après ce principe, les autorités chargées de la fixation du taux de coussin s'appuient sur des règles préétablies, tout en exerçant un pouvoir discrétionnaire, lorsqu'elles décident du taux de coussin adéquat :

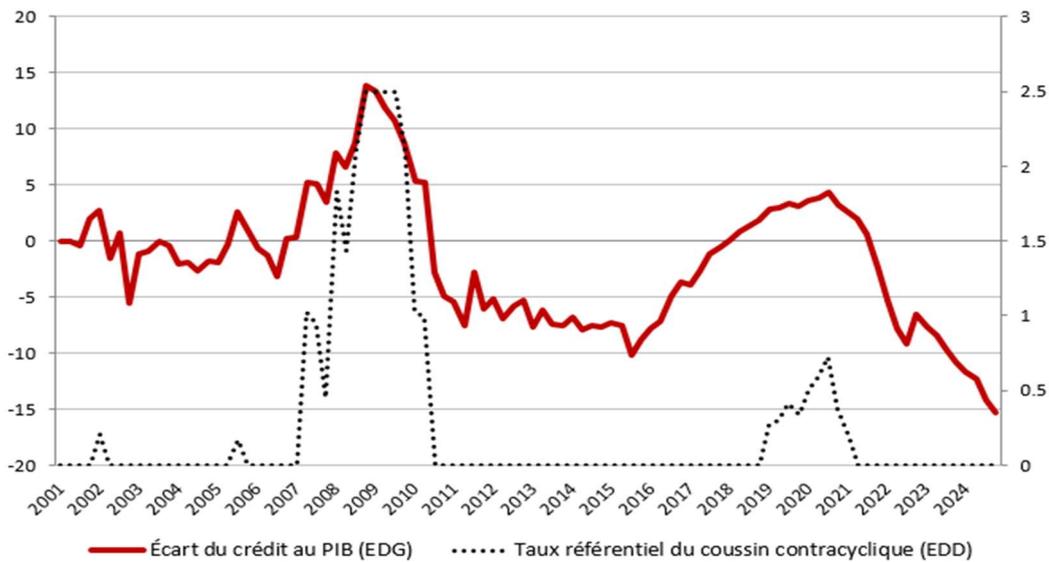
- La recommandation CERS/2014/1 précise les fondements méthodologiques pour évaluer le taux de coussin contracyclique à associer au degré d'intermédiation financière dans l'économie, mesuré par le ratio « Crédit-sur-PIB ».
- La recommandation précitée retient également que, étant donné le caractère dynamique des systèmes financiers et les spécificités des économies nationales, les autorités macroprudentielles tiennent compte dans leur prise de décision d'indicateurs supplémentaires signalant l'exacerbation d'un risque systémique associé à des périodes de croissance excessive du crédit.

le taux du CCyB inchangé. Dans un contexte économique incertain caractérisé par une dynamique de crédit en voie de repli, une diminution des prix de l’immobilier, l’occurrence de chocs négatifs seraient susceptibles d’être amplifiés, en particulier s’ils affectaient le revenu disponible des ménages ou la capacité de remboursement des emprunteurs.

Ces analyses supplémentaires, ainsi que les vulnérabilités mises en évidence par le CERS dans son alerte CERS/2016/9 et sa recommandation CERS/2019/6, ont amené le CdRS à maintenir le niveau actuel du taux de coussin de fonds propres contracyclique au Luxembourg à 0,5 %, applicable depuis le 1^{er} janvier 2021.

En 2024, le CdRS a adopté quatre recommandations²¹ relatives à la fixation trimestrielle du taux de coussin contracyclique à 0,5%. Conformément aux articles 59-7(2) de la LSF, ces recommandations ont été émises par le CdRS à l’attention de la CSSF, en sa qualité d’autorité désignée.

Graphique 10 : Écart du crédit au PIB par rapport à sa tendance historique et taux référentiel du coussin contracyclique (Fixation du CCyB pour le premier trimestre 2025)



Source : Calculs BCL. Période : 2001T1-2024T3

²¹ Recommandation du 8 mars 2024 (CRS/2024/001), Recommandation du 10 juin 2024 (CRS/2024/006), Recommandation du 9 septembre 2024 (CRS/2024/007), Recommandation du 29 novembre 2024 (CRS/2024/011)

3.2 - Identification et réexamen du calibrage du coussin pour les « autres établissements d'importance systémique »

Le coussin appliqué aux « établissements d'importance systémique » (« EIS ») joue, en tant que surcharge de fonds propres, un rôle important aux fins du renforcement de la résilience du système bancaire. Cette surcharge - dont le niveau varie en fonction du degré de risque systémique que présente chaque établissement identifié comme faisant partie des « établissements d'importance systémique » - permet d'assurer que ces établissements disposent d'une capacité supplémentaire d'absorption des pertes.

La loi luxembourgeoise distingue deux types d'établissements d'importance systémique : les « établissements d'importance systémique mondiale » (EISm) et les « autres établissements d'importance systémique » (« autres EIS »).

Les EISm sont déterminés en vertu d'une méthodologie européenne qui s'inscrit dans un exercice mené de manière cohérente au niveau mondial. Aucun établissement bancaire au Luxembourg n'est identifié comme EISm. Néanmoins, plusieurs banques luxembourgeoises sont des filiales appartenant à des groupes bancaires identifiés comme systémiques au niveau mondial par d'autres pays.

Les « autres EIS » sont des établissements bancaires qui sont systémiques à l'échelle nationale. Il s'agit d'établissements dont la défaillance pourrait avoir un impact significatif sur le système financier et/ou sur l'économie réelle nationale.

Conformément à l'article 59-3 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée (LSF), la CSSF, en sa qualité d'autorité désignée, est en charge du recensement des établissements d'importance systémique agréés au Luxembourg. En outre, conformément à l'article 59-9 de la LSF, la CSSF peut exiger des établissements d'importance systémique autre que mondiale de détenir un coussin de fonds propres supplémentaire. La CSSF peut prendre ces décisions après concertation avec la BCL et après avoir demandé l'avis du CdRS²².

En ce qui concerne l'identification et le calibrage du coussin pour les « autres EIS », les analyses conduites conjointement par la BCL et la CSSF, et présentées au CdRS, reposent sur une méthodologie fondée sur les orientations²³ définies par l'Autorité bancaire européenne (ABE). Celle-ci s'appuie sur quatre critères, à savoir :

- (i) la taille des « autres EIS » ;
- (ii) leur importance pour l'économie de l'Union européenne ou du Luxembourg ;
- (iii) leur complexité et l'importance de leurs activités transfrontalières ; et
- (iv) leurs interconnexions avec d'autres acteurs du système financier.

²² L'article 2, point b), de la Loi de 2015 dispose que le CdRS « détermine sur base des analyses réalisées par les autorités représentées au comité, les acteurs financiers et les infrastructures de marché du secteur financier ou leurs activités, qui constituent ou sont susceptibles de constituer un risque systémique pour le Luxembourg ».

²³ Orientations de l'ABE sur les critères à utiliser afin de déterminer les conditions d'application de l'article 131(3) de la directive 2013/36/UE en ce qui concerne l'évaluation des autres EIS.

L'application d'une pondération à ces quatre critères permet d'obtenir un « score » pour chaque entité et ainsi, d'apprécier leur importance systémique. Afin de tenir compte des spécificités du système financier luxembourgeois et notamment d'éventuelles interconnexions entre les établissements de crédit et les fonds d'investissement, la méthodologie proposée par l'ABE a été enrichie depuis l'exercice de 2017. Cette modification s'est traduite par l'ajout de deux indicateurs, à savoir :

- (i) une mesure de l'importance des liens entre les établissements de crédit et le secteur des fonds d'investissement (« Mesure de la centralité ») ; et
- (ii) le volume des avoirs déposés par les fonds d'investissement (« Avoirs de tiers déposés par des OPC »)

Les résultats du réexamen annuel pour l'année 2024 ont ainsi amené la CSSF en coopération avec la BCL et suivant l'avis du CdRS, à identifier les cinq établissements luxembourgeois suivants comme « autres EIS » (Tableau 2) :

Tableau 2 : Liste des autres établissements d'importance systémique (autres EIS) désignés conformément aux dispositions de l'article 59-3 de la loi du 5 avril 1993 et à la méthodologie standard décrite dans les Orientations techniques de l'ABE.

| Dénomination ²⁴ | Adresse | Score global au 31 décembre 2023 (méthodologie standard) | Taux du coussin au 1er janvier 2025 |
|---|--|--|-------------------------------------|
| Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg | 1, Place de Metz L-1930 Luxembourg Luxembourg | 620 | 0,5% |
| Banque Internationale à Luxembourg | 69, Route d'Esch L-1470 Luxembourg Luxembourg | 362 | 0,5% |
| BGL BNP Paribas | 50, Avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Luxembourg | 676 | 1,0% |
| Clearstream Banking S.A. | 42, Avenue J.F. Kennedy L-1855 Luxembourg Luxembourg | 404 | 0,5% |
| Société Générale Luxembourg | 11, Avenue Emile Reuter L-2420 Luxembourg Luxembourg | 646 | 0,5% |

Sources : BCL, CSSF.

²⁴ Classification par ordre alphabétique

Le CdRS a émis, en date du 15 octobre 2024, un avis à la CSSF, en sa qualité d'autorité désignée, relatif à l'identification des « autres établissements d'importance systémique » et au calibrage des coussins de fonds propres à détenir par ces derniers²⁵.

3.3 - Adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg

En date du 7 mai 2024, conformément aux articles 59-14bis et 59-14ter de la LSF, le CdRS a émis la recommandation CRS/2024/003 concernant la mise en place d'adaptations temporaires des mesures relatives aux crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel au Luxembourg. Cette recommandation, adressée à la CSSF en tant qu'autorité désignée, l'invite, dans les meilleurs délais, à :

- définir de manière temporaire, et ce jusqu'au 31 décembre 2024, par établissement prêteur, une marge de flexibilité égale à 10% de sa production annuelle de prêts relatifs à des biens immobiliers destinés à la location (« buy-to-let »). Les établissements prêteurs peuvent, dans le cadre de la marge de flexibilité mentionnée précédemment, accorder, des prêts individuels ou des tranches de prêts avec un rapport LTV supérieur à 80%, sans, toutefois, dépasser 95% ;
- considérer de manière temporaire, le nantissement en espèces et la garantie de l'Etat comme des apports personnels éligibles dans le cadre d'un crédit immobilier résidentiel;
- prolonger les adaptations temporaires énumérées ci-dessus à tous les contrats de crédit nouvellement accordés portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel au Luxembourg, conclus directement par des personnes physiques ou indirectement

Par suite, le 20 décembre 2024, tenant en compte (i) de la phase cyclique descendante du marché immobilier luxembourgeois, marquée par une baisse des prix et des crédits hypothécaires, (ii) du ralentissement renforcé par le durcissement des conditions de financement, notamment pour les biens « buy-to-let », ainsi que (iii) de la nature liquide du nantissement en espèces et du faible risque associé à la garantie de l'État dans les crédits immobiliers pour les apports personnels, le CdRS a décidé au travers de sa recommandation CRS/2024/012 de prolonger, jusqu'au 30 juin 2025, les mesures temporaires initialement prévues par la recommandation CRS/2024/003. La CSSF a par conséquent émis son Règlement CSSF N° 24-10 du 30 décembre 2024 relatif à la prolongation des adaptations temporaires du Règlement CSSF N° 20-08 du 3 décembre 2020.

²⁵ Avis CRS/2024/010 du 15 octobre 2024

3.4 - Réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles

En vue de garantir l'efficacité et la cohérence de la politique macroprudentielle, le CERS estime que les autorités macroprudentielles nationales doivent accorder une attention toute particulière aux potentiels effets transfrontaliers de leurs décisions en matière macroprudentielle et, s'il y a lieu, déployer des instruments de politique appropriés pour les contrecarrer.

À cet effet, le CERS recommande une approche reposant sur deux piliers, à savoir l'évaluation systématique des effets transfrontaliers de la politique macroprudentielle, et une réponse politique coordonnée, sous forme d'une réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle, lorsque cela est jugé nécessaire²⁶. Dans cette optique, le CERS a établi un cadre relatif à « l'évaluation des effets transfrontaliers » et à la « réciprocité volontaire » des mesures de politique macroprudentielle²⁷.

Au cours de l'année 2024, le CdRS s'est prononcé à quatre reprises sur l'application du principe de « réciprocité volontaire » tel que recommandé par le CERS. Les mesures macroprudentielles pour lesquelles le CdRS s'est prononcé au cours de l'année 2024 sont les suivantes :

- (i) la réciprocité de la mesure belge visant à ajuster la mise en place du coussin pour le risque systémique sectoriel (CRS/2024/002) ;
- (ii) la réciprocité de la mesure portugaise visant à mettre en place un coussin pour le risque systémique sectoriel (CRS/2024/005) ;
- (iii) la réciprocité de la mesure italienne visant à mettre en place un coussin pour le risque systémique (CRS/2024/008) ; et
- (iv) la réciprocité de la mesure danoise visant à ajuster la mise en place du coussin pour le risque systémique sectoriel (CRS/2024/009).

3.5 - Suivi et évaluation des réponses aux recommandations et avis du CdRS

Conformément à l'article 2, point f) de la Loi de 2015, le CdRS évalue et fait le suivi des réponses que les destinataires ont réservé à ses avis, alertes et recommandations. Le CdRS a procédé à l'évaluation et au suivi des réponses que la CSSF, en tant que destinataire des avis et recommandations émis par le CdRS, a réservé aux avis et recommandations adoptés par le CdRS en 2024.

Sur base des rapports d'évaluation établis par le Secrétariat du CdRS, le Comité a conclu que la CSSF s'est entièrement conformée auxdits avis et recommandations. Les règlements adoptés par la CSSF à la suite des décisions du CdRS sont repris dans le tableau 3. Pour une

²⁶ Recommandation CERS/2015/2 du 15 décembre 2015

²⁷ Le cadre juridique du principe de « réciprocité volontaire » est fondé sur la recommandation CERS/2015/2.

vue exhaustive des mesures prises, veuillez consulter les sites internet du CdRS et de la CSSF.

Tableau 3 : Liste des avis et recommandations du CdRS en 2024

| Décision CdRS | Date de la décision du CdRS | Mesure CSSF | Date de la mesure de la CSSF |
|------------------------------------|-----------------------------|---|------------------------------|
| Recommandation CRS/2024/001 | 8 mars 2024 | Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°24-03 | 28 mars 2024 |
| Avis CRS/2024/002 | 15 mars 2024 | Non réciprocation | N/A |
| Recommandation CRS/2024/003 | 7 mai 2024 | Adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg Règlement CSSF N°24-04 | 21 mai 2024 |
| Avis CRS/2024/004 | 10 juin 2024 | Non réciprocation (remplacé par Avis CRS/2024/009) | N/A |
| Avis CRS/2024/005 | 10 juin 2024 | Non réciprocation | N/A |
| Recommandation CRS/2024/006 | 10 juin 2024 | Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°24-05 | 28 juin 2024 |
| Recommandation CRS/2024/007 | 9 septembre 2024 | Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°24-06 | 30 septembre 2024 |
| Avis CRS/2024/008 | 16 septembre 2024 | Non réciprocation | N/A |
| Avis CRS/2024/009 | 16 septembre 2024 | Non réciprocation | N/A |
| Avis CRS/2024/010 | 15 octobre 2024 | Désignation annuelle et réexamen du calibrage du coussin pour les autres établissements d'importance systémique Règlement CSSF N°24-08 | 29 novembre 2024 |
| Recommandation CRS/2024/011 | 29 novembre 2024 | Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°24-09 | 30 décembre 2024 |
| Recommandation CRS/2024/012 | 20 décembre 2024 | Prolongation des adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens | 30 décembre 2024 |



| | | | |
|--|--|---|--|
| | | immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg Règlement CSSF N°24-10 | |
|--|--|---|--|

Chapitre 4 - Suivi des recommandations en vigueur émises par le Comité européen du risque systémique (CERS) et mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2024

4.1 - Recommandations des 31 octobre 2016 et 21 mars 2019 visant à combler les lacunes de données immobilières (CERS/2016/14 et CERS/2019/3)

Afin de donner suite à la recommandation du CERS du 31 octobre 2016 visant à combler les lacunes de données immobilières (CERS/2016/14), la CSSF a mis en place, début 2019, une collecte de données permettant d'affiner ses analyses des risques du marché immobilier luxembourgeois.

En mars 2019, afin de permettre aux autorités macroprudentielles nationales d'évaluer de manière harmonisée les risques systémiques spécifiques au secteur de l'immobilier commercial, la recommandation précitée a été amendée par le CERS pour couvrir également ce segment de marché (recommandation CERS/2019/3).

En vue de la mise en conformité avec la recommandation précitée dans les délais impartis, le CdRS a, dès 2019, mis en place un groupe de travail, constitué des membres du CdRS et du Statec, chargé de définir les modalités de l'opérationnalisation de la recommandation du CERS, à savoir mettre en place des définitions opérationnelles harmonisées et instaurer un cadre de données granulaires et cohérentes concernant l'immobilier commercial. Les modèles de collecte de données s'appuient sur la liste des indicateurs décrits dans la recommandation du CERS de mars 2019. Les travaux du groupe de travail s'appuient sur deux volets. Le premier volet est couvert par la CSSF et la BCL, qui sont en charge d'établir les modèles de collecte des données auprès des banques et des fonds d'investissement. Le second volet est couvert par le Statec qui, en vue de la constitution des indicateurs requis par la recommandation du CERS, est en charge de collecter les données auprès des principaux acteurs du secteur de l'immobilier commercial.

En juin 2021, le CERS a publié le rapport de conformité²⁸ en ce qui concerne les sous-recommandations (A) et (B) sur les progrès réalisés en matière de collecte de données relatives au marché de l'immobilier résidentiel. Les mesures mises en place par le Luxembourg ont été évaluées par le CERS comme étant « largement conformes » aux exigences de la recommandation CERS/2016/14 telle que modifiée par la recommandation CERS/2019/3. En février 2023, le CERS a publié le rapport de conformité²⁹ en ce qui concerne les sous-recommandations (C) et (D) relatives aux progrès réalisés en matière de collecte de données relatives au marché de l'immobilier commercial. Le CERS a évalué le Luxembourg comme « entièrement conforme » aux exigences de la recommandation CERS/2016/14 telle que modifiée par la recommandation CERS/2019/3. Conformément à la Section 2(3) de la recommandation susmentionnée, le CdRS soumettra, au plus tard le 31 décembre 2025, un rapport final au CERS sur la mise en œuvre des sous-recommandations C(1) et D(2), concernant les indicateurs relatifs au marché physique de l'immobilier commercial.

²⁸ [CERS \(2021\). Summary compliance report, June 2021](#)

²⁹ [CERS \(2023\). Summary compliance report, February 2023](#)

4.2 - Recommandation du 1er décembre 2022 sur les vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier commercial dans l'Espace économique européen (CERS/2022/9)

En 2022, le CERS a estimé que le secteur de l'immobilier commercial était vulnérable à la matérialisation des risques cycliques liés au resserrement des conditions de financement et à la détérioration prononcée des perspectives de croissance dans ce secteur. En conséquence, le CERS a émis le 1^{er} décembre 2022 la recommandation CERS/2022/9 sur les vulnérabilités dans le secteur de l'immobilier commercial au sein de l'Espace économique européen, laquelle se décompose en quatre sous-recommandations.³⁰

La sous-recommandation A invite les autorités pertinentes³¹ de l'Union ayant un rôle dans la stabilité financière à suivre de près les vulnérabilités actuelles et potentiellement émergentes spécifiques au marché de l'immobilier commercial notamment en évaluant la phase cyclique de l'immobilier commercial et les perspectives d'évolution, tout (i) en tenant compte de l'impact des conditions de financement et des conditions macroéconomiques générales et (ii) en évaluant les vulnérabilités liées à l'immobilier commercial à travers différentes catégories de risques.

En outre, le CERS estime que les autorités de surveillance devraient, dans le cadre de leurs mandats respectifs et avec les instruments dont elles disposent, veiller à ce que toutes les institutions financières qui fournissent des financements pour l'immobilier commercial mettent en place des pratiques prudentes de gestion des risques (sous-recommandation B).

Le CERS recommande également aux autorités d'assurer la résilience des établissements de crédit et des fonds d'investissement en activant les instruments adéquats, lorsque cela est jugé nécessaire, pour atténuer les risques découlant du secteur des crédits immobiliers et préjudiciables à la stabilité du système financier (sous-recommandation C).

Enfin, il est recommandé à la Commission européenne d'évaluer le cadre macroprudentiel actuel de l'Union européenne et de veiller à ce que des règles cohérentes soient à l'avenir mises en place pour traiter les risques liés aux expositions aux crédits immobiliers commerciaux (sous-recommandation D).

La recommandation CERS/2022/9 requiert que les autorités nationales transmettent au Parlement européen, au Conseil, à la Commission européenne et au CERS un rapport sur les mesures prises, les évaluations effectuées et les conclusions tirées en ce qui concerne la sous-recommandation (A) pour le 31 mars 2024. Un rapport additionnel détaillant les actions entreprises par les autorités concernant les recommandations (B), (C) et (D) est requis à la fin du premier trimestre 2026.

³⁰ Recommandation (CERS/2022/9) du 1^{er} décembre 2022 du Comité européen du risque systémique concernant les vulnérabilités du secteur de l'immobilier commercial dans l'Espace économique européen.

³¹ Les autorités pertinentes sont les autorités de surveillance, les autorités macroprudentielles nationales et les autorités désignées.

En vue de la mise en conformité avec la recommandation précitée dans les délais impartis, le CdRS a mis en place en septembre 2023 un groupe de travail constitué des experts auprès des autorités membres, à savoir le Ministère des Finances, la BCL, la CSSF et le CAA. Ce groupe est chargé de coordonner les travaux entre les autorités membres, discuter et rédiger les réponses à apporter afin de se mettre en conformité avec la recommandation précitée. Le groupe de travail a réalisé des progrès substantiels dans l'examen des différents éléments de la Recommandation du CERS. Le groupe s'est réuni à trois reprises en 2024 et œuvre à l'amélioration du suivi des risques concernant le marché de l'immobilier commercial et informe les membres du CdRS sur les avancées des travaux lors des réunions régulières du CdRS.

Conformément à la Section 2(3) de la recommandation CERS/2022/9, le CdRS a remis en mars 2024 au CERS un rapport sur les mesures prises, les évaluations effectuées et les conclusions tirées en ce qui concerne la sous-recommandation (A). Le rapport de conformité relatif à cette sous-recommandation devrait être publié par le CERS au cours de l'année 2025.

4.3 - Recommandation du 24 septembre 2020 concernant la mise en place des codes « LEI » pour l'identification des entités juridiques (CERS/2020/12)

En 2012, le G20 a approuvé les recommandations émises par le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) relatives à l'élaboration d'un système international d'identification des entités juridiques (*legal entity identifier*, LEI) pour les participants aux opérations financières et a encouragé l'adoption du code LEI à l'échelle mondiale pour aider les autorités et les acteurs du marché à repérer et à gérer le risque financier.

Dans le cadre de la surveillance macroprudentielle, l'utilisation d'un identifiant d'entité juridique unique, exclusif et universel, renforce la capacité des autorités à évaluer les risques systémiques et émergents associés au phénomène de contagion financière et à adopter, le cas échéant, les mesures correctives nécessaires. En particulier, l'identification claire des parties contractuelles dans un réseau permet aux autorités d'analyser les interconnexions et d'identifier les chaînes de contagion possibles.

Afin de prévenir, sinon d'atténuer, les risques systémiques associés aux effets de contagion financière, la recommandation CERS/2020/12³² vise à instaurer un cadre juridique, permettant d'identifier de façon unique au sein de l'Union les entités juridiques participant à des opérations financières et à rendre l'utilisation du code LEI plus systématique dans le cadre de la déclaration d'informations prudentielles et de la publication d'informations.

La sous-recommandation (A) requiert de la Commission européenne l'introduction d'un cadre juridique commun régissant l'identification, par un identifiant d'entité juridique, des entités juridiques établies dans l'Union qui participent à des opérations financières, en tenant dûment compte du principe de proportionnalité et en prenant en considération la nécessité de prévoir ou d'atténuer le risque systémique pour la stabilité financière de l'Union, permettant ainsi d'atteindre les objectifs du marché intérieur.

³² Recommandation du CERS du 24 septembre 2020 concernant l'identification des entités juridiques ([lien](#)).

La sous-recommandation (B) invite les autorités concernées, dans l'attente de l'adoption par la Commission européenne d'un cadre juridique commun, qu'elles exigent ou, le cas échéant, continuent à exiger, que toutes les entités juridiques soumises à leur surveillance qui participent à des opérations financières disposent d'un code LEI.

Aussi, les autorités sont invitées dans le cadre de l'élaboration, l'imposition ou la modification des obligations de déclaration financière à inclure ou, le cas échéant, à continuer d'inclure dans ces obligations, une obligation d'identifier par un code LEI, l'entité juridique soumise à l'obligation de déclaration et toute autre entité juridique au sujet de laquelle des informations doivent être déclarées et qui dispose d'un code LEI.

Enfin, il est recommandé aux autorités d'identifier ou, le cas échéant, de continuer d'identifier, au moyen de son code LEI, toute entité juridique au sujet de laquelle elles publient des informations et qui dispose d'un code LEI.

Afin de se mettre en conformité avec la recommandation du CERS, le CdRS a instauré un groupe de travail constitué de la BCL et de la CSSF. Les conclusions du rapport transmis par le groupe de travail au CdRS en 2021 indiquent que le Luxembourg répond en l'état aux principales recommandations du CERS, l'utilisation d'un code LEI étant requise actuellement par un nombre de règlements et directives européennes tels que le règlement EMIR³³, le règlement CRR³⁴ ou encore la directive AIFMD³⁵.

L'ensemble de ces informations a été transmis au CERS dans le cadre du rapport de suivi de la recommandation CERS/2020/12 en date du 31 décembre 2021. Cependant, durant l'année 2022, le secrétariat du CdRS a été en contact avec les membres chargés de l'évaluation de la conformité des autorités luxembourgeoises avec la sous-recommandation (B) de la recommandation CERS/2020/12. À cet égard, différentes informations additionnelles ont pu être fournies au CERS chargé de l'évaluation de la conformité. Selon le rapport de conformité du CERS, publié en mars 2024, la BCL, la CSSF et le CAA ont été évalués comme « largement conformes » avec les exigences de ladite sous-recommandation.³⁶

4.4 - Recommandation du 2 décembre 2021 concernant la mise en place d'un cadre paneuropéen de coordination systémique des cyber-incidents systémiques pour les autorités concernées (CERS/2021/17)

La pandémie de COVID-19 a mis en évidence l'importance du rôle joué par la technologie pour permettre la continuité de l'activité du secteur financier. Les autorités et institutions concernées ont adapté rapidement leur infrastructure informatique et leurs cadres de gestion afin de faciliter le télétravail de leurs collaborateurs.

³³ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux ([lien](#)).

³⁴ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 ([lien](#)).

³⁵ Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010 ([lien](#)).

³⁶ CERS, 2024, Summary Compliance Report, March 2024 ([lien](#))

Cette action nécessaire à la continuité de l'activité économique s'est traduite par l'accroissement de l'exposition globale du système financier aux cyber-menaces. Dans ce contexte, le CERS a émis une nouvelle recommandation ayant pour objectif la mise en place d'un *cadre paneuropéen de coordination systémique des cyberincidents systémiques pour les autorités des États membres* (CERS/2021/17) étant donné que les cyberincidents majeurs peuvent présenter un risque systémique en raison de leur capacité à entraver les activités financières essentielles.

La recommandation du CERS comprend trois sous-recommandations dont l'objectif est de permettre une mise en place progressive d'une réponse efficace et coordonnée au niveau de l'Union en cas d'incident cybernétique transfrontalier majeur affectant le bon fonctionnement des technologies de l'information et de communication des acteurs financiers systémiques ou représentant une menace sérieuse sur l'ensemble du système financier.

La sous-recommandation (A) invite les autorités européennes de surveillance (AES), conjointement à travers le comité mixte, et en collaboration avec la BCE, le CERS et les autorités nationales pertinentes, à entreprendre l'élaboration graduelle d'un cadre effectif pour une réponse coordonnée et efficace de l'UE en cas d'incident cybernétique transfrontalier majeur ou ayant trait à une menace susceptible d'avoir des répercussions d'une nature systémique sur le secteur financier de l'Union. Les travaux préparatoires en vue d'une réponse coordonnée au niveau de l'UE devraient comporter l'élaboration progressive d'un cadre paneuropéen de coordination des cyberincidents systémiques (EU-SCICF) pour les AES, la BCE, le CERS et les autorités nationales concernées. Ce cadre devrait également inclure une évaluation des besoins en ressources pour un développement efficace de l'EU-SCICF. Dans ce cadre, il est recommandé que les AES entreprennent, au vu de la recommandation A (1) et en consultation avec la BCE et le CERS, un recensement et une analyse des entraves actuelles, des barrières juridiques et des autres obstacles opérationnels pour le développement efficace de ce cadre paneuropéen de coordination (EU-SCICF).

La sous-recommandation (B) requiert que ses destinataires (AES, BCE, États membres) désignent un point de contact principal qui devra être communiqué aux AES. Cette liste de contacts facilitera l'élaboration du cadre et, une fois que l'EU-SCICF sera en place, les points de contact et le CERS devraient être informés de tout incident cybernétique majeur. Dans ce contexte, la recommandation invite les autorités à tenir compte du point de contact unique déjà désigné lors de la transposition de la directive UE/2016/1148 par les États membres pour assurer la coopération transfrontalière avec les autres États membres et avec le groupe de coopération sur les réseaux et systèmes d'information (SRI). Dans ce contexte, les membres du CdRS ont convenu de désigner la CSSF comme point de contact unique et l'ont chargé de communiquer cette décision aux autorités européennes de surveillance. Enfin, la sous-recommandation (C) convie, sur la base du résultat de l'analyse requise par la recommandation (A), la Commission européenne à adopter les mesures nécessaires pour assurer une coordination effective en réponse à des incidents cybernétiques d'une nature systémique.

Afin d'assurer la mise en conformité avec la sous-recommandation (B) de la Recommandation CERS/2021/17, les autorités membres du CdRS ont entrepris les mesures requises par ladite recommandation et ont transmis en 2023 au CERS, les informations nécessaires relatives à la désignation de la CSSF comme point de contact unique. Dans son rapport de conformité, publié en juin 2024, le CERS a évalué le Luxembourg comme « entièrement conforme » aux exigences de la sous-recommandation (B).³⁷

4.5 - Recommandation du 26 septembre 2019 concernant l'échange et la collecte d'informations à des fins macroprudentielles sur les succursales des établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre Etat membre ou un pays tiers (CERS/2019/18)

Lorsque les succursales des institutions de crédit, ayant leur administration centrale dans un autre État membre ou un pays tiers, sont considérées comme pertinentes pour la stabilité financière du pays où elles opèrent, le CERS considère qu'il est important d'intensifier la collaboration entre les autorités concernées des États membres d'accueil et d'origine afin d'assurer l'efficacité de la politique macroprudentielle dans les États membres d'accueil de ces succursales.

Par conséquent, le 26 septembre 2019, le CERS a émis la recommandation CERS/2019/18 sur l'échange et la collecte d'informations à des fins macroprudentielles sur les succursales des établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre État membre ou un pays tiers. Cette recommandation comporte notamment trois sous-recommandations.

La sous-recommandation (A) invite les autorités concernées à échanger les informations jugées nécessaires pour l'exécution de leurs missions liées à l'adoption ou à la mise en œuvre de mesures macroprudentielles ou d'autres missions concernant la stabilité financière, en ce qui concerne les succursales dans un État membre d'accueil d'établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre État membre ou dans un pays tiers.

La sous-recommandation (B) invite la Commission européenne à évaluer les obstacles en droit de l'Union empêchant les autorités chargées de l'adoption de mesures macroprudentielles ou d'autres missions concernant la stabilité financière de détenir les informations nécessaires sur les succursales pour remplir ces fonctions ou exercer ces missions.

La sous-recommandation (C) invite l'autorité bancaire européenne à émettre des orientations pour l'échange d'informations entre les autorités concernées concernant des succursales d'établissements de crédit ayant leur administration centrale dans un autre État membre et à contrôler régulièrement, en coopération avec le CERS, l'efficacité et l'efficience de cet échange d'informations.

En décembre 2020, le CdRS a transmis au CERS le rapport intermédiaire sur les informations relatives à la mise en œuvre de la sous-recommandation (A).

³⁷ CERS (2024), Summary Compliance Report, June 2024 ([lien](#))

L'évaluation de ces informations par le CERS a conduit, en octobre 2021, à la publication de son rapport de conformité, lequel a évalué la BCL, la CSSF et le CdRS comme étant « entièrement conformes » à ladite sous-recommandation.³⁸ En outre, conformément à la Section 2(3) de la recommandation CERS/2019/8, le CdRS a transmis au CERS, en décembre 2024, le rapport final concernant le suivi de la sous-recommandation (A).

4.6 - Recommandation du 15 décembre 2015 sur l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle (CERS/2015/2)

Afin de garantir l'efficacité des mesures nationales macroprudentielles, le CERS a souligné la pertinence de compléter la reconnaissance obligatoire, imposée par le droit de l'Union, par une réciprocité volontaire. Cette dernière permet d'assurer que le champ d'application des mesures nationales macroprudentielles couvre les succursales de prestataires de services financiers étrangers ainsi que les prestataires de services financiers étrangers fournissant directement des services financiers transfrontaliers.

En conséquence, le 15 décembre 2015, le CERS a émis à l'attention des autorités concernées³⁹, la recommandation CERS/2015/2 afin d'évaluer les effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles. Cette recommandation couvre les mesures macroprudentielles que ces autorités sont chargées d'adopter ou d'activer et se décompose en quatre sous-recommandations.

La sous-recommandation (A) invite les autorités concernées à évaluer les effets transfrontaliers de la mise en œuvre de leurs mesures macroprudentielles et à effectuer le suivi, au moins une fois par an, de l'évolution de ces effets.

La sous-recommandation (B) invite les autorités concernées à notifier au CERS les mesures macroprudentielles dès leur adoption, et au plus tard dans un délai de deux semaines suivant cette adoption.

La sous-recommandation (C) invite les autorités concernées à appliquer par réciprocité les mesures macroprudentielles adoptées par d'autres autorités concernées et dont le CERS recommande l'application réciproque. Elles doivent adopter ces mesures dans un délai de trois mois suivant la publication de la dernière modification de la Recommandation CERS/2015/2 au Journal officiel de l'Union européenne, sauf si un délai spécifique a été communiqué, et auquel cas ce dernier prévaut.

La sous-recommandation (D) invite les autorités concernées à notifier au CERS, leur application réciproque des mesures macroprudentielles adoptées par d'autres autorités concernées. La notification doit être transmise au CERS dans un délai maximum d'un mois après l'adoption de la mesure de réciprocité.

³⁸ CERS (2021), Summary Compliance Report, October 2021 ([lien](#))

³⁹ Les autorités concernées sont les autorités compétentes nationales, les autorités désignées nationales, les autorités macroprudentielles nationales, ainsi que la Banque centrale européenne pour les États membres qui participent au mécanisme de surveillance unique.

Conformément à la Section 2(3) de la Recommandation CERS/2015/2, les autorités concernées sont invitées à soumettre au CERS un rapport détaillant les mesures prises concernant l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles, ou à fournir une justification adéquate en cas d'inaction.

Ainsi, en juillet 2023, le CdRS a transmis au CERS, un rapport détaillant l'ensemble contenant des mesures prises par le Luxembourg pour la période du 1 juillet 2021 au 30 juin 2023. Dans son rapport de conformité, publié en août 2024, le CERS a évalué le Luxembourg comme « entièrement conforme » aux exigences de la Recommandation CERS/2015/2.⁴⁰

⁴⁰ CERS (2024), Summary Compliance Report, August 2024 ([lien](#))

Annexes

Recommandations et Avis publiés par le CdRS en 2024

8 mars 2024

Recommandation du Comité du risque systémique du 8 mars 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le deuxième trimestre de l'année 2024

<https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/03/Recommandation-CdRS-du-8-mars-2024-Fixation-du-taux-de-coussin-contracyclique-pour-le-2eme-trimestre-2024.pdf>

15 mars 2024

Avis du Comité du risque systémique du 15 mars 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel ajusté par la Banque nationale de Belgique (BNB)

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/03/Avis-du-CdRS-15-mars-2024_Reciprocite-du-coussin-pour-le-risque-systemique-sectoriel-ajuste-par-la-BNB.pdf

7 mai 2024

Recommandation du Comité du risque systémique du 7 mai 2024 relative à des adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg

<https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/05/Recommandation-CdRS-du-7-mai-2024-Adaptations-temporaires-des-mesures-visant-des-credits-immobiliers-residentiel-au-Luxembourg.pdf>

10 juin 2024

Avis du Comité du risque systémique du 10 juin 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel adopté par le ministère danois de l'industrie, des entreprises et des finances (remplacé par l'avis du CdRS "CRS/2024/009")

10 juin 2024

Avis du Comité du risque systémique du 10 juin 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel adopté par Banco de Portugal

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/06/Avis-CdRS-du-10-juin-2024_Reciprocite-du-coussin-pour-le-risque-systemique-sectoriel-adopté-par-Banco-de-Portugal.pdf

10 juin 2024

Recommandation du Comité du risque systémique du 10 juin 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le troisième trimestre de l'année 2024

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/06/Recommandation-CdRS-du-10-juin-2024_Fixation-du-taux-de-coussin-contracyclique-pour-le-3e-trimestre-2024.pdf

9 septembre 2024

Recommandation du Comité du risque systémique du 9 septembre 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le quatrième trimestre de l'année 2024

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/09/Recommandation-CdRS-du-09_09_2024-Fixation-du-taux-de-coussin-contracyclique-pour-le-4eme-trimestre-2024-1.pdf

16 septembre 2024

Avis du Comité du risque systémique du 16 septembre 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique adopté par la Banca d'Italia

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/09/Avis-CdRS_16_09_2024-Reciprocite-du-coussin-pour-le-risque-systemique-adopte-par-la-Banca-d-Italia.pdf

16 septembre 2024

Avis du Comité du risque systémique du 16 septembre 2024 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel ajusté adopté par le ministère danois de l'industrie, des entreprises et des finances

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/09/Avis-CdRS-16_09_2024-Reciprocite-du-coussin-pour-le-risque-systemique-sectoriel-ajuste-adopte-par-le-ministere-danois.pdf

15 octobre 2024

Avis du Comité du risque systémique du 15 octobre 2024 relatif à la désignation annuelle et au réexamen du calibrage du coussin pour les autres établissements d'importance systémique

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/10/Avis-CdRS-15_10_2024-Designation-annuelle-et-reexamen-du-calibrage-du-coussin-pour-les-AEIS.pdf

29 novembre 2024

Recommandation du Comité du risque systémique du 29 novembre 2024 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le premier trimestre de l'année 2025

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/11/Recommandation-CdRS-du-29_11_2024-Fixation-du-taux-de-coussin-contracyclique-pour-le-1er-trimestre-2025.pdf

20 décembre 2024

Recommandation du Comité du risque systémique du 20 décembre 2024 relative à la prolongation des adaptations temporaires des mesures visant des crédits portant sur des biens immobiliers à usage résidentiel situés sur le territoire du Luxembourg

https://cdrs.lu/wp-content/uploads/2024/12/Recommandation-CdRS-du-20_12_2024-Prolongation-des-adaptations-temporaires-des-mesures-visant-des-credits-immobiliers-residentiels.pdf

Liste des abréviations

| | |
|--------------|---|
| ABE | Autorité bancaire européenne |
| AES | Autorité européenne de supervision |
| BCE | Banque centrale européenne |
| BCL | Banque centrale du Luxembourg |
| CAA | Commissariat aux assurances |
| CCyB | Coussin de fonds propres contracyclique (<i>Countercyclical Capital Buffer</i>) |
| CdRS | Comité du Risque Systémique |
| CERS | Comité Européen du Risque Systémique |
| COVID-19 | Coronavirus |
| CSSF | Commission de surveillance du secteur financier |
| (Autres) EIS | (Autres) établissements d'importance systémique |
| EU-SCICF | Pan-European systemic Cyber incident coordination framework |
| NPL | Non-performing loans |
| LSF | Loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée |
| LTV | Ratio initial prêt-valeur (<i>Loan to Value ratio</i>) |
| OPC | Organisme de placement collectif |
| PIB | Produit intérieur brut |
| SNF | Sociétés non financières |