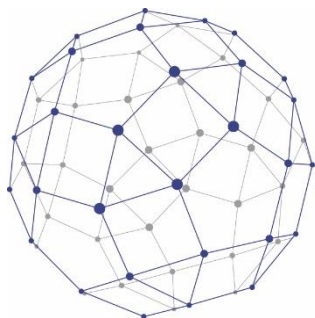




CdRS
Comité du Risque Systémique

Rapport annuel 2025

Table des matières

Éditorial du président du comité	4
Résumé	5
Mission et composition du CdRS	6
Chapitre 1 - Les évolutions économiques et financières récentes	7
Chapitre 2 - Identification et évaluation des sources de risques.....	9
2.1 - Vulnérabilités à moyen terme du secteur de l'immobilier résidentiel au Luxembourg (recommandation CERS/2019/6)	9
2.1.1 - Analyse des risques associés à l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et de l' endettement des ménages	10
(i) Analyse de l'adéquation des prix immobiliers par rapport aux fondamentaux économiques	10
(ii) Analyse de la soutenabilité à moyen et à long terme de l'endettement des ménages	11
(iii) Analyse de l'exposition du secteur bancaire au marché de l'immobilier résidentiel.....	14
2.1.2 - Suivi de l'activation des instruments macroprudentiels liés au crédit immobilier	14
2.2 - Identification et évaluation des autres sources de risques potentiels pour la stabilité financière au Luxembourg	15
2.2.1 - Analyses des risques systémiques cycliques : croissance du crédit accordé aux ménages et aux sociétés non financières	15
2.2.2 - Profitabilité bancaire	18
2.2.3 - Incertitude sur les marchés financiers et risque d'impact sur la solidité du secteur bancaire et des fonds d'investissement.....	18
Chapitre 3 - Mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2025	20
3.1 - Fixation trimestrielle du taux de coussin contracyclique.....	22
3.2 - Identification et réexamen du calibrage du coussin pour les « autres établissements d' importance systémique »	24
3.3 - Réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles	26
3.4 - Suivi et évaluation des réponses aux recommandations et avis du CdRS	27
Chapitre 4 - Suivi des recommandations en vigueur émises par le Comité européen du risque systémique (CERS) et mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2025	29
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)	29
4.2 - Recommandation du 2 décembre 2021 sur le cadre pan-européen de coordination des cyberincidents systémiques pour les autorités concernées (réseau EU-SCICF – CERS/2021/17) .	30

4.3 - Recommandation du 15 décembre 2015 sur l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle (CERS/2015/2)	30
Annexes.....	32
Liste des abréviations.....	32

Éditorial du président du comité



Chère lectrice, cher lecteur,

Avec le rapport annuel, le moment est venu de dresser le bilan de l'année écoulée, tout en se projetant dans le futur. Un futur pas moins incertain avec la guerre au Moyen Orient et son impact projeté sur la croissance et l'inflation.

Assurer le fonctionnement ordonné du système financier dans un tel contexte hautement imprévisible demande un échange structuré et régulier entre les acteurs clés en la matière. À cet égard, la mission du CdRS consiste à identifier les risques pour la stabilité financière et à fournir de l'orientation voire d'initier des mesures visant à les contenir.

Si, en 2025, les travaux du comité du risque systémique (CdRS) se sont, une nouvelle fois, focalisés sur les interactions entre le marché de l'immobilier et les financements accordés par le secteur financier, les turbulences sur les marchés financiers ont également retenu l'attention des parties prenantes représentées au sein du CdRS.

À l'ère d'une digitalisation accrue du secteur financier, les réunions du CdRS ont de même été l'occasion pour mieux se coordonner au regard des cybermenaces pesant sur le secteur financier.

J'aimerais de mon côté remercier tous les participants au CdRS pour leur contribution précieuse au fil des derniers mois et je vous souhaite à vous tous d'ores et déjà une bonne lecture du présent rapport annuel.

Gilles Roth
Président du CdRS

Résumé

En 2025, le CdRS s'est réuni à deux reprises¹ pour échanger notamment au sujet (i) du marché de l'immobilier résidentiel (ii) des risques opérationnels au sein du secteur financier luxembourgeois (iii) des implications, en matière de stabilité financière, de la présence d'établissements présentant des volumes de dépôts significatifs et (iv) du suivi des Recommandations émises par le CERS dans le cadre du secteur de l'immobilier et de la résilience opérationnelle (CERS/2021/17 et CERS/2016/14, telle que modifiée).

Le CdRS a poursuivi la surveillance des sources potentielles de vulnérabilités du système financier. Bien que l'année 2025 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. Le CdRS a continué à accomplir ses tâches en matière de stabilité financière en suivant l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et 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 et du secteur bancaire (section 2.2.3).

Les membres du CdRS se sont également réunis à la fin de l'année 2025 suite à un incident opérationnel ayant affecté un prestataire majeur de services d'authentification indispensables notamment pour l'exécution de certains paiements, afin d'établir un état des lieux et d'évaluer les éventuelles implications pour la stabilité financière.

Par ailleurs, en 2025, le CdRS a émis trois avis et six recommandations adressés à la CSSF en sa qualité d'autorité désignée². 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) ;
- la réciprocité volontaire des mesures macroprudentielles (section 3.3), et

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) ;
- le réseau pan-européen de coordination concernant les incidents cybernétiques (recommandation CERS 2021/17, section 4.2) ; et

¹ 02/06/2025 et le 03/12/2025

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

- l'évaluation des effets transfrontaliers et la réciprocité volontaire des mesures de politique macroprudentielle (CERS/2015/2, section 4.3).

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 objectifs³.

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 2025, 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 2025, les représentants suppléants étaient : Madame Christina Pinto (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).

³ L'ensemble des avis et recommandations émis sont disponibles sur le site internet du Comité : www.cdrr.lu

Chapitre 1 - Les évolutions économiques et financières récentes

En 2025, les travaux du CdRS se sont inscrits dans un contexte marqué par la poursuite de la baisse des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème, suivie de leur stabilisation à un niveau inférieur à celui observé en 2024. Néanmoins, le contexte géopolitique a continué de peser sur la reprise économique.

En fin d'année 2025, les projections des institutions internationales suggéraient que les incertitudes géopolitiques pourraient continuer de peser sur le dynamisme économique au niveau mondial et en zone euro en 2026. D'après les chiffres du Fonds Monétaire International (FMI) publiés au mois de janvier 2026, la croissance économique mondiale devrait atteindre 3,3 % en 2026, soit un niveau identique à celui estimé pour 2025. En zone euro, la croissance devrait atteindre 1,2 % en 2026 d'après les prévisions du mois de décembre 2025 des services de l'Eurosystème, soit une baisse de 0,2 p.p. par rapport à la projection de croissance pour l'année 2025. Pour le Luxembourg, le Statec, la Commission européenne ainsi que le FMI anticipent un rebond de l'économie avec une croissance du PIB réel atteignant environ 2 % en 2026 après une croissance prévue pour 2025, aux alentours de 1 %.

Les tensions commerciales, en particulier la hausse des droits de douane américains sur les exportations de la zone euro, ont accru l'incertitude et freiné l'activité dans la zone euro, pesant sur les secteurs orientés vers l'exportation et les investissements des entreprises. Si un accord partiel entre les États-Unis et l'Union européenne a contribué à contenir l'escalade tarifaire, un climat d'incertitude persiste.

Malgré la hausse des droits de douane et l'incertitude liée aux changements structurels simultanés dans les domaines de la géopolitique, de l'intelligence artificielle, de l'énergie et de la défense, les investisseurs sur les marchés sont restés optimistes. Les primes de risque sur les actions, les *spreads* sur les marchés obligataires ainsi que les volatilités implicites se sont contractés. En d'autres termes, les marchés financiers ont bien résisté aux chocs ces dernières années, malgré les corrections subites observées en avril suite aux annonces concernant les droits de douane. Cependant, les valorisations élevées et la faible volatilité pourraient laisser place à des fluctuations plus marquées dans les trimestres à venir si les risques venaient à se concrétiser.

La forte concentration des marchés boursiers américains sur les « Magnificent 7 » a continué d'alimenter la croissance des prix des actions aux États-Unis. Les cinq plus grandes entreprises du S&P 500 représentent désormais environ 28 % de la capitalisation boursière. Face aux valorisations élevées du marché des actions américain, tirées par les valeurs technologiques liées à l'IA, les acteurs du marché apparaissent divisés quant à l'existence d'une surévaluation potentielle comparable à celle observée dans les valeurs technologiques au début des années 2000.

Au Luxembourg, la montée des tensions internationales et des taux d'intérêt avaient conduit à un retournement du cycle du crédit aux ménages et des prix de l'immobilier en 2023 et au premier semestre 2024. Cependant, les données les plus récentes confirment que le marché

de l'immobilier résidentiel luxembourgeois s'est installé dans une phase de redressement progressif.

Ainsi, au troisième trimestre 2025, la croissance annuelle nominale des prix de l'immobilier résidentiel a atteint 1,25 %. Ce rebond du marché de l'immobilier se traduit également par une progression de la demande de crédit de la part des ménages et d'une augmentation des flux de nouveaux crédits immobiliers.

Les signes de reprise sur le marché de l'immobilier et le redressement progressif du cycle du crédit aux ménages ont donc 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.

S'agissant du secteur bancaire, la profitabilité des activités bancaires fut en baisse sur les trois premiers trimestres 2025 dans le sillage de la baisse des taux d'intérêt de la BCE. En effet, au niveau agrégé les revenus nets d'intérêt ont baissé de 2,6 % comparé au niveau atteint en fin d'année 2024. En conséquence, la rentabilité des fonds propres (Return on Equity ; RoE) des banques luxembourgeoises a baissé de 0,6 p.p. sur les neuf premiers mois de l'année, passant de 10,8 % en 2024T4 à 10,2 % en 2025T3.

Dans ce contexte, 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), ceux-ci étant susceptibles 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, issus de divers rapports, tels que le « tableau de surveillance des risques systémiques » établi par la BCL, ainsi que 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 de l'endettement des ménages constituent des sources potentielles de vulnérabilités pour la stabilité financière au Luxembourg et ont demeuré l'un des axes principaux d'analyse du CdRS en 2025.

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 différenciée⁴ 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)⁵. Réalisée dans un contexte de taux d'intérêt bas et antérieure aux corrections de prix immobiliers observées par la suite, l'évaluation du CERS concluait 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 des critères d'octroi de crédit avant la mise en place de la recommandation

⁴ 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.

⁵CERS (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)).

CRS/2020/005⁶ et, (iii) l'endettement élevé des ménages par rapport au revenu disponible ou au PIB.

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

Entre 2022 et 2024, la progression des taux d'intérêt en zone euro, le ralentissement de la croissance économique et le climat géopolitique avaient entraîné un ralentissement sur le marché de l'immobilier en Europe, y compris au Luxembourg. Cependant, les données disponibles suggéraient que les prix sur le marché de l'immobilier luxembourgeois ont atteint leur niveau le plus bas en 2024 et que ceux-ci sont en phase de redressement sur certains segments. En effet, l'indice des prix du logement construit par le Statec avait enregistré une correction substantielle en 2023 et en 2024.

Néanmoins, en fin d'année 2025, le marché de l'immobilier résidentiel au Luxembourg demeure en phase de redressement. Selon les dernières données disponibles pour le troisième trimestre 2025, la croissance annuelle nominale des prix de l'immobilier résidentiel a atteint 1,25 %.

Reconnaissant l'importance d'une vigilance renforcée du marché résidentiel luxembourgeois, en matière de suivi et d'évaluation des risques le CdRS a adopté une approche qui s'articule autour des trois axes d'analyse suivantes:

- (i) l'adéquation des prix immobiliers par rapport aux fondamentaux économiques ;
- (ii) la soutenabilité à moyen et à long termes de l'endettement des ménages ; et,
- (iii) l'exposition du secteur bancaire au marché de l'immobilier résidentiel et les 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 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 que 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.

⁶ 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](#).

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 observée des prix depuis le début de l'année 2023 apparaissait donc 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

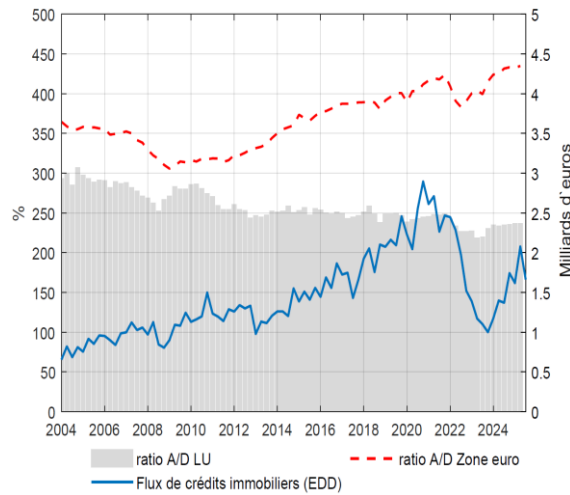
En 2025, la croissance des crédits accordés aux ménages a confirmé sa reprise sur fond de baisse des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème et les mesures de soutien gouvernementales. En effet, le taux de croissance annuel des flux de crédit immobilier est reparti à la hausse depuis le second trimestre 2024. En 2025, les flux trimestriels de crédit immobilier ont progressé en moyenne de 25 % en glissement annuel. La dette hypothécaire des ménages a par ailleurs continué de diminuer en 2025, et représente désormais 126 %⁷ du revenu disponible à la même période, contre 127,4 % au troisième trimestre 2024 (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 2025 un niveau de 162,7 % contre 163,6 % au troisième trimestre 2024.

Si l'endettement des ménages a continué de diminuer en 2025 malgré le rétablissement de la croissance du crédit bancaire et en raison 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 observée dans l'ensemble de la zone euro depuis 2008.

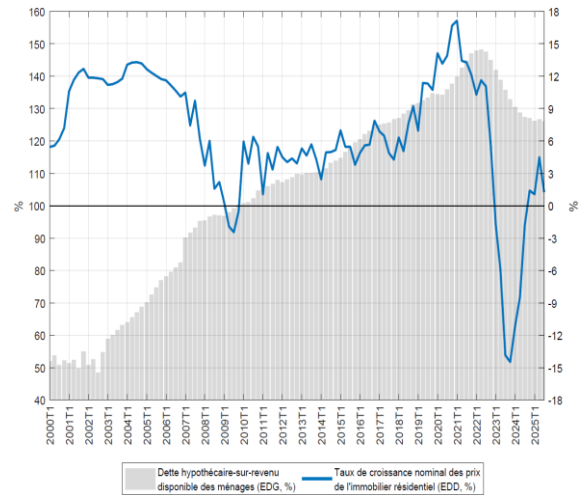
⁷ Les données officielles du revenu disponible publiées par le Statec sont à fréquence annuelle et sont disponibles jusqu'en 2024. Les données trimestrielles sont obtenues par interpolation et font l'objet d'une projection entre 2025T1 et 2025T3.

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



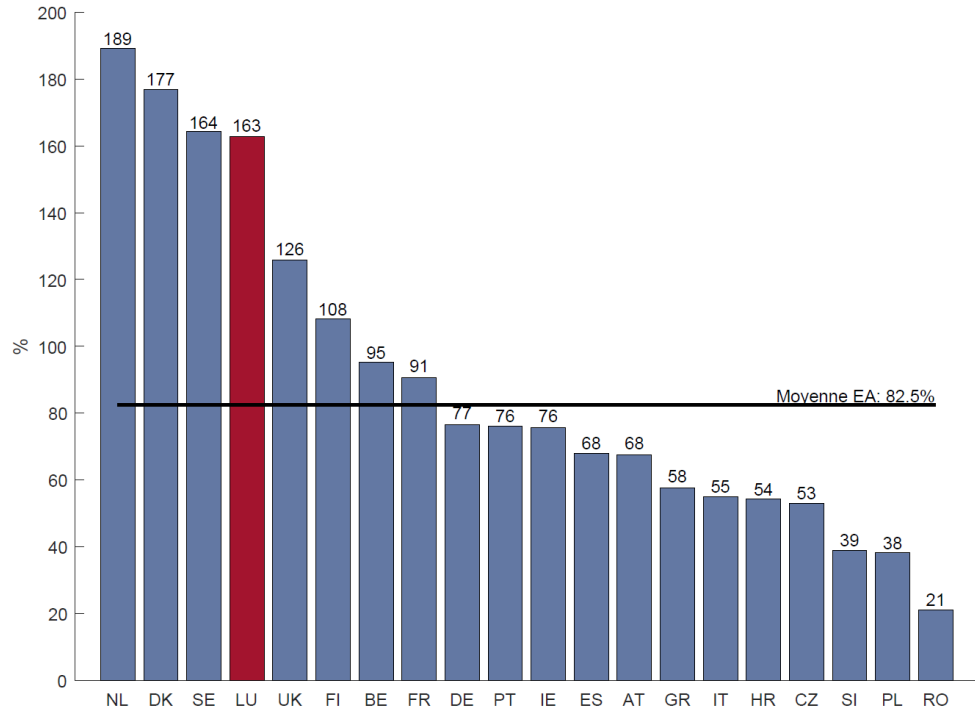
Sources : BCL ; Statec ; Période 2004T1-2025T3

Graphique 2 : Ratio d'endettement hypothécaire des ménages sur revenu disponible et taux de croissance nominal des prix de l'immobilier résidentiel (Période 2000T1-2025T3)



Sources : BCL ; Statec ; Période 2000T1-2025T3

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



Sources : BCE (SDW) et BCL ; 2025T3.
Valeurs estimées pour le Luxembourg entre 2024T1 et 2025T3

Dans ce cadre, les perspectives de croissance au Luxembourg — estimées entre 1,7% et de 2 % par le Statec, le FMI et la Commission européenne — devraient écarter le scénario d'une forte hausse du chômage, ce qui constitue un facteur favorable à la soutenabilité de la dette⁸. 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 augmenté, atteignant 78,5 % en moyenne à la mi-2025. 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 798,3 % et un ratio du crédit (immobilier) par rapport au revenu (LTI) de 676,6 % au moment de l'octroi. Cette évolution reflète une légère diminution de l'endettement des ménages au regard de leurs revenus pour les nouveaux crédits, comparé à la période précédant 2022.

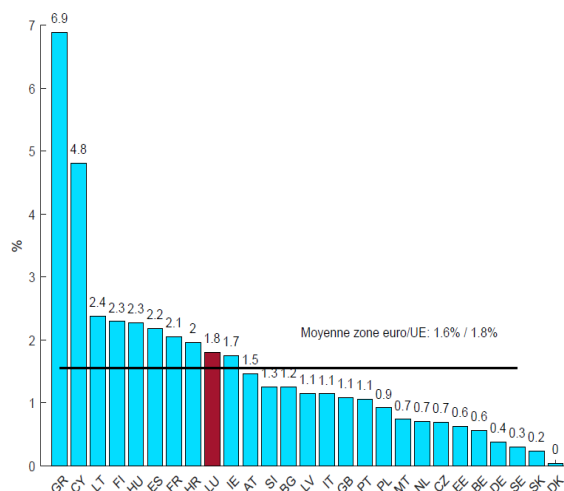
En revanche, les indicateurs moyens du service de la dette (DsTI) et du service de crédit (LsTI) ont augmenté depuis 2022, indiquant un pourcentage plus élevé de revenu alloué au remboursement de la dette.

⁸ A la fin juin 2025, la part des prêts hypothécaires à taux fixe représentait environ 68,8 % du total de l'encours des crédits hypothécaires, contre 31,2 % pour les crédits en taux variable. Cependant, la proportion de crédits variables a sensiblement augmenté pour la nouvelle production, avec un ratio atteignant 42,7 % pour le premier semestre 2025. 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 domestiques pourraient constituer un relais de fragilité, notamment en raison des liens étroits qu'ils entretiennent avec l'économie réelle luxembourgeoise.

Graphique 4 : Prêts immobiliers non performants en Europe



Sources : BCE et BCL. Période : 2025T3 pour le Luxembourg, 2025T2 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 résidentiel⁹.

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 2025, ce ratio se situe à 1,8 %, soit un niveau proche de la moyenne de la zone euro (Graphique 4).

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

Durant l'année 2025, 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.

⁹ 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). 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.

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/2019/6.¹⁰

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

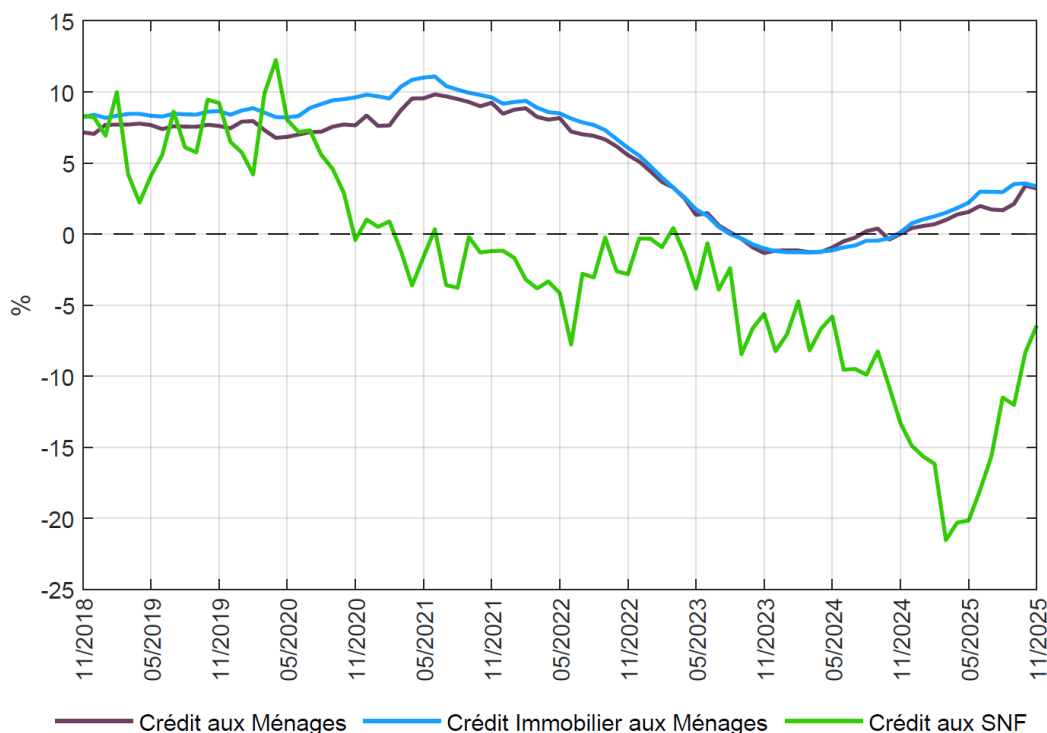
2.2.1 - Analyses des risques systémiques cycliques : croissance du crédit accordé aux ménages et aux sociétés non financières

Au Luxembourg, l'augmentation des taux d'intérêt en 2022 et 2023 et le ralentissement de la croissance économique ont alimenté un retournement du cycle du crédit (Graphique 5). En 2025, la croissance annuelle nominale de l'encours de crédit bancaire aux ménages a progressivement accéléré pour atteindre 1,8 % en moyenne par mois et 3,2 % par rapport à l'année précédente en novembre 2025.

¹⁰ [CERS \(2023\), Compliance report, September 2023](#)

Le taux de croissance du crédit accordé aux sociétés non financières a poursuivi en 2025 son déclin entamé depuis la pandémie de la COVID-19, malgré un rebond en fin d'année 2025. Ainsi, le crédit aux sociétés non financières domestiques a enregistré un taux de croissance annuel moyen de -15,1 % en 2025 et de -6,4 % au mois de novembre 2025 (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 : 2018M11 – 2025M11

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 le recul du crédit bancaire aux sociétés non financières domestiques provient surtout d'une demande de crédit faible liée aux perspectives économiques incertaines. En 2025, 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 progression de la demande de crédits immobiliers depuis le premier trimestre 2024 qui s'est graduellement intensifiée. D'après les banques sondées, la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel demeurent, en 2025, les principaux facteurs explicatifs du rebond de la demande de crédits immobiliers.

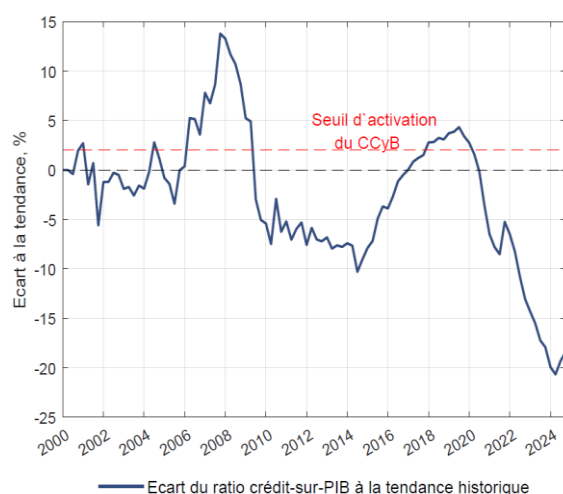
Au travers de sa mission de coordination de la politique macroprudentielle, le CdRS vise à prévenir l'accumulation des risques systémiques au sein du système financier national, notamment en évaluant la nécessité de renforcer les niveaux de fonds propres des établissements exposés à cette catégorie de risques. À cet effet, il s'appuie sur une série

d'approches pour le calibrage du taux de coussin de fonds propres contracyclique¹¹, 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.

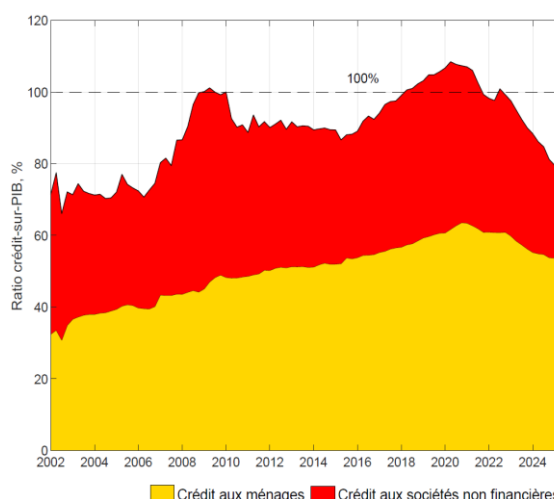
L'usage de l'écart du ratio du crédit-sur-PIB par rapport à sa tendance statistique et l'estimation des probabilités d'émergence de périodes de vulnérabilités sont des éléments déterminants dans l'appréciation des risques systémiques cycliques et le calibrage du taux de coussin contracyclique.

Dans ce cadre, les résultats relatifs au troisième trimestre 2025 révèlent que le ratio crédit-sur-PIB atteint 79,8 % et est inférieur à sa tendance de long terme avec un écart par rapport à cette dernière mesurée à -18,4 % au troisième trimestre 2025 (Graphiques 6 et 7). Cette baisse résulte de la décroissance continue des flux de crédit aux sociétés non financières domestiques et aux ménages sur les cinq dernières années.

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 2000-2025T3 ; Droite 2002-2025T3

Dans un contexte économique et géopolitique incertain, il est essentiel de disposer de coussins de fonds propres suffisants capables d'absorber d'éventuels chocs négatifs susceptibles d'être amplifiés, en particulier s'ils venaient à affecter 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 2025 (section 3.1)¹².

¹¹ 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.

¹² 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 2025, la rentabilité des fonds propres (Return on Equity ; RoE) agrégée au Luxembourg a atteint 10,2 % (Graphique 8). L'impact positif de la progression passée des taux d'intérêt semble s'essouffler puisque la croissance des revenus nets d'intérêt au troisième trimestre 2025 par rapport à la fin de l'année 2024 atteint - 2,6 % et a apporté une contribution négative de - 0,4 p.p. à la variation de la rentabilité des fonds propres agrégée.

Compte tenu des incertitudes entourant la croissance à moyen-terme et des tensions géopolitiques, ainsi que 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.

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



Sources : CSSF; Calculs BCL ; Période : 2000-2025T3.

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 ou des corrections importantes sur les marchés des actions pourraient déclencher des demandes de rachats de parts. Au mois d'avril 2025, les marchés ont fait l'objet de corrections compte tenu de l'escalade des tensions géopolitiques et commerciales, mais aucun impact significatif sur les fonds d'investissement résultant de ces mouvements des marchés plus importants. Depuis, les valorisations des marchés des actions ont retrouvé une trajectoire haussière et sont redressés. Sur les marchés obligataires, les taux d'intérêt à long terme demeurent supérieurs à leurs niveaux observés avant 2022.

La répercussion d'éventuels rachats de parts au niveau 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 9). 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.

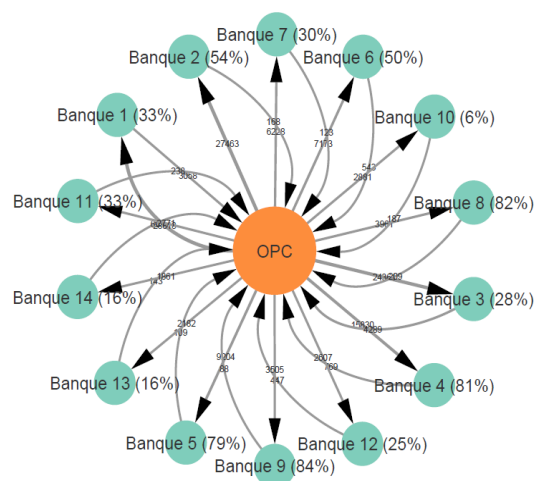
Dans un contexte d'incertitudes géopolitiques, les fonds d'investissement au Luxembourg n'ont pas modifié la maturité résiduelle de leurs portefeuilles obligataires.

La duration modifiée est ainsi demeurée stable à 5,3 en 2025. Par conséquent, une augmentation des taux d'intérêt d'un point de pourcentage sur les marchés financiers se traduirait par une baisse de 5,3 % de la valeur du portefeuille obligataire agrégé détenu par les fonds d'investissement.

Le niveau moyen de la duration modifiée masque néanmoins des différences importantes selon le type de fonds. Pour les fonds non monétaires, les effets de valorisation négatifs résultant d'une hausse d'un point de pourcentage des taux d'intérêt varieraient entre -3,3 % pour les fonds de gestion alternative (*hedge funds*) et -6,5 % pour les fonds obligataires investis en dette publique. Dans le cas des fonds ouverts, de tels effets de valorisation négatifs pourraient déclencher des retraits de la part des investisseurs.

En parallèle du maintien du niveau de la duration en 2025, 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 7,5 % en fin d'année 2025. Par ailleurs en septembre 2025, 65,7 % du portefeuille obligataire agrégé était constitué d'obligations «notées au moins A-, c'est-à-dire de qualité investissement (« investment grade »).

Graphique 9 : Expositions entre banques dépositaires et OPC



Source : BCL. Période : 2025T3. 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.

Chapitre 3 - Mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2025

Ce chapitre décrit les différents avis et recommandations qui ont été adoptés par le CdRS durant l'année 2025. 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) ;
- la réciprocité volontaire des mesures d'autres autorités européennes (section 3.3).

Les mesures (tableau 1) 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 désignée¹³.

Tableau 1 : Liste des mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2025

Décision CdRS	Nature de la Décision du CdRS	Date de la Décision du CdRS
CRS/2025/001	Recommandation du Comité du risque systémique du 7 mars 2025 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le deuxième trimestre de l'année 2025	7 mars 2025
CRS/2025/002	Avis du Comité du risque systémique du 4 juin 2025 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique adopté par le ministère des Finances norvégien (« Finansdepartementet »)	4 juin 2025
CRS/2025/003	Recommandation du Comité du risque systémique du 10 juin 2025 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le troisième trimestre de l'année 2025	10 juin 2025
CRS/2025/004	Recommandation du Comité du risque systémique du 8 septembre 2025 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le quatrième trimestre de l'année 2025	8 septembre 2025
CRS/2025/005	Avis du Comité du risque systémique du 13 octobre 2025 relatif à la désignation annuelle et au réexamen du calibrage du coussin pour les autres établissements d'importance systémique	13 octobre 2025

¹³ Les recommandations et avis précités sont disponibles en annexe du présent rapport ainsi que sur le site internet du CdRS.

CRS/2025/006	<u>Avis du Comité du risque systémique du 17 novembre 2025 relatif à la réciprocité du coussin pour le risque systémique sectoriel ajusté par l'Autorité fédérale de supervision financière allemande</u>	17 novembre 2025
CRS/2025/007	<u>Recommandation du Comité du risque systémique du 17 novembre 2025 relative à la réciprocité de la mesure norvégienne visant à ajuster, pour les établissements de crédits utilisant l'approche fondée sur les notations internes, les planchers de pondération de risque moyenne pour les expositions sur les biens immobiliers résidentiels et commerciaux en Norvège</u>	17 novembre 2025
CRS/2025/008	<u>Recommandation du Comité du risque systémique du 17 novembre 2025 relative à la prorogation de la réciprocité des mesures suédoises mettant en place, pour les établissements de crédits utilisant l'approche fondée sur les notations internes, un niveau plancher minimal pour la moyenne pondérée en fonction des expositions des pondérations de risque appliquées au portefeuille de certaines expositions sur les entreprises en Suède garanties par des biens immobiliers commerciaux et des biens immobiliers résidentiels et au portefeuille des expositions sur la clientèle de détail en Suède garanties par des biens immobilier</u>	17 novembre 2025
CRS/2025/009	<u>Recommandation du Comité du risque systémique du 5 décembre 2025 relative à la fixation du taux de coussin contracyclique pour le premier trimestre de l'année 2026</u>	5 décembre 2025

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 CRD¹⁴ et à la recommandation du CERS sur les orientations concernant la fixation des taux de coussin contracyclique¹⁵, les autorités désignées sont tenues de calculer et de publier trimestriellement un taux de CCyB de référence¹⁶. 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 »¹⁷, 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 79,8 % au troisième trimestre 2025. La déviation du ratio « Crédit-sur-PIB » par rapport à sa tendance de long terme est négative et est estimée à -18,4 %, en dessous du 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 le taux du CCyB inchangé. Dans un contexte économique et géopolitique incertain, il est

¹⁴ 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.

¹⁵ Recommandation CERS/2014/1 du 18 juin 2014.

¹⁶ Le taux de CCyB de référence est exprimé en pourcentage des actifs pondérés en fonction du risque.

¹⁷ 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 :

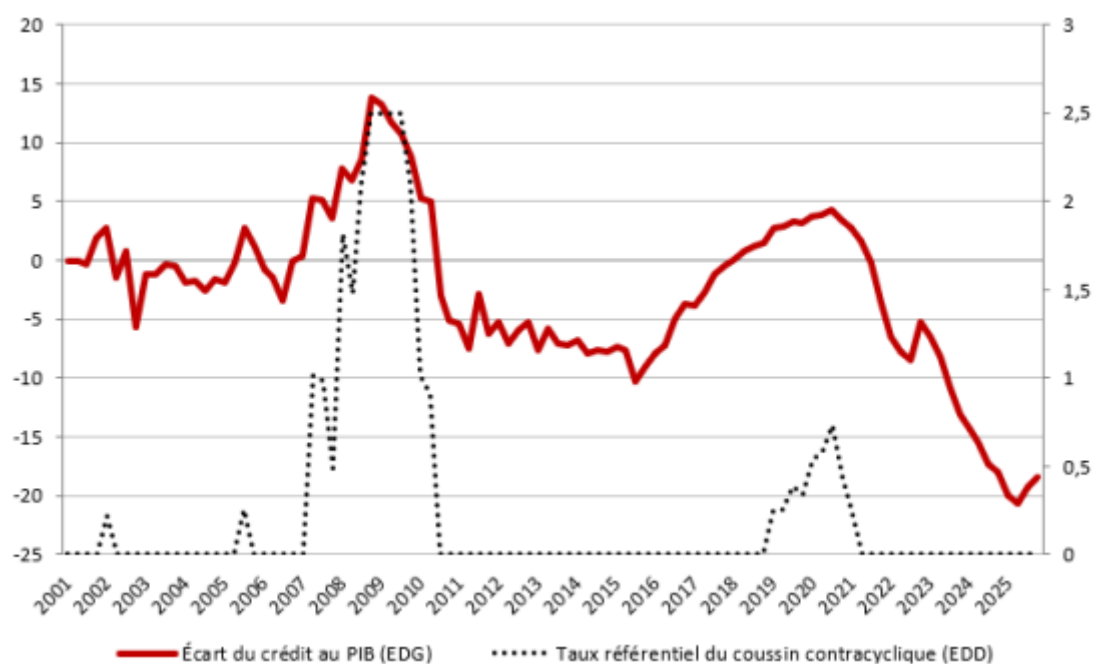
- La recommandation CERS/2014/1 précise les fondements méthodologiques pour évaluer le taux de coussin contracyclique à associer au degré d'intermédiation financière dans l'économie, mesuré par le ratio « Crédit-sur-PIB ».
- La recommandation précitée retient également que, étant donné le caractère dynamique 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.

important de disposer de coussins de fonds propres suffisants capables d'absorber d'éventuels chocs négatifs 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 recommander le maintien du niveau actuel du taux de coussin de fonds propres contracyclique au Luxembourg à 0,5 %, applicable depuis le 1^{er} janvier 2021.

En 2025, le CdRS a adopté quatre recommandations¹⁸ 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 2026)



Source : Calculs BCL. Période : 2001T1-2025T3.

¹⁸ Recommandation du 7 mars 2025 (CRS/2025/001), Recommandation du 10 juin 2025 (CRS/2025/003), Recommandation du 8 septembre 2025 (CRS/2025/004), Recommandation du 5 décembre 2025 (CRS/2025/009).

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 CdRS¹⁹.

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 orientations²⁰ 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.

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

¹⁹ 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 ».

²⁰ 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.

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 2025 ont ainsi amené la CSSF en coopération avec la BCL et suivant l'avis du CdRS, à identifier les six 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 ²¹	Adresse	Score global au 31 décembre 2024 (méthodologie standard)	Taux du coussin au 1er janvier 2026
Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	1, Place de Metz L-1930 Luxembourg Luxembourg	617	0,5%
Banque Internationale à Luxembourg	69, Route d'Esch L-1470 Luxembourg Luxembourg	354	0,5%
BGL BNP Paribas	50, Avenue J.F. Kennedy L-2951 Luxembourg Luxembourg	659	1,0%
Clearstream Banking S.A.	42, Avenue J.F. Kennedy L-1855 Luxembourg Luxembourg	400	0,5%
Intesa Sanpaolo Bank Luxembourg S.A.	28, Boulevard de Kockelscheuer L-1821 Luxembourg Luxembourg	345	0,5%

²¹ Classification par ordre alphabétique.

Société Générale Luxembourg	11, Avenue Emile Reuter L-2420 Luxembourg Luxembourg	639	0,5%
--	--	-----	------

Sources : BCL, CSSF.

Le CdRS a émis, en date du 13 octobre 2025, 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 derniers²².

3.3 - 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 nécessaire²³. 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 macroprudentielle²⁴.

Au cours de l'année 2025, 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 2025 sont les suivantes :

- (i) la réciprocité de la mesure norvégienne visant à ajuster le coussin pour le risque systémique (CRS/2025/002) ;
- (ii) la réciprocité de la mesure allemande visant à ajuster le coussin pour le risque systémique sectoriel (CRS/2025/006) ;
- (iii) la réciprocité de la mesure norvégienne visant à ajuster les planchers de pondération de risque moyenne pour les expositions sur les biens immobiliers résidentiels et commerciaux en Norvège (CRS/2025/007) ; et
- (iv) la réciprocité des mesures suédoises visant à mettre en place un niveau plancher minimal pour la moyenne pondérée en fonction des expositions des pondérations de risque appliquées au portefeuille de certaines expositions sur les entreprises

²² Avis CRS/2025/005 du 13 octobre 2025

²³ Recommandation CERS/2015/2 du 15 décembre 2015

²⁴ Le cadre juridique du principe de « réciprocité volontaire » est fondé sur la recommandation CERS/2015/2.

en Suède garanties par des biens immobiliers commerciaux et des biens immobiliers résidentiels et au portefeuille des expositions sur la clientèle de détail en Suède garanties par des biens immobiliers (CRS/2025/008).

Dans les quatre cas, le CdRS a pris la décision de ne pas réciproquer la mesure en ligne avec les provisions de la recommandation CERS/2015/2 pour cause d'insuffisance d'expositions ciblées. Le CdRS continue de surveiller les expositions en question.

3.4 - 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 2025.

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 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 2025

Décision CdRS	Date de la décision du CdRS	Mesure CSSF	Date de la mesure de la CSSF
Recommandation CRS/2025/001	7 mars 2025	Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°25-01	31 mars 2025
Avis CRS/2025/002	4 juin 2025	Non réciprocation	N/A
Recommandation CRS/2025/003	10 juin 2025	Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°25-02	30 juin 2025
Recommandation CRS/2025/004	8 septembre 2025	Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°25-04	30 septembre 2025
Avis CRS/2025/005	13 octobre 2025	Désignation annuelle et réexamen du calibrage du coussin pour les	28 novembre 2025

		autres établissements d'importance systémique Règlement CSSF N°25-05	
Avis CRS/2025/006	17 novembre 2025	Non réciprocation	N/A
Recommandation CRS/2025/007	17 novembre 2025	Non réciprocation	N/A
Recommandation CRS/2025/008	17 novembre 2025	Non réciprocation	N/A
Recommandation CRS/2025/009	5 décembre 2025	Maintien du CCyB à 0,5 % Règlement CSSF N°25-06	30 décembre 2025

Chapitre 4 - Suivi des recommandations en vigueur émises par le Comité européen du risque systémique (CERS) et mesures macroprudentielles adoptées par le CdRS en 2025

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 conformité²⁵ 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 conformité²⁶ 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.

²⁵ [CERS \(2021\), Summary compliance report, June 2021](#)

²⁶ [CERS \(2023\), Summary compliance report, February 2023](#)

Conformément à la Section 2(3) de la recommandation susmentionnée, le CdRS a élaboré en fin 2025 et soumis en janvier 2026 un rapport final au CERS sur la mise en œuvre des sous-recommandations C(1) et D(2), concernant les indicateurs relatifs au marché de l'immobilier commercial.

4.2 - Recommandation du 2 décembre 2021 sur le cadre pan-européen de coordination des cyberincidents systémiques pour les autorités concernées (réseau EU-SCICF – CERS/2021/17)

En 2025, les membres du CdRS ont décidé de la création d'un groupe de travail rassemblant les institutions membres du CdRS. Ce groupe de travail, en autres, travaillera sur des procédures de coordination du CdRS et assurera la liaison entre les institutions membres et le réseau EU-SCICF. La présidence du groupe est assurée par la CSSF.

4.3 - 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 concernées²⁷, 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

²⁷ 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.

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.

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 juin 2025, le CdRS a transmis au CERS, un rapport détaillant l'ensemble des mesures prises par le Luxembourg pour la période du 1 juillet 2023 au 30 juin 2025.

Annexes

Liste des abréviations

ABE	Autorité bancaire européenne
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
EISm	Établissements d'importance systémique mondiale
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