

Objet : Amendements gouvernementaux au projet de loi n°7218 relative à des mesures macroprudentielles portant sur les crédits immobiliers résidentiels et portant modification de:

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier;
- 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. (4977bisBMU/GKA)

*Saisine : Ministre des Finances
(1^{er} août 2019)*

AVIS COMPLEMENTAIRE DE LA CHAMBRE DE COMMERCE
--

Contexte

Les amendements gouvernementaux sous avis portent sur le projet de loi n°7218, projet déposé en décembre 2017 et qui visait à aménager la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier afin de compléter le dispositif réglementaire de surveillance macroprudentielle des risques systémiques du secteur de l'immobilier résidentiel luxembourgeois. Pour ce faire, il était prévu de doter la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) de nouveaux outils de contrôle de l'octroi de crédits immobiliers résidentiels destinés à l'acquisition de biens immobiliers sis au Luxembourg, octroyés par des établissements de crédit, des professionnels effectuant des opérations de prêts ou par des compagnies d'assurance. Le tout vise à renforcer la stabilité financière, en évitant notamment que certains ménages ne soient confrontés à une hausse excessive de leur endettement immobilier.

Ces nouveaux outils envisagés offrent à la CSSF la possibilité d'introduire de nouvelles limites maximales dans le cadre de l'octroi de crédits, pouvant être activées en cas de menaces pour la stabilité financière au Grand-Duché liées à des développements sur le marché immobilier. Cinq types de limites étaient envisagées dans le projet de loi initial précité, pouvant être appliquées seules ou en combinaison, à savoir (i) le ratio des prêts à la valeur du bien immobilier ; (ii) le ratio des prêts au revenu annuel disponible ; (iii) le rapport de l'endettement total de l'emprunteur au revenu disponible annuel ; (iv) le ratio des charges de l'emprunt au revenu disponible annuel et enfin (v) l'échéance initiale de l'emprunt immobilier concerné. Ces limites ne pouvant être introduites qu'après concertation avec la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et après avoir demandé l'avis du Comité luxembourgeois du risque systémique – ou du moins après prise en compte des recommandations de ce dernier. La CSSF serait également appelée à se concerter avec le Commissariat aux assurances lorsque le secteur des assurances sera concerné.

Dans son avis du 20 mars 2018, le Conseil d'Etat a émis une opposition formelle à l'encontre du projet de loi n°7218. Le Conseil d'Etat a en effet rappelé la nécessité de cerner avec précision le cadre normatif dans lequel s'inscrirait une action de la CSSF découlant du projet de loi n°7218 (conditions à remplir, exclusion des contrats déjà en cours et définition de plafonds et planchers pour les différents ratios). Les amendements gouvernementaux sous avis visent à répondre à cette opposition formelle.

Considérations générales

Une clarification à certains égards...

La Chambre de Commerce considère que l'amendement gouvernemental tend à clarifier la situation à trois égards.

En premier lieu, les limites mentionnées à l'article 59-14bis sont désormais assorties de « corridors » quantitatifs précis. A titre d'exemple, pour le rapport entre « *la somme de tous les prêts ou tranches de prêts garantis par l'emprunteur concernant le bien immobilier* » d'une part et le revenu annuel disponible d'autre part, une limite minimale et maximale a été fixée à respectivement 400% et 1200%. Tout en prenant note de ces clarifications, la Chambre de Commerce constate que les corridors sont relativement larges, ce qui devrait laisser une latitude certaine aux autorités et leur permettre de consulter les principales forces vives concernées avant toute activation des mesures. Dans l'absolu, la Chambre de Commerce s'étonne cependant d'une telle fixation de ces différentes limites en l'absence d'une définition plus détaillée des ratios, d'une étude de leurs impacts économiques potentiels et de discussions approfondies en amont avec les principaux acteurs impliqués.

En deuxième lieu, l'amendement gouvernemental prévoit que la CSSF ne puisse prendre des décisions relatives aux limites mentionnées ci-dessus que conditionnellement à diverses conditions, à savoir « *que si l'activation de ces mesures permet de contrer des dysfonctionnements du système financier national ou permet de diminuer l'accumulation de risques pour la stabilité financière nationale provenant d'évolutions dans le secteur immobilier au Luxembourg et que si aucune des autres mesures pouvant être prises en vertu de la présente loi, du règlement (UE) n° 575/2013 ou des mesures prises pour leur exécution, prises isolément ou combinées, ne permettrait de prendre en compte de manière adéquate ces risques* », ou encore « *en cas d'une hausse soutenue et persistante des prix immobiliers et du volume d'emprunts hypothécaires, couplée à une détérioration significative, lors de l'octroi de crédits, des rapports visés au paragraphe 2, le comité du risque systémique évalue si ces évolutions indiquent un dysfonctionnement du système financier national ou un risque pour la stabilité financière nationale* » (article 59-14bis, (1)). Il apparaît donc explicitement que l'activation des limites précitées constitue un moyen de dernier recours, ce dont la Chambre de Commerce se félicite même si l'amendement gouvernemental manque parfois de précision.

En troisième lieu, le projet de loi n°7218 initial déposé en décembre 2017 ne permettait pas d'établir clairement si les mesures proposées étaient susceptibles de s'appliquer aux seuls crédits nouvellement accordés, ou également de manière rétroactive aux encours des crédits existants. L'amendement gouvernemental précise ce point, puisqu'il apparaît désormais que « *les mesures prises conformément au présent article ne s'appliquent pas aux contrats de crédit en cours au moment de la décision de la mesure par la CSSF* » (article 59-14bis nouveau). La Chambre de Commerce salue cette clarification.

... mais nombre d'autres aspects sont toujours éludés

Si les amendements gouvernementaux clarifient certains éléments, ils n'intègrent cependant nullement d'autres aspects pourtant fondamentaux, qui avaient été relevés par la Chambre de Commerce dans son avis du 20 mars 2018 portant sur le projet de loi n°7218¹.

La Chambre de Commerce reconnaît l'importance primordiale de la stabilité financière pour l'économie luxembourgeoise, dotée d'une place financière d'envergure. Dans un rapport de novembre 2016, le Comité européen du risque systémique (CERS) avait d'ailleurs estimé que l'immobilier résidentiel présentait certaines vulnérabilités au Luxembourg et dans 10 autres pays de l'Union européenne. Selon le CERS, le Luxembourg se caractérise ces dernières années par la conjonction d'une hausse soutenue de l'endettement des ménages et d'une forte progression des prix immobilier. Dans les conclusions publiées en mai 2019 de sa mission Article IV effectuée au Luxembourg, le FMI indique pour sa part « *directors called for close monitoring of developments in the real estate market and vulnerabilities arising from high household indebtedness* » - en soulignant toutefois que le secteur bancaire dans son ensemble « *remains resilient to severe macro shocks* ». Le FMI encourage dans ce contexte les autorités luxembourgeoises à introduire des limites de crédit, mais également à veiller à alléger les contraintes pesant sur l'offre immobilière – argument que la Chambre de Commerce partage.

Si elle souscrit par ailleurs aux objectifs fondamentaux des institutions internationales et des autorités prudentielles luxembourgeoises, la Chambre de Commerce considère cependant qu'il importe d'assurer la stabilité financière avec des instruments bien calibrés, conformément à une optique de proportionnalité. Il importe de ne pas peser excessivement sur le dynamisme de la place et corrélativement sur les résultats des établissements financiers. Tout relâchement à cet égard induirait à terme un affaiblissement des ratios de fonds propres et minerait *in fine* la stabilité financière, totalement à rebours de l'objectif initial des autorités.

Fort de ce souci de conforter durablement la stabilité financière, qui ne peut que reposer sur le maintien d'une situation financière saine des établissements financiers dans leur ensemble, la Chambre de Commerce réitère les arguments qu'elle avait déjà formulés dans son avis mentionné *supra* du 20 mars 2018, qui sont synthétisés *infra*.

Pour une stratégie proportionnée et une évaluation économique préalable de toute mesure

Il convient tout d'abord de soumettre toute nouvelle disposition envisagée à une évaluation économique d'ensemble, intégrant les objectifs éminemment complémentaires de stabilité financière et de maintien de la rentabilité des établissements financiers. Les mesures retenues doivent par ailleurs être appliquées de manière aussi flexible que possible.

Ce double critère d'évaluation économique (impliquant les forces vives concernées) et de flexibilité n'a malheureusement pas toujours prévalu par le passé. En témoigne notamment une étude détaillée publiée en 2016², qui indique que le secteur financier en général, tant au Luxembourg que dans les autres pays de l'Union européenne, a fait face en particulier dans le sillage de la crise économique et financière à un renforcement considérable de l'arsenal

¹ Voir

[https://www.chd.lu/wps/PA_RoleDesAffaires/FTSByteServingServletImpl?path=A60F1CC45396208E7DF620DF0A24F5A1A00522397A6670F84F852293FBB110692923233CC29DBDAD304EFE694D2D4720\\$53066A42639ABECF0396FFCC3D898DC9](https://www.chd.lu/wps/PA_RoleDesAffaires/FTSByteServingServletImpl?path=A60F1CC45396208E7DF620DF0A24F5A1A00522397A6670F84F852293FBB110692923233CC29DBDAD304EFE694D2D4720$53066A42639ABECF0396FFCC3D898DC9).

² *Etude sur le coût de la réglementation et son impact sur la place financière à Luxembourg*, ABBL et Ernst&Young, 2016, <https://www.abbl.lu/content/uploads/2017/06/cost-of-regulations-and-its-impacts-on-the-luxembourg-financial-marketplace1.pdf>

réglementaire. Au Luxembourg et selon l'étude précitée de 2016, reposant sur des données collectées auprès d'un échantillon de banques établies au Grand-Duché et représentant 45% de l'emploi bancaire, quelque 458 millions EUR auraient été dépensés par l'ensemble des établissements de crédit de la place en 2015 afin de faire face aux différentes réglementations³. Ce montant tendrait au demeurant à croître de façon soutenue au fil du temps (+20% par rapport à l'étude précédente, portant sur l'année 2013). Il représente par ailleurs 5,9% de la valeur ajoutée totale des établissements financiers hors assurances et auxiliaires financiers, telle que mesurée par le STATEC pour 2015 dans les comptes nationaux par branches économiques les plus récents. Enfin, les coûts de réglementation de 458 millions EUR précités, pourtant estimés de manière prudente, se seraient montés à quelque 11,5% des résultats nets enregistrés par les banques en 2015⁴. Les coûts liés aux réglementations prises en compte dans cette étude⁵ atteindraient même 51% des investissements pour les établissements de petite taille, avec à la clef une marge de manœuvre très réduite pour investir dans le développement des affaires, l'amélioration des services ou encore le nécessaire redéploiement numérique. Dans sa Consultation Article IV précitée, le FMI affirme quant à lui : « *Rising costs – partly driven by efforts to comply with various regulatory requirements – weighted on profitability, notably in smaller banks* ».

Avant d'édicter de nouvelles règles en la matière, il s'imposerait d'évaluer plus avant les réglementations existantes, déjà très coûteuses pour les établissements financiers et qui permettent déjà à de nombreux égards d'atteindre les objectifs visés par le projet de loi initial. Ainsi, la loi du 23 juillet 2015 transposant la directive 2013/36/UE (Directive CRD IV) permet notamment à la CSSF d'imposer à l'ensemble des banques, ou à une partie d'entre elles, des coussins de fonds propres contracycliques et des coussins de sécurité pour le risque systémique. La CSSF a d'ailleurs introduit un tel « *buffer* » en 2019, qui deviendra effectif à partir d'avril 2020⁶. Le règlement UE n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013, (Règlement CRR) permet quant à lui de renforcer, à des fins macroprudentielles, les exigences de fonds propres, les exigences relatives aux grands risques et les exigences de liquidité.

Ce dispositif a été enrichi par des mesures nationales spécifiques au crédit au secteur immobilier, telles que la définition d'un taux de pondération plancher pour les banques utilisant l'approche des modèles internes pour le calcul de l'exigence en fonds propres, ou encore un taux de pondération augmenté à 75% lorsque le ratio des prêts à la valeur du bien immobilier excède 80% (pour les banques utilisant la méthode standard pour le calcul de l'exigence en fonds propres).

Nécessité absolue d'éviter toute distorsion de concurrence

En vertu du projet de loi n°7218 – les amendements gouvernementaux ne changent guère la donne à cet égard – la CSSF pourra demander aux autorités nationales des autres

³ Ces différents chiffres ne comprennent pourtant que les budgets directs de mise et de maintien en conformité, sans prise en compte des coûts induits par le contenu même des réglementations. Ainsi, ils n'incorporent nullement les besoins en fonds propres occasionnés par les réglementations EMIR (« *European Market Infrastructure Regulation* ») ou CRD IV (« *Capital Requirements Directive* »).

⁴ 3 987 millions EUR selon la CSSF ; voir

https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Rapports_annuels/Rapport_2015/CSSF_rapport_2015.pdfhttps://www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Rapports_annuels/Rapport_2015/CSSF_rapport_2015.pdf.

⁵ A savoir AIFMD et UCITS V (fonds), EMIR, MiFID II, PRIIPs, MAD/MAR et SFTR (marchés), CRD IV, AQR, SRM et DGSD (règles prudentielles), FATCA et échange automatique d'informations (fiscalité), PSD II (paiements), CSSF 12/552, AML IV, GoAML, GDPR et e-Archiving (réglementation locale).

⁶ Voir notamment le Règlement CSSF N° 19-07 du 28 juin 2019 sur la fixation du taux de coussin contracyclique pour le troisième trimestre 2019 (0,25% des « *expositions pertinentes* » situées au Luxembourg).

Etats membres de l'Union européenne d'appliquer, aux institutions financières placées sous leur surveillance, les conditions et limites fixées pour l'octroi de crédits immobiliers destinés à l'acquisition de résidences sur le territoire luxembourgeois. Une telle reconnaissance des limites fixées par la CSSF est indispensable, afin d'assurer une réelle égalité concurrentielle (« *level playing field* ») sur le marché des crédits immobiliers destinés à l'acquisition de résidences au Grand-Duché. En son absence, les établissements financiers localisés dans d'autres Etats membres pourraient en effet octroyer sur ce marché des crédits excédant les limites précitées, permettant à certains ménages luxembourgeois de contourner ces dernières et procurant un avantage concurrentiel indu à ces établissements financiers étrangers.

Or l'article 59-14ter du projet de loi initial, qui organise cette demande de reconnaissance au sein de l'Union européenne des limites fixées au Luxembourg, prévoit que la CSSF ne puisse agir en vertu de ce même article « *qu'après qu'une recommandation est adoptée par le Comité du risque systémique et lui est adressée* » et que « *la CSSF prend ses décisions après concertation avec la Banque centrale du Luxembourg afin d'aboutir à une position commune* ». La Chambre de Commerce craint que cette procédure décisionnelle passablement laborieuse ne puisse dans les faits conduire à une violation, temporaire le cas échéant mais néanmoins dommageable, du « *level playing field* » au détriment des établissements financiers établis au Luxembourg. Une telle situation ne pouvant être tolérée même de manière temporaire, la Chambre de Commerce propose une reformulation de l'article 59-14ter, qui confère une plus grande automaticité à l'ensemble de la procédure de reconnaissance, par les autres pays de l'Union européenne, des limites fixées par les autorités luxembourgeoises. Une telle automaticité s'imposerait d'autant plus que les règles en question auront déjà fait l'objet en amont d'une procédure impliquant la BCL, le Comité du risque systémique et le cas échéant le Commissariat aux assurances.

L'article 59-14ter reformulé de telle sorte serait le suivant :

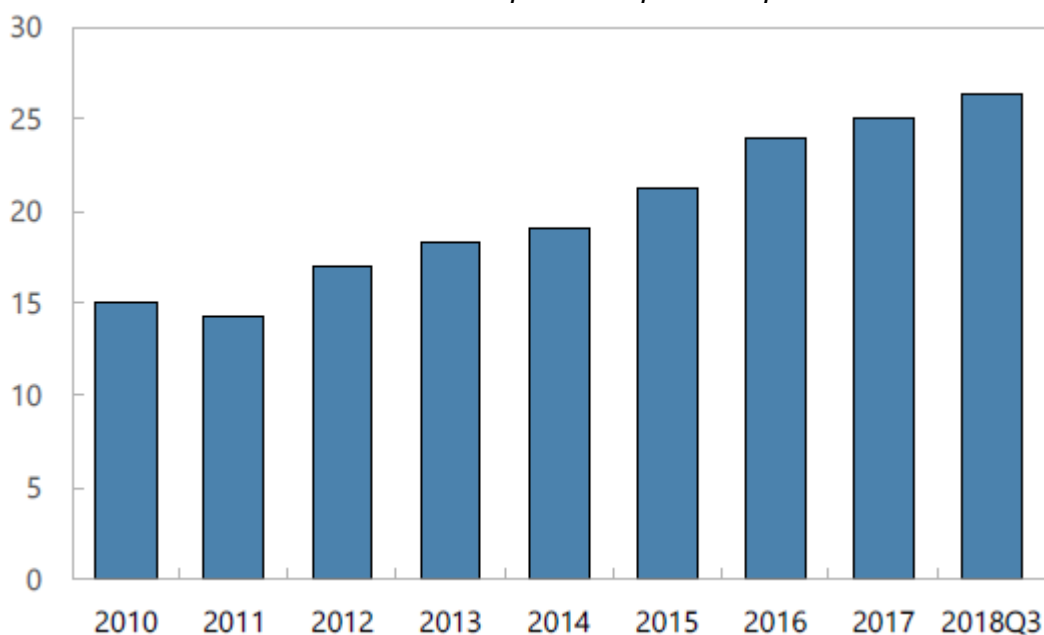
(1) La CSSF, en sa qualité d'autorité désignée, ~~peut~~ doit demander aux autorités **compétentes** des autres Etats membres de reconnaître les conditions fixées pour l'octroi de crédits relatifs à des biens immobiliers situés au Luxembourg et de les appliquer **sans délai** aux entités sous leur surveillance, **après en avoir informé le Comité du risque systémique et le cas échéant le Commissariat aux assurances.**

~~(2) La CSSF n'agit en vertu du présent article qu'après qu'une recommandation est adoptée par le Comité du risque systémique et lui est adressée. Lorsqu'elle agit en vertu du présent article la CSSF prend ses décisions après concertation avec la Banque centrale du Luxembourg afin d'aboutir à une position commune, conformément à l'article 59-2(10) de la loi.».~~

Pour une évaluation équilibrée de la stabilité financière

Enfin, il importe d'éviter tout alarmisme excessif en ce qui concerne la situation présente du Luxembourg à l'aune de la stabilité financière. Il convient de ne pas exagérer les risques associés et de les circonscrire de manière proportionnée en évitant tout excès de régulation en la matière. Comme l'indique le FMI, les banques luxembourgeoises se caractérisent par une capitalisation très élevée par rapport aux standards internationaux, qui manifeste de surcroît une nette tendance à la hausse comme l'illustre le graphique suivant. Le tout montre que les institutions financières luxembourgeoises sont en mesure de faire face à des chocs économiques importants, qu'ils émanent ou non du marché immobilier.

Graphique : Evolution du ratio de capital « Tier 1 » au Luxembourg
En % des actifs pondérés par le risque



Source : FMI, sur la base de données de la BCL

Par ailleurs, si la dette des ménages au Luxembourg est mise en exergue par le CERS, son importance relative dépend beaucoup de l'indicateur utilisé. Les engagements financiers des ménages ont certes fortement augmenté, de 8,8% par an en moyenne de la fin 2000 à la fin 2018, selon les comptes financiers publiés par la BCL⁷. Cependant, selon la même source, les actifs financiers totaux des ménages ont dans le même temps enregistré une hausse moyenne également très soutenue, de 7,3% par an, qui a même été plus élevée que celle des engagements en montants absolus. En conséquence, la position financière nette des ménages – soit la différence entre leurs actifs et leurs engagements financiers totaux – s'est accrue à raison de quelque 6,5% par an, toujours de 2000 à 2018. Même s'il ne s'agit là que d'une évolution d'ensemble pouvant dissimuler des évolutions plus disparates d'un ménage à l'autre, elle paraît particulièrement peu compatible avec une vision alarmiste de la situation. A l'occasion de sa consultation Article IV, le FMI a d'ailleurs noté que « *based on recent sensitivity analysis run by the CSSF, most domestically-oriented banks would withstand well extreme real estate price shocks and high default rates* ».

Enfin, diverses études montrent que le niveau relativement élevé des prix immobiliers au Luxembourg reflète avant tout des facteurs de nature structurelle, de sorte qu'on ne peut à proprement parler évoquer une quelconque « bulle immobilière » au Grand-Duché⁸. La Chambre de Commerce considère qu'il convient en priorité d'atténuer le déficit de l'offre par rapport à la demande de logements en agissant directement sur les déterminants structurels

⁷ Voir le site http://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/05_Economie_reelle/05_08_Tableau.xlsx; relevé fait le 28 août 2019.

⁸ Ce diagnostic d'ensemble est d'ailleurs corroboré par diverses études. Ainsi, selon une étude portant sur la période 1980-2017 (Voir *Housing Prices and Mortgage Credit in Luxembourg*, Cahier d'Etudes BCL n°117, février 2018; http://www.bcl.lu/fr/publications/cahiers_etudes/117/BCLWP117.pdf), la dynamique de prix immobiliers au Luxembourg s'expliquerait dans une large mesure par ces fondamentaux que constituent une forte immigration nette et avec une offre de logements trop restreinte par rapport à une demande dynamique. Sur la période 2012-2017, les biens immobiliers auraient certes été quelque peu surévalués par rapport aux variables fondamentales, mais à raison de 6,85% seulement et ce chiffre tendrait à décliner au cours des années récentes. Il pourrait par ailleurs partiellement résulter du caractère très graduel de la résorption des déviations entre les prix immobiliers et leurs déterminants fondamentaux.

de cet état de fait, notamment en flexibilisant les procédures et en allégeant la subsidiation de la demande via notamment un meilleur ciblage des nombreuses dépenses fiscales – une demande formulée de manière récurrente par la Chambre de Commerce dans ses avis budgétaires successifs⁹. L'encadrement du crédit n'étant quant à lui qu'un aspect parmi d'autres de la problématique du logement au Grand-Duché de Luxembourg.

Les autorités devront tenir compte de ces « *circonstances atténuantes* » lorsqu'il s'agira de vérifier au cas par cas la validité des conditions désormais définies à l'article 59-14bis du projet de loi tel qu'il résulte des amendements gouvernementaux.

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce n'est en mesure d'approuver l'amendement gouvernemental sous avis que sous réserve expresse de la prise en compte de ses remarques.

BMU/GKA/DJI

⁹ Voir notamment, https://www.cc.lu/uploads/tx_userccavis/5253CCH_BMU_et_5254BMU_CCH_CC_Avis_budgetaire.pdf, page 76.