



Réunion Commission des Finances et du Budget

Échange de vues au sujet des répercussions économiques et financières
de la crise sanitaire

3 juillet 2020

Gaston Reinesch

Président de la Banque centrale du Luxembourg





Sommaire

1. Situation macroéconomique
2. Mesures prises en matière de politique monétaire
3. Mesures prudentielles prises au niveau du secteur bancaire
4. Finances publiques
5. Stabilité financière



1. Situation macroéconomique



1.1. Projections (juin) de l'Eurosystème pour la zone euro – 3 scénarios

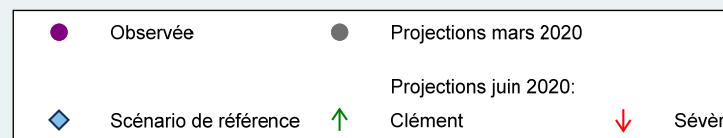
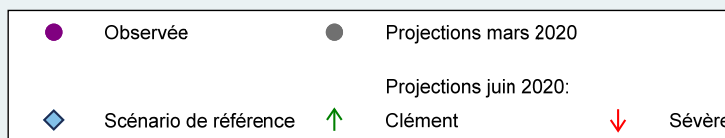
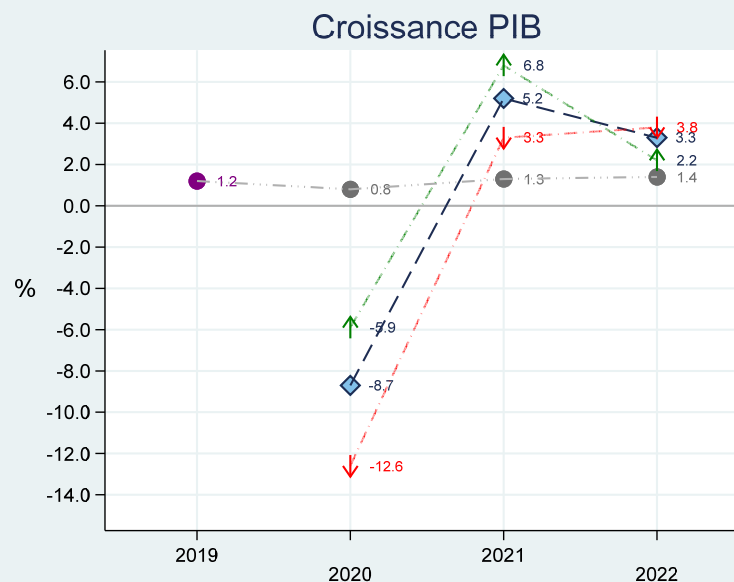
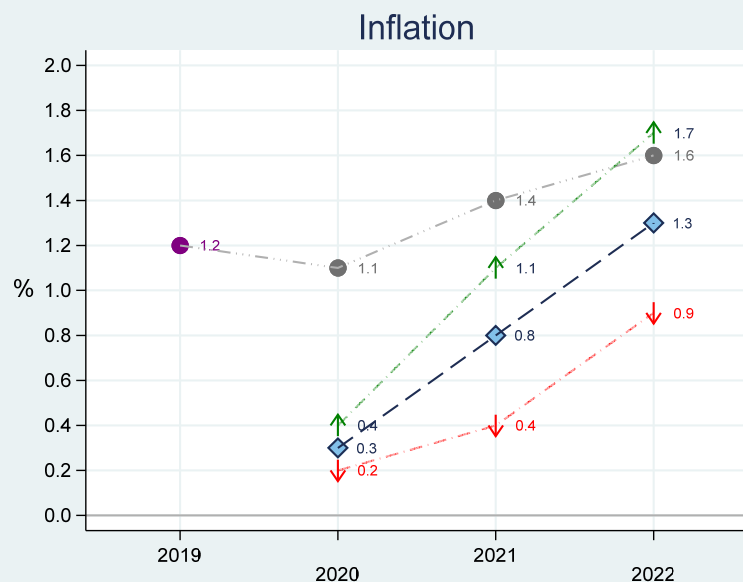
		Moyenne 2012-2019	2018	2019	2020	2021	2022
PIB réel	Scénario clément				-5,9	6,8	2,2
	Scénario de référence	1,3	1,9	1,2	-8,7	5,2	3,3
	Scénario sévère				-12,6	3,3	3,8
IPCH	Scénario clément				0,4	1,1	1,7
	Scénario de référence	1,1	1,8	1,2	0,3	0,8	1,3
	Scénario sévère				0,2	0,4	0,9
Taux de chômage	Scénario clément				8,8	8,5	8,0
	Scénario de référence	10,0	8,1	7,6	9,8	10,1	9,1
	Scénario sévère				11,3	12,5	11,2

Source : Eurosystème.

1.2. Situation économique et projections macroéconomiques

Zone euro (BCE et Eurosysteme)

Prévisions macroéconomiques (BCE et Eurosysteme)



Source: Eurostat, Eurosysteme, BCL.

1.3. Perspectives de croissance dans la zone euro, au Luxembourg et dans les pays limitrophes – scénario de référence de l'Eurosystème

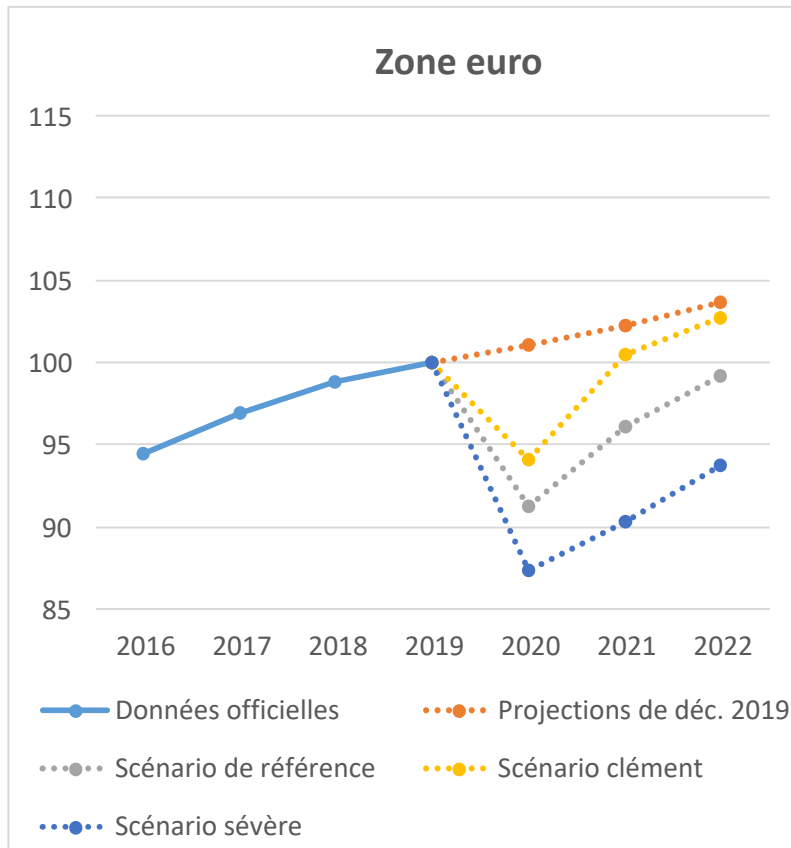
(taux de variation annuel du PIB réel, en %)

	2019	2020	2021	2022
Zone euro	1,2	-8,7	5,2	3,3
Allemagne	0,6	-7,1	3,2	3,8
Belgique	1,4	-9,0	6,4	2,3
France	1,3	-10,3	6,9	3,9
Luxembourg	2,3	-7,8	7,9	3,2

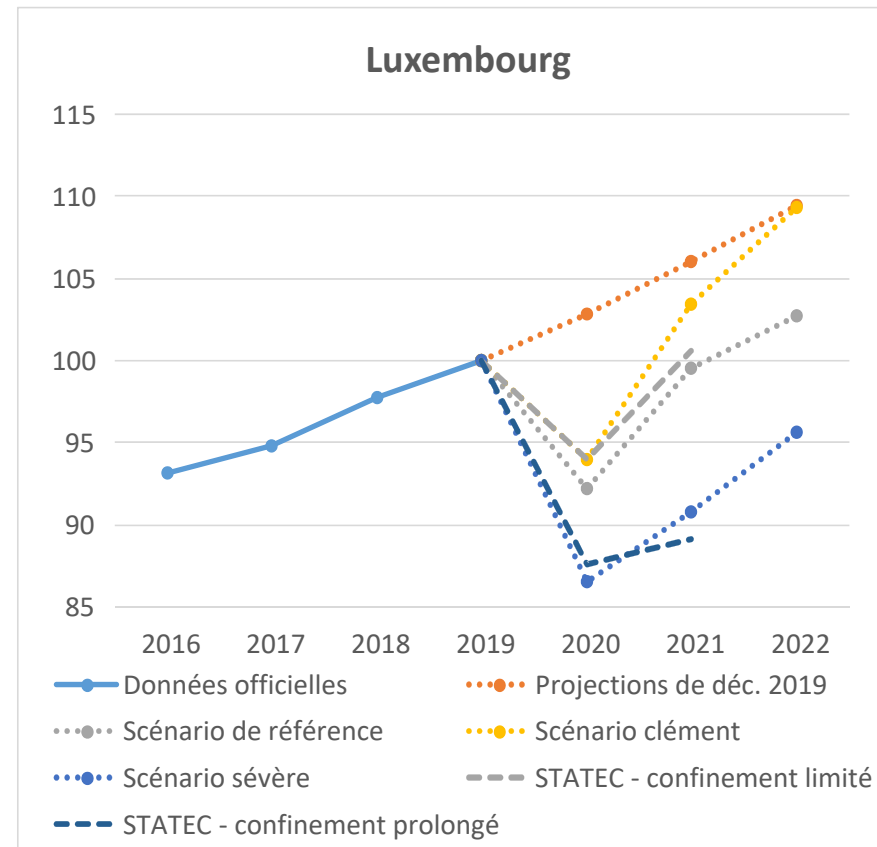
Sources: Eurosystème (sur la base de contributions des banques centrales nationales) ; scénario de référence de l'exercice de projection de juin 2020.

1.4. Trajectoire attendue du PIB réel en niveau

(indice, 2019 = 100)



Sources: Eurostat pour les données, Eurosystem pour les projections.



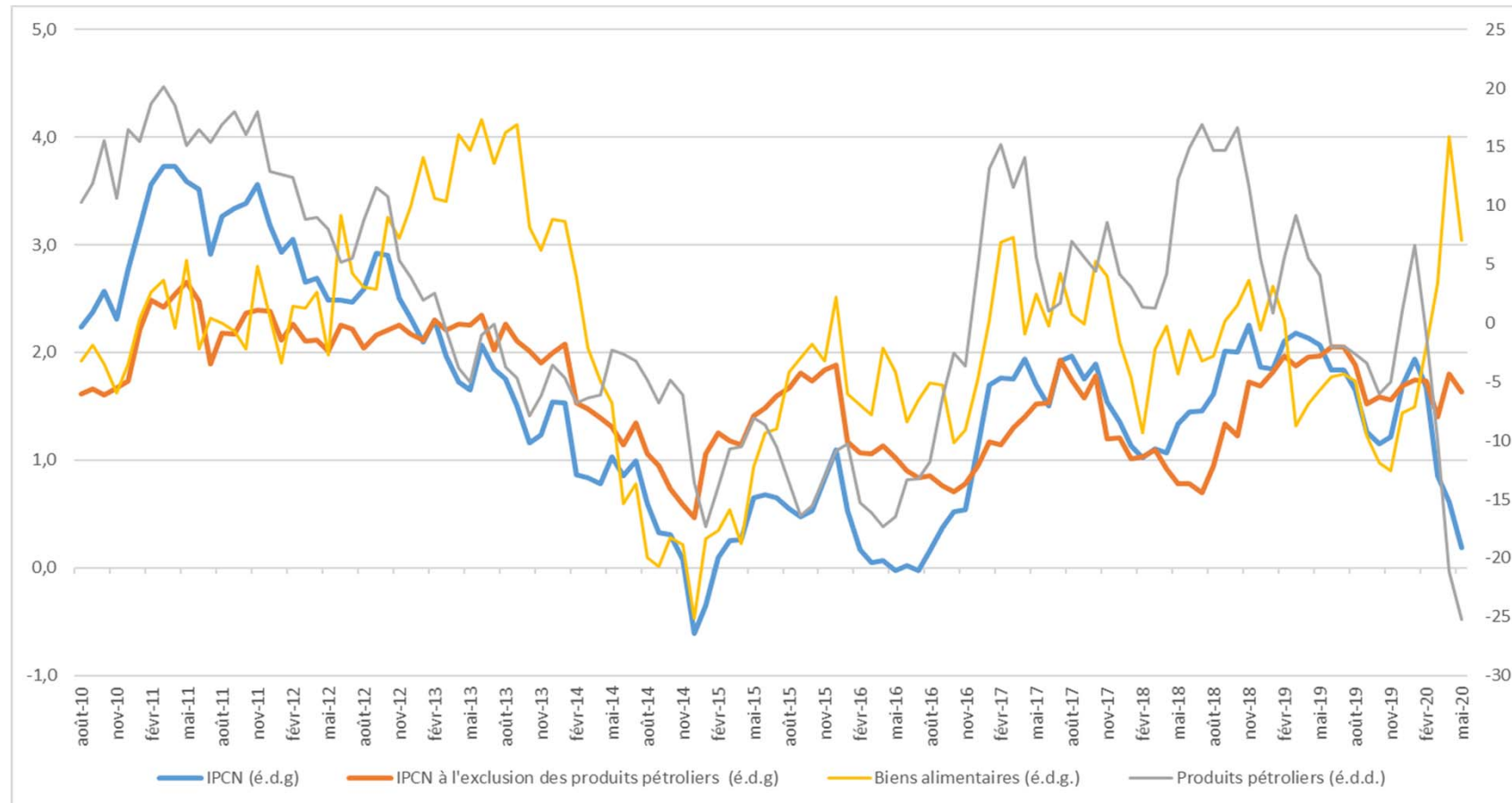
Sources: STATEC, Eurosystem/BCL.

1.5. Projections macroéconomiques du STATEC

	Taux de variation annuel, en %			Révisions par rapport au budget 2020, en p.p.		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB réel						
Budget 2020 - Octobre 2019	2,4	2,4	3,5			
Note de conjoncture - Décembre 2019	2,8	2,4	-	0,4	0,0	-
Projections à moyen terme - Mars 2020	2,8	2,8	2,8	0,4	0,4	-0,7
Programme de stabilité - Scénario confinement limité - Avril 2020	2,3	-6,0	7,0	-0,1	-8,4	3,5
Programme de stabilité - Scénario confinement prolongé - Avril 2020	2,3	-12,4	1,8	-0,1	-14,8	-1,7
IPCN						
Budget 2020 - Octobre 2019	1,9	1,7	1,6			
Note de conjoncture - Décembre 2019	1,7	1,6	-	-0,2	-0,1	-
Projections à moyen terme - Mars 2020	1,7	1,9	1,8	-0,2	0,2	0,2
Programme de stabilité - Scénario confinement limité - Avril 2020	1,7	0,6	1,6	-0,2	-1,1	0,0
Programme de stabilité - Scénario confinement prolongé - Avril 2020	1,7	0,4	0,4	-0,2	-1,3	-1,2

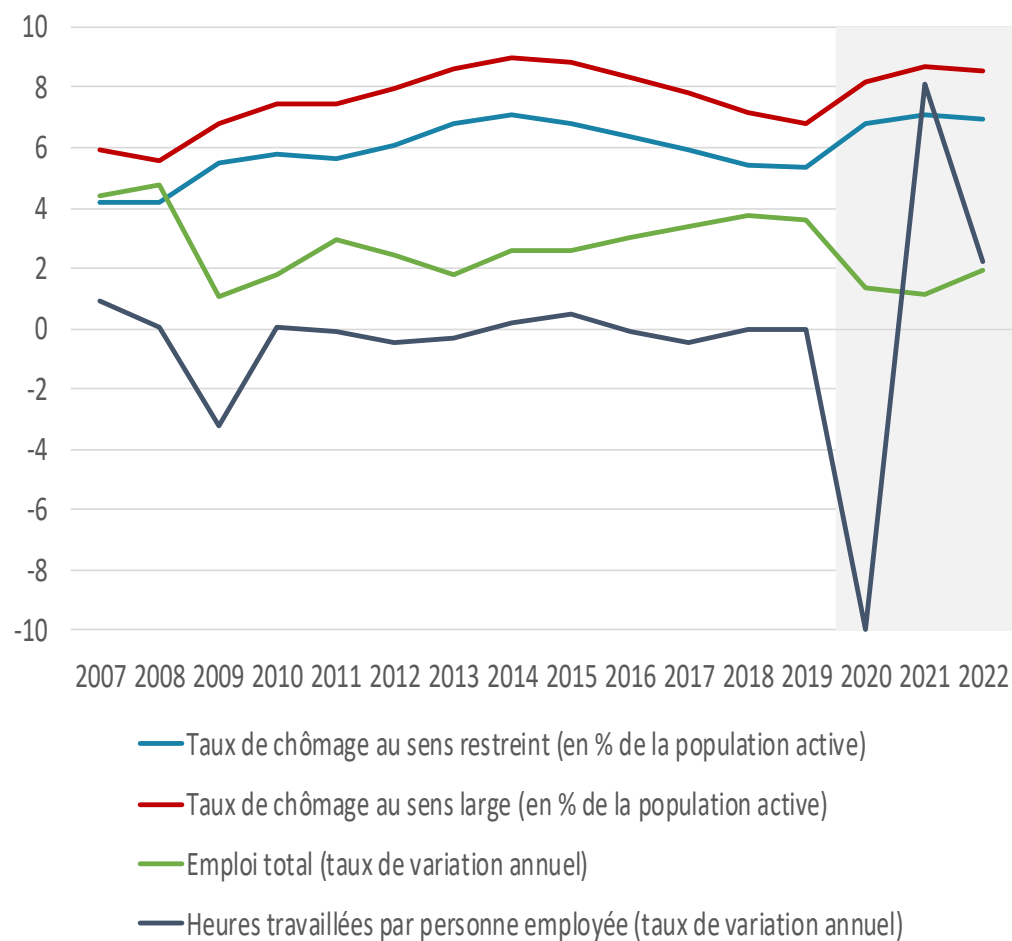
Source: STATEC, projet de budget 2020.

1.6. Inflation au Luxembourg (IPCN et sous-composantes, taux de variation annuel, en %)



Source: STATEC

1.7. Marché du travail



Remarque : le taux de chômage au sens large inclut les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi. Les chômeurs partiels sont exclus.

Sources: ADEM, STATEC, projections (2020-2022) et calculs BCL.

10

	Projections de juin 2020 (en %)			
	2019	2020	2021	2022
Emploi total	3,6	1,3	1,1	1,9
Taux de chômage au sens restreint	5,4	6,8	7,1	6,9
Taux de chômage au sens large	6,8	8,1	8,7	8,6

Part de l'emploi salarié en chômage partiel (en %, en 2020)*				
Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet
31,9	34,3	14,9	6,8	6,5

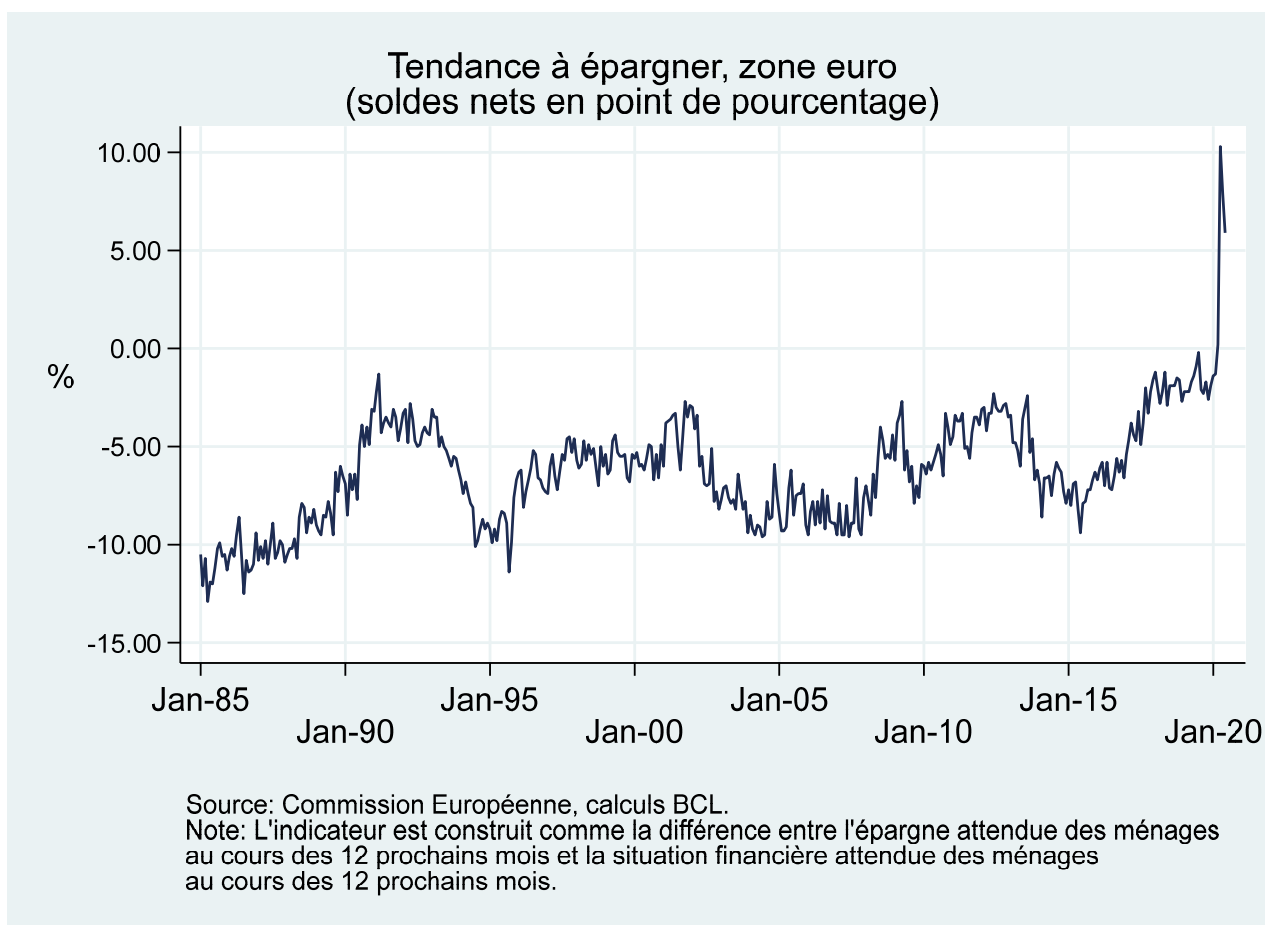
Estimations sur la base des demandes effectuées par les entreprises.

Sources: ADEM, STATEC, calculs BCL.

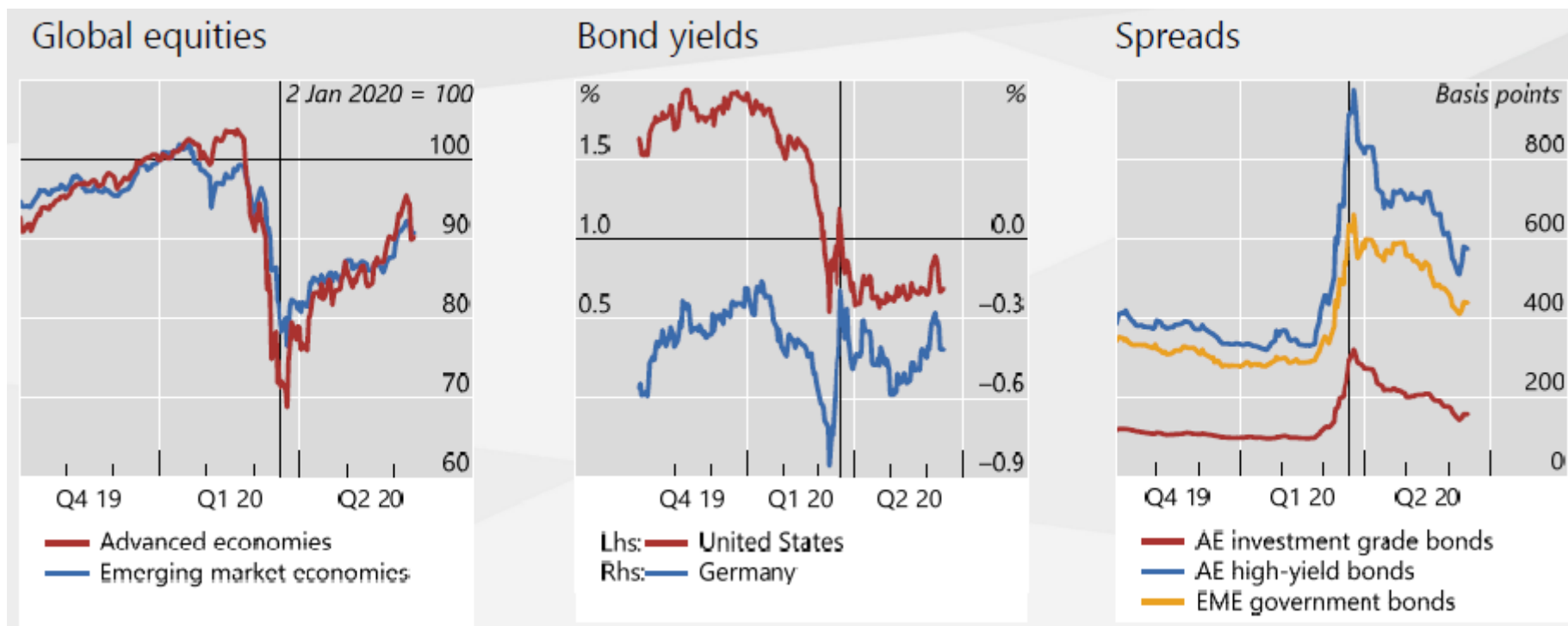
- Le recul des heures travaillées en 2020 s'explique principalement par le recours au chômage partiel.
- Le rebond en 2021 s'explique par un effet de base positif.

1.8 Tendence à épargner

Selon l'enquête des consommateurs de la Commission Européenne, la tendance à épargner au cours des 12 prochains mois (et tenant compte des anticipations des ménages de la situation financière) a fortement augmenté ces derniers mois.



1.9. Stabilisation des marchés



Source: Banque des Règlements Internationaux



2. Mesures prises en matière de politique monétaire



2.1. Principales mesures prises face à l'épidémie de coronavirus COVID-19

Domaine	Mesures
Programmes d'achat de titres (<i>Asset purchase programme, APP</i>)	<ul style="list-style-type: none"> Augmentation du volume de l'APP (EUR 20 milliards par mois aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs et jusqu'à peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs ainsi que EUR 120 milliards additionnels jusqu'à la fin de 2020). Nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (<i>Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP</i>), volume: EUR 1 350 milliards: 750 milliards (décision 18 mars) + 600 milliards (décision 4 juin). <p>Achats nets cumulés de titres émis par l'Etat luxembourgeois : Quelque EUR 3 milliards (fin juin, valeur comptable)</p>
Opérations de refinancement	<ul style="list-style-type: none"> Opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III): Taux d'intérêt nettement plus favorables pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021 (jusqu'à -1,0%), fourniture de liquidités aux banques de la zone euro jusqu'à environ EUR 3 000 milliards (50% de l'encours des prêts éligibles en février 2019). Nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (PELTRO).
Garanties	<p>Ensemble de mesures temporaires d'assouplissement des garanties (collatéral à fournir par les contreparties monétaires en contrepartie des prêts)</p> <p>Mesures afin de réduire l'impact d'éventuelles dégradations de notations sur la disponibilité des garanties</p>
Accords de devises (ligne de swap)	<p>Action concertée des banques centrales en vue d'améliorer l'approvisionnement mondial en dollars des États-Unis</p> <p>Réactivation d'un accord de devises et mise en place de lignes de repo/swap pour la fourniture de liquidités en euros avec d'autres banques centrales</p>

2.2.1. Programmes d'achat

Programme	Mesures	Volume
<p>Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>, PEPP)</p>	<p>Le PEPP est un instrument exceptionnel pour une situation de crise exceptionnelle.</p> <p>Objectifs:</p> <ul style="list-style-type: none">- en réaction à la révision à la baisse de l'inflation sur l'horizon de projection, le PEPP permettra un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire, soutenant les conditions de financement dans l'économie réelle, en particulier pour les entreprises et les ménages.- faire face aux risques graves que font peser sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire les perspectives économiques de la zone euro l'épidémie de coronavirus COVID-19 et l'intensification de sa propagation. <p>Les achats porteront sur toutes les catégories d'actifs éligibles dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) existant.</p> <p>S'agissant des achats de titres du secteur public, l'allocation de référence entre les différentes juridictions restera fondée sur la clé de répartition des banques centrales nationales au capital de la BCE. La clé de capital ajustée de la BCL s'élève à 0,33%. Dans le même temps, les achats dans le cadre du nouveau PEPP sont réalisés de façon flexible, ce qui permettra des fluctuations dans la distribution des flux d'achats au fil du temps, d'une catégorie d'actifs à l'autre et entre les différentes juridictions.</p> <p>Le Conseil des gouverneurs mettra fin aux achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP lorsqu'il jugera que la phase critique du coronavirus Covid-19 sera terminée, mais, en tout cas, pas avant la fin de juin 2021.</p> <p>Le Conseil des gouverneurs a décidé de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.</p>	<p>EUR 1 350 milliards</p>

2.2.2. Programmes d'achat

Programme	Mesures	Volume
Programme d'achats d'actifs (APP)	<p>L'APP a été introduit en 2014 et complété en 2015 par le programme d'achat de titres publics (PSPP).</p> <p>Les achats nets continuent à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros.</p> <p>Enveloppe temporaire de 120 milliards d'euros à des achats nets d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année pour assurer une forte contribution des programmes d'achats de titres du secteur privé.</p> <p>Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats nets d'actifs aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs.</p> <p>Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.</p> <p>Programme d'achats de titres du secteur des entreprises (<i>Corporate sector purchase programme</i>, CSPP): Eventail élargi des actifs éligibles aux billets de trésorerie du secteur non financier, rendant ainsi éligibles aux achats réalisés dans le cadre du CSPP l'ensemble des billets de trésorerie (<i>commercial papers</i>) dont la qualité de crédit est suffisante.</p>	<p>EUR 20 milliards/mois</p> <p>+</p> <p>EUR 120 milliards</p>

2.3. Opérations de refinancement “covid”

Instrument	Mesures
Opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III)	<p>Ces opérations soutiendront l’octroi de prêts aux ménages et entreprises subissant le plus durement les effets de la propagation du coronavirus, en particulier les petites et moyennes entreprises.</p> <p>Conditions nettement plus favorables à toutes les TLTRO III en cours pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021. Tout au long de cette période, le taux d’intérêt appliqué à ces TLTRO sera inférieur de 50 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement (0% actuellement) de l’Eurosystème. Pour les contreparties dont les emprunts nets éligibles atteignent le seuil de performance en matière d’octroi de prêts, le taux appliqué à ces opérations sera plus bas, pouvant être jusqu’à 50 points de base inférieur au taux moyen de la facilité de dépôts (-0,5% actuellement) sur la période se terminant en juin 2021.</p> <p>Le Conseil des gouverneurs a décidé de porter le montant total maximal que les contreparties pourront désormais emprunter lors des TLTRO III à 50 % de leurs encours de prêts éligibles au 28 février 2019 (i.e. fourniture de liquidités aux banques de la zone euro)</p>
Nouvelle série d’opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d’urgence face à la pandémie (PELTRO)	<p>Opérations à maturité décroissante (de 16 à 8 mois) conduites en vue de soutenir les conditions de la liquidité dans le système financier de la zone euro et de contribuer à préserver le bon fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité effectif.</p> <p>Les opérations PELTRO consistent en 7 opérations supplémentaires, menées à partir de mai 2020 (échéance progressivement entre juillet et septembre 2021), ce qui correspond à la durée des mesures d’assouplissement des garanties.</p> <p>Opérations effectuées via des procédures d’appel d’offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d’intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement sur la durée de chaque opération PELTRO.</p>

2.4. Mémo: Système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité (« tiering »)

Le 12 septembre 2019, le Conseil des gouverneurs avait mis en place un système à deux paliers (« Staffelung ») pour la rémunération des excédents de liquidité.

Cette décision visait à soutenir la transmission bancaire de la politique monétaire, tout en préservant la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif de la BCE.

Dans ce système, une partie de l'excédent de liquidité des établissements de crédit (c'est-à-dire l'excédent des avoirs de réserve par rapport aux réserves obligatoires, autour de 2.700 milliards d'euros au sein de zone euro fin juin 2020) n'est pas soumise à une rémunération négative correspondant au taux applicable à la facilité de dépôt.

La partie de l'excédent de liquidité non soumise au taux négatif est rémunérée au taux annuel de 0%. Le volume de l'excédent des avoirs de réserve par rapport aux réserves obligatoires qui n'est pas soumis au taux de la facilité de dépôt – la partie non soumise au taux négatif – est déterminé comme un multiple (actuellement: 6) des réserves obligatoires d'un établissement.

La partie de l'excédent de liquidité ne bénéficiant pas de l'exemption du taux négatif continuera d'être rémunérée à 0% ou au taux de la facilité de dépôt, si ce dernier est plus faible.

A la fin de juin 2020, le volume de l'excédent de liquidité non soumise au taux négatif était d'environ 850 milliards d'euros. Alors que le "tiering" implique une diminution de la charge des banques commerciales résultant du taux négatif applicable à la facilité de dépôt, il réduit également le revenu des banques centrales.

2.5. Illustration d'un cas fictif et simplifié pour les opérations de refinancement à plus long terme ciblées

Illustration fictive et simplifiée pour une banque dont les emprunts nets éligibles atteignent le seuil de performance en matière d'octroi de prêts et **qui bénéficie du taux TLTRO-III minimal (-1,0%)**

Volume de prêts éligibles pour recours au TLTRO-III:

1 500 millions d'euros

Recours TLTRO-III maximal autorisé: 750 millions d'euros (50% des prêts éligibles)

Recours au TLTRO-III de 750 millions d'euros (au taux minimal, ligne bleue)

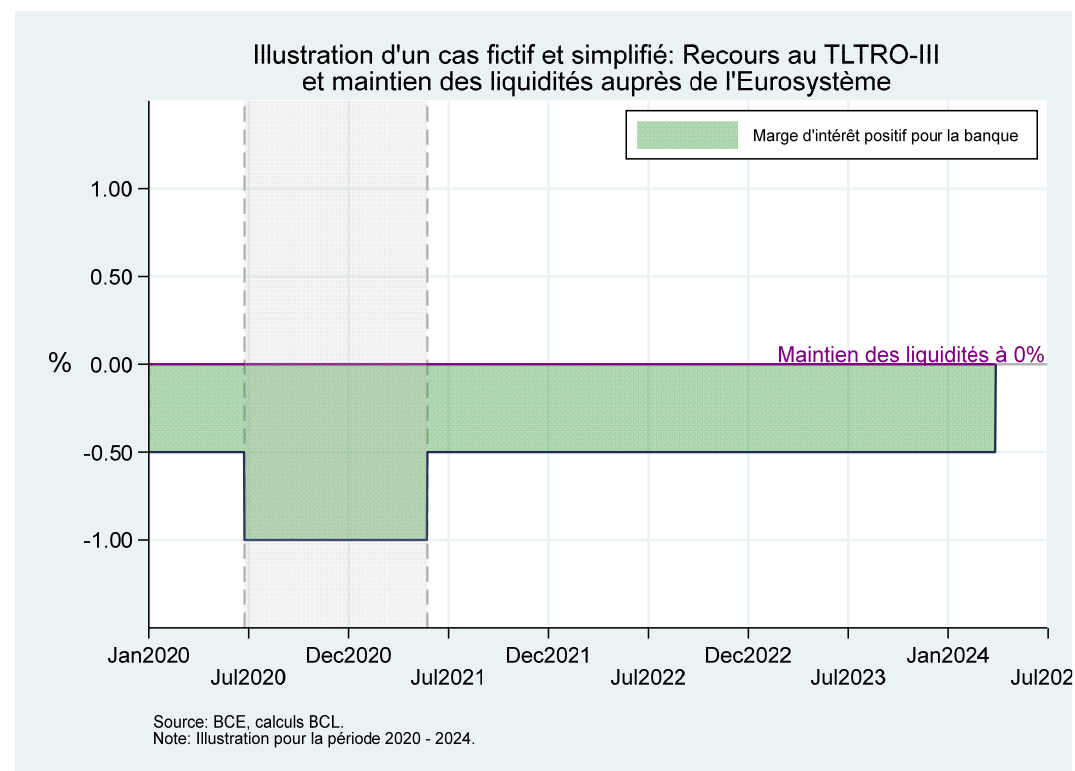
Maintien des liquidités au compte courant auprès de l'Eurosystème (ligne violette) des bénéficiaires du palier non soumis au taux négatif de la facilité de dépôt

Résultat d'arbitrage (à partir de juin 2020):

Entre juin 2020 et juin 2021: 7,5 millions d'euros

Entre juillet 2021 et mars 2024: 3,75 millions d'euros par an

Total: Environ 18 millions d'euros





3. Mesures prudentielles prises au niveau du secteur bancaire



3. Secteur bancaire

Mesures prudentielles

La BCE a adopté les mesures prudentielles suivantes dans le contexte de la crise du COVID-19:

- Allègement temporaire des exigences de fonds propres et des contraintes opérationnelles (12 mars 2020)
 - Libre utilisation des coussins de capitaux et de liquidité (en disposant les fonds propres détenus pour satisfaire aux recommandations au titre du pilier 2 (P2G), du coussin de capitaux de conservation et possibilité d'opérer temporairement sous le seuil de 100% du LCR)
 - Possibilité de panacher la composition des exigences de pilier 2 (P2R) avec d'autres instruments que du CET1
 - Assouplissement des calendriers, report des inspections sur site, etc. banque par banque pour tenir compte du confinement
 - Allègement du processus de surveillance et d'évaluation prudentielle (SREP)
- Flexibilité dans le traitement prudentiel des prêts assortis de mesures de soutien (20 mars 2020)
 - Objectif d'éviter que ces prêts assortis de garanties publiques ou bénéficiant de moratoires soient classés comme « non performants » ou comme « créance douteuse »
 - Recommandation pour éviter les effets procycliques excessifs liés à l'augmentation de la volatilité des marchés et le provisionnement du risque selon la norme IFRS 9
- Report du Stress Test UE 2020 à 2021 (en coordination avec l'EBA, 12 mars 2020)
- Recommandation sur la limitation des versements de dividendes (27 mars 2020)

Au plan national, la CSSF a reflété les mêmes mesures pour les banques sous sa surveillance directe

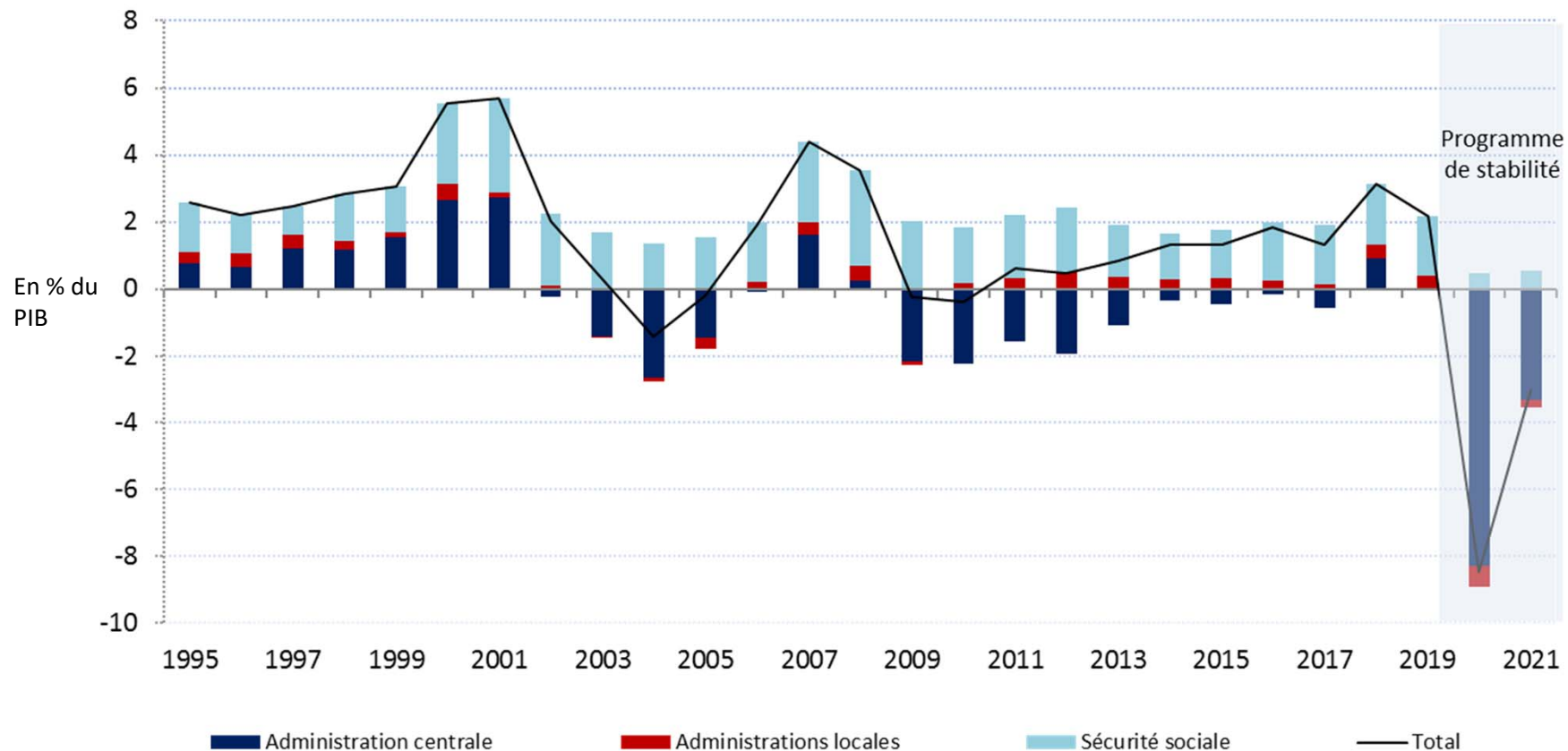


4. Finances publiques



4.1. Evolution historique des soldes par sous-secteur et projections du gouvernement (% du PIB)

(selon le programme de stabilité d'avril 2020)



Sources : STATEC, Programme de stabilité avril 2020 et calculs BCL.

4.2. Mesures du gouvernement

Dépenses supplémentaires / moins-values de recettes (estimations)			
Liste des mesures	Code SEC	Montant en millions EUR	% du PIB
Aides en faveur des ménages (régime au chômage partiel « coronavirus » et congé pour raisons familiales extraordinaire)	D62 (prestations sociales en espèces)	1333	2,3
Dépenses affectant la consommation intermédiaire	P2 (consommation intermédiaire)	47	<0,1
Aides en faveur des (micro) entreprises, indépendants et start ups*	D9 (transferts en capital)	684	1,2
Dépenses en matière de gestion de crise sanitaire	P5 (formation de capital)	194	0,3
Total		2257	3,8
<i>*Dont avances remboursables (subventions en capital) aux entreprises</i>	<i>D9 (transferts en capital)</i>	<i>400</i>	<i>0,7</i>

Reports de paiement (estimations)			
Liste des mesures	Code SEC	Montant en millions EUR	% du PIB
Impôts directs	D5 (impôts courants sur le revenu, etc.)	1250*	(2,1)
Impôts indirects	D2 (impôts sur la production et les importations)	300**	(0,5)
Cotisations sociales	D61 (cotisations sociales)	3000**	(5,1)
Total		4550	(7,7)

Garanties / prêts adoptés / annoncés en réponse à l'épidémie COVID-19 (montants maximaux)		
Liste des mesures	Montant en millions EUR	% du PIB
Régime de garanties étatiques pour de nouveaux crédits bancaires	2500	(4,2)
SNCI - Financement spécial anti-crise	400	(0,7)
SNCI - Garanties PME	200	(0,3)
Office du Ducroire	500	(0,8)
Total	3600	(6,1)

Principales mesures du plan "Neistart Lëtzebuerg" (estimations)		
Liste des mesures	Montant en millions EUR	% du PIB
Passage progressif du régime chômage partiel "COVID-19" vers un régime de chômage structurel	700-800	± 1,3
Fonds de relance et de solidarité pour entreprises		
Autres (soutien des ménages les plus vulnérables, soutien du tourisme, aide aux investissements dans l'ère du Covid, ...)		

4.3. Projections (% du PIB) (selon le programme de stabilité d'avril 2020)

Programme de stabilité 2019-2021 (avril 2020)	2018	2019	2020	2021
Solde des administrations publiques	3,1	2,2	- 8,5	- 3,0
Solde de l'administration centrale	0,9	0,0	- 8,3	- 3,3
Solde des administrations locales	0,4	0,4	- 0,6	- 0,2
Solde de la Sécurité sociale	1,8	1,8	0,5	0,5
Dette consolidée des administrations publiques	21,0	22,1	28,7	29,6

Source : Programme de stabilité d'avril 2020 basé sur le scénario STATEC avec confinement limité

4.4. Dette publique

Dette des administrations publiques au 31.12.2019		
	en mio EUR	en % du PIB
Dette consolidée des administrations publiques	14013	22,1
p.m.PIB nominal au 31.12.2019	63516	
Dette non consolidée de l'administration centrale	13099	20,6
dont dette de l'Etat central	10618	16,7
Dette non consolidée des administrations locales	952	1,5
Dette non consolidée de la sécurité sociale	95	0,0

Sources : STATEC et calculs BCL.

- La dette des administrations publiques luxembourgeoises est émise principalement par l'administration centrale.
- La dette des unités extra-budgétaires (CFL,..) et les opérations de reroutage (partenariats public-privé, Fonds européen de stabilité financière (FESF)) expliquent l'écart entre la dette de l'administration centrale et celle de l'Etat central.

4.4. Dette publique

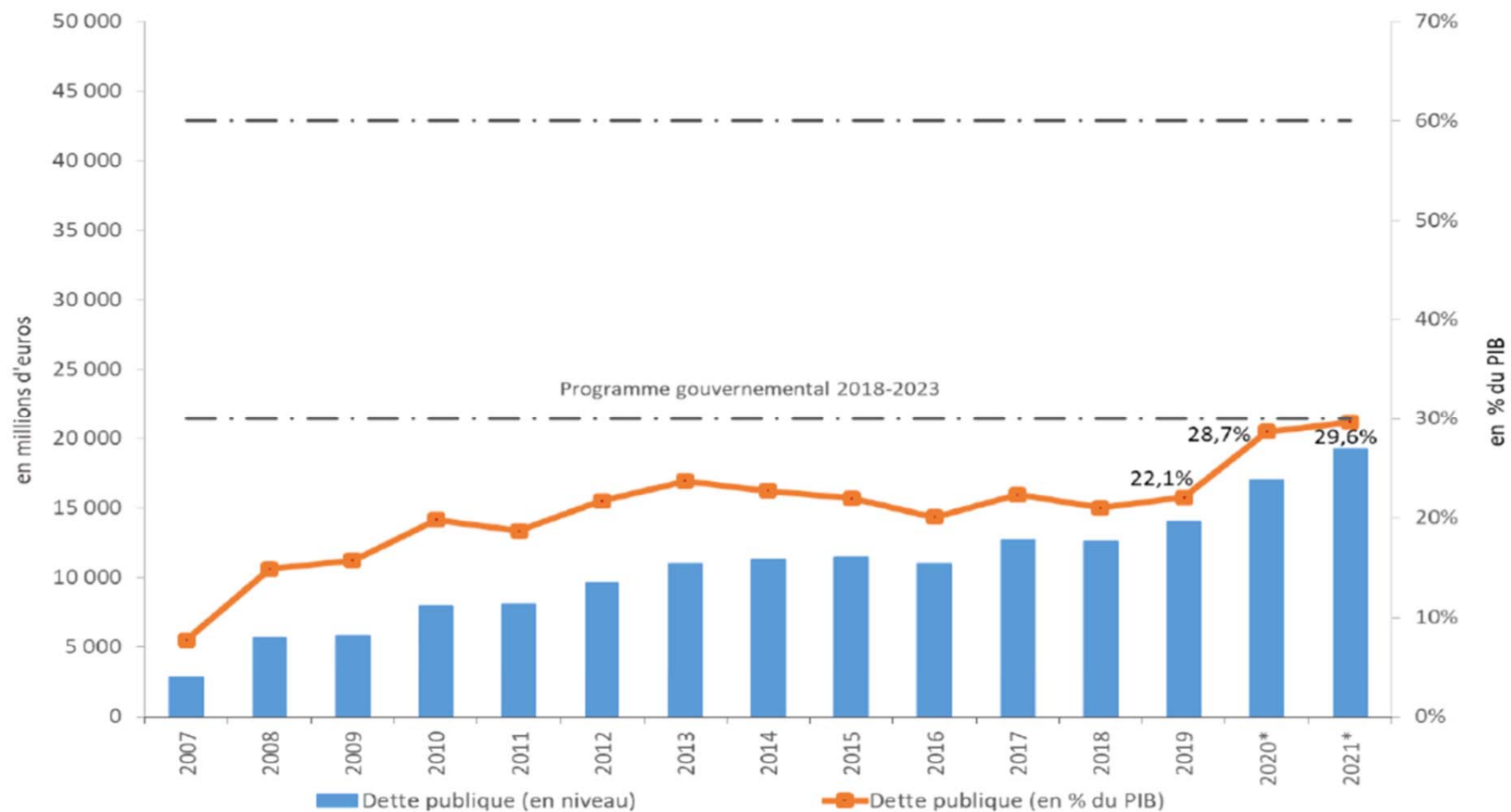
Titres de dette émis par l'Etat au 30.06.2020	mio EUR	En %
Bons du Trésor (promissory notes)	93,4	
Dette publique	11468	100
- Certificats de Trésorerie	350	3,1
- Emprunts obligataires institutionnels	10250	89,4
- Emprunts/prêts bancaires à moyen et long terme	868	7,6

Emprunt	Type	Date d'émission	Echéance finale	Encours (en mio EUR)
BCEE 1,400%	Prêt bancaire		30.06.2020	1
Certificats de Trésorerie: -0,19%	Certificats de Trésorerie	18.06.2020	18.12.2020	50
Certificats de Trésorerie: -0,28%	Certificats de Trésorerie	30.06.2020	30.12.2020	300
BEI 0,00%	Emprunt		28.05.2021	150
GRAND-DUCHE 2,25%	Emprunt obligataire institutionnel	21.03.2012	21.03.2022	1000
BEI 0,00%	Emprunt		18.07.2022	150
BCEE 1,750%	Prêt bancaire		30.06.2023	5
GRAND-DUCHE 2,125%	Emprunt obligataire institutionnel	10.07.2013	10.07.2023	2000
BCEE 1,890%	Prêt bancaire		31.12.2023	47
BCEE 0,000%	Prêt bancaire		02.10.2024	500
BCEE 1,900%	Prêt bancaire		30.12.2024	15
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	28.04.2020	28.04.2025	1500
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	13.11.2019	13.11.2026	1700
GRAND-DUCHE 0,625%	Emprunt obligataire institutionnel	01.02.2017	01.02.2027	2000
GRAND-DUCHE 2,25%	Emprunt obligataire institutionnel	19.03.2013	19.03.2028	750
GRAND-DUCHE 0,00%	Emprunt obligataire institutionnel	28.04.2020	28.04.2030	1000
GRAND-DUCHE 2,75%	Emprunt obligataire institutionnel	20.08.2013	20.08.2043	300
Total de la dette publique de l'Etat central				11468

Sources : Trésorerie de l'Etat et calculs BCL.

Remarque: Tableau construit en fonction des différentes maturités

4.5. Dette publique (2007-2021) (selon le programme de stabilité d'avril 2020)



Source : Programme de stabilité avril 2020.

4.6. Dette publique

Analyse de sensibilité du ratio de dette en 2021 (% du PIB)

Choc sur la dette nominale	Choc sur le PIB nominal		
	-2%	0%	+2%
-20%	24,2%	23,7%	23,2%
-10%	27,2%	26,7%	26,1%
0%	30,2%	29,6%	29,0%
+10%	33,3%	32,6%	31,9%
+20%	36,3%	35,5%	34,9%

Sources : Programme de stabilité avril 2020, calculs BCL

- Projections du programme de stabilité d'avril 2020 pour l'année 2021:
 - Ratio de dette : 29,6 % du PIB
 - PIB nominal : 64 893 mio EUR
 - Dette publique brute : 19 224 mio EUR

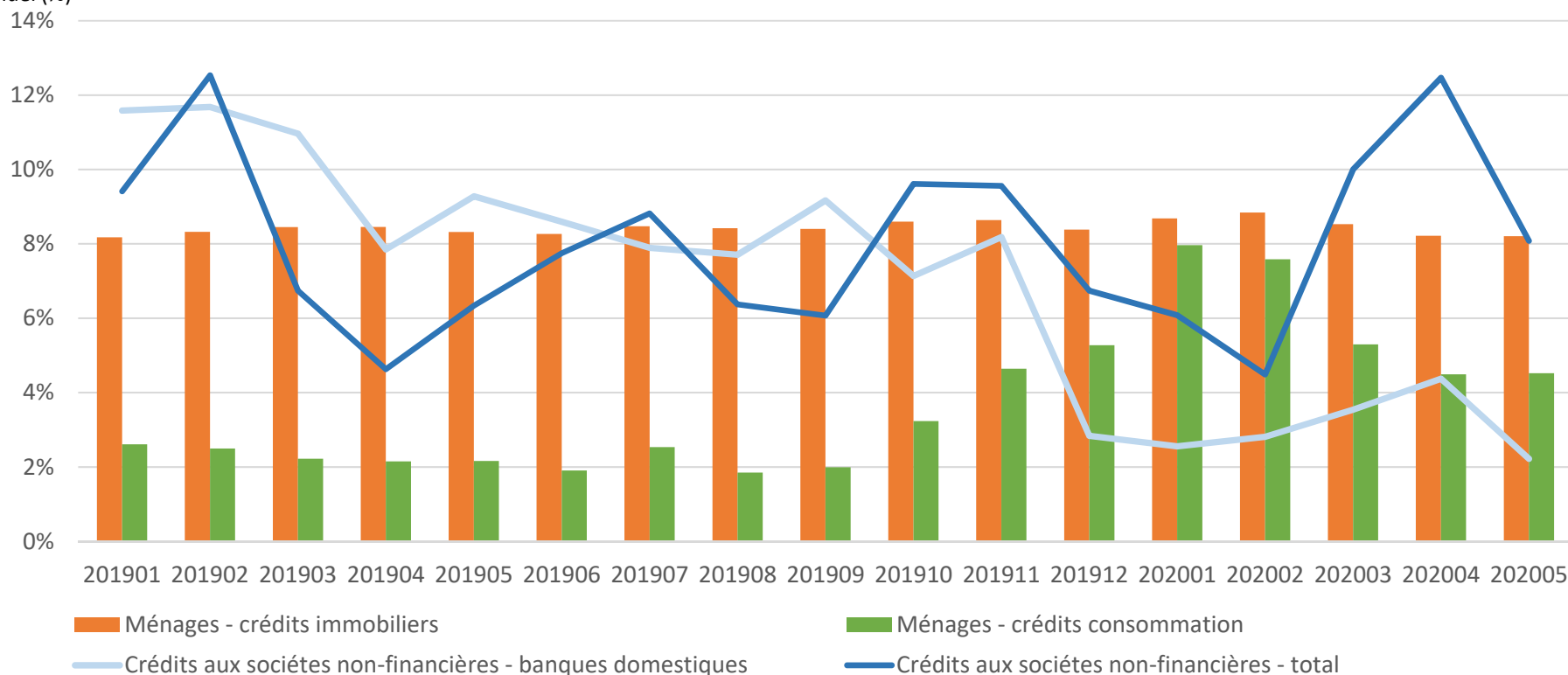


5. Stabilité financière



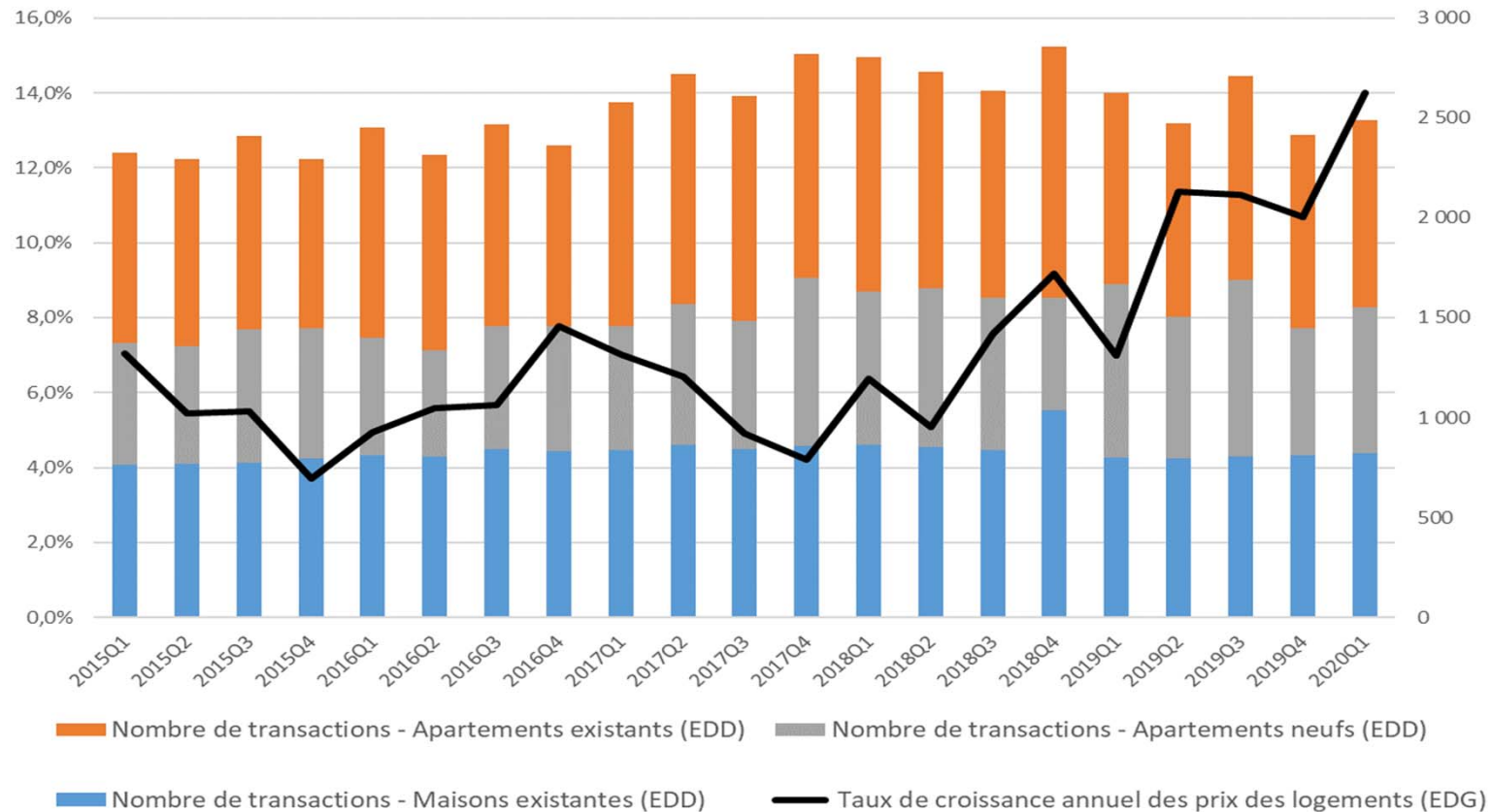
5.1. Situation des banques – Évolution des crédits aux entreprises et aux ménages résidents

Taux de variation annuel (%)



Source : BCL. Remarque: Les banques domestiques comprennent la BCEE, la BGL BNP Paribas, la BIL, la Banque de Luxembourg, la Raiffeisen et la ING.

5.2. Prix des logements et transactions immobilières (taux de variation annuel en %)



Sources : STATEC – indice hédonique; Administration de l'enregistrement et des domaines. Remarques: Les transactions immobilières ont été ajustées pour des effets saisonniers.

5.3. Les ménages sont fragilisés par un niveau d'endettement élevé

Ratio de la dette des ménages
– sur – revenu disponible en Europe (2019T4 ; LU : 174%)

