

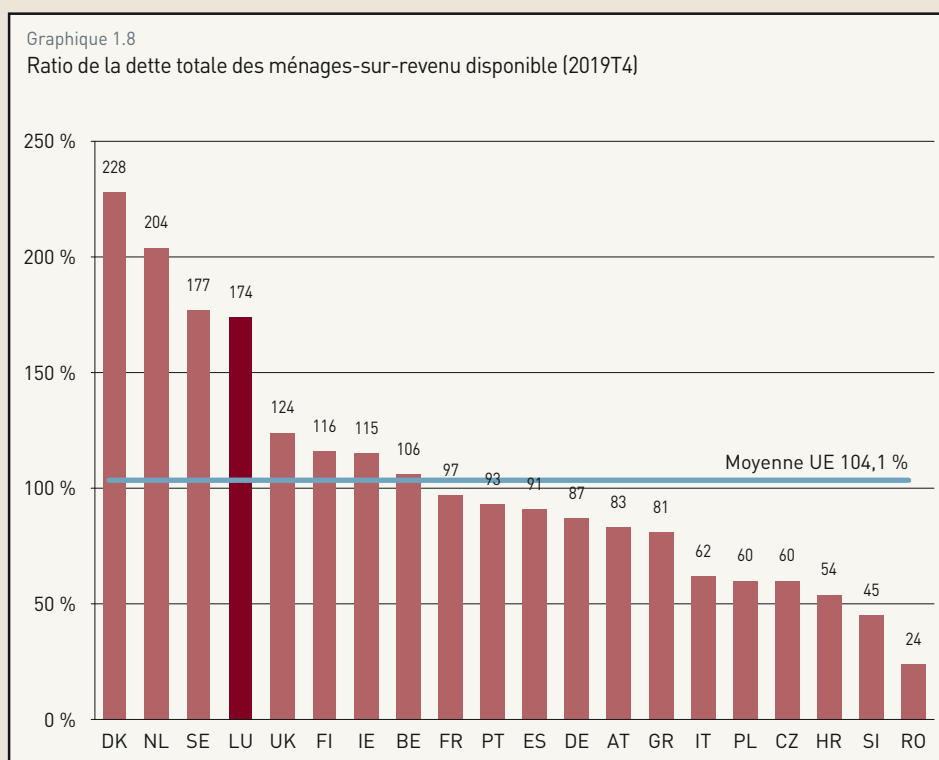
Encadré 1.1 :

MESURE DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET ÉVALUATION DE LEUR VULNÉRABILITÉ

L'évolution de la dette privée, qu'elle soit issue des entreprises ou des ménages, doit être prise en considération dans l'analyse des risques pour la stabilité financière. En effet, plusieurs crises financières ont été déclenchées par une croissance insoutenable de la dette privée et en particulier de la dette des ménages. Une dette est soutenable dès lors que les agents qui l'ont contractée disposent de moyens suffisants pour le remboursement à terme de leurs emprunts aux conditions contractuelles préalablement définies. L'évaluation de cette soutenabilité reste un exercice difficile dans la mesure où elle exige la formulation des trajectoires futures de plusieurs variables, notamment les revenus des ménages, leurs richesses, les taux d'intérêt, etc. De plus, l'usage de données agrégées peut constituer un biais important dans la mesure où l'agrégation de la dette globale des ménages ne reflète pas la répartition de la dette entre les ménages. En dépit de ces contraintes, il est possible de décrire l'évolution de la dette des ménages au Luxembourg et d'en identifier les éventuelles vulnérabilités. L'endettement des ménages est mesuré par la somme des encours de crédits accordés par les établissements bancaires aux ménages résidents. Le ratio de la dette par rapport au revenu disponible brut (graphique 1.8) permet de comparer le poids de l'endettement des ménages luxembourgeois par rapport aux autres pays de l'Union européenne. Au

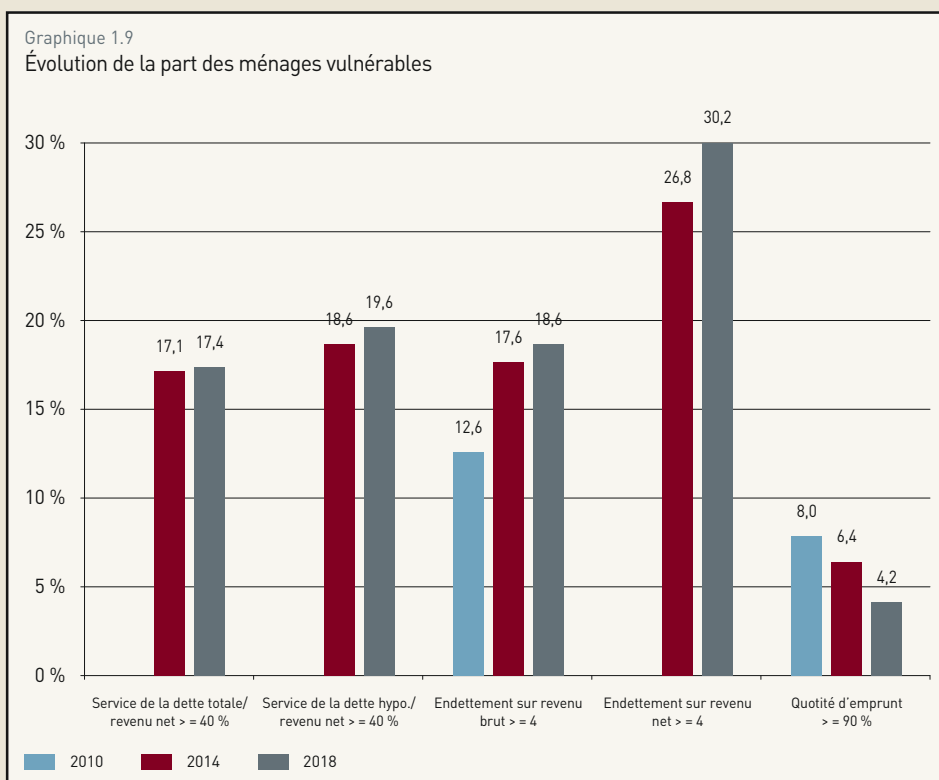
Luxembourg, ce ratio atteignait 174 % au quatrième trimestre 2019, soit un niveau largement supérieur à la moyenne de l'Union européenne (104 %). Ces nouveaux chiffres constituent une nouvelle augmentation par rapport aux 171,3 % d'endettement mesurés au quatrième trimestre 2018.

La progression affichée de l'endettement des ménages illustrée par les données agrégées est confortée par l'analyse granulaire issue de l'enquête dédiée aux finances et à la consommation des ménages (HFCS) dans la mesure où la part des ménages dont la valeur du ratio dettes/revenu continue de croître depuis la première enquête de 2010. En plus de l'endettement croissant des ménages, le ratio prêt-valeur avec un niveau supérieur au seuil de 90 % demeure important en dépit de la baisse affichée au cours des dernières années (voir graphique 1.9).



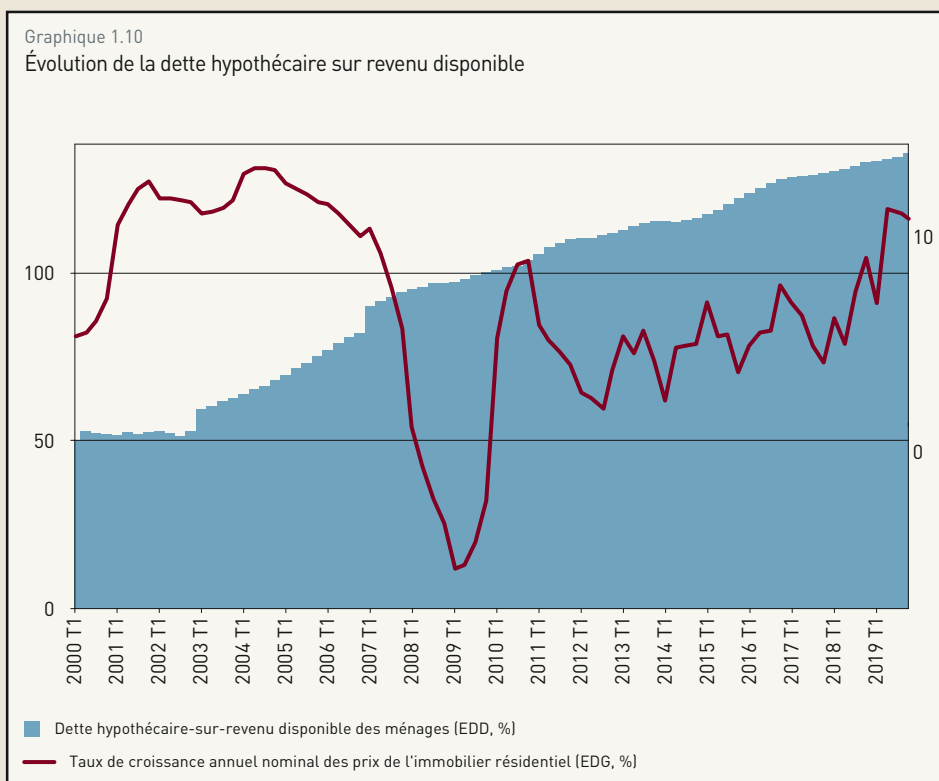
Sources : CERS (ESRB) et calculs BCL pour le Luxembourg (LU) ; NB : Le ratio représente la dette totale des ménages et ISBL sur la somme des revenus disponibles des ménages au cours des quatre derniers trimestres. Le graphique rapporte les valeurs pour (i) 2019T4 pour les pays de l'Union Européenne lorsqu'elles sont disponibles. Pour HR il s'agit de 2016T4.

Graphique 1.9
Évolution de la part des ménages vulnérables



Source : LU-HFSC, Calculs : BCL

Graphique 1.10
Évolution de la dette hypothécaire sur revenu disponible



Sources : BCE, STATEC, calculs BCL

L'endettement des ménages au Luxembourg a constamment progressé depuis 2000. Il résulte pour près de 80 % de la souscription d'emprunts hypothécaires. Ainsi, l'augmentation de l'endettement des ménages peut être expliquée par la hausse persistante des prix de l'immobilier depuis l'année 2000 (graphique 1.10). Entre le premier trimestre 2000 et le quatrième trimestre 2019, le taux de croissance réel annuel moyen du revenu disponible des ménages était inférieur à 0,3 % tandis que celui des prix de l'immobilier résidentiel avoisinait les 4,9 %. Une telle divergence dans un contexte de taux d'intérêt faibles, a pu inciter les ménages désireux d'acquérir un logement, à recourir davantage à l'endettement. D'après le CERS (2015)²⁰, environ 46 % de la population luxembourgeoise est propriétaire de son logement et détient un prêt hypothécaire ou un crédit immobilier. Par ailleurs, on observe depuis 2000 une hausse de l'endettement hypothécaire par rapport au revenu disponible (graphique 1.12). Au quatrième trimestre 2019, la dette hypothécaire des ménages atteignait 136 % de leur revenu disponible.

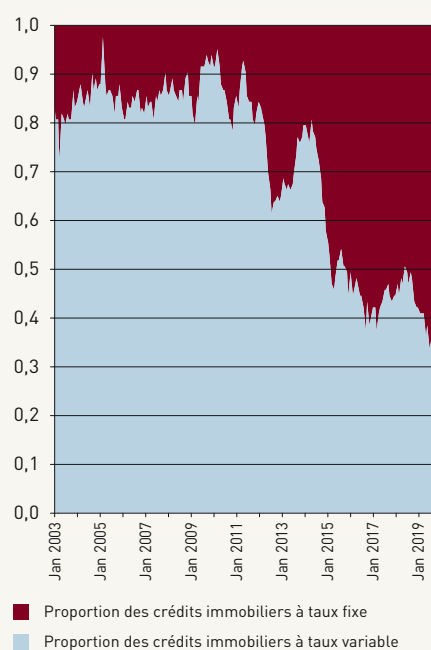
20 CERS, 2015, "Report on Residential Real Estate", Expert Group on Real Estate, August 2015.

Le stock de dette hypothécaire des ménages au Luxembourg est majoritairement à taux variable. Entre janvier 2012 et février 2020, la part moyenne des crédits immobiliers à taux variable en proportion du montant total des nouveaux prêts immobiliers accordés, s'élevait à 55 %. Compte tenu de la longue période de faibles taux d'intérêt, les ménages sont susceptibles de subir les conséquences d'une hausse soudaine et non anticipée des taux d'intérêt bien qu'un tel scénario de normalisation à la hausse des taux demeure peu probable à moyen terme dans la zone euro. Toutefois, la part des nouveaux contrats de prêts à taux fixe a augmenté de manière significative ces dernières années (Graphique 1.11). Ainsi, entre janvier 2012 et février 2020, la part des crédits immobiliers à taux variable en proportion du montant total des nouveaux prêts immobiliers accordés est

passée de 83 % à 38 %. Au cours des derniers trimestres, cette baisse s'est accélérée, la part des nouveaux crédits immobiliers à taux variable étant inférieure à 40 % depuis le mois de juillet 2019.

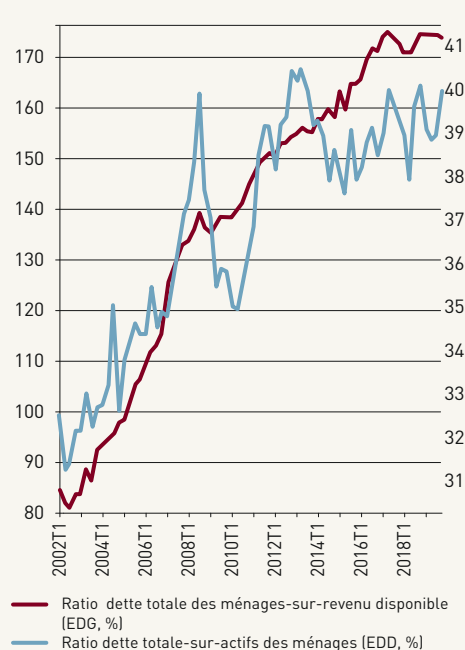
Compte tenu de l'importance des dettes des ménages luxembourgeois, ces derniers présentent une certaine vulnérabilité face à une hausse des taux d'intérêt qui pourrait fragiliser la soutenabilité de leur dette à moyen terme. Le faible niveau des taux d'intérêt et la déduction fiscale des intérêts sur les crédits immobiliers peuvent expliquer la capacité actuelle des ménages à supporter une dette hypothécaire importante. De plus, on observe que l'augmentation du ratio dette-sur-revenu disponible des ménages est plus prononcée que celle du ratio dette-sur-actifs des ménages (Graphique 1.12). Cela signifie que l'accumulation de la dette par rapport au revenu disponible évolue beaucoup plus vite que l'accumulation d'actifs des ménages. La mise en place de mesures macro-prudentielles telles que les ratios prêt-valeur du bien (LTV), prêt-revenu (LTI), dette-revenu (DTI) et service de la dette-revenu (DSTI) permettrait de contenir les éventuels risques résultant d'une dynamique insoutenable de la dette.

Graphique 1.11
Nouveaux crédits immobiliers à taux variable et à taux fixe



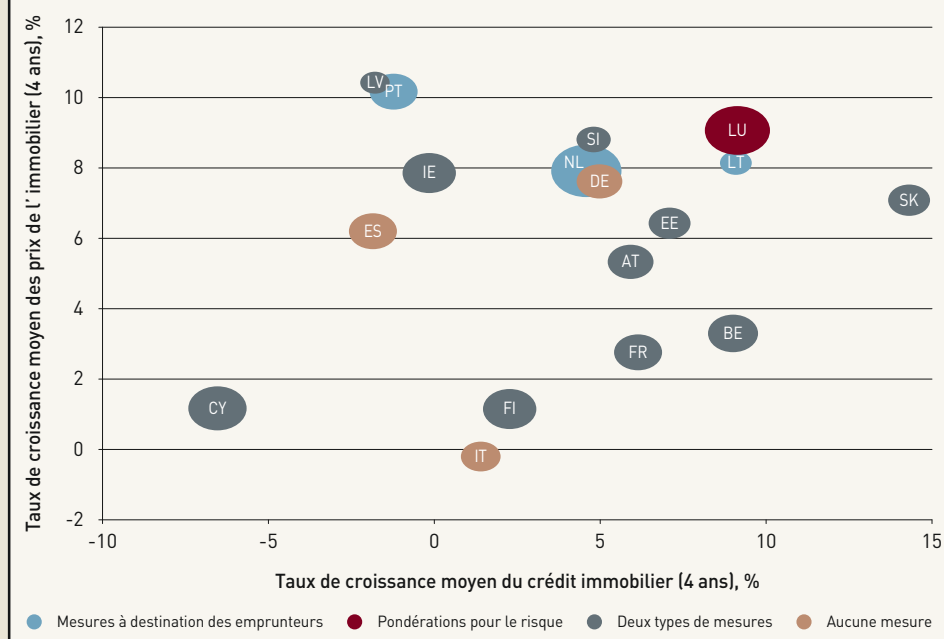
Source : Calculs BCL

Graphique 1.12
Ratio dette-sur-revenu disponible et ratio dette-sur-actifs



Source : STATEC, calculs BCL

Graphique 1.13
 Marchés de l'immobilier, crédit bancaire, endettement des ménages et mesures macro-prudentielles applicables en Europe en 2019



Source : BCE et BCL ; Calculs BCL. Données pour 2019T4. La taille des bulles est fonction du ratio de la dette des ménages-sur-le revenu disponible.

Plusieurs pays européens ont déjà activé ces instruments macroprudentiels afin de contenir les risques systémiques associés à l'endettement des ménages et aux prix de l'immobilier résidentiel (graphique 1.13). Comme on peut le constater, ceux-ci sont parfois combinés à d'autres mesures telles que les seuils plancher relatifs aux pondérations pour risques appliquées par les banques aux crédits garantis par un bien immobilier résidentiel. Au Luxembourg, le Comité du risque systémique (CdRS) avait adressé en 2016 une recommandation à l'autorité désignée afin d'inciter les banques utilisant un modèle interne et actives sur le marché de l'immobilier résidentiel à respecter un seuil plancher de 15 % pour la pondération de telles expositions²¹.

En septembre 2019, le Comité européen du risque systémique (CERS) à travers sa recommandation 2019/6 adressé au gouvernement luxembourgeois²², a recommandé de finaliser le processus législatif engagé en 2017 et d'activer dès que possible des instruments macroprudentiels à destination des emprunteurs. Aussi, il a recommandé leur activation dès que ceux-ci seront disponibles. Le processus législatif s'est concrétisé en 2019 par le vote de la Loi du 4 décembre qui introduit dans la loi la possibilité pour l'autorité désignée, la CSSF, d'activer ces instruments sur recommandation du Comité du risque systémique et après concertation préalable avec la BCL.²³

Dans la perspective d'une activation éventuelle de ces instruments, le CdRS a engagé en 2019 des réflexions concernant leur calibrage. Dans cette démarche, la BCL a publié un modèle d'équilibre général stochastique permettant de déterminer le niveau optimal du ratio prêt-valeur²⁴.

21 Avis et Recommandation du Comité du risque systémique (CRS/2016/004) concernant la pondération des risques appliquée à l'ensemble des expositions sur la clientèle de détail (non PME) garanties par des biens immobiliers résidentiels au Luxembourg
 22 Recommandation du CERS du 27 juin 2019 sur les vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel au Luxembourg (CERS/2019/6). La Recommandation a été publiée par le CERS le 23 septembre 2019
 23 L'article II de la Loi étend également l'accès de la BCL à des données agrégées auprès des institutions publiques dans le cadre de ses travaux de recherche pour le CdRS sur les risques systémiques.
 24 Sangaré, I (2019). Housing sector and optimal macroprudential policy in an estimated DSGE model for Luxembourg. Cahier d'études. Banque centrale du Luxembourg. Juillet