

Encadré 1.4 :

L'EFFICACITÉ DES LIMITES DU RATIO PRÊT-VALEUR (LTV) AU LUXEMBOURG

Les risques associés au marché de l'immobilier résidentiel au Luxembourg sont essentiellement liés à la hausse durable des prix de l'immobilier, à la croissance du crédit hypothécaire et au niveau élevé de l'endettement des ménages. Bien que les autorités nationales aient adopté des mesures de fonds propres pour atténuer les risques d'exposition des établissements de crédit au segment immobilier³⁸, les effets de ces mesures sur l'importance de l'endettement demeurent très limités. C'est pourquoi le Comité national du risque systémique (CdRS) a émis, en novembre 2020, une recommandation pour l'activation de l'instrument prêt-valeur (*loan-to-value* - LTV)³⁹. L'action du CdRS est une réponse appropriée à l'alerte et à la recommandation adressées par le CERS aux autorités luxembourgeoises respectivement en 2016 et 2019.

L'objectif principal des limites différenciées du ratio prêt-valeur est d'accroître la résilience des emprunteurs et des prêteurs afin de préserver la stabilité financière. Les limites de LTV ne sont pas destinées à réguler ou à contrôler les prix des logements, qui sont principalement déterminés par les conditions du marché immobilier. Cependant, en empêchant les emprunteurs surendettés de contracter de nouveaux prêts hypothécaires, les limites peuvent affecter la demande de logements et par ricochet les prix de logements. Dans cet encadré, nous évaluons l'efficacité des limites de LTV, un an après leur mise en œuvre, sur l'évolution des normes de prêt. L'encadré présente aussi une première évaluation empirique de l'effet des limites de LTV sur les prix des logements et sur le crédit hypothécaire.

CONDITIONS D'OCTROI DES NOUVEAUX CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES

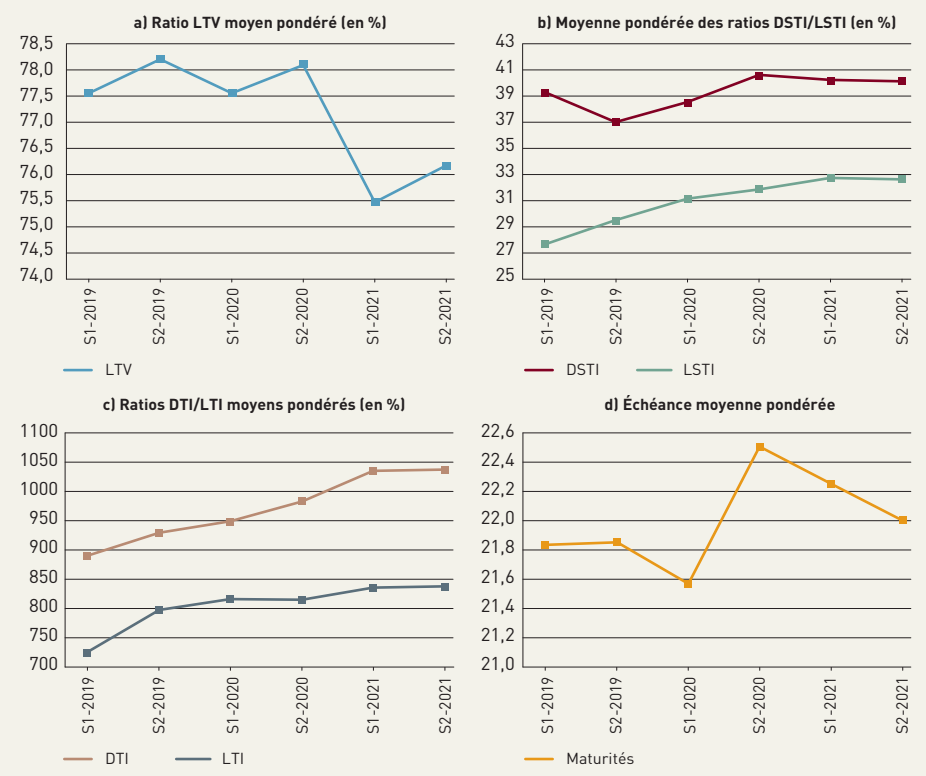
L'analyse des évolutions agrégées des prix de l'immobilier et du crédit hypothécaire doit être complétée par les résultats les plus récents de l'enquête semestrielle de la CSSF sur le marché de l'immobilier résidentiel. L'enquête de la CSSF fournit des informations sur l'évolution des conditions d'octroi des nouveaux crédits hypothécaires. Ainsi, les résultats sont pertinents pour évaluer l'efficacité des limites de LTV.

38 Les mesures de fonds propres applicables comprennent un taux pour le coussin de fonds propres contracyclique (CCyB) de 0,25 % et un seuil plancher de pondération des risques de 15 % pour les banques utilisant des systèmes fondés sur des notations internes aux expositions sur la clientèle de détail.

39 L'entrée en vigueur du LTV différencié a été effectuée par un règlement de la CSSF du 3 décembre 2020. Voir le lien suivant : <https://legilux.public.lu//eli/etat/leg/rcsf/2020/12/03/a969/jo>

Graphique 1.23

Indicateurs de standards d'attribution de crédits par les établissements bancaires domestiques



Sources : CSSF, calculs BCL. Période : 2019S1-2021S2. DSTI (LSTI) est le ratio service de la dette (prêt)-revenu. DTI (LTI) est le ratio dette (prêt)-revenu. La maturité est exprimée en années.

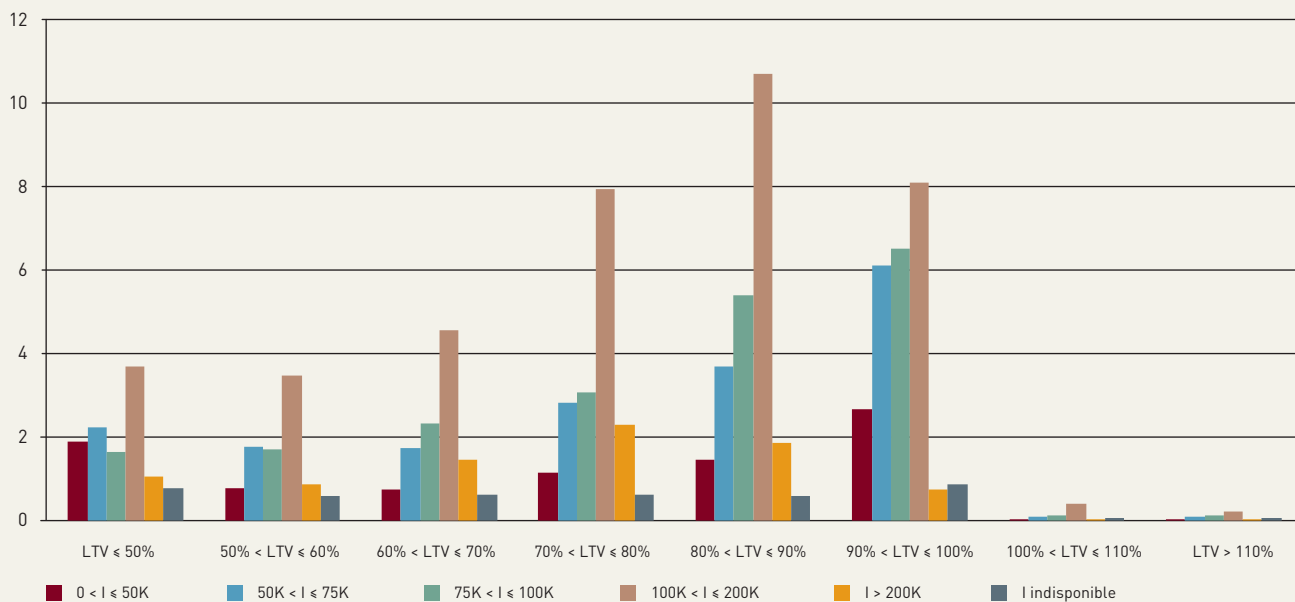
Graphique 1.24
Répartition des ratios LTV et LSTI moyens



Sources: CSSF, calculs BCL. Période: 2019S1-2021S2. Moyennes pondérées par classe.

Graphique 1.25

Répartition des nouveaux crédits accordés par LTV et tranche de revenu en 2021S2 (en %)



Sources: CSSF, calculs BCL. Période: 2021S2. Moyennes pondérée par classe de revenus. « I » fait référence au revenu annuel de l'emprunteur.

Comme l'illustre le graphique 1.23(a), le ratio prêt-valeur moyen pondéré des six principales banques domestiques, actives sur le marché de l'immobilier résidentiel, est passé d'environ 78 % à 75,5 % après l'introduction des limites de LTV au premier janvier 2021 et a légèrement augmenté au second semestre 2021 à 76,2 %. D'autres indicateurs affichent des résultats mitigés. Le ratio service du prêt-revenu moyen pondéré des six principales banques domestiques (*Loan Service to Income* - LSTI, illustré par le graphique 1.23(b)) a enregistré une progression au cours des deux dernières années, passant de 27,7 % au premier semestre 2019 à 32,6 % au second semestre 2021.

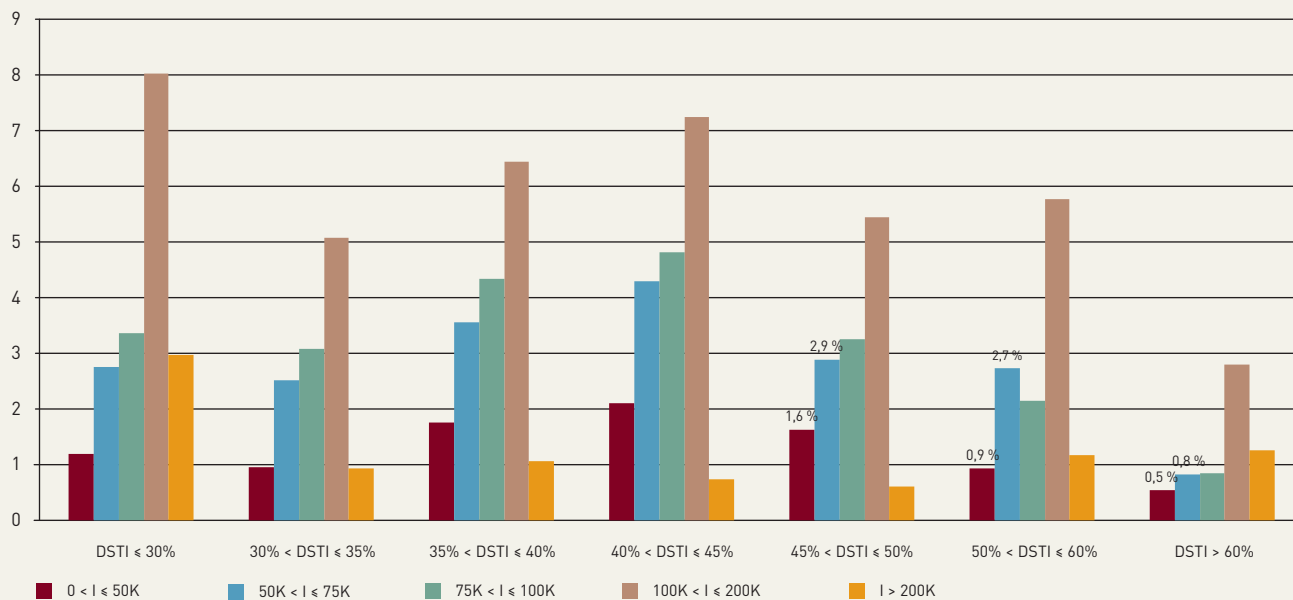
Le graphique 1.24 affiche les distributions des ratios LTV et LSTI moyens pondérés. Au premier semestre 2021, les résultats révèlent que le ratio LTV moyen pondéré a diminué sur les classes les plus risquées dont les LTV varient entre 90 % et plus de 110 % (graphique 1.24(a)). Cependant, la part des crédits accordés avec un LTV moyen pondéré supérieur à 90 % a de nouveau augmenté au second semestre 2021. En même temps, le taux d'effort (LSTI) moyen pondéré a augmenté dans les tranches supérieures (graphique 1.24(b)), en particulier pour les tranches situées entre 40 % et 60 %.

L'enquête de la CSSF renseigne également sur la répartition des indicateurs de crédit selon les revenus des emprunteurs. Le graphique 1.25 affiche la répartition des nouveaux prêts hypothécaires selon le niveau des ratios prêt-valeur et par groupes de revenu des emprunteurs au deuxième semestre 2021. Il ressort que 9,0 % des nouveaux prêts ont été accordés avec des LTV supérieurs à 90 % et à des emprunteurs ayant un revenu annuel inférieur à 75 000 euros.

Dans le même ordre d'idées, le graphique 1.26 affiche la répartition des nouveaux prêts hypothécaires par ratios du service de la dette-revenu et par groupes de revenu en 2021S2. Il ressort que 9,5 % des nouveaux crédits au second semestre 2021 ont été accordés avec des DSTI supérieurs à 45 % et à des emprunteurs dont les revenus annuels ne dépassent pas 75 000 euros.

Graphique 1.26

Répartition des nouveaux prêts accordés par DSTI et tranche de revenu en 2021S2 (en %)



Sources : CSSF, calculs BCL. Période : 2021S2. « I » fait référence au revenu annuel de l'emprunteur.

ÉVALUATION EMPIRIQUE DE L'EFFICACITÉ DES LIMITES DE LTV AU LUXEMBOURG

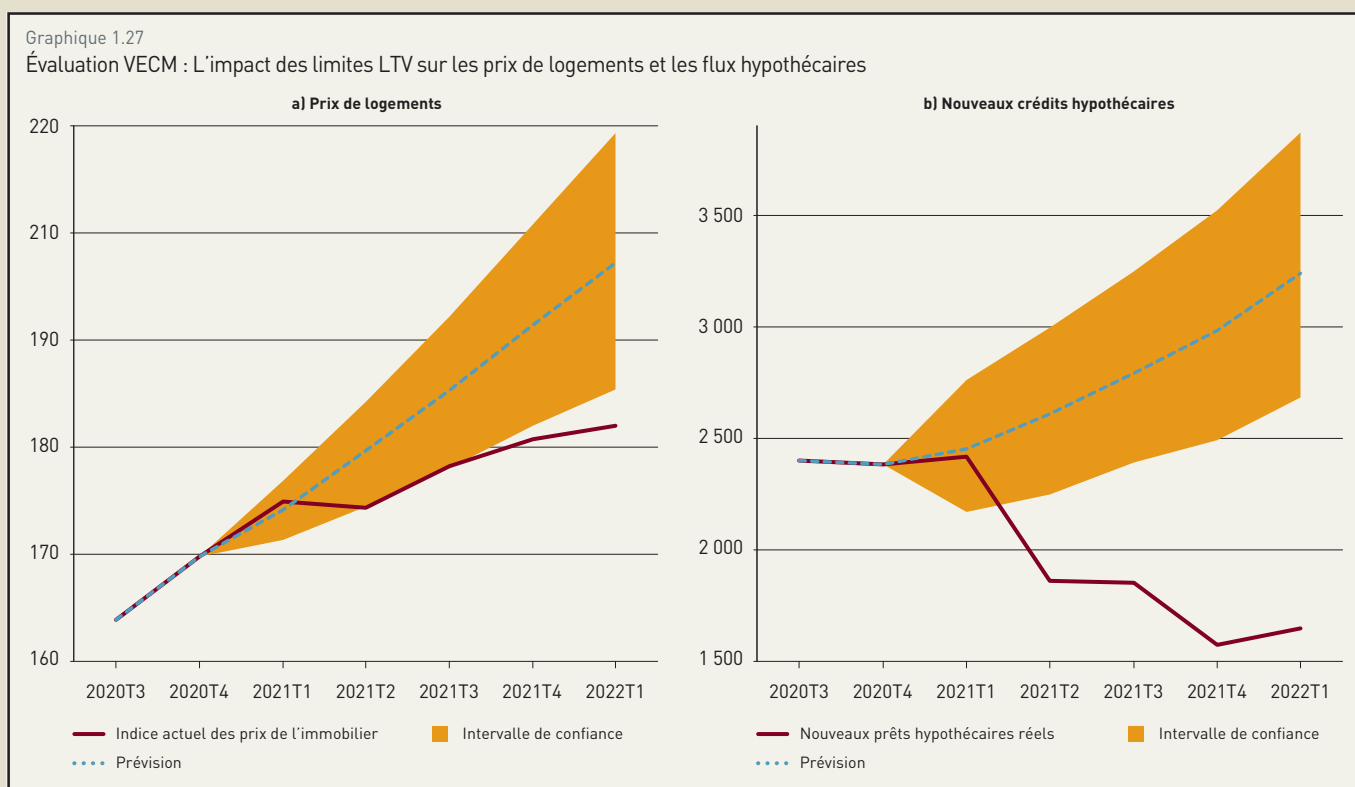
L'évaluation s'appuie sur le modèle vectoriel à correction d'erreur (*Vector Error Correction Model* – VECM) composé de deux relations de co-intégration⁴⁰.

L'effet potentiel des limites différenciées de LTV peut être mesuré en comparant la trajectoire des variables d'intérêt (les prix des logements et les flux de crédits hypothécaires) après l'introduction de la mesure avec leur trajectoire dans un scénario sans aucune mesure. Comme le scénario contrefactuel de « *pas de mesure* » n'est pas observable, il doit être estimé. L'estimation de scénarios contrefactuels pour évaluer l'impact des mesures destinées aux emprunteurs est fréquente dans la littérature. Caloia (2022)⁴¹ quantifie l'impact différencié selon la répartition du revenu des ménages suite à l'activation des limites du ratio prêt-revenu (LTI) aux Pays-Bas⁴². La méthodologie employée se décline ainsi : premièrement, le modèle est estimé sur la période qui précède l'activation des limites de LTV. Dans une seconde phase, le modèle est utilisé pour la prévision des prix de l'immobilier résidentiel et des crédits accordés aux ménages pour l'acquisition d'un logement en 2021. Cette prévision correspond aux valeurs contrefactuelles des prix de logements et des crédits hypothécaires. Enfin, la différence entre les valeurs observées après l'introduction des mesures macroprudentielles et celles issues de la prévision reflète l'impact potentiel induit par l'introduction du LTV.

40 La méthodologie est décrite dans le cahier d'étude de la BCL, voir <https://www.bcl.lu/en/publications/Working-papers/117/index.html>

41 Voir Caloia, F. (2022), "Borrower-based measures, house prices and household debt", De Nederlandsche Bank Working paper No. 738, February 2022.

42 Voir Price (2014) ou Abreu et Passinhas (2021) pour d'autres exemples sur les scénarios contrefactuels. Par exemple, dans le cas d'Abreu et Passinhas (2021), un modèle bayésien vectoriel autorégressif (BVAR) est estimé à l'aide d'informations antérieures à la mise en œuvre de la politique des limites de LTV au Portugal ; les valeurs contrefactuelles des variables d'intérêt correspondent aux prévisions du modèle dans les six mois suivant l'intervention de la politique macro prudentielle. Voir Price, G. (2014), "How has the LVR restriction affected the housing market: a counterfactual analysis", Notes analytiques, Reserve Bank of New Zealand; Abreu, D. et J. Passinhas, 2021, "Curb your enthusiasm: the aggregate short-run effects of a borrower-based measure", Document de travail, avril 2021.



Sources : STATEC, BCE (SDW), calculs BCL. Période : 2020T3-2022T1. La partie (a) affiche l'indice des prix réels de logements. La partie (b) affiche les crédits hypothécaires, exprimés en millions d'euros.

Le graphique 1.27 présente les résultats. Les lignes pointillées reflètent les prévisions des prix de logements (graphique 1.27(a)) et des nouveaux crédits immobiliers (graphique 1.27(b)), tandis que les lignes solides affichent les valeurs observées sur la même période. Les zones hachurées représentent les intervalles de confiance à 90 % de la prévision.

Il ressort de cet exercice que l'effet des limites de LTV sur les nouveaux crédits hypothécaires est plus visible (graphiques 1.27). En effet, dès le premier trimestre 2021, la trajectoire des crédits hypothécaires se situe en dehors de l'intervalle de confiance. L'évolution des deux variables en 2021 et en 2022T1 suggère que l'introduction des limites de LTV a eu, a priori, un effet sur les flux des crédits immobiliers. Toutefois, il semblerait que cet impact demeure plutôt marginal dans la mesure où il est difficile de distinguer les effets du choc de la crise sanitaire de ceux induits par l'activation du LTV.

Le marché immobilier luxembourgeois a aussi fait l'objet d'analyses par différentes institutions internationales.

Lors de sa consultation au titre de l'Article IV en 2021⁴³, le FMI a accueilli favorablement les mesures macroprudentielles introduites pour limiter l'endettement des ménages et préconisé une réévaluation de ces mesures au cas où l'endettement des ménages continue à augmenter. Le FMI a également relevé les mesures du gouvernement destinées à augmenter l'offre de logements comme un pas dans la bonne direction et a soulevé le besoin d'augmenter l'offre de terrains constructibles. Lors de sa dernière visite dans le cadre de l'Article IV en 2022, le FMI a également fait part de son intention de publier une étude

43 <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2021/English/1LUXEA2021001.ashx>