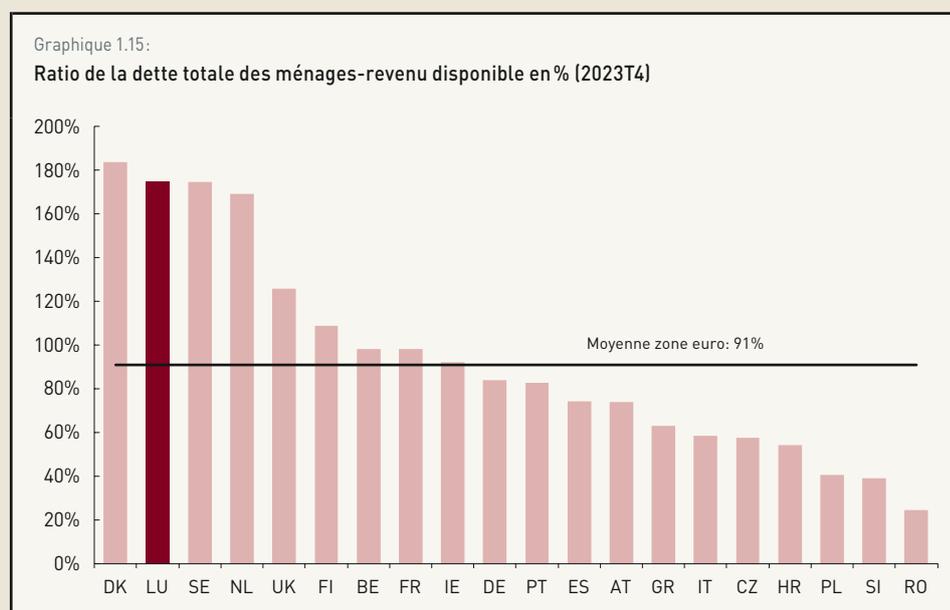


En ce qui concerne l'offre de logements, une tendance haussière de l'investissement telle que mesurée par le ratio de la formation brute de capital fixe au PIB a pu être observée jusqu'à l'émergence de la pandémie de la COVID-19 (graphique 1.14). Or, la crise sanitaire a entraîné une baisse substantielle des investissements dans le secteur immobilier résidentiel au premier trimestre 2020. En dépit du rattrapage enregistré par la suite, la part de l'investissement immobilier dans le PIB a globalement diminué depuis 2020T3. Il se situait à la fin de l'année 2023 autour des niveaux observés lors de l'émergence de la pandémie.

La hausse des prix immobiliers observée jusqu'à l'année 2022 a augmenté les niveaux d'endettement des ménages au cours de la récente période, la majorité de la dette des ménages au Luxembourg étant constituée de dettes hypothécaires. En même temps, la hausse des taux d'intérêt a négativement affecté le revenu disponible des ménages. Ces deux facteurs ont contribué à la progression de l'endettement des ménages luxembourgeois par rapport à leurs revenus disponibles, qui se situe à un niveau élevé par rapport aux autres pays européens (voir encadré 1.2). Étant donné que les crédits hypothécaires accordés aux ménages sont concentrés auprès d'un nombre limité de banques domestiques (cinq banques détiennent près de 90 % des crédits), les établissements concernés pourraient voir leur solidité affectée en cas de matérialisation du risque de défauts de paiement de leurs contreparties sur ce segment d'activités.

Encadré 1.2:

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

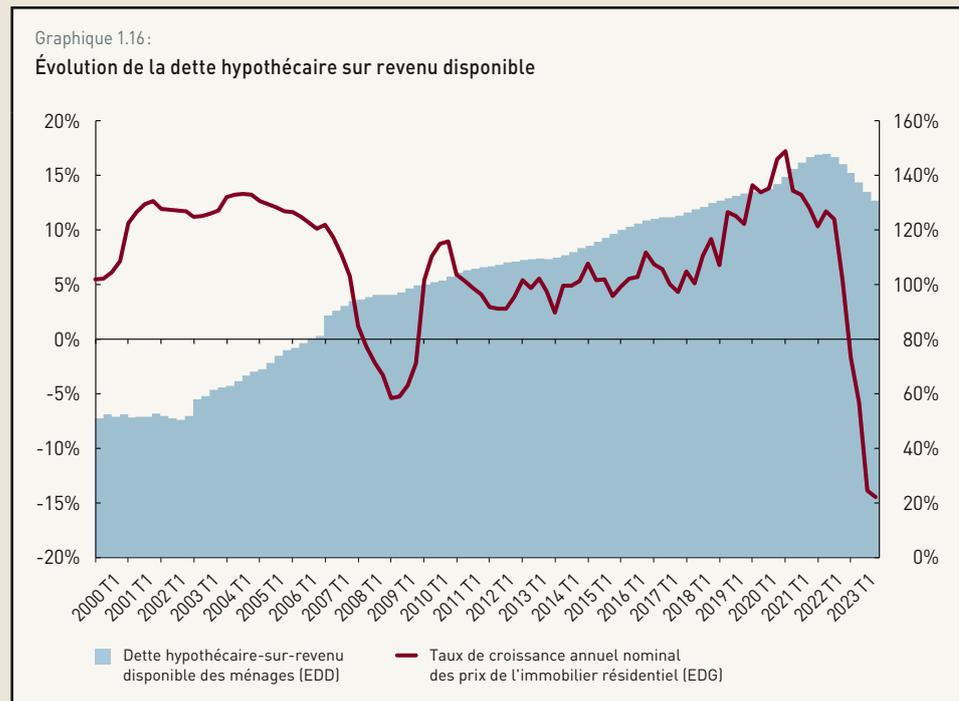


Sources : CERS (ESRB) et calculs BCL pour le Luxembourg (LU) ; NB : Le ratio représente la dette totale des ménages et ISBL sur les revenus disponibles des ménages estimés au cours des quatre derniers trimestres. Pour le LU, les données officielles du STATEC, de fréquence annuelle, sont disponibles jusqu'en 2022. Les données sont trimestrialisées par interpolation et font l'objet d'une projection entre 2023T1 et 2023T4. Le graphique rapporte les valeurs pour 2023T4 lorsqu'elles sont disponibles. Pour HR il s'agit de 2016T4, pour RO de 2019T4, pour UK de 2020T3, pour CZ et FR de 2023T3.

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, le taux d'inflation et les

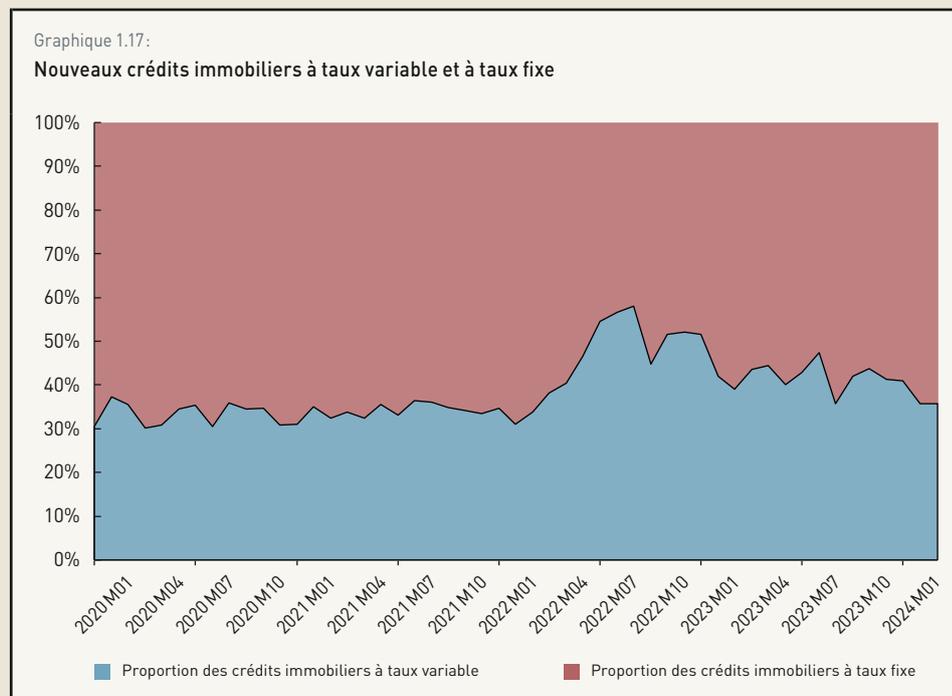
taux d'intérêt, etc. De plus, l'usage de données agrégées peut constituer un biais important dans la mesure où l'agrégation de la dette globale des ménages ne reflète pas la répartition de la dette entre les catégories de ménages. En dépit de ces contraintes, il est possible de décrire l'évolution de 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 1.15) 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 175% au quatrième trimestre 2023, soit un niveau largement supérieur à la moyenne de la zone euro (91%).

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 des prix de l'immobilier depuis l'année 2000 (graphique 1.16). Cependant, en 2023, le taux de croissance réel du revenu disponible des ménages était de 2,3%, tandis que la réduction des prix réels de l'immobilier résidentiel était de 12,3%. Alors que les prix de l'immobilier ont baissé par rapport aux années précédentes, le mécanisme d'indexation des salaires et les mesures gouvernementales ont soutenu les revenus des ménages et contribué à minimiser les effets de l'inflation et du resserrement de la politique monétaire sur les bilans des ménages. La divergence entre les prix des logements et le revenu disponible persiste, même si l'écart entre les deux a diminué en 2022 et 2023. Ces dynamiques se reflètent aussi dans le niveau de l'endettement hypothécaire par rapport au revenu disponible. Au quatrième trimestre 2023, la dette hypothécaire des ménages atteignait 131% de leur revenu disponible.



Sources: BCE, STATEC, calculs BCL. Période: 2000T1-2023T4.

Le stock de la dette hypothécaire des ménages au Luxembourg est majoritairement à taux fixe, la part des crédits hypothécaires à taux variable dans le total des nouveaux crédits hypothécaires ayant diminué au fil des années, d'environ 80% en 2014 à un peu plus de 30% au début de l'année 2022. Néanmoins, cette tendance s'est inversée en 2022, avec le resserrement de la politique monétaire initié au cours de l'année. Comme la hausse des taux hypothécaires fixes a été initialement plus rapide que celle des taux variables, la différence de vitesse d'ajustement a entraîné une modification temporaire de la composition des nouveaux crédits hypothécaires. En conséquence, la part des crédits à taux variable a atteint 58% en septembre 2022, avant de diminuer à 36% en mars 2024 (graphique 1.17).



Source: Calculs BCL. Période: 2020M01-2024M03.



Sources: STATEC, calculs BCL. Période: 2000T1-2023T4.

Compte tenu de l'importance des dettes des ménages luxembourgeois, ces derniers présentent une vulnérabilité effective face à l'augmentation des taux d'intérêt qui peut fragiliser la soutenabilité de leur dette à moyen terme. En outre, on observe que l'augmentation du ratio dette-revenu disponible des ménages est plus prononcée que celle du ratio dette-actifs des ménages (graphique 1.18). Cela signifie que l'accumulation de la dette par rapport au revenu disponible évolue beaucoup plus vite que l'accumulation des actifs par les ménages.