

| | | |
|-------------------|---|-----------|
| 1 | LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE | 18 |
| 1.1 | La situation économique dans la zone euro | 18 |
| 1.1.1 | Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire | 18 |
| 1.1.2 | Les marchés obligataires | 18 |
| 1.1.3 | Le marché des actions | 20 |
| 1.1.4 | Le marché des changes | 21 |
| 1.1.5 | Les prix à la consommation | 22 |
| 1.1.6 | L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail | 22 |
| 1.1.7 | La balance des paiements de la zone euro | 23 |
| 1.1.8 | Les projections macroéconomiques pour la zone euro | 25 |
| 1.2 | La situation économique au Luxembourg | 26 |
| 1.2.1 | Les prix et les coûts | 26 |
| 1.2.2 | Le marché du travail | 32 |
| 1.2.3 | Les activités sectorielles | 39 |
| 1.2.4 | L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs | 66 |
| 1.2.5 | La croissance économique | 68 |
| 1.2.6 | Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2013 | 75 |
| 1.2.7 | Le commerce extérieur | 76 |
| 1.2.8 | La balance des paiements | 77 |
| 1.2.9 | La position extérieure globale | 79 |
| 1.2.10 | Les comptes financiers | 81 |
| 1.2.11 | Les finances publiques | 84 |
| | | |
| <u>Encadré 1:</u> | | |
| | L'évolution des crédits au secteur privé | 47 |
| <u>Encadré 2:</u> | | |
| | Crédits hypothécaires : la quotité d'emprunt au Luxembourg et dans la zone euro | 51 |
| <u>Encadré 3:</u> | | |
| | Décomposition de la croissance du revenu national brut luxembourgeois | 71 |

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés au troisième trimestre ainsi qu'en octobre 2013. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 0,50 %, tandis que les taux de facilité de dépôts et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,00 % et 1,00 %. Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette anticipation continue de se fonder sur le maintien, à moyen terme, de perspectives inchangées d'une inflation globalement modérée, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie et de l'atonie de la dynamique monétaire.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume a progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2013, après avoir reculé de 0,2 % au premier trimestre 2013. Dans les mois à venir ainsi qu'en 2014, l'activité économique dans la zone euro devrait se redresser à un rythme modéré. Ce scénario ressort des **projections macroéconomiques** établies en septembre 2013 par les services de la BCE, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -0,6 % et -0,2 % en 2013 et entre 0,0 % et 2,0 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en juin 2013 par les services de l'Eurosystème, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2013 ont été révisées légèrement à la hausse. Pour 2014, la projection a fait l'objet d'une légère révision à la baisse.

Au sujet de l'évolution des prix, selon l'**estimation rapide d'Eurostat**, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 1,1 % en septembre, par rapport à 1,3 % en août et 1,6 % en juillet 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2013 réalisées par les services de l'Eurosystème, les fourchettes de prévision d'inflation pour 2013 ont été révisées à la hausse dans les projections des experts de la BCE de septembre 2013, alors que celles pour 2014 sont restées inchangées. Les points centraux de ces projections s'inscrivent à 1,5 % et 1,3 % pour 2013 et 2014, respectivement.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 2,3 % en août 2013, après 2,2 % en juillet et 2,4 % en juin. En ce qui concerne les principales contreparties de M3 à l'actif du bilan consolidé des institutions financières monétaires, le taux de croissance annuel des financements accordés aux résidents de la zone euro est ressorti à -0,5 % en août 2013, inchangé par rapport à juillet. Le taux de progression annuel des créances sur les administrations publiques a diminué à 2,1 % en août, après 2,2 % en juillet et 2,7 % en juin 2013. Par contre, la progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à -1,5 % en août, après -1,4 % en juillet et -1,0 % en juin. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, s'est établi à 0,4 % en août, inchangé par rapport au mois précédent. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, a été négatif, ressortant à -2,9 % en août, après -2,8 % en juillet et -2,3 % en juin.

1.1.2 Les marchés obligataires

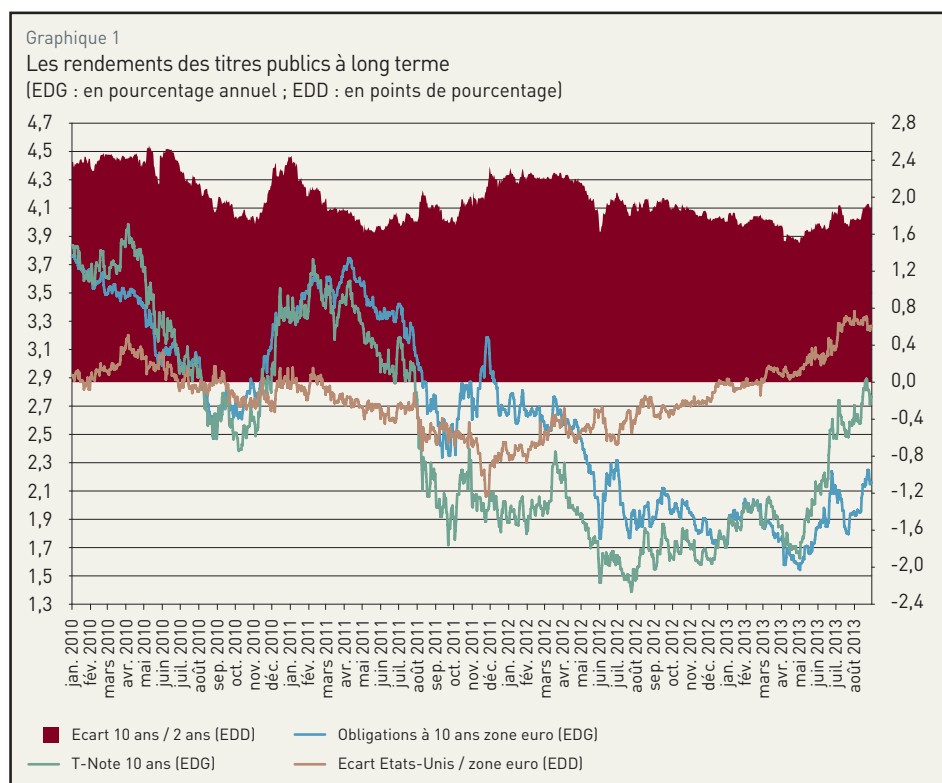
Depuis mai 2013, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont enregistré une tendance haussière jusqu'au 30 juin 2013, avant de diverger temporairement mi-juillet 2013 pour repartir à la hausse fin juillet 2013 et atteindre au 30 août 2013, 2,16 % et 2,77 %, respectivement. Ainsi, au 30 août 2013 le différentiel de rendement obligataire à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis s'est établi à 0,61 %.

Les taux longs aux Etats-Unis ont enregistré une forte hausse en juin 2013. Cette dernière a été de pair avec le discours du gouverneur de la Réserve Fédérale quant à une possible diminution graduelle (« *tapering-off* »), d'ici à la fin de l'année, des achats d'obligations dans le cadre de la politique d'assouplissement quantitatif, du moins si l'anticipation de reprise de l'économie américaine se confirme. A partir de juillet 2013, la hausse des taux longs américains devient moins forte, suite au discours du gouverneur Bernanke qui a précisé que la réduction de la politique d'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis ne sera pas imminente comme l'ont craint les marchés financiers en juin 2013. La tendance haussière des taux longs américains sur l'ensemble de la période est également justifiée par les bons chiffres des indicateurs économiques (notamment un taux de chômage révisé à la baisse), qui montrent que le retour de la croissance aux Etats-Unis est plus assuré qu'en zone euro. Ces nouvelles positives induisent des anticipations plus optimistes sur les perspectives de croissance américaine de la part des marchés financiers, ce qui tend à augmenter les taux longs américains.

Les taux longs dans la zone euro ont connu trois phases distinctes au cours de la période d'analyse. Entre le 31 mai 2013 et le 30 juin 2013, les taux longs dans la zone euro enregistrent une hausse concomitante à la hausse des taux américains. Cette première phase peut s'expliquer par une extrapolation, de la part des marchés financiers, des changements anticipés de la politique d'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis au cas de la zone euro, suite au discours du gouverneur Bernanke de juin 2013. A partir de juillet 2013, les taux longs européens baissent, alors que les taux américains continuent leur tendance haussière. Cette phase baissière des taux longs européens peut se justifier par plusieurs facteurs. Premièrement, un effet mécanique lié à l'abaissement de la note obligataire de la France en juillet 2013 de la part de *Fitch Ratings*.

Se sont ajoutées à cet effet mécanique les précisions apportées par la BCE en juillet 2013 sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs. En effet, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette précision a permis de mettre un terme au comouvement observé entre taux longs européens et taux longs américains dans la première phase de la période d'analyse. Enfin, entre le 22 juillet 2013 et le 30 août 2013, les taux longs européens sont repartis à la hausse. Cette hausse peut se justifier par des nouvelles positives sur un certain nombre d'indicateurs en zone euro. C'est le cas des indices de confiance des consommateurs, des entrepreneurs et de l'indice des directeurs d'achat, qui ont été meilleurs qu'anticipé par les marchés, même si ces indicateurs restent à des niveaux très faibles et que la croissance reste encore fragile dans la zone euro.

Enfin, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans dans la zone euro

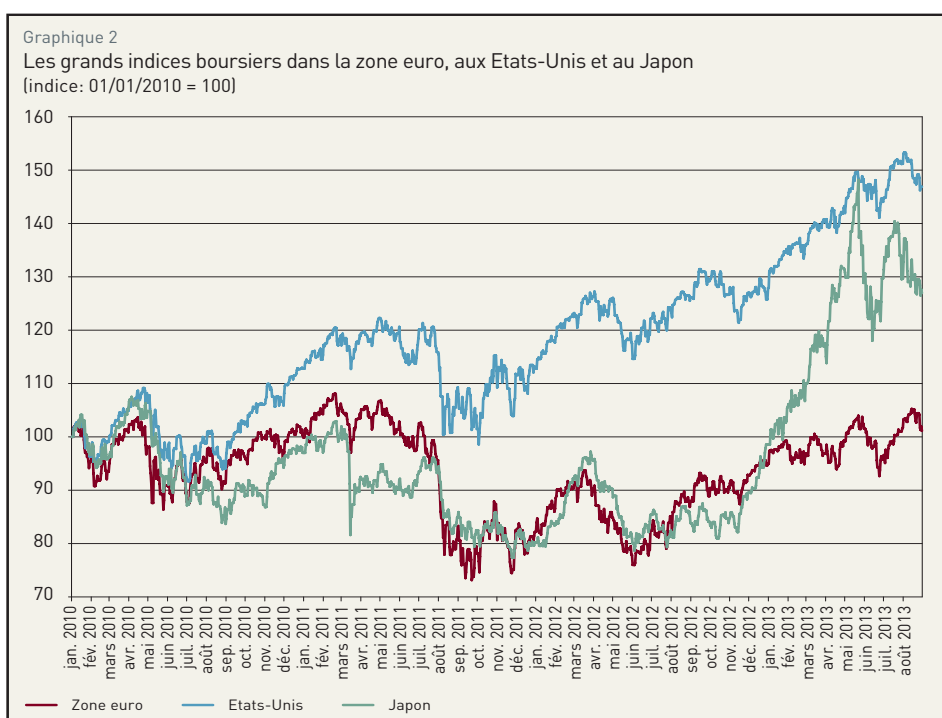


Sources : BCE, Bloomberg

a entamé une tendance haussière depuis mai 2013. Cette tendance révèle des anticipations plus optimistes sur les perspectives économiques futures de la zone euro. En effet, un certain nombre d'indicateurs économiques pour la zone euro ont été meilleurs qu'anticipé par les marchés, notamment les résultats d'enquêtes auprès des consommateurs et des entrepreneurs.

1.1.3 Le marché des actions

Après une forte hausse depuis janvier 2013, les indices boursiers aux Etats-Unis et dans la zone euro continuent leur tendance haussière, avec une progression de respectivement 0,45% pour le S&P500 et de 0,42% pour le Dow Jones EURO STOXX au troisième trimestre 2013. En revanche, le marché boursier japonais accuse une baisse. L'indice Nikkei a en effet perdu 2,28% au cours de cette période.



Source : Bloomberg

trimestre 2013, qui a été plus fort qu'anticipé. Les indicateurs économiques indiquent notamment une reprise de l'activité sur le marché de l'emploi et sur celui de l'immobilier, avec une hausse de l'investissement privé résidentiel au deuxième trimestre 2013. Par ailleurs, les bénéfices élevés des entreprises financières au cours de cette période participent à cette tendance haussière, tout comme les précisions du gouverneur de la Réserve Fédérale en juillet 2013 sur le fait que la réduction graduelle de la politique d'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis n'est pas imminente comme l'ont craint les marchés financiers en juin 2013.

La baisse du marché japonais s'explique par l'anticipation d'une détérioration de la compétitivité-prix des entreprises exportatrices japonaises, suite à la fin de la période de forte dépréciation du yen depuis mai 2013. Néanmoins, la baisse du marché boursier japonais par rapport aux marchés américain et européen n'est que relative, compte tenu de la forte progression de l'indice Nikkei par rapport aux indices S&P 500 et Dow Jones EURO STOXX depuis janvier 2013.

Enfin, notons que la forte volatilité des marchés boursiers américain, européen et japonais en juin 2013 est liée au discours du gouverneur M. Bernanke quant à une possible réduction graduelle des achats

La hausse du marché boursier européen au cours du troisième trimestre peut s'expliquer par les indicateurs économiques mieux orientés. Cette hausse est également justifiée par les précisions apportées par la BCE sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE. Les marchés ont en effet extrapolé le discours du gouverneur Bernanke de juin 2013, portant sur la réduction graduelle de la politique d'assouplissement quantitatif, au cas de la zone euro. Or, en juillet 2013, la BCE a précisé que l'orientation future de la politique monétaire dans la zone euro demeurera accommodante aussi longtemps que nécessaire.

La hausse des actions américaines depuis mai 2013 peut être attribuée au regain d'activité de l'économie américaine enregistré au deuxième

d'obligations dans le cadre de la politique d'assouplissement quantitatif d'ici la fin de l'année. Ce facteur de correction n'est que temporaire, puisque la Réserve Fédérale a précisé en juillet 2013 que la réduction de la politique d'assouplissement quantitatif n'est pas imminente et qu'elle désire garder une politique monétaire expansionniste tant que les pressions inflationnistes sont maîtrisées et que le taux de chômage restera au-dessus de 6,5%. Ces mêmes marchés boursiers sont cependant moins atteints par les craintes relatives au ralentissement éventuel de l'économie chinoise.

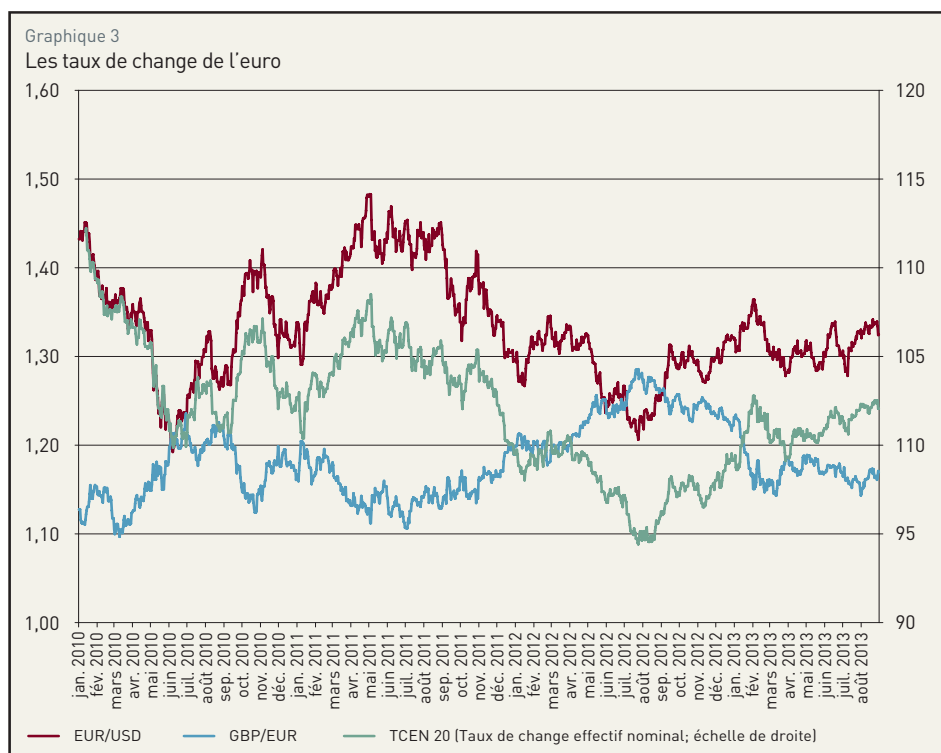
1.1.4 Le marché des changes

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 1,1% entre le 31 mai 2013 et le 30 août 2013. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment appréciée vis-à-vis du dollar, du yuan, de la couronne suédoise, du forint hongrois et du leu roumain. L'euro s'est en revanche déprécié par rapport au franc suisse, au yen, à la livre sterling et au zloty polonais.

Au cours de la période étudiée, l'euro s'est apprécié de 1,92% par rapport au billet vert mais évolue néanmoins de manière stable autour de la barre d'un euro pour 1,30 USD depuis septembre 2012. Ainsi, au 30 août 2013, l'euro s'échangeait contre 1,32 USD, à un niveau supérieur de près de 1,2% à sa moyenne de 2012.

Entre le 31 mai 2013 et le 31 août 2013, l'euro s'est déprécié de 0,50% par rapport au yen. Ainsi, après avoir connu une forte appréciation entre juillet 2012 et mai 2013, l'euro s'est stabilisé par rapport au yen autour de un euro pour 129 yen, au 30 août 2013. Depuis la fin du mois de mai 2013, l'euro s'est déprécié de 0,78% par rapport au franc suisse pour atteindre 1,23 CHF pour un euro au 30 août 2013, confortant ainsi l'objectif de la Banque Nationale de Suisse de maintenir le cours de sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro. Par ailleurs, entre le 31 mai 2013 et le 30 août 2013, la devise britannique s'est appréciée de 0,1% par rapport à l'euro pour finalement s'échanger au-dessus de 1,16 GBP/euro au 30 août 2013.

Enfin, les devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien et le lats letton) sont restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. La majorité des autres devises de l'Union Européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont connu des évolutions hétérogènes par rapport à la monnaie unique. Ainsi, cette dernière s'est appréciée par rapport au forint hongrois, au leu roumain et à la couronne suédoise, respectivement de 1,23% et de 1,04%. L'euro est resté stable vis-à-vis du lev bulgare et de la couronne tchèque alors qu'il s'est déprécié de 0,25% par rapport au zloty polonais.



Sources : BCE, Bloomberg

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a reculé de 2,5% en moyenne en 2012 à 1,4% au deuxième trimestre 2013 - son niveau le plus bas depuis plus de trois ans - pour rebondir à 1,6% en juillet. Selon l'estimation d'Eurostat, cette accélération serait toutefois temporaire et un recul à 1,3% aurait été observé pour le mois d'août.

Tableau 1 :

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

| | 2011 | 2012 | 2012 T3 | 2012 T4 | 2013 T1 | 2013 T2 | juillet-13 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|------------|
| IPCH global | 2,7 | 2,5 | 2,5 | 2,3 | 1,9 | 1,4 | 1,6 |
| Produits alimentaires non transformés | 1,8 | 3,0 | 3,4 | 4,3 | 3,9 | 4,8 | 5,1 |
| Produits alimentaires transformés | 3,3 | 3,1 | 2,7 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 2,5 |
| Produits manufacturés hors énergie | 0,8 | 1,2 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 0,8 | 0,4 |
| Energie | 11,9 | 7,6 | 8,0 | 6,3 | 3,2 | 0,3 | 1,6 |
| Services | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,7 | 1,3 | 1,4 |
| IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,3 |

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de la première moitié de l'année 2013 a été général hormis pour les produits alimentaires non transformés. Ces derniers comprennent des produits saisonniers tels que les fruits et légumes, de sorte que leurs prix sont largement influencés par les conditions météorologiques. Leurs taux de variation annuels, qui avoisinent les 5% vers la mi-2013, sont les plus élevés depuis 11 ans. L'inflation s'est en revanche particulièrement estompée pour les produits énergétiques, dont le taux de variation annuel est passé de 7,6% en moyenne en 2012 à 1,6% en juillet 2013. Ce recul est en grande partie imputable à la baisse du prix du pétrole exprimé en dollar. L'inflation purgée des deux composantes précitées, soit des éléments les plus volatiles, s'est modérée de 1,8% en 2012 à 1,3% vers la mi-2013, essentiellement sous l'effet de deux facteurs. D'une part, les conditions cycliques défavorables - de la fin 2011 au début de l'année 2013 la zone euro se trouvait en récession - ont contenu la hausse des prix. D'autre part, la dynamique des coûts salariaux reste modérée. Par ailleurs, des données détaillées d'Eurostat révèlent que la contribution des hausses de la taxation indirecte sur les prix à la consommation aurait été de 0,4pp depuis le début de l'année 2013, donc autant que l'impact de l'année 2012, mais nettement plus que l'impact moyen de 0,1pp observé sur la période 2004-2010. Les données corrigées pour ce choc exogène attesteraient par conséquent d'une dynamique de prix particulièrement faible et vraisemblablement davantage en ligne avec les conditions cycliques moroses que l'inflation globale.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro se replierait davantage à moyen terme. Après s'être établie à 2,5% en 2012, l'inflation moyenne s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,4% à 1,6% en 2013 et de 0,7% à 1,9% en 2014. Comparé à l'exercice de projection de juin 2013, ces projections sont restées quasiment inchangées.

1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

Selon Eurostat, le PIB en volume de la zone euro corrigé des variations saisonnières se serait accru de 0,3% au deuxième trimestre de 2013 par rapport au trimestre précédent. La progression trimestrielle a été plus marquée encore dans deux des trois pays limitrophes du Luxembourg - le PIB progressant de 0,5% en France et de 0,7% en Allemagne.

En glissement annuel, soit au deuxième trimestre de 2013 par rapport au trimestre correspondant de 2012, le PIB en volume de la zone euro afficherait toujours une réduction, de 0,7%. La contraction demeurerait particulièrement forte à Chypre (-5,2%), en Grèce (-4,6%), en Italie (-2,0%), au Portugal (-2,0% également), aux Pays-Bas (-1,8%) et en Espagne (-1,7%). Il convient de constater que ces taux de contraction en glissement annuel ont au deuxième trimestre connu une décélération dans toutes les économies dites périphériques, à l'exception de Chypre. Par ailleurs, les données de l'Irlande, du Luxembourg, de Malte et de la Slovénie n'étaient pas encore connues lors de la publication du communiqué d'Eurostat. Seules les données détaillées relatives au premier trimestre de cette année étaient disponibles lors de la clôture de la rédaction de ce bulletin. D'après celles-ci, il ressort

que la consommation des ménages a stagné par rapport au trimestre précédent alors que la consommation publique et surtout la formation brute de capital fixe se sont inscrites en repli (respectivement -0,2% et -1,9% sur un trimestre). Par ailleurs, les exportations se sont repliées pour le deuxième trimestre consécutif, à hauteur de -0,8%, tandis que le repli des importations s'est accentué (-1,2%). Sur un an, la consommation privée s'inscrit en repli de 1,3%, la consommation publique de 0,5% et la formation brute de capital fixe de 5,9%, tandis que les exportations maintiennent une croissance légèrement positive (+0,5%).

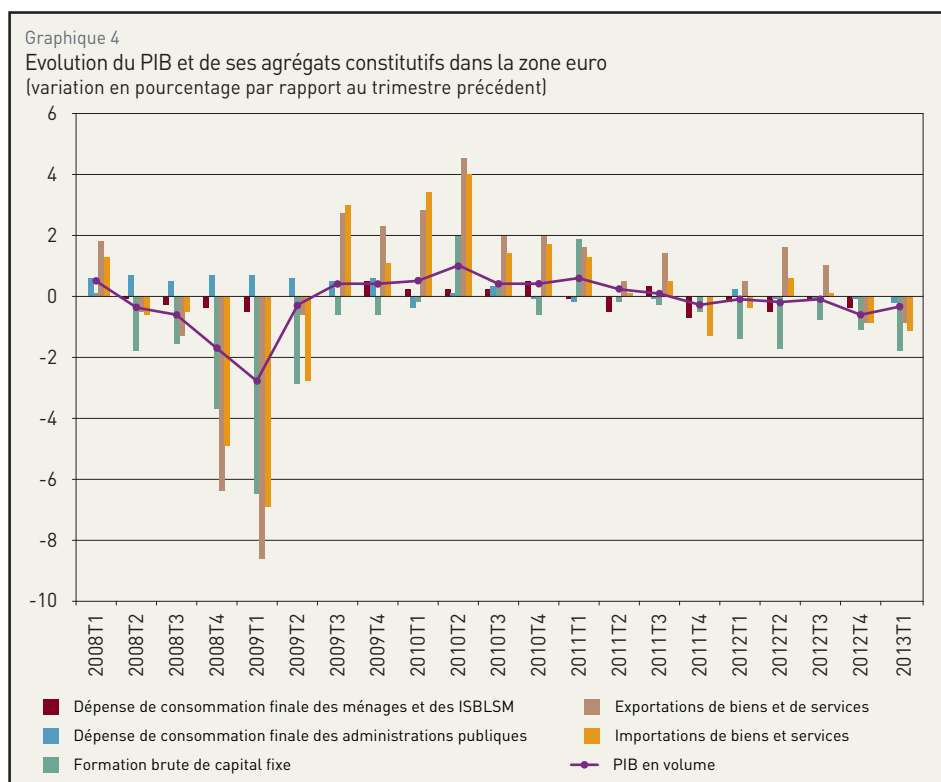
Au niveau sectoriel, l'activité s'est contractée sur base trimestrielle dans l'ensemble des secteurs, hormis dans le commerce au sens large et dans la branche des services financiers et des assurances, où l'activité a enregistré une très faible progression (de respectivement +0,2% et +0,1%).

La contraction de l'emploi s'est amplifiée au cours du premier trimestre de 2013, puisque le repli affiché est de 0,5% en rythme trimestriel. Sur base annuelle, le repli de l'emploi est à présent de 1,0%. En outre, le chômage atteint en juin 2013 le triste record de 12,1%.

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Au premier semestre 2013, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante dégage ainsi un excédent cumulé de 191 milliards d'euros (2% du PIB) sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013, comparé à un excédent de 57 milliards (0,7% du PIB) sur la période correspondante de 2012. Cette évolution positive est le résultat d'une importante amélioration de toutes les balances partielles et plus particulièrement de la balance des biens.

Le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le troisième trimestre de 2011 en redevenant excédentaire, après avoir dégagé



Source : Eurostat

des déficits sur deux trimestres successifs. Au cours de l'année de 2012 et au premier semestre 2013, la balance de biens a progressivement renforcé son excédent, qui a ainsi totalisé 151 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013, comparé à un surplus de 50 milliards sur la même période de l'année 2012. Cette embellie s'explique par une progression plus importante des exportations sur fond d'un recul des importations de biens. Sur la période couvrant les douze derniers mois jusqu'en juin 2013, le taux de croissance des exportations s'est en effet établi à 4% contre -2% pour les importations. Ces dernières ont donc été largement affectées, surtout depuis le second semestre 2012, par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro.

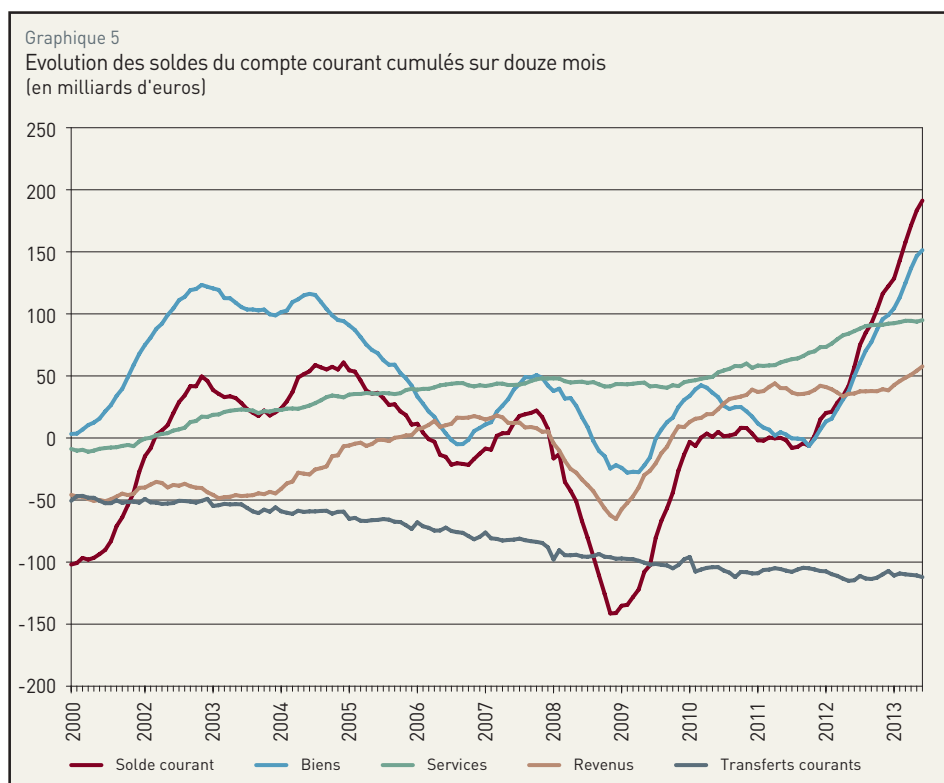
La balance des services a connu une évolution similaire à celle des biens, le taux de croissance des exportations étant supérieur à celui des importations. Le surplus cumulé des services atteint ainsi 95 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013, contre 86 milliards sur la même période de l'année précédente. Les évolutions positives ci-dessus ont été renforcées par une amélioration du surplus des revenus (à 58 milliards) et par un léger recul du déficit des transferts courants (à 112 milliards).

Dans le compte des transactions financières, l'embellie des marchés financiers s'est accompagnée d'un retour des investisseurs non-résidents sur le marché des titres de la zone euro depuis le second semestre de 2012. Les achats nets de titres émis par la zone euro ont ainsi atteint 383 milliards d'euros (dont 240 milliards d'actions et 143 milliards de titres de la dette) sur les douze derniers s'achevant en juin 2013 alors qu'on enregistrait des ventes nettes de 45 milliards sur la même période de 2012.

Les investisseurs résidents ont eu un comportement similaire à celui des non-résidents. Après les ventes nettes de titres étrangers (essentiellement des actions) observées en 2011 et au premier semestre 2012, les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers. Sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013, les résidents de la zone euro ont ainsi investi 238 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 134 milliards en actions et 104 milliards en titre de dette. Compte tenu de ces mouvements des capitaux, les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés

par des entrées nettes de capitaux de 145 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013, contre 13 milliards sur la même période de 2012.

Dans les autres composantes du compte financier, suite à des perspectives de croissance relativement meilleures dans le reste du monde (pays émergents et Etats-Unis notamment), les sorties nettes d'investissements directs se sont accrues, en atteignant 81 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013 contre 73 milliards sur la même période de 2012. De même, la chute des engagements à court terme des IFMs a occasionné une forte hausse des sorties nettes d'autres investissements, qui ont atteint 324 milliards sur les douze derniers mois



Source : BCE

s'achevant en juin 2013, contre des entrées nettes de 40 milliards sur la même période de 2012. Au total, les transactions financières de la zone euro avec le reste du monde se sont ainsi soldées par des sorties nettes de 220 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2013, contre 69 milliards sur la même période de 2012.

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Après six trimestres de contraction, le PIB en volume de la zone euro a en rythme trimestriel augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre 2013. Cette hausse s'explique en partie par des effets temporaires liés aux conditions météorologiques, qui ont restreint l'activité au 1^{er} trimestre. Depuis lors, les indicateurs de confiance tirés des enquêtes disponibles jusqu'en août se sont encore améliorés en partant de bas niveaux, confirmant globalement les anticipations antérieures d'une reprise progressive de l'activité économique. Dans les mois à venir et en 2014, la production devrait se redresser à un rythme lent, sous l'effet notamment d'une amélioration progressive de la demande intérieure soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'activité économique dans la zone euro devrait en outre bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure. Les effets sur l'économie réelle de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'été dernier se feront par ailleurs progressivement sentir et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. De plus, les revenus réels ont récemment bénéficié d'une inflation généralement plus faible. Cela étant, le chômage demeure élevé dans la zone euro et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de septembre 2013 pour la zone euro établies par les services de la BCE, qui prévoient une baisse de 0,4 % du PIB annuel en volume en 2013 et une croissance de 1,0 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2013 réalisés par les services de l'Eurosystème, la projection pour 2013 a été révisée à la hausse, de 0,2 point de pourcentage, reflétant les données devenues disponibles. Pour 2014, la projection a fait l'objet d'une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro demeurent orientés à la baisse. Les évolutions récentes des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées pourraient être de nature à influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à un renchérissement des matières premières sur fond de regain de tensions géopolitiques, à une demande mondiale plus faible que prévu et à une mise en œuvre lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques pour la zone euro (taux de variation annuels ; points centraux et fourchettes)

| | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------|------|---------------------|-------------------|
| IPCH | 2,5 | 1,5 [1,4/1,6] | 1,3 [0,7/1,9] |
| PIB réel | -0,6 | -0,4 [-0,6/-0,2] | 1,0 [0,0/2,0] |
| Consommation privée | -1,4 | -0,7 [-0,9/-0,5] | 0,7 [-0,2/1,6] |
| Consommation publique | -0,5 | -0,1 [-0,6/0,4] | 0,6 [0,0/1,2] |
| Investissements | -4,0 | -3,6 [-4,4/-2,8] | 1,8 [-0,7/4,3] |
| Exportations | 2,7 | 0,9 [-0,4/2,2] | 3,6 [0,1/7,1] |
| Importations | -0,9 | -0,6 [-1,9/0,7] | 3,8 [0,3/7,3] |

Les projections macroéconomiques de septembre 2013 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient par ailleurs une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2013 et 1,3 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2013 réalisées par les services de l'Eurosystème, la projection d'inflation pour 2013 a été révisée en hausse de 0,1 point de pourcentage, alors que la projection pour 2014 reste inchangée.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont globalement équilibrés à moyen terme. Les risques à la hausse sont liés en particulier à un renchérissement des matières premières ainsi qu'à une augmentation plus forte que prévu des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Les risques à la baisse découlent quant à eux d'une activité économique plus faible qu'anticipé.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

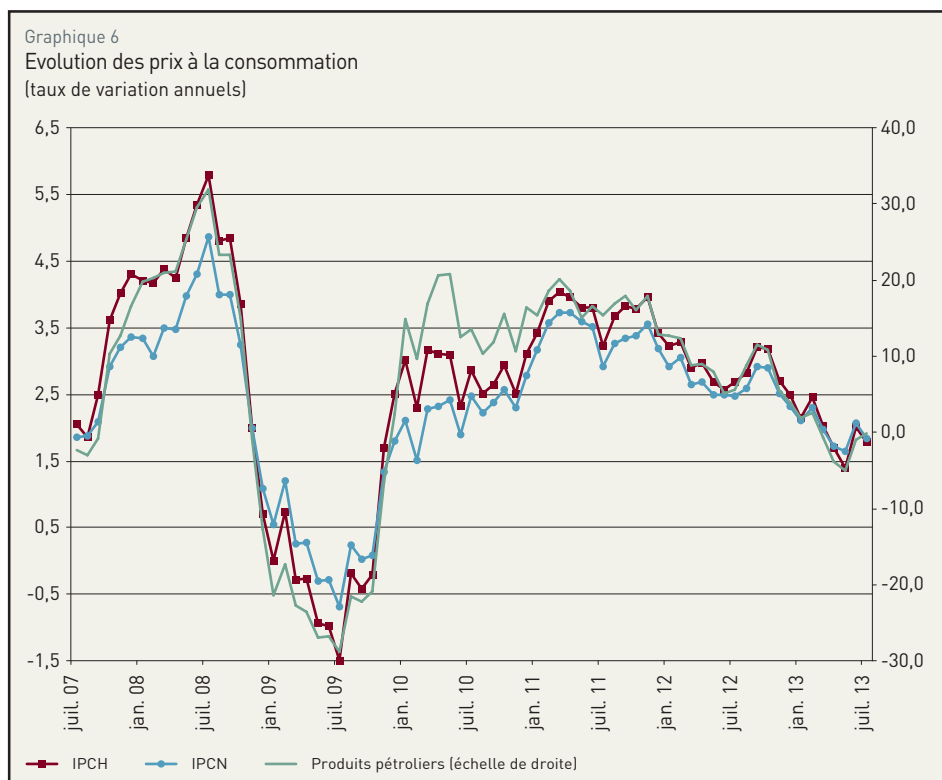
1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale entamé en 2011 s'est accéléré au début de l'année 2013. Le taux de variation annuel de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7% en moyenne en 2012 à 1,8% sur la période d'avril à juillet 2013. L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a aussi reculé, passant de 2,9 % en moyenne en 2012 à 1,7% sur la période d'avril à juillet 2013.

La modération de l'inflation globale cache toutefois des tendances sous-jacentes fort hétérogènes. La dynamique des prix de l'énergie est la principale cause du repli de l'inflation globale. Ces prix ont reculé de 7% depuis leurs sommets observés en septembre 2012 et leur taux d'inflation annuel est négatif depuis mars 2013 (voir le graphique). L'inflation des biens industriels non-énergétiques

s'est aussi modérée en 2013, vraisemblablement en conséquence d'une dynamique fort modeste des dépenses de consommation au Luxembourg, d'une inflation importée plus faible, mais aussi de la dynamique soutenue observée en 2012. Ainsi, leur progression annuelle moyenne n'a plus été que de 1% au cours des premiers mois de 2013, contre 1,7% en moyenne en 2012. Par contre, l'inflation ne s'est que stabilisée pour les biens alimentaires traités et elle s'est même accélérée pour les services et les biens alimentaires non traités. La hausse des matières premières agricoles s'est notamment répercutée sur les prix des biens alimentaires. Les conditions météorologiques peu clémentes ont probablement poussé à la hausse les prix des fruits et légumes, dont l'inflation moyenne a été de 7% lors des

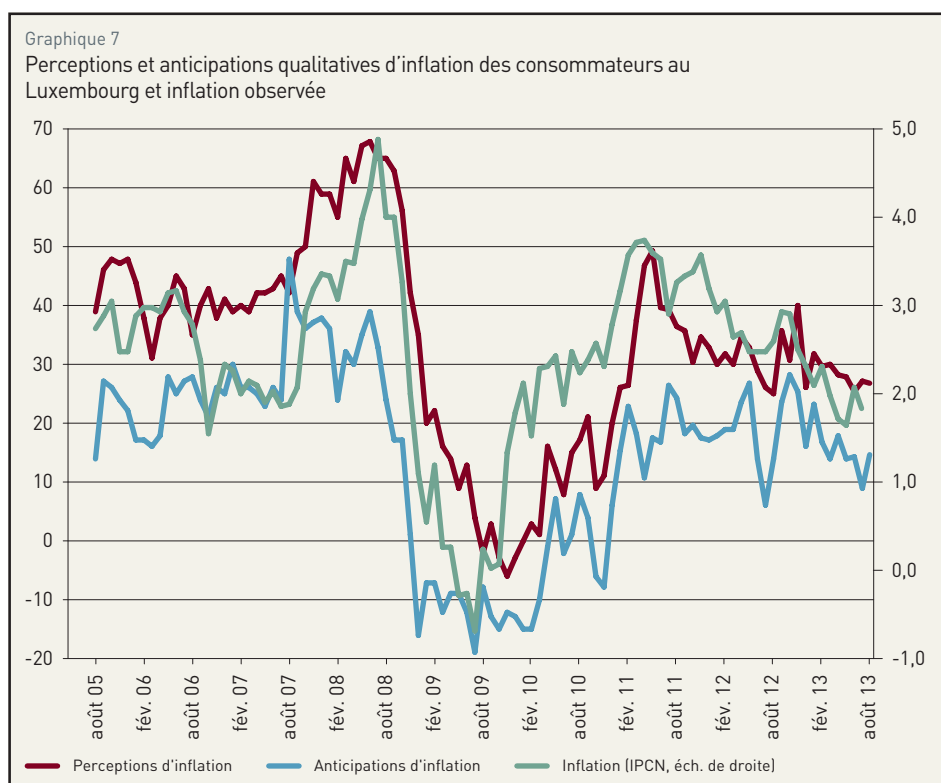


Source : STATEC

sept premiers mois de l'année 2013. L'inflation des services s'est accélérée à 2,9% sous l'effet d'une dynamique soutenue des prix administrés au début de l'année 2013. Finalement, la progression des coûts salariaux, via le mécanisme d'indexation automatique des salaires et le salaire social minimum, reste également soutenue et elle empêche un repli plus conséquent des prix des biens et services.

Malgré la modération, l'inflation au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes¹. Au deuxième trimestre 2013, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,6 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,4 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2013 ont atteint respectivement 10,1 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 5,1 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL², les perceptions et les anticipations d'inflation se sont repliées davantage au cours des derniers mois. Si ces mouvements sont en phase avec le recul de l'inflation globale, leur ampleur est toutefois moindre qu'on aurait pu l'escompter sur base du recul de l'inflation. Le taux de variation annuel de l'IPCN se situe au plus bas depuis la fin 2009 alors qu'à la même époque les anticipations et les perceptions d'inflation s'établissaient à des niveaux nettement plus bas.



Sources : BCL et STATEC

Projections d'inflation

Hypothèses

A la mi-août 2013, l'euro cotait aux environs de 1,32 USD/EUR, soit un niveau légèrement supérieur aux hypothèses de l'exercice datant de juin 2013³. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 108\$/bl et les marchés à terme anticipent une convergence de ce prix vers 102\$/bl en septembre 2014. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en euros reculerait de 6% en 2013 et de 5% lors des premiers trimestres de 2014. Par rapport à l'exercice de juin, les hypothèses relatives au

- 1 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.
- 2 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.
- 3 Voir BCL, Bulletin 2013/2, pp.68-77

prix du pétrole exprimé en euros ont été marginalement revues à la hausse, à concurrence de 2 % en moyenne. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3:

Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2013-T3 | 2013-T4 | 2014-T1 | 2014-T2 | 2014-T3 |
|--|------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Prix du pétrole (brent) en \$ | 111 | 112 | 108 | 108 | 107 | 105 | 104 | 102 |
| Taux de change \$/€ | 1,39 | 1,29 | 1,32 | 1,32 | 1,33 | 1,33 | 1,33 | 1,33 |
| Prix du pétrole en € (en % de var. ann.) | 33 | 9 | -6 | -7 | -6 | -7 | -1 | -6 |

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie s'était repliée de 2,5 % en fin d'année 2011 à 2,2 % en 2012 pour rebondir à 2,4 % au premier trimestre 2013. Il se pourrait que l'inflation se maintienne aux alentours de ce niveau avant de reculer l'année prochaine. Plusieurs facteurs inflationnistes ont émergé récemment et ils pourraient maintenir l'inflation sous-jacente à un niveau plus élevé qu'en 2012. L'inflation des prix des biens alimentaires a été de 3,8 % au premier semestre 2013 - donc quasiment le double de l'inflation globale - sous l'impact, d'une part, des hausses de prix des matières premières agricoles observées en 2012 et d'autre part des conditions météorologiques peu favorables, qui ont propulsé à la hausse les prix des fruits et légumes. Du côté domestique, les prix administrés ont progressé fortement au début de l'année 2013. Etant donné que la hausse de ces prix va persister pour le reste de l'année, leur impact sur l'inflation moyenne sera relativement plus élevé qu'en 2012. Malgré une conjoncture maussade, la dynamique des salaires demeure soutenue et les prix des services en général ont regagné en vigueur avec l'ajustement du salaire minimum en janvier 2013.

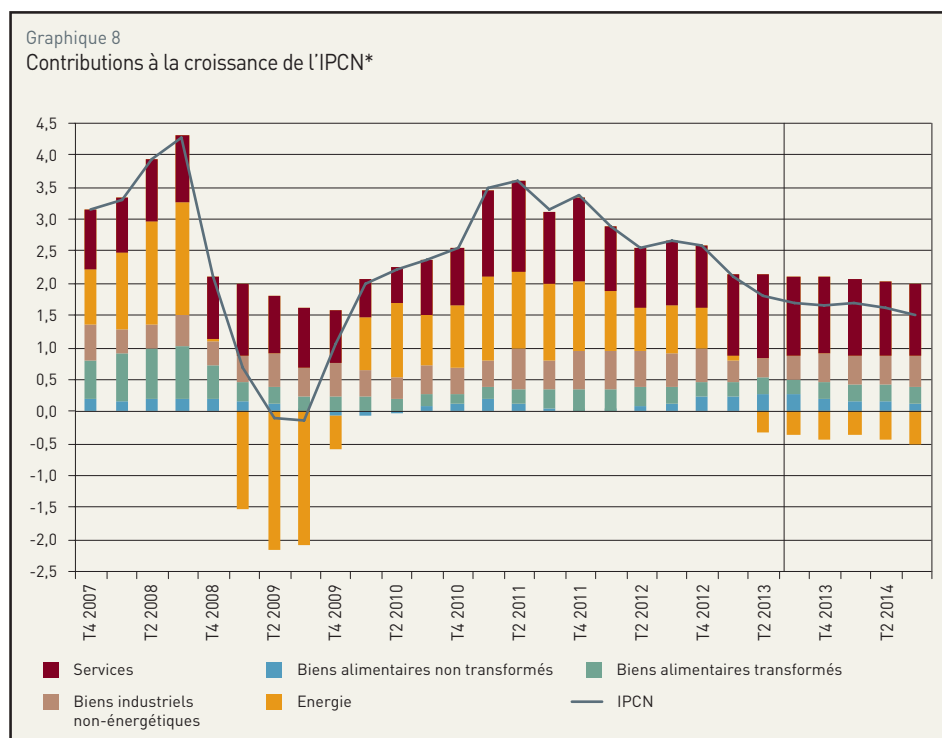
Si une accélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie semble acquise pour l'année 2013, plusieurs forces déflationnistes devraient atténuer l'envergure de cette dégradation. L'inflation devrait aussi se modérer l'année prochaine. La demande reste affaiblie dans la foulée de la progression du chômage au sens large. Elle ne devrait donc pas constituer un facteur inflationniste important à l'heure actuelle. La modulation temporaire du mécanisme d'indexation automatique des salaires empêche un dérapage des coûts salariaux et contribue de ce fait à contenir l'inflation des prix des services⁴. Un autre facteur modérateur est l'inflation importée. Selon les plus récentes projections des services de la BCE, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 1,4 % et 1,6 % en 2013 et entre 0,7 % et 1,9 % en 2014, contre 2,5 % en 2012.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le niveau de prix des produits énergétiques serait en recul depuis la fin 2012 et cette tendance se poursuivrait tout au long de l'horizon de projection. En moyenne, l'inflation des prix de l'énergie serait négative à raison de 2,8 % en 2013 et de 4,2 % au premier semestre 2014, contribuant à nouveau à la modération de l'inflation globale, après trois années ininterrompues de contributions positives (voir le graphique). Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été marginalement ajustées à la hausse, en moyenne de l'ordre de 1 p.p., conformément à des hypothèses qui ont été révisées dans le même sens. En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent pourrait se stabiliser autour de 2,3 % au deuxième semestre 2013 avant de s'estomper marginalement en 2014. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections sont restées quasiment inchangées.

⁴ Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ? » dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp.38-40.

Avec un taux de 1,8% en juillet 2013, l'inflation mesurée par l'IPC global a déjà nettement ralenti par rapport aux sommets de 2011. Si ce mouvement baissier devait se poursuivre jusqu'à la mi-2014, l'ampleur du recul supplémentaire serait toutefois limité et il serait intégralement dû aux fléchissements des taux d'inflation pour l'énergie. Par rapport à l'exercice de juin 2013, le scénario de l'inflation globale demeure quasiment inchangé. L'inflation moyenne serait de 1,8% en 2013 contre 2,7% en 2012, pour reculer à 1,6% au premier semestre 2014. Compte tenu du recul anticipé de l'inflation globale, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire serait attendue pour août 2014, avec report du paiement de septembre 2014 à octobre 2014 en vertu de la modulation en vigueur jusqu'à la fin de l'année 2014.



* Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Source : STATEC, projections BCL

Tableau 3 :

Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes
 (en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 1 ^{er} semestre 2013 | 2 ^e semestre 2013 | 1 ^{er} semestre 2014 |
|---|------|------|------------|-------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| IPCN | 3,4 | 2,7 | 1,8 (0,1) | 2 (-) | 1,7 (0,2) | 1,6 (0,1) |
| IPCN hors énergie | 2,4 | 2,2 | 2,4 (-) | 2,4 (-) | 2,3 (0,1) | 2,2 (0,1) |
| IPCH | 3,7 | 2,9 | 1,7 (0,1) | 2 (-) | 1,4 (0,2) | 1,3 (-) |
| IPCH énergie | 13,7 | 7,2 | -2,8 (1,0) | -1,5 (0,1) | -4,1 (1,9) | -4,2 (0,2) |
| IPCH hors énergie | 2,5 | 2,3 | 2,4 (-) | 2,5 (-) | 2,3 (-0,1) | 2,3 (-) |
| Impact des mesures gouvernementales ¹⁾ sur l'IPCN, en pp | 0,9 | 0,4 | 0,7 | | | |
| Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp | 0,7 | 0,5 | 0,7 | | | |

Source : BCL

¹⁾ Regroupant l'impact des prix administrés et de la fiscalité indirecte.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les données révisées pour l'année 2012 confirment une hausse des prix à la production industrielle pour l'ensemble de l'année bien plus faible qu'initialement estimée (+ 1,1%). Cette hausse peut être attribuée aux prix des biens de consommation et aux prix des biens énergétiques, le prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement étant restés quasiment stables en 2012.

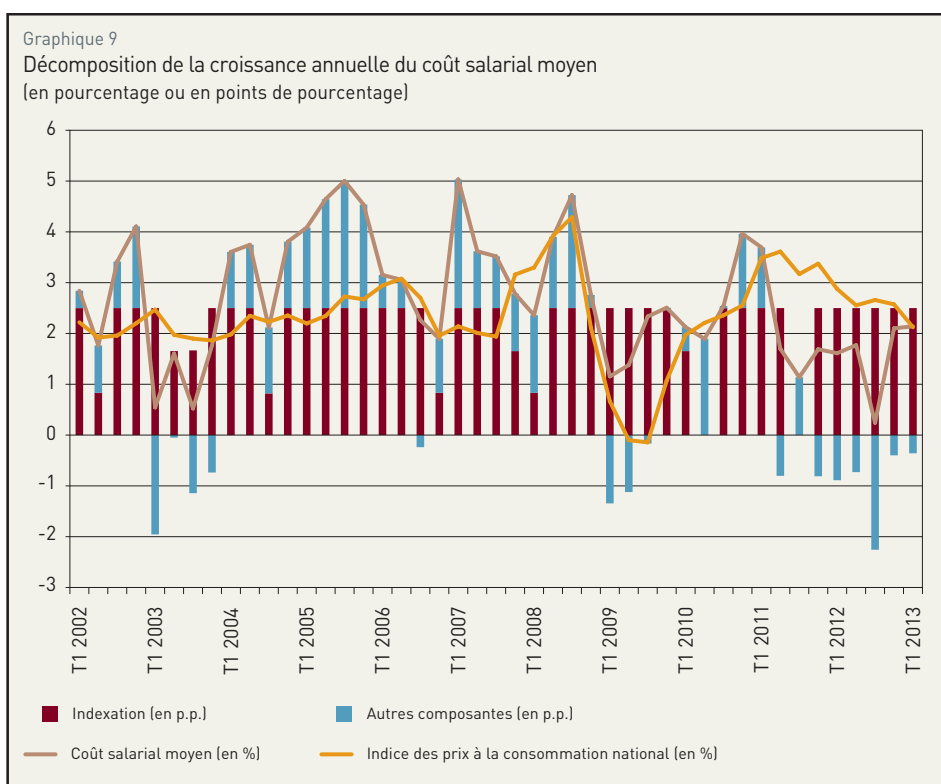
Malgré cette augmentation sur l'ensemble de l'année 2012, ces prix sont en recul depuis le troisième trimestre de 2012. Cette tendance est confirmée au premier trimestre de 2013, avec un léger recul de 0,4% pour l'ensemble des produits industriels. Tous les biens sont concernés par cette baisse, à l'exception des biens énergétiques qui connaissent une hausse de 1,9% alors qu'ils avaient déjà augmenté de 6,4% en 2012. Les mêmes observations peuvent être tirées concernant les chiffres du deuxième trimestre, avec une baisse des prix plus marquée qu'au premier trimestre. On observe comme précédemment une relative stabilité du prix des biens de consommation, une augmentation du prix des biens énergétiques et au contraire une forte baisse du prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement.

Tableau 4 :

Prix à la production industrielle
(en variation par rapport à la période précédente)

| | 2011 | 2012 | 2012-T1 | 2012-T2 | 2012-T3 | 2012-T4 | 2013-T1 | 2013-T2 |
|-----------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ensemble des produits industriels | 7,8 | 1,1 | 0,5 | 0,3 | -0,3 | -0,8 | -0,4 | -2,8 |
| Biens intermédiaires | 10,8 | -0,2 | 0,0 | 0,2 | -0,8 | -1,5 | -0,8 | -5,3 |
| Biens d'équipement | 6,5 | -0,1 | -1,3 | 0,6 | 0,3 | -0,5 | -1,6 | -1,1 |
| Biens de consommation | 1,9 | 2,1 | 0,1 | 0,4 | 1,0 | 0,4 | -0,3 | 0,7 |
| Biens énergétiques | 3,3 | 6,4 | 4,8 | 0,8 | -0,2 | 0,6 | 1,9 | 1,7 |

Source : Statec



Source : STATEC, calculs BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale met en lumière une stabilisation de la progression annuelle du coût salarial moyen à 2,1% au premier trimestre 2013. Cette progression est entièrement attribuable à l'apport de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). Au contraire, la contribution des «autres composantes», qui incorporent les éléments «réels», s'est inscrite en baisse et ceci pour le sixième trimestre consécutif.

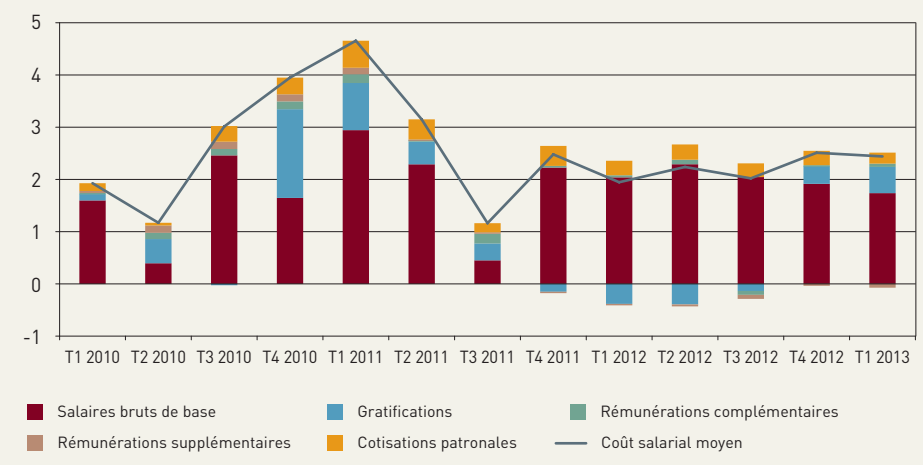
De manière générale, les données administratives de la sécurité sociale confirment la tendance dégagée par les comptes nationaux, à savoir une dynamique salariale relativement modérée (en dépit de l'existence de différences méthodologiques entre

ces deux sources⁵). L'apport négatif des « autres composantes » serait essentiellement imputable à une réduction du volume de travail effectif (via un recours accru au temps partiel et une baisse des heures supplémentaires). Les primes et gratifications (éléments de rémunération non récurrents) auraient au contraire contribué positivement, à hauteur de 0,5 p.p., à l'évolution du coût salarial moyen. Il convient de souligner que le salaire social minimum a été ajusté de 1,5% au 1^{er} janvier 2013⁶. Cet accroissement a probablement permis d'atténuer la baisse des salaires réels (hors indexation).

Une ventilation par secteur économique indique qu'au premier trimestre 2013, le coût salarial moyen s'est inscrit en retrait dans la construction et l'industrie (de respectivement 0,8% et 4,5%). Le recul du volume de travail (sous l'effet, respectivement des mauvaises conditions météorologiques dans la construction et de l'activité en berne dans la sidérurgie) couplé à une baisse des primes et gratifications distribuées seraient à l'origine de cette évolution négative. En ce qui concerne les branches restantes, seuls les services immobiliers et le commerce au sens large ont connu une décélération de la progression du coût salarial moyen au début de 2013. Dans la finance, la forte hausse du coût salarial moyen doit être interprétée avec prudence dans la mesure où elle est, en partie du moins, imputable à des effets non récurrents et notamment au versement de primes de licenciement⁷.

Graphique 10

Contributions des différents éléments de rémunération à la progression annuelle du coût salarial moyen nominal (en points de pourcentage)



Remarque : les rémunérations complémentaires correspondent à des « éléments de rémunération qui sont payables mensuellement mais dont le montant est susceptible de varier d'un mois à l'autre (p.ex. les primes de rendement, les commissions, les primes sur objectifs etc.) ». Ces rémunérations complémentaires se distinguent des autres rémunérations non récurrentes telles les gratifications ou autres primes. Le salaire brut de base correspond à la rémunération de base telle que stipulée dans le contrat de travail. Ce salaire inclut les suppléments de rémunération dont le montant reste fixe d'un mois à l'autre (p.ex. une allocation de famille) ainsi que toute augmentation, prévue par la loi (p.ex. suite à l'ajustement du salaire social minimum ou suite au paiement d'une tranche indiciaire) ou telle que stipulée dans le contrat de travail ou une convention collective.

Source : IGSS, calculs BCL

- 5 Pour cette raison, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables. En effet, les comptes nationaux sont compilés à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et font l'objet de divers retraitements. Ainsi, à titre d'exemple, pour l'année 2012, les données fournies par la sécurité sociale témoignent d'une progression du coût salarial moyen sensiblement plus forte que celle dégagée par la comptabilité nationale, à savoir 2,2% contre 1,5% selon la comptabilité nationale (trimestrielle). De même, en ce qui concerne le premier trimestre de l'année en cours, les données administratives révèlent une progression de 2,4% du coût salarial moyen, contre seulement 2,1% selon les comptes nationaux.
- 6 Au 31 mars 2012, 15,1% des salariés à temps plein étaient rémunérés au voisinage du salaire social minimum. La proportion des salariés rémunérés au salaire social minimum est particulièrement importante dans l'HORECA (51,3%), le secteur primaire (47,3%), les autres activités de services (33,6%) ainsi que le secteur commercial (30,3%). Dans les secteurs restants, cette proportion est sensiblement moins importante (2,3% dans la finance, 6,1% dans les activités spécialisées, scientifiques et techniques, 13,6% dans la construction et 14,0% dans l'industrie).
- 7 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont accélérés au premier trimestre 2013 (et accessoirement au deuxième). Une ventilation détaillée révèle que l'ensemble des postes de dépenses ont contribué positivement à la hausse des frais de personnel bancaire. A noter en particulier la hausse des frais liés au processus de réduction de l'emploi bancaire (p.ex. paiement d'indemnités de départs, pensions de retraite ou dépenses assimilées, etc.). La hausse des charges salariales est cependant également due à des effets purement comptables induits par le changement de la date de clôture d'exercice par une banque de la place.

Tableau 5:

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | | |
|---|--|-------------|-------------|------------|-------------|---|------------|------------|------------|------------|
| | T1 2012 | T2 2012 | T3 2012 | T4 2012 | T1 2013 | T1 2012 | T2 2012 | T3 2012 | T4 2012 | T1 2013 |
| Industrie, y compris énergie | 1,7 | -2,5 | 1,0 | 2,4 | -1,8 | 1,9 | 1,2 | -0,3 | 2,6 | -0,8 |
| Construction | 1,2 | 0,2 | -1,1 | 0,6 | -4,1 | -0,1 | 2,8 | 1,0 | 1,3 | -4,5 |
| Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration | 0,7 | -0,6 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | 2,0 | 1,0 | 1,3 | 1,8 | 1,5 |
| Information et communication | -1,9 | 1,3 | 0,0 | 0,8 | 1,5 | 0,8 | 3,1 | 2,6 | 0,2 | 3,9 |
| Activités financières et d'assurance | 0,3 | 0,6 | -1,6 | 5,1 | 1,8 | -0,6 | 1,1 | -4,8 | 4,1 | 6,0 |
| Activités immobilières | 1,2 | -0,3 | -2,0 | 5,9 | -2,1 | 6,2 | 1,8 | -1,1 | 3,0 | 2,6 |
| Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien | 0,1 | -0,4 | 0,2 | 0,8 | 2,0 | 4,7 | 1,8 | 2,4 | 0,8 | 2,9 |
| Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale | 0,8 | -0,6 | -0,5 | 0,5 | 1,7 | 2,1 | 2,2 | 1,5 | 1,4 | 1,5 |
| Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 1,4 | 0,6 | 2,8 | 2,8 | 2,3 | 2,7 | 2,7 |
| Coût salarial moyen - économie totale | -0,1 | -0,1 | -0,6 | 2,8 | -0,1 | 1,6 | 1,8 | 0,2 | 2,1 | 2,1 |

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières

Source : Statec, calculs BCL

En glissement trimestriel et au premier trimestre 2013, le coût salarial par tête a diminué de 0,1 % pour l'économie dans son ensemble. Au niveau sectoriel, ce dernier a reculé dans l'industrie, la construction ainsi que dans les activités immobilières.

En conclusion, la version de juillet 2013 de la comptabilité nationale confirme une dynamique salariale largement en retrait de celle observée avant la généralisation de la crise. Cette dynamique (certes modérée) serait par ailleurs exclusivement imputable à l'apport de l'indexation, sans lequel le coût salarial moyen réel baisserait, ceteris paribus. Bien que les données de source administrative confirment une certaine modération salariale, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions dans des publications ultérieures. Rappelons par ailleurs que l'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen est particulièrement sensible à des facteurs à caractère irrégulier (tels l'évolution de la durée de travail, la distribution de primes ou encore le déclenchement d'une tranche indiciaire).

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Les plus récentes informations témoignent d'un revirement de tendance sur le marché du travail au cours des derniers mois. Selon les données définitives disponibles, la progression annuelle de l'emploi salarié (intérieur) s'est en effet établie à 1,5 % en mars et avril 2013, en recul par rapport à la croissance observée au cours des mois précédents. Selon de récentes estimations, la progression annuelle de l'emploi se serait cependant redressée par la suite. Ces données sont cependant sujettes à révisions et doivent par conséquent être interprétées avec prudence.

Tableau 6 :

Croissance annuelle (en pourcentage) de l'emploi et taux de chômage (en pourcentage de la population active)

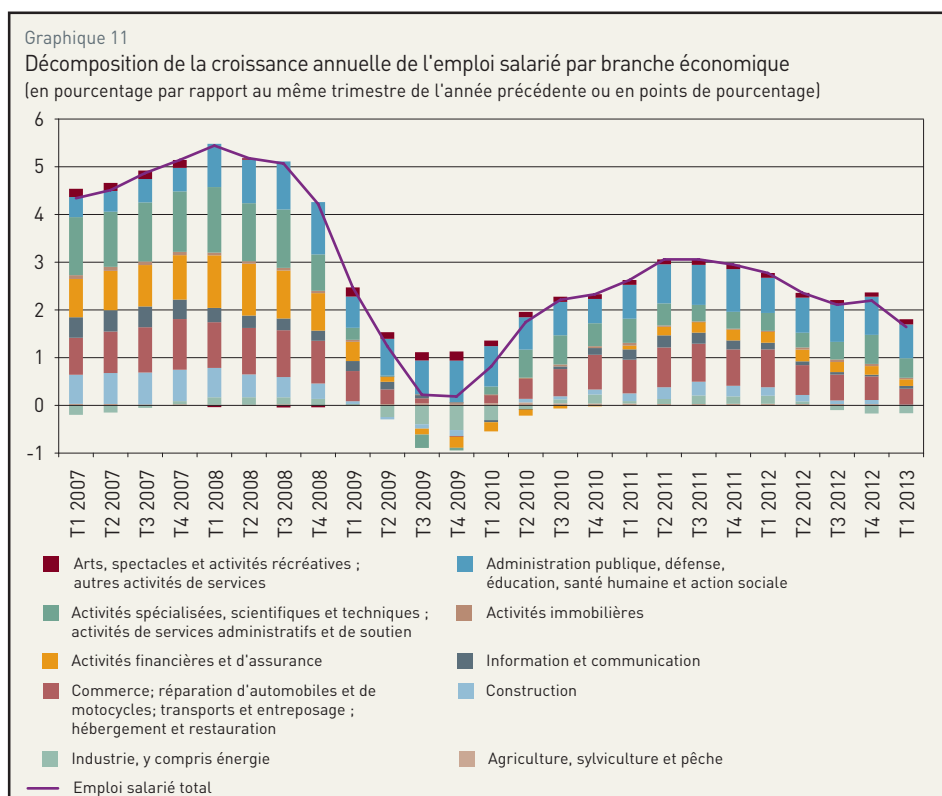
| | Salariés frontaliers entrants | Emploi salarie national | Emploi salarie interieur | Emploi non- salarie national | Emploi non- salarie interieur | Emploi total national | Emploi total interieur | Demandes d'emploi non satisfaites (DENS) | Population active | Taux de chômage « strict » désaisonn- nalisé | Taux de chômage « strict » non ajusté pour les variations saison- nières | Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonnieres |
|----------|-------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|--|-----------------------------|------------------------------|--|----------------------|--|---|---|
| 2008 | 7,4 | 3,1 | 5,0 | 6,3 | 6,1 | 3,4 | 5,0 | 2,4 | 3,3 | 4,1 | 4,1 | 5,5 |
| 2009 | 0,8 | 1,3 | 1,0 | 1,7 | 1,6 | 1,3 | 1,1 | 34,7 | 2,7 | 5,4 | 5,4 | 6,8 |
| 2010 | 1,8 | 1,6 | 1,8 | 2,0 | 1,9 | 1,7 | 1,8 | 8,7 | 2,0 | 5,8 | 5,8 | 7,4 |
| 2011 | 3,1 | 2,5 | 2,9 | 2,4 | 2,4 | 2,5 | 2,9 | -0,3 | 2,4 | 5,6 | 5,6 | 7,4 |
| 2012 | 2,0 | 2,4 | 2,4 | 1,5 | 1,4 | 2,3 | 2,3 | 10,9 | 2,8 | 6,1 | 6,1 | 7,9 |
| 2008 T2 | 7,8 | 3,2 | 5,2 | 6,4 | 6,1 | 3,5 | 5,2 | -0,2 | 3,3 | 4,1 | 3,9 | 5,3 |
| 2008 T3 | 7,5 | 3,1 | 5,1 | 6,5 | 6,3 | 3,4 | 5,1 | 3,9 | 3,4 | 4,1 | 4,0 | 5,3 |
| 2008 T4 | 6,1 | 2,6 | 4,2 | 6,1 | 5,9 | 2,9 | 4,3 | 11,2 | 3,3 | 4,4 | 4,5 | 5,8 |
| 2009 T1 | 3,3 | 1,8 | 2,5 | 1,7 | 1,6 | 1,8 | 2,4 | 30,1 | 2,7 | 5,4 | 5,2 | 6,5 |
| 2009 T2 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 1,3 | 37,0 | 2,7 | 5,4 | 5,2 | 6,5 |
| 2009 T3 | -0,5 | 0,9 | 0,2 | 1,6 | 1,5 | 1,0 | 0,3 | 38,5 | 2,4 | 5,6 | 5,4 | 6,7 |
| 2009 T4 | -0,8 | 1,1 | 0,2 | 1,7 | 1,7 | 1,1 | 0,3 | 33,4 | 2,6 | 5,7 | 5,9 | 7,3 |
| 2010 T1 | 0,3 | 1,2 | 0,8 | 1,9 | 1,8 | 1,2 | 0,9 | 16,7 | 2,1 | 5,8 | 6,1 | 7,6 |
| 2010 T2 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 8,2 | 2,0 | 5,7 | 5,5 | 7,2 |
| 2010 T3 | 2,3 | 1,9 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,9 | 2,2 | 5,6 | 2,1 | 5,8 | 5,5 | 7,2 |
| 2010 T4 | 2,8 | 1,7 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 1,8 | 2,3 | 4,4 | 1,9 | 5,8 | 6,0 | 7,7 |
| 2011 T1 | 2,9 | 2,2 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,2 | 2,6 | -1,7 | 2,0 | 5,6 | 5,8 | 7,6 |
| 2011 T2 | 3,2 | 2,6 | 3,1 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 3,0 | -1,2 | 2,5 | 5,5 | 5,3 | 7,1 |
| 2011 T3 | 3,3 | 2,6 | 3,1 | 2,3 | 2,3 | 2,6 | 3,0 | 2,4 | 2,6 | 5,7 | 5,5 | 7,3 |
| 2011 T4 | 2,9 | 2,7 | 3,0 | 2,0 | 1,9 | 2,6 | 2,9 | -0,5 | 2,4 | 5,7 | 5,8 | 7,6 |
| 2012 T1 | 2,8 | 2,5 | 2,8 | 1,9 | 1,8 | 2,4 | 2,7 | 10,1 | 2,9 | 5,9 | 6,3 | 8,0 |
| 2012 T2 | 2,0 | 2,4 | 2,3 | 1,2 | 1,2 | 2,2 | 2,3 | 11,9 | 2,8 | 6,0 | 5,7 | 7,6 |
| 2012 T3 | 1,5 | 2,3 | 2,1 | 1,4 | 1,4 | 2,2 | 2,0 | 9,3 | 2,6 | 6,1 | 5,9 | 7,8 |
| 2012 T4 | 1,7 | 2,4 | 2,2 | 1,4 | 1,4 | 2,3 | 2,1 | 12,4 | 2,9 | 6,2 | 6,4 | 8,3 |
| 2013 T1 | 1,3 | 1,7 | 1,6 | 1,1 | 1,1 | 1,7 | 1,6 | 12,7 | 2,4 | 6,5 | 6,9 | 8,7 |
| 2013 T2 | 1,4 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 16,6 | 2,6 | 6,8 | 6,5 | 8,4 |
| jan. 12 | 3,1 | 2,4 | 2,9 | 2,2 | 2,1 | 2,4 | 2,8 | 8,4 | 2,8 | 5,9 | 6,4 | 8,1 |
| fév. 12 | 2,9 | 2,5 | 2,8 | 1,9 | 1,8 | 2,4 | 2,7 | 10,1 | 2,9 | 5,9 | 6,3 | 8,1 |
| mars 12 | 2,4 | 2,5 | 2,6 | 1,7 | 1,6 | 2,5 | 2,6 | 11,8 | 3,0 | 6,0 | 6,1 | 7,9 |
| avr. 12 | 2,3 | 2,4 | 2,5 | 1,1 | 1,1 | 2,3 | 2,4 | 11,9 | 2,8 | 6,0 | 5,9 | 7,7 |
| mai 12 | 1,9 | 2,3 | 2,2 | 1,1 | 1,1 | 2,1 | 2,2 | 11,9 | 2,7 | 6,0 | 5,7 | 7,6 |
| juin 12 | 1,8 | 2,4 | 2,3 | 1,3 | 1,3 | 2,3 | 2,2 | 11,9 | 2,8 | 6,0 | 5,6 | 7,5 |
| juil. 12 | 1,2 | 2,3 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 2,2 | 1,9 | 9,6 | 2,6 | 6,1 | 5,9 | 7,9 |
| août 12 | 1,7 | 2,5 | 2,3 | 1,5 | 1,5 | 2,4 | 2,2 | 8,4 | 2,7 | 6,1 | 5,8 | 7,7 |
| sep. 12 | 1,6 | 2,2 | 2,1 | 1,1 | 1,1 | 2,1 | 2,0 | 9,9 | 2,5 | 6,1 | 5,9 | 7,8 |
| oct. 12 | 1,7 | 2,5 | 2,3 | 1,6 | 1,5 | 2,4 | 2,3 | 11,4 | 2,9 | 6,1 | 6,1 | 8,0 |
| nov. 12 | 1,5 | 2,2 | 2,0 | 1,6 | 1,5 | 2,1 | 2,0 | 13,0 | 2,7 | 6,2 | 6,2 | 8,2 |
| déc. 12 | 1,8 | 2,4 | 2,3 | 1,2 | 1,1 | 2,3 | 2,2 | 12,9 | 3,0 | 6,4 | 6,8 | 8,7 |
| jan. 13 | 1,3 | 1,8 | 1,7 | 0,9 | 0,9 | 1,7 | 1,7 | 11,7 | 2,4 | 6,4 | 7,0 | 8,9 |
| fév. 13 | 1,4 | 1,8 | 1,7 | 1,1 | 1,1 | 1,7 | 1,7 | 12,5 | 2,4 | 6,5 | 6,9 | 8,8 |
| mars 13 | 1,1 | 1,6 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 13,8 | 2,3 | 6,6 | 6,8 | 8,5 |
| avr. 13 | 1,1 | 1,6 | 1,5 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 14,9 | 2,4 | 6,7 | 6,6 | 8,5 |
| mai 13 | 1,6 | 1,9 | 1,9 | 1,6 | 1,6 | 1,9 | 1,9 | 17,2 | 2,7 | 6,9 | 6,5 | 8,4 |
| juin 13 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 17,9 | 2,5 | 6,9 | 6,4 | 8,3 |
| juil. 13 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 1,5 | 1,4 | 1,8 | 2,0 | 17,4 | 2,7 | 7,0 | 6,8 | 8,6 |

Remarque: les données relatives aux mois de mai à juillet 2013 sont des estimations

Sources: ADEM, IGSS, STATEC (comptes nationaux) et calculs BCL

Malgré le fait que l'emploi frontalier - davantage sensible aux fluctuations conjoncturelles - continue de croître à un rythme plus lent que l'emploi national, l'écart de croissance entre ces deux composantes semble quelque peu se tasser.

Si au regard des chiffres définitifs disponibles à l'heure actuelle la détérioration de la situation de fond sur le marché du travail luxembourgeois paraît inéluctable, une analyse approfondie permet d'apporter des éléments explicatifs et de nuancer quelque peu cette conclusion.



La décomposition de l'emploi salarié par secteur économique révèle qu'au premier trimestre 2013, la progression annuelle de l'emploi trouve son origine essentiellement dans le secteur public au sens large (expliquant près de la moitié de la croissance de l'emploi au cours du trimestre sous revue). La part contributive des services aux entreprises et du secteur du commerce (y compris transports et horeca) a atteint respectivement 0,4 p.p. et 0,3 p.p. De son côté, la contribution légèrement positive de la finance (0,1 p.p.) est entièrement imputable à la branche des assurances et des autres professionnels du secteur financier, qui ont permis de compenser les pertes d'emplois dans le secteur bancaire. Parallèlement, l'industrie continue de ponctionner la progression annuelle de l'emploi (à raison de -0,2 p.p.).⁸

En glissement trimestriel et au premier trimestre 2013, l'emploi salarié a connu une quasi-stagnation (+0,1% sur un trimestre). Notons en particulier le recul de l'emploi dans la construction (-0,7%), probablement sous l'effet déterminant des mauvaises conditions météorologiques observées début 2013 (et l'effet néfaste sur l'activité dans le bâtiment). Ces conditions défavorables n'ont par ailleurs pas épargné d'autres activités, telles le commerce et l'horeca. De même, la diminution enregistrée dans les services aux entreprises (-0,5%) s'explique notamment par le recul du travail intérimaire (-8,5% en glissement annuel). Le repli de l'emploi public s'explique quant à lui (en partie du moins) par une diminution des mesures pour l'emploi (partiellement enregistrées dans ce secteur). Par ailleurs, bien que le recul de l'emploi se soit poursuivi dans le secteur manufacturier, on constate une décélération sensible de cette tendance négative.

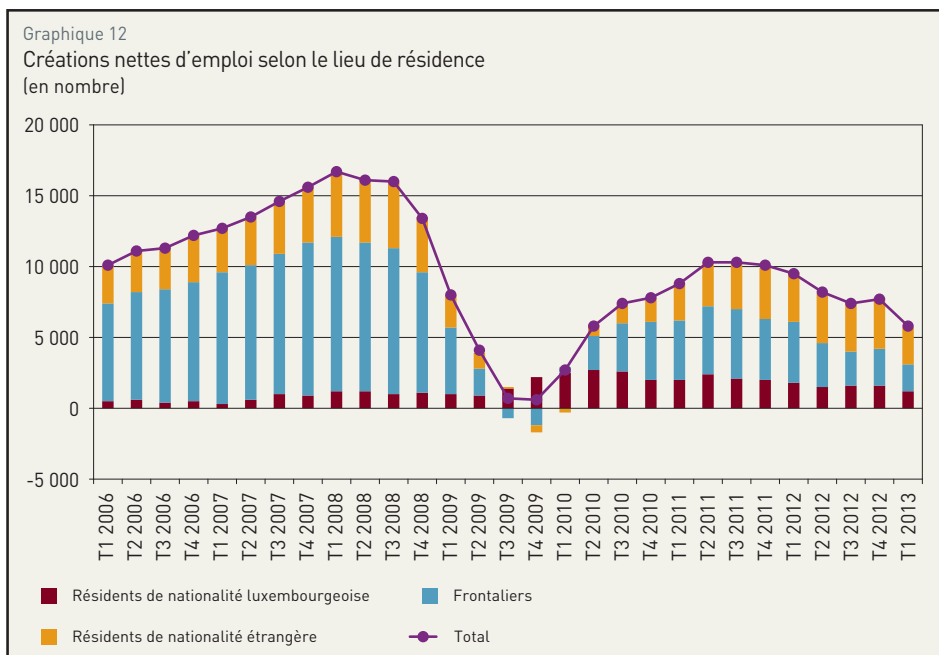
Globalement, il apparaît qu'entre le premier trimestre 2012 et 2013, l'économie luxembourgeoise a créé environ 6 000 emplois. Si, eu égard à l'activité économique morose, ce chiffre peut paraître

⁸ Selon de récentes estimations, l'emploi salarié aurait progressé de 1,7% au deuxième trimestre 2013, en glissement annuel. Au niveau sectoriel, l'emploi aurait poursuivi sa baisse dans la construction et le secteur industriel. L'ensemble des autres branches auraient cependant connu une évolution positive de l'emploi.

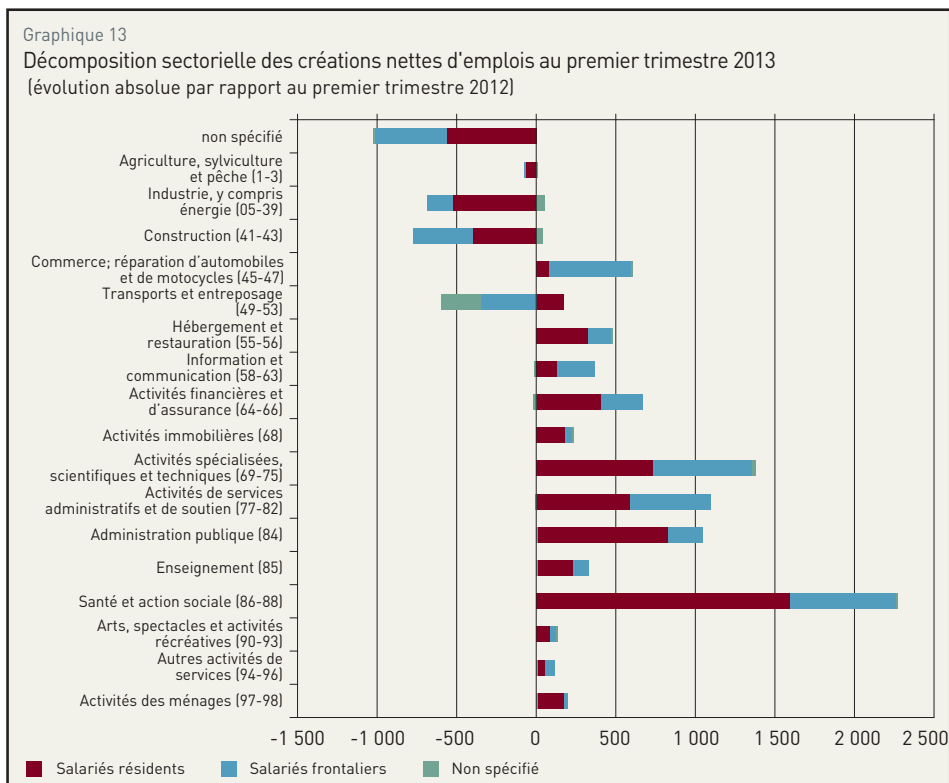
relativement flatteur, on constate que le nombre de postes créés (en glissement annuel) au premier trimestre 2013 est de près de 2 000 unités inférieur à celui correspondant au dernier trimestre 2012. Cette baisse s'explique à raison des deux tiers par un recul des créations nettes d'emplois résidents.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'IGSS permettent d'affiner la *décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence*⁹. Au premier trimestre 2013, le secteur public au sens large demeure le principal moteur de l'emploi (national). Comparé au dernier trimestre 2012, le nombre de postes publics nouvellement créés s'est cependant clairement tassé (en particulier du côté des résidents). Le même constat est visible dans le commerce, l'horeca et les services aux entreprises, ce qui conforte l'idée selon laquelle le récent essoufflement de l'emploi (en particulier l'emploi national) serait, en partie, imputable à des effets non-conjoncturels.

Les entreprises continuent de privilégier un ajustement de la marge intensive du travail à des licenciements nets. Selon les données mensuelles de la sécurité sociale, la durée moyenne de travail par salarié (corrigée des jours ouvrables) s'est inscrite en retrait de 1,6% au premier trimestre 2013, en comparaison annuelle. Un repli des heures supplémentaires, couplé à un recours important au temps partiel et au chômage partiel, sont



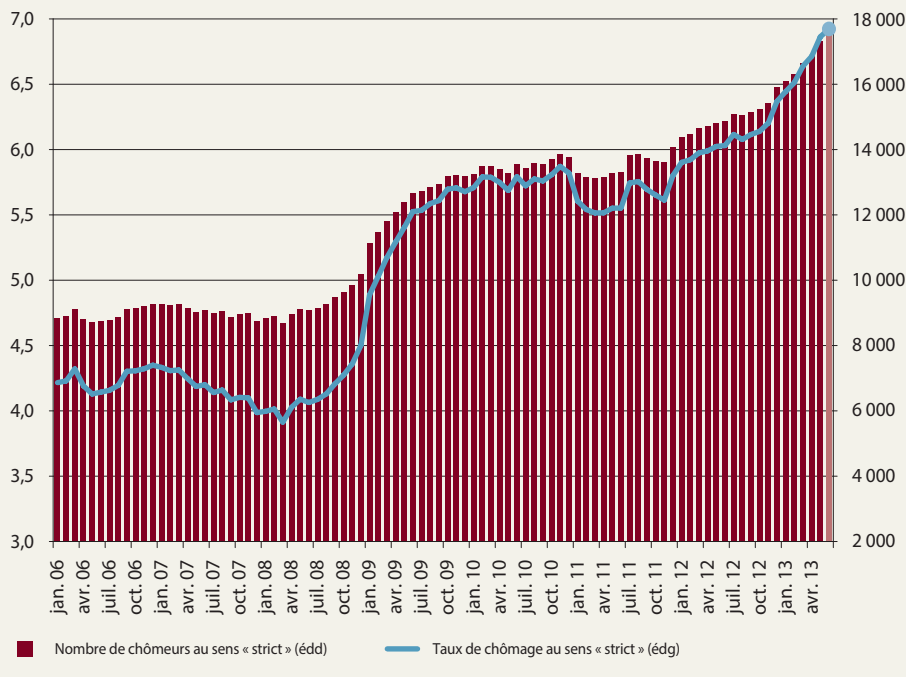
Sources : STATEC, calculs BCL



Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté européenne, NACE Rév. 2.

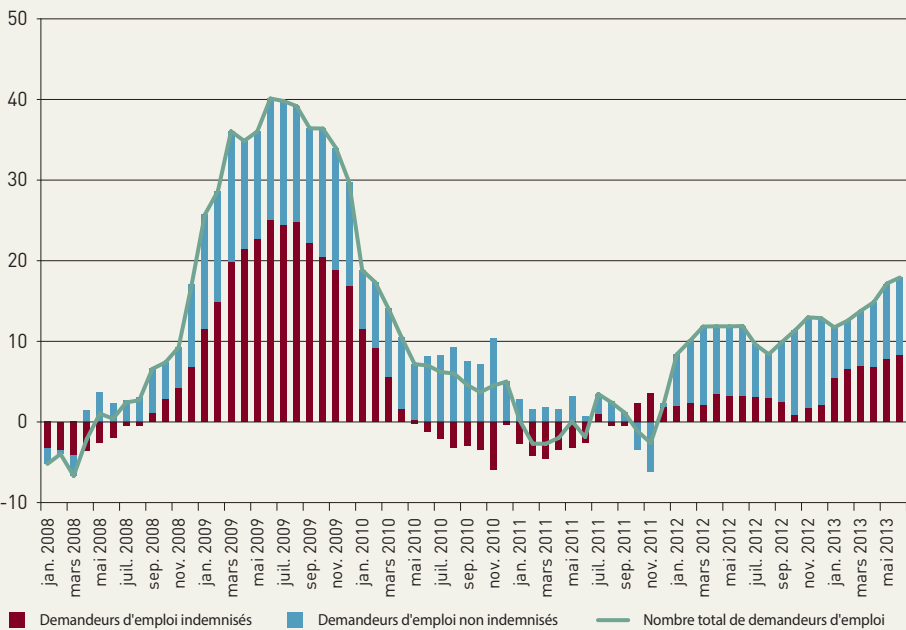
⁹ Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Par conséquent, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables entre elles et sont susceptibles de diverger selon la source utilisée.

Graphique 14
Evolution du chômage
(données ajustées pour les variations saisonnières)



Source : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

Graphique 15
Evolution du nombre de demandeurs d'emploi selon leur statut
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente ou en point de pourcentage)



Source : ADEM, calculs BCL

autant de facteurs expliquant la trajectoire du volume de travail. Au niveau sectoriel, le recul du temps de travail moyen a été particulièrement important dans la construction (environ -10,0% sur un an).

En ce qui concerne la demande de travail, au cours des sept premiers mois de 2013, le stock d'offres d'emplois non satisfaites (OENS) déclarées par les entreprises auprès de l'ADEM s'est établi à près de 2 600 en moyenne chaque mois, en baisse de 13,2% en glissement annuel. Dans le même temps, les flux d'OENS, c'est-à-dire le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès des services de placement, se sont inscrits à environ 2 000 en moyenne au cours des sept premiers mois de l'année courante, en retrait de 8,6% par rapport à la même période de l'année 2012. Le recul des offres d'emplois est quasi-généralisé à travers l'ensemble des branches économiques, mais particulièrement visible dans le secteur public et le commerce. Malgré cette trajectoire descendante, le taux de postes vacants demeure supérieur à sa moyenne de long terme d'avant-crise¹⁰.

1.2.2.2 Le chômage

L'essoufflement observé du côté de l'emploi trouve son reflet dans la trajectoire empruntée par le taux de chômage. Selon les plus récentes estimations, ce dernier se serait hissé à 7,0% en juillet 2013, en hausse de 0,9 p.p. par rapport à son niveau enregistré un an plus tôt. Dans le même temps, le nombre de chômeurs

¹⁰ Plus précisément, entre début 1998 et août 2008, le taux de postes vacants (qui mesure la proportion des emplois qui sont vacants) s'est établi à 0,5% en moyenne par mois, contre 0,7% à 0,8% actuellement.

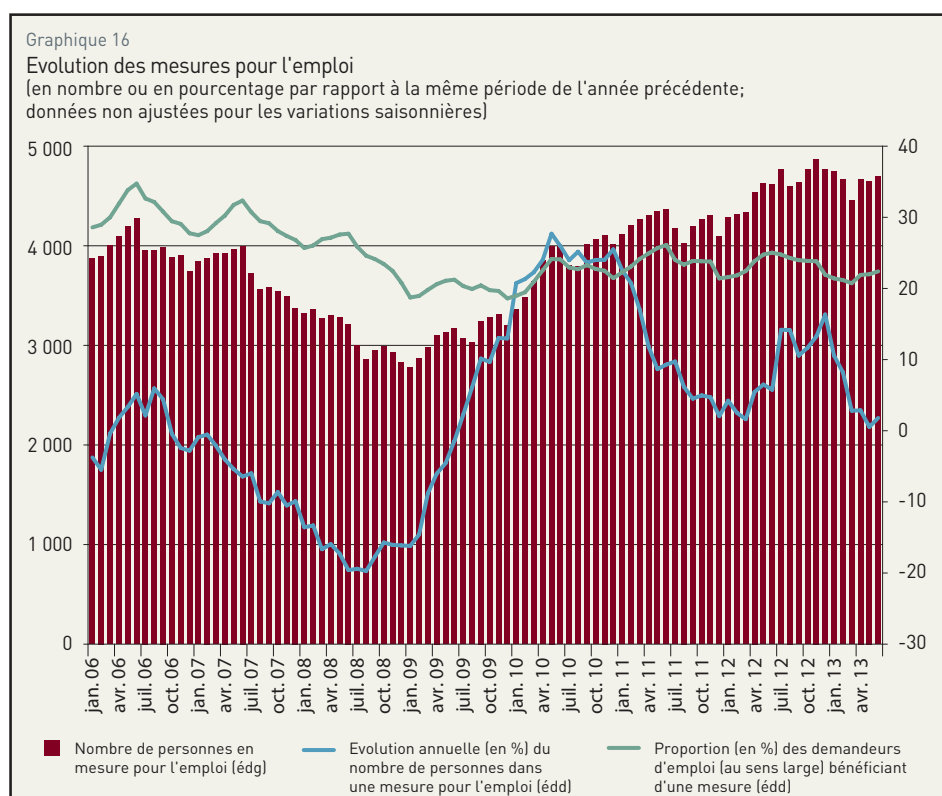
au sens « strict » (non ajusté pour les variations saisonnières) se serait établi à 16 988 en juillet 2013, en hausse de 17,4 % sur un an, soit l'équivalent de plus de 2 500 chômeurs supplémentaires.

Contrairement à ce qui avait été observé en 2012, la récente hausse du nombre de demandeurs d'emploi est imputable - à parts quasiment égales - aux chômeurs indemnisés et non indemnisés¹¹.

Les développements décrits précédemment témoignent d'une détérioration indéniable de la situation du chômage au Luxembourg. Certains éléments permettent cependant de nuancer quelque peu l'ampleur de cette détérioration, qui doit être interprétée avec prudence.

- Suite à un vide juridique¹² au niveau des mesures de soutien à l'emploi jeune et dans l'attente de la promulgation d'une nouvelle loi, certaines entreprises ont préféré ne pas renouveler les contrats-jeunes existants ou ne pas en créer de nouveaux. Par conséquent, en début d'année 2013, le repli du nombre de mesures pour l'emploi s'est à son tour traduit par une baisse mécanique du niveau de l'emploi national et une hausse corrélative du chômage au sens « restreint »¹³. Au final, la progression annuelle du nombre de mesures s'est établie à 3,2 % en moyenne au cours des sept premiers mois de l'année 2013, largement en retrait par rapport à la dynamique observée en 2012 et 2011 (avec respectivement 8,8 % et 9,8 %). On observe même une baisse du nombre de mesures de soutien à l'emploi au mois de juillet 2013 (-3,4 % en glissement annuel).

- La trajectoire ascendante du chômage s'expliquerait également par d'autres facteurs plus ou moins conjoncturels. Outre les conditions climatiques particulièrement défavorables observées au premier semestre 2013 et leur impact néfaste sur l'activité économique dans certains secteurs, la conjoncture peu porteuse ne favorise guère la résorption du chômage. En témoigne notamment la hausse du nombre de demandeurs d'emploi issus des secteurs de la construction et du commerce.
- De surcroît, soulignons que l'augmentation du nombre de chômeurs s'explique essentiellement par une baisse du



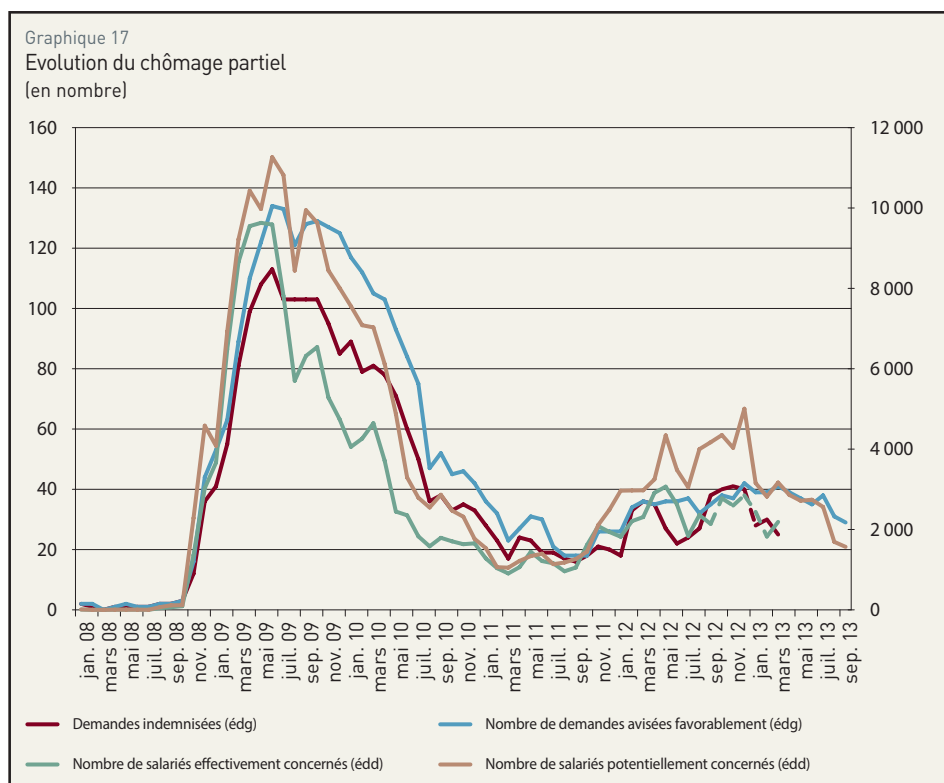
Source: ADEM, calculs BCL

- 11 Rappelons que les chômeurs non indemnisés sont constitués de demandeurs d'emploi dont les droits aux allocations-chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré-requis pour pouvoir en bénéficier (p.ex. des femmes au foyer qui décident de réintégrer le marché du travail ou encore les nouveaux arrivants sur le territoire national et les étudiants à l'issue de leur parcours scolaire).
- 12 Plus précisément, conformément à la Loi du 16 décembre 2011, les adaptations temporaires des mesures en faveur des jeunes sont venues à échéance fin 2012. La nouvelle loi régissant ces mesures n'est cependant entrée en vigueur qu'en date du 2 avril 2013.
- 13 Il convient de préciser qu'une partie des mesures pour l'emploi sont comptabilisés dans l'emploi public. La diminution de ces mesures expliquerait ainsi (en partie) le repli de l'emploi public au premier trimestre 2013, en glissement trimestriel.

nombre de demandeurs d'emploi qui sortent chaque mois du chômage (flux de sortie). Sur les sept premiers mois de 2013, le nombre de personnes s'inscrivant chaque mois auprès des bureaux de placement est en baisse de 9,7% en glissement annuel (soit l'équivalent de près de 180 personnes en moins qui se sont inscrites chaque mois auprès de l'ADEM). Cependant, dans le même temps, les flux de sortie du chômage ont diminué plus fortement encore (-13,7%, soit environ 260 personnes en moyenne), contrebalançant la tendance positive enregistrée du côté des flux d'entrée. On constate par ailleurs une hausse relativement importante du nombre de chômeurs de longue durée (> 12 mois), ce qui montre clairement les difficultés accrues rencontrées par les chômeurs (et notamment les moins qualifiés et les âgés de plus de 50 ans) à sortir du chômage.

Du côté du chômage partiel, le nombre de demandes émanant des entreprises a eu tendance à diminuer au cours des derniers mois (tout en demeurant supérieur au niveau enregistré au cours de la même période de 2012). Par ailleurs, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à environ 2 600 en moyenne chaque mois entre janvier et septembre 2013, soit une baisse de 25,4% en glissement annuel. Le secteur industriel et en particulier l'industrie manufacturière demeure le principal utilisateur de ce dispositif. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires et n'incluent pour l'instant que le premier trimestre 2013. Bien qu'à l'heure actuelle, on ne peut tirer de fortes conclusions, l'ensemble des indicateurs suggèrent une quasi-stabilisation du nombre de salariés effectivement touchés par du chômage partiel (à environ 2 000 personnes par mois). De surcroît, on observe depuis plusieurs mois une réduction de l'écart entre d'une part le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit et d'autre part ceux effectivement touchés. Cette situation indique que, si le nombre de demandes de chômage partiel s'est positionné sur une pente descendante, les entreprises qui introduisent une demande ont plutôt tendance à utiliser effectivement ce dispositif.

En conclusion, les plus récentes données disponibles révèlent une détérioration de la situation de fond sur le marché du travail luxembourgeois. La progression de l'emploi national, particulièrement résistant au cours des derniers trimestres, s'est inscrite en baisse au cours des premiers mois de l'année en cours. L'emploi frontalier n'est cependant pas épargné non plus, loin de là. Au niveau sectoriel, tandis que les pertes d'emploi se cantonnaient jusqu'alors aux secteurs industriel et bancaire, ces dernières se sont propagées à la construction, bien que pour des raisons en partie non conjoncturelles. Les perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs se sont légèrement améliorées au cours des derniers



Source : Comité de conjoncture

mois, tout en demeurant en terrain négatif. De son côté, le chômage continue sur sa pente ascendante. Contrastant avec cette morosité ambiante, la demande de travail – telle que mesurée par le taux d'emplois vacants – demeure relativement importante. De même, le chômage partiel semble être entré dans une phase de stabilisation en 2013. Par ailleurs, il convient de rappeler l'existence de facteurs non conjoncturels qui ont eu un impact non négligeable sur l'évolution de l'emploi et du chômage au cours de la période sous revue. Les mois à venir permettront de déterminer si la tendance négative empruntée par le marché du travail se poursuit où si au contraire, elle s'avère temporaire.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

Les données de l'année 2012 concernant la production industrielle dénotent une chute de la production industrielle totale sur l'ensemble de l'année (-5,4%). La production de biens d'équipement a progressé au premier et au deuxième trimestre ainsi que la production de biens énergétiques lors du deuxième et troisième trimestre. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, seule la production de biens d'équipement est légèrement positive (+ 0,5%).

Au-delà des variations de la production, le niveau atteint en décembre 2012 est très bas, équivalant à seulement 66% du niveau observé en avril 2008 (qui représente le maximum des 5 dernières années). De même sur l'ensemble de l'année 2012 l'indice de confiance dans l'industrie est en moyenne nettement plus faible (-32) que sur l'année 2011 (-9,66).

Les données du premier trimestre de 2013 confirment un recul de la production industrielle dans tous les domaines, avec une diminution de 6,4%, les deux secteurs les plus touchés étant les biens d'équipement (-11,7%) et la sidérurgie (-10,5%). Notons que ce recul de la production sidérurgique, bien qu'important, est néanmoins plus faible que celui observé sur le premier trimestre 2012 (-23,3%) ou même sur l'ensemble de l'année 2012 (-18,9%) et qu'il suit un dernier trimestre 2012 légèrement positif. Sur les deux premiers mois du deuxième trimestre 2013 la production industrielle totale baisse moins fortement. Deux secteurs sortent du lot en présentant une forte chute : la sidérurgie et les biens énergétiques. La production dans les autres secteurs est relativement stable, mais cette baisse importante dans la production énergétique sera à confirmer quand les données pour l'ensemble du trimestre seront disponibles.

L'enquête de conjoncture mensuelle du mois de juillet montre que dans le secteur sidérurgique, la quasi totalité des répondants estime l'état du carnet de commandes insuffisant et la moitié d'entre eux s'attend à une nouvelle diminution de la production, d'autant plus que les stocks sont jugés trop élevés par trois-quarts d'entre eux. Dans les autres secteurs, les acteurs ont globalement observé une stabilité de la production ces derniers mois et s'attendent à que cette situation perdure bien qu'à l'heure actuelle, l'état du carnet de commandes soit jugé insuffisant par deux tiers des répondants, que ce soit au niveau des commandes domestiques ou des commandes étrangères. La faible activité est expliquée par la majorité des répondants par une demande insuffisante. Le degré d'utilisation des capacités de production reste faible dans l'ensemble de l'industrie (65%) mais cela est essentiellement dû au secteur de la sidérurgie, qui présente un taux d'utilisation très en dessous de la moyenne, soit 39%, tirant nettement celle-ci vers le bas.

Tableau 7 :

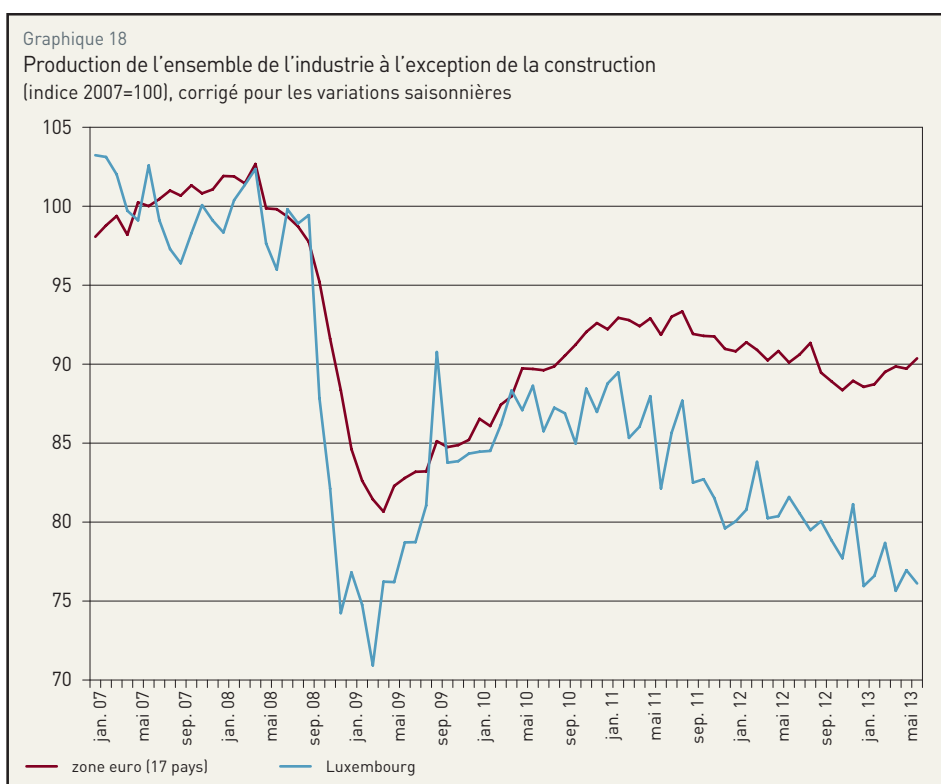
Indicateur relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

| | 2011 | 2012 | 2012-T1 | 2012-T2 | 2012-T3 | 2012-T4 | 2013-T1 | avr. - mai 2013 |
|---|------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| Production par jour ouvrable (pjo) y.c. Sidérurgie | -1,9 | -5,4 | -7,2 | -5,4 | -6,2 | -2,4 | -6,4 | -3,7 |
| Pjo - Biens intermédiaires | -2,6 | -10,2 | -13,8 | -12,4 | -9,5 | -3,9 | -6,5 | -0,1 |
| Pjo - Biens d'équipement | 3,4 | 0,5 | 6,5 | 2,3 | -4,6 | -1,8 | -11,7 | -1,1 |
| Pjo - Biens de consommation | -1,5 | -1,3 | -1,9 | 0,2 | -2,9 | -0,7 | -2,5 | -5,5 |
| Pjo - Biens énergétiques | -9,2 | -3,5 | -13,3 | 2,7 | 2,0 | -1,9 | -2,1 | -20,7 |
| Pjo - Industrie, sidérurgie exclue | -2,7 | -3,7 | -5,3 | -3,0 | -3,6 | -2,9 | -5,8 | -2,7 |
| Pjo - Sidérurgie | 5,0 | -18,9 | -23,3 | -23,2 | -24,4 | 1,8 | -10,5 | -11,7 |

Source : Statec

Depuis le mois d'avril, l'indice de confiance dans l'industrie est assez fortement remonté, passant de -50,2 en mars à -36,7 en juin. En juillet, il a à nouveau légèrement fléchi pour s'établir à -37,9. Notons toutefois que le niveau absolu reste faible, le mois de mars constituant le minimum observé depuis avril 2009.

Le recul de la production industrielle est également observé dans l'ensemble de la zone euro mais est plus marqué au Luxembourg, qui connaît un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010.



Source : BCE, Bloomberg

Le secteur de la **construction** a vu sa production s'inscrire en net retrait en 2012. Sur base annuelle, la production de la construction a enregistré une baisse de 5,4% en 2012. Un recul de la production d'une telle ampleur ne s'était pas vu depuis l'année 1996 (-7,2%).

La baisse de la production de la construction observée en 2012 au Luxembourg s'est accompagnée d'une réduction de 6,1% des heures travaillées. Ces tendances négatives se sont poursuivies au premier trimestre 2013. Il va sans dire que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil). Les températures ont continué à être inférieures aux normales saisonnières au Luxembourg en février et mars 2013,

si bien que de nouvelles baisses de la production de la construction ont été observées en février et mars 2013. Au total, la pjo a fléchi de 11,2% au premier trimestre 2013. Dans le même temps, le volume de travail presté a enregistré une diminution de 13,1% et le nombre de salariés a baissé de 3,7%. Les données relatives à la zone euro indiquent de leur côté une baisse de la production limitée à 4,2%. Il convient toutefois de garder à l'esprit qu'au Luxembourg comme dans la zone euro, les aléas climatiques ne sauraient expliquer l'ensemble de la baisse. La tendance générale de fond observée jusqu'au premier trimestre 2013 reste caractérisée par l'extrême faiblesse et la dégradation de l'activité de l'ensemble des principaux sous-secteurs (travaux spécialisés, bâtiment et génie civil).

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a progressé de 0,3% en 2012. Au total, 4 183 permis de construire ont été accordés en 2012, les permis de construire ayant évolué de manière bien plus dynamique sur le segment des maisons collectives (+5,1%) que des maisons individuelles (-9,3%).

Les plus récentes données disponibles concernent le premier trimestre 2013. Elles indiquent une baisse sur un an de 14,6% des permis de bâtir. Cette baisse touche essentiellement les maisons à appartements (-30,1% au premier trimestre 2013), tandis que les maisons individuelles voient leur nombre d'autorisations progresser de 25%.

Tableau 8:

Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

| | 2011 | 2012 | 2012-T1 | 2012-T2 | 2012-T3 | 2012-T4 | 2013-T1 | 2013-T2 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Production par jour ouvrable (pjo) -Total | 2,1 | -5,4 | -9,7 | -5,9 | -2,4 | -3,0 | -11,2 | -4,0 |
| Heures travaillées | 0,3 | -6,1 | -11,0 | -6,1 | -3,5 | -3,0 | -13,1 | -2,9 |
| Permis de bâtir ¹⁾ | 17,5 | 0,3 | 30,9 | -12,8 | -21,6 | 21,8 | -14,6 | - |

¹⁾ Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

Source: Statec

Les statistiques disponibles pour le deuxième trimestre 2013 indiquent une nouvelle baisse de la pjo (-4,0% par rapport au deuxième trimestre 2012).

Par contre, les résultats des dernières enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction au Luxembourg continuent d'envoyer des signaux extrêmement positifs. Le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution de l'emploi, en particulier, a enregistré une hausse notable entre mars et juin 2013 (+20 points), avant d'enregistrer des hausses plus modérées en juillet et août (+5 points au total par rapport à juin 2013). De plus, l'opinion des entrepreneurs sur leurs carnets de commandes a progressé de 12 points sur la même période, avant d'enregistrer une hausse totale de 18 points entre août et juin 2013. Au total, l'indicateur de confiance dans la construction a progressé en août pour le cinquième mois consécutif et il évolue à des niveaux supérieurs à sa moyenne historique depuis le début le mois de juin.

A l'instar du Luxembourg, les statistiques de la zone euro indiquent une baisse de la production de la construction au deuxième trimestre 2013 (-5,0% en glissement annuel). En revanche, les enquêtes de conjoncture y sont beaucoup moins favorables qu'au Luxembourg. L'indicateur de confiance des entrepreneurs de la zone euro a ainsi baissé de 3,6 points entre mars et août 2013.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 376 personnes au 30 juin 2013, soit une baisse de 19 emplois par rapport au 31 mars 2013. Entre mars et juin 2013, 51 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 21 employés), tandis que 44 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 24 employés).

1.2.3.2.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

Le nombre des établissements de crédit a augmenté d'une unité durant le mois de juin 2013, pour s'établir à 142 unités. Ce nombre est demeuré inchangé en juillet. En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent toujours l'activité bancaire de la place financière, avec 37 unités présentes fin juillet 2013. On dénombre également 13 banques françaises, 11 banques suisses, 9 banques italiennes et 5 établissements de crédit luxembourgeois.

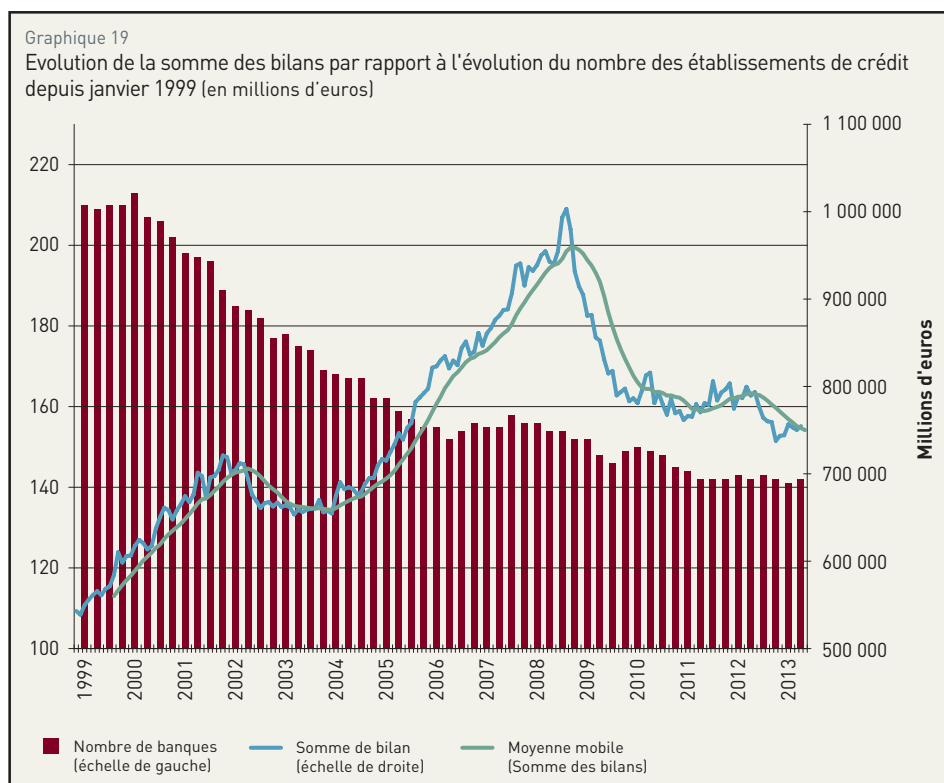
1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

La somme des bilans des établissements de crédit s'élève à 740 562 millions d'euros fin juillet 2013, en recul de 6,7% en comparaison annuelle. Le passif du bilan agrégé met en exergue une évolution contrastée des principales sources de financement bancaire. En effet, si les dettes interbancaires accusent une forte baisse entre le mois de juillet 2012 et juillet 2013, il convient de souligner une hausse significative des dépôts de la clientèle. Du côté de l'actif du bilan, les banques ont privilégié les investissements en valeurs mobilières à leur activité traditionnelle d'intermédiation financière à travers les créances envers la

clientèle non-bancaire mais également vis-à-vis des autres établissements de crédit.

Evolution du volume des principaux postes de l'actif du bilan

Les créances interbancaires, qui représentent plus de la moitié (52,4%) du bilan des banques, enregistrent un en-cours de 387 749 millions d'euros fin juillet 2013, en baisse de 8,4% en glissement annuel, soit 35 664 millions d'euros en termes bruts. Cette évolution provient essentiellement d'une forte contraction des montants déposés auprès de la Banque centrale du Luxembourg. Ainsi, fin juillet 2013, les facilités de dépôt auprès de la banque centrale s'élevaient à 23 171 millions d'euros, en baisse de 34 696 millions d'euros par rapport à leur niveau de l'année précédente.



Source : BCL

L'encours des créances sur la clientèle s'élève à 169 847 millions d'euros fin juillet 2013, en baisse de 7,9% ou 14 538 millions d'euros en comparaison annuelle, porté par une contraction des crédits envers les contreparties résidant dans la zone euro. Durant cette période d'observation, les établissements bancaires de la place financière ont réduit leurs crédits envers les sociétés non-financières résidant dans les autres pays membres de la zone euro de 5 062 millions d'euros tandis que les créances envers les autres intermédiaires financiers résidant au Luxembourg ont reculé de 4 433 millions d'euros. Il convient également de souligner que les crédits immobiliers envers les ménages luxembourgeois atteignent un encours de 20 724 millions d'euros fin juillet 2013, en progression de 1 485 millions d'euros en perspective annuelle.

Le portefeuille de titres détenu par les établissements de crédit est le seul poste d'actif du bilan à soutenir l'activité bancaire durant la période observée. Par rapport au mois de juillet 2012, ce dernier a augmenté de 4 466 millions d'euros pour porter l'encours à 157 136 millions d'euros fin juillet 2013. Notons cependant que ce portefeuille est investi à raison de 7,4% en titres à revenus variables (actions, participations et parts d'OPC monétaires) tandis que les 92,6% restants sont investis en valeurs mobilières à revenus fixes. Ces derniers contribuent à hauteur de 5 698 millions d'euros à la variation annuelle observée, soutenus par les achats de titres émis par les administrations publiques. En raison d'effets de valorisations défavorables (effets de prix et de taux de change), les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, la hausse nominale du portefeuille obligataire provient en effet d'un volume de transactions plus important (9 261 millions d'euros).

Enfin, les autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, affichent un encours de 25 830 millions d'euros fin juillet 2013, soit un poids relatif de 3,5% par rapport au total bilantaire et se sont contractés de 21,7% en comparaison annuelle.

Tableau 9 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

| ACTIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|---------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|-------|---------------------|------|-----------------------------|
| | 07-2012 | 06-2013 | 07-2013 | 07-2012 - 07-2013 | | 06-2013 - 07-2013 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Créances interbancaires | 423 413 | 391 149 | 387 749 | -35 664 | -8,4 | -3 399 | -0,9 | 52,4 |
| Créances sur la clientèle | 184 386 | 173 880 | 169 847 | -14 538 | -7,9 | -4 032 | -2,3 | 22,9 |
| Portefeuille titres | 152 670 | 161 843 | 157 136 | 4 466 | 2,9 | -4 707 | -2,9 | 21,2 |
| Autres actifs | 33 004 | 27 696 | 25 830 | -7 175 | -21,7 | -1 866 | -6,7 | 3,5 |
| Total de l'actif | 793 472 | 754 567 | 740 562 | -52 911 | -6,7 | -14 006 | -1,9 | 100,0 |

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs**Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan**

Les dettes interbancaires, qui représentent désormais 40% du passif des bilans des banques, accusent un repli de 15,6% entre juillet 2012 et juillet 2013, soit 54 866 millions d'euros en termes bruts, pour s'élever à 296 108 millions d'euros. Ces créances interbancaires reflètent également les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg. Cette dernière a réduit son apport de liquidités aux établissements de crédit de la place financière de 2 259 millions d'euros durant la période analysée.

Les dettes envers la clientèle non bancaire affichent un encours de 301 422 millions d'euros fin juillet 2013, soit une progression de 15 767 millions d'euros en termes bruts. Il est important de souligner que cette

hausse provient principalement des montants déposés par les autres intermédiaires financiers résidant au Luxembourg, dont l'encours a augmenté de 9 311 millions d'euros entre juillet 2012 et juillet 2013.

Le refinancement sous formes de dettes représentées par un titre demeure relativement limité eu égard à la somme de bilan et affiche un encours de 58 652 millions d'euros fin juillet 2013, en baisse de 7 368 millions d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente. A l'instar de l'analyse de l'actif, il convient d'interpréter ce résultat avec prudence, ces positions faisant l'objet de fluctuations en raison de la valorisation au prix de marché des titres. Ainsi, exception faite des variations de prix et de taux de change, la baisse effective du volume de titres émis s'élève à 4 649 millions d'euros.

Au 31 juillet 2013, 84 380 millions d'euros étaient comptabilisés sous la rubrique des autres passifs, en baisse de 7,1 % par rapport à leur encours de l'année précédente.

Tableau 10:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

| PASSIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|----------------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|-------|---------------------|------|-----------------------------|
| | 07-2012 | 06-2013 | 07-2013 | 07-2012 - 07-2013 | | 06-2013 - 07-2013 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | 07-2013 |
| Dettes interbancaires | 350 975 | 307 518 | 296 108 | -54 866 | -15,6 | -11 410 | -3,7 | 40,0 |
| Dettes envers la clientèle | 285 655 | 303 199 | 301 422 | 15 767 | 5,5 | -1 777 | -0,6 | 40,7 |
| Dettes représentées par un titre | 66 020 | 59 591 | 58 652 | -7 368 | -11,2 | -939 | -1,6 | 7,9 |
| Autres passifs | 90 823 | 84 259 | 84 380 | -6 443 | -7,1 | 121 | 0,1 | 11,4 |
| Total du passif | 793 472 | 754 567 | 740 562 | -52 911 | -6,7 | -14 006 | -1,9 | 100,0 |

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

1.2.3.2.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Euro-système. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse de la demande). A noter que les résultats luxembourgeois ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête fut réalisée en juillet 2013 et couvre le deuxième trimestre 2013. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les banques n'ont guère changé leur politique en matière d'octroi de crédits. Les critères d'attribution se sont uniquement durcis au niveau des crédits immobiliers aux ménages. S'agissant de la demande nette, cette dernière s'est repliée au Luxembourg pour les entreprises ainsi que pour les crédits à la consommation (et autres crédits) alors que la demande nette relative aux crédits immobiliers s'est inscrite en hausse. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les résultats font apparaître que le durcissement net des critères d'octroi de prêts appliqués par les banques aux entreprises

et aux ménages a continué de se modérer. La demande nette a continué à se replier, néanmoins de façon moins prononcée qu'au trimestre précédent.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.

Entreprises: Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux PME (petite et moyenne entreprise) et aux grandes entreprises n'ont guère changé au deuxième trimestre 2013. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque. Dans la zone euro, les pourcentages nets sont inchangés par rapport au premier trimestre 2013, tout en demeurant positifs. Cette évolution est surtout attribuable à une détérioration des perceptions de risques des banques.

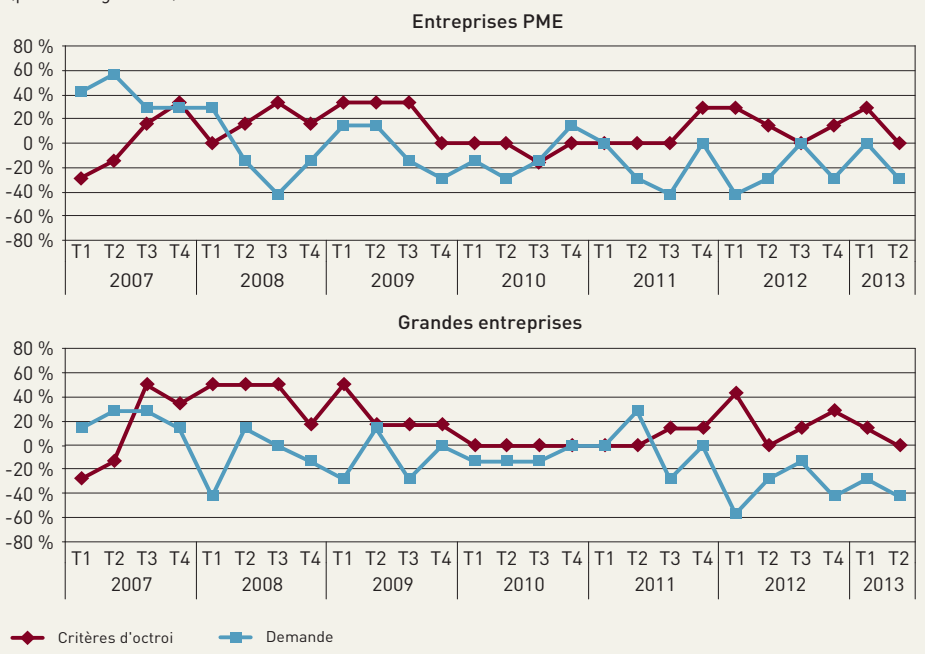
Au Luxembourg, les résultats indiquent que les conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) ont peu changé au deuxième trimestre. Dans la zone euro dans son ensemble, la modération des critères d'octroi s'est également traduite par des conditions d'attribution plus favorables, notamment en ce qui concerne les marges des banques.

La demande nette émanant des PME et des grandes entreprises a diminué au deuxième trimestre 2013. Les pourcentages nets s'inscrivent à -29% et -43%, respectivement. Selon les banques, cette évolution découle d'un recours à d'autres types de financement (financement internes des entreprises, prêts accordés par institutions non-bancaires, émissions de titres de créances et d'actions), ainsi qu'à un moindre besoin de financement provenant surtout des investissements en capital fixe et des restructurations de dettes. Par contre, un besoin plus élevé de financement découlant des gestions de stocks (fonds de roulement) a eu à nouveau un effet légèrement positif sur la demande. Dans la zone euro, la demande nette a également reculé. Cette évolution est imputable à un moindre besoin de financement lié notamment aux investissements en capital fixe.

Ménages (habitat): En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'attribution qui font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque se sont durcis légèrement au deuxième trimestre 2013. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont durcis davantage, en raison des prévisions sur l'activité économique générale ainsi que des perspectives défavorables concernant le marché du logement.

Quelques banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé un durcissement de certaines conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur), notamment

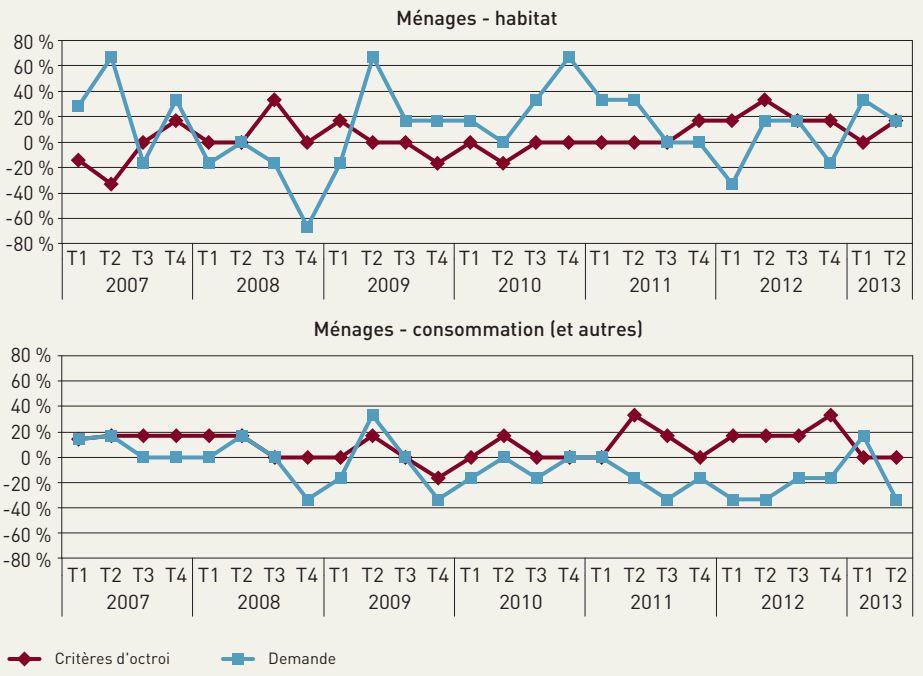
Graphique 20

Evolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg - Entreprises
(pourcentages nets)

Source : BCL

Graphique 21

Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg - Ménages
(pourcentages nets)



Source : BCL

critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au deuxième trimestre 2013. Pour la première fois depuis fin 2007, les critères d'octroi se sont quelque peu assouplis dans la zone euro, évolution découlant d'une amélioration au niveau des perceptions de risques des banques et de la capacité de remboursement des consommateurs.

Les pourcentages nets relatifs aux conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) ont été peu élevés au Luxembourg et dans la zone euro.

Après une hausse constatée au premier trimestre 2013, la demande nette s'est inscrite en baisse au deuxième trimestre. Au niveau de la zone euro la demande nette s'est repliée davantage. Ce recul a néanmoins été moins accentué qu'au premier trimestre 2013.

Réponses aux questions supplémentaires : L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée au deuxième trimestre 2013 comprenait aussi plusieurs questions supplémentaires, dont une qui a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats de l'échantillon luxembourgeois n'indiquent pas de détérioration générale. Une détérioration faible au niveau des dépôts à court terme est discernable. Dans la zone euro, les banques ont fait état d'une nouvelle amélioration de leur accès au financement pour la plupart des catégories (dépôts à court terme, marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation des crédits aux entreprises) par rapport au premier trimestre 2013.

Une autre question supplémentaire permet d'évaluer plus spécifiquement l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur les critères d'octroi. Depuis l'enquête du janvier 2013, cette question couvre également l'impact sur les marges des banques. Au Luxembourg, l'exposition directe à la dette souveraine a légèrement contribué à un durcissement des critères d'octroi, alors qu'aucune incidence de la crise de la dette souveraine sur les

en ce qui concerne les marges sur les prêts plus risqués perçues par les banques et la quotité d'emprunt (loan-to-value ou LTV ratio). Dans la zone euro, le durcissement des critères d'octroi s'est surtout traduit par un élargissement des marges sur les crédits plus risqués.

La demande nette relative aux crédits immobiliers a augmenté au deuxième trimestre 2013 au Luxembourg. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette est restée négative. Cette évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement et de la confiance des consommateurs.

Ménages (consommation et autres) : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits

conditions de financement et les marges de crédits n'a été rapportée. Dans la zone euro dans son ensemble, l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement s'est quelque peu affaibli par rapport au trimestre précédent.

Finalement, deux questions portent sur la mesure dans laquelle les nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres des banques définies dans la directive CRD IV et d'autres réglementations ont influencé la politique de distribution du crédit. Les résultats indiquent que les banques au Luxembourg ont légèrement ajusté leurs RWA (risk weighted assets) et leurs fonds propres. Quelques banques ont de surcroît indiqué avoir durci leurs critères d'octroi. Dans la zone euro, les résultats indiquent également des ajustements des RWA et des fonds propres pour satisfaire aux nouvelles exigences réglementaires.

Encadré 1 :

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé¹⁴, publié en juin 2013 (voir Bulletin 2013/2). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le deuxième trimestre, ainsi que juillet 2013.

L'encadré est focalisé sur les données bilantaires (données BSI) des IFM, notamment en raison d'une ventilation détaillée de ces données. Si plusieurs ajustements statistiques ont été effectués, les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. Les informations prises en compte pour analyser l'évolution des crédits octroyés au secteur privé comprennent également d'autres sources, dont la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises.

Dans le *Graphique 1*, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantées au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro aux contreparties du secteur privé de la zone euro.

La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro est devenue négative à la fin du deuxième trimestre 2012 et s'est établie à environ -1,5% en juillet 2013. La série luxembourgeoise avait déjà atteint un niveau en dessous de zéro au début de l'année 2012. Par rapport au développement des crédits octroyés par les IFM de la zone euro, la série luxembourgeoise a entamé une tendance haussière au premier trimestre 2013, pour finalement s'établir aux alentours de -3% au deuxième trimestre 2013. Si la contribution des crédits octroyés aux non-résidents est négative depuis avril 2012, celle des crédits destinés aux contreparties résidentes est devenue positive depuis mars 2013.

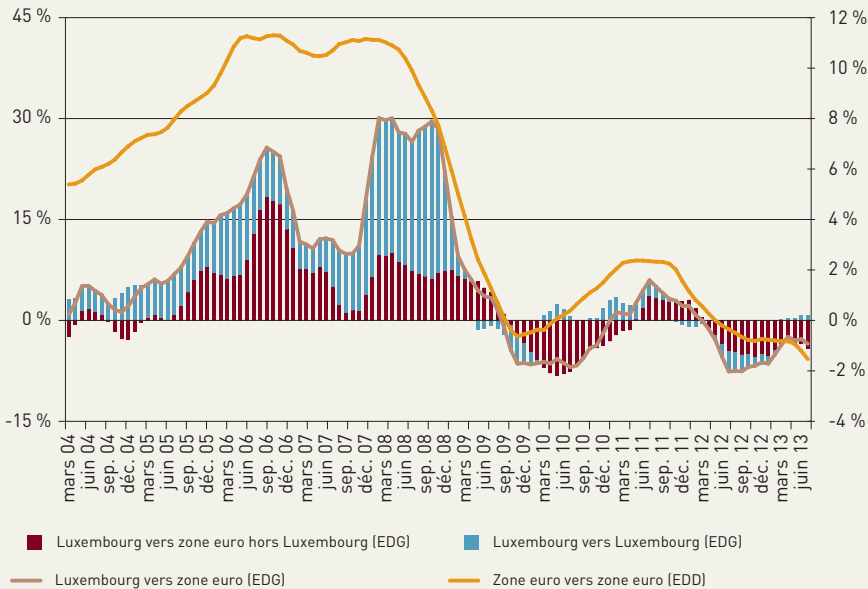
La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

14 Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM) ». L'interbancaire est exclu de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité. Le secteur privé se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents.

Graphique 1

Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM

(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)

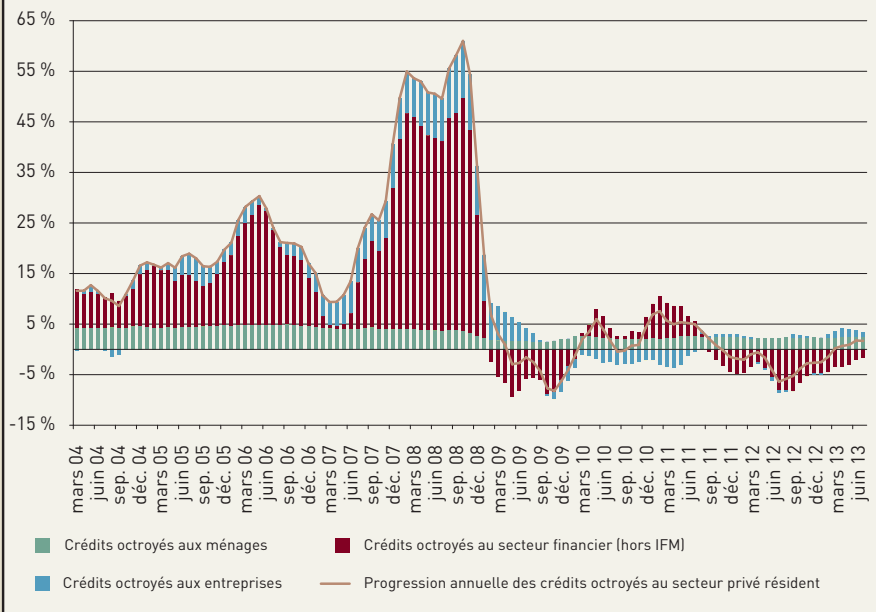


Source : BCL, BCE

Graphique 2

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

Selon les données de juillet 2013, environ 40% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés au secteur financier hors institutions financières monétaires (IFM), dont en majeure partie composés des crédits octroyés aux autres intermédiaires financiers (AIF). La part des crédits aux sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) est peu élevée. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF (largement composés de fonds d'investissement), il est peu surprenant de constater que la faible dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM, comme l'établit le *Graphique 2*.

En effet, la contribution négative des crédits au secteur financier hors IFM à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres, une modération graduelle étant même discernable depuis le quatrième trimestre 2012. La contribution des crédits aux ménages, principalement influencée par des crédits immobiliers, est toutefois toujours positive. Depuis le premier

trimestre 2013, la contribution des crédits octroyés aux SNF a entamé une tendance positive. Au demeurant, ces développements ont pour résultat que la progression annuelle des crédits octroyés au secteur privé résident est devenue positive en mars pour finalement s'établir à 1,7% en juillet.

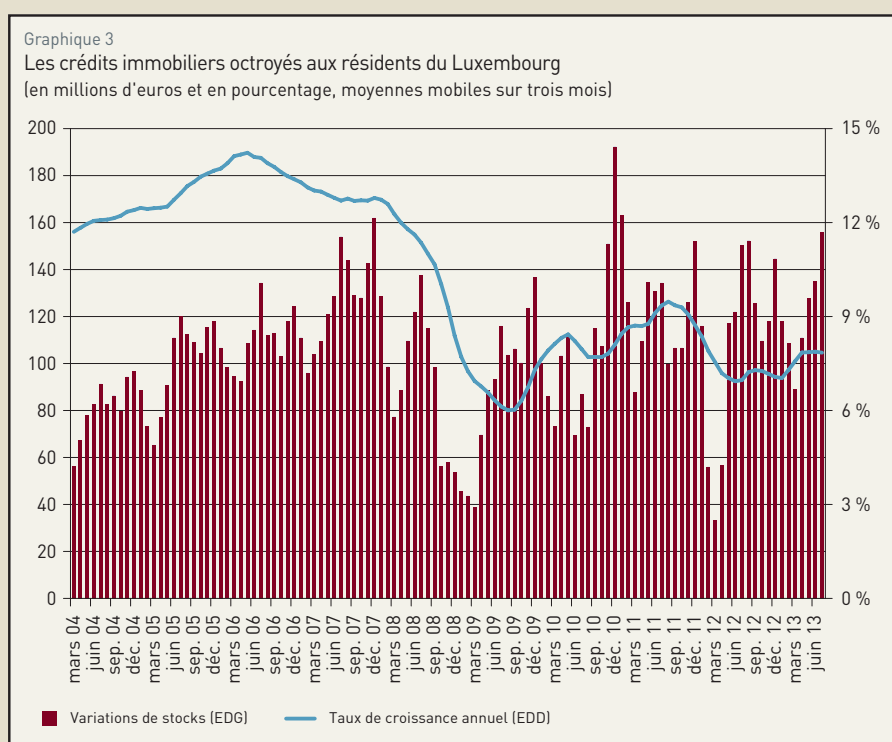
Malgré l'importance des crédits octroyés au secteur financier, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations disponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi.

Le *Graphique 3* présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks¹⁵ (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à un niveau élevé.

Après une baisse constatée depuis la mi-2011, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est stabilisé depuis le troisième trimestre 2012, pour s'inscrire à 7,8% en juillet 2013. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à un niveau élevé.

La collecte MIR fournit des informations supplémentaires sur les développements des crédits immobiliers. Elle permet notamment d'apprécier l'évolution des crédits nouvellement accordés, alors que les développements des volumes de crédit dérivés des données bilantaires des banques sont

également affectés par les remboursements de crédits, qui ont un impact négatif sur les encours. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat nouvellement accordés¹⁶. Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle confirme toutefois la modération de la dynamique de crédits discernable sur base des données bilantaires reprises dans le graphique. Comme indiqué dans la note de bas de page sur les différences méthodologiques entre la collecte MIR et la collecte BSI, les données MIR ne sont pas ventilées selon l'origine géographique de la contrepartie. Néanmoins, la ventilation des encours indique que la vaste majorité des crédits immobiliers (plus de 90%) sont destinés à des ménages résidents. Afin d'être complet, il est utile de mentionner la collecte statistique sur les crédits immobiliers consentis par les établissements de



Source : BCL

15 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

16 Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

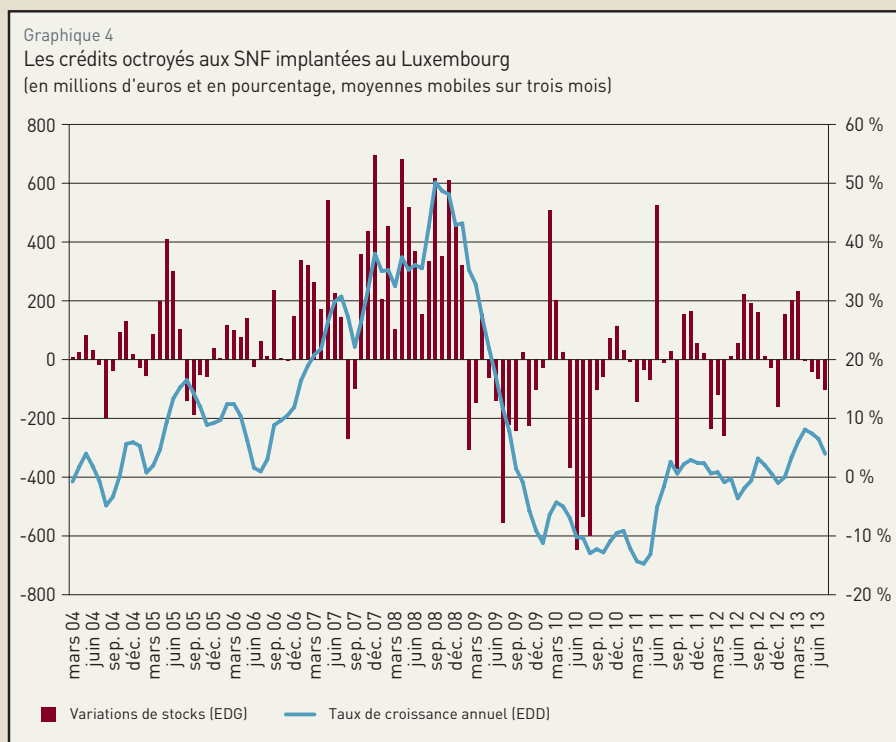
crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec la modération de la dynamique de crédits précitée.

Selon les informations disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, ces développements s'expliqueraient surtout par l'évolution de la demande de crédits immobiliers. La demande nette relative aux crédits immobiliers a rebondi lors de la plus récente enquête, après une légère baisse remarquée au quatrième trimestre 2012. Pour ce qui est du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement durcis au deuxième trimestre 2013. Plus généralement, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique toutefois que les critères d'attribution relatifs aux crédits à l'habitat n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières.

Il convient d'évoquer les développements des crédits à la consommation, qui se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La progression annuelle s'inscrit aux alentours de zéro depuis le troisième trimestre 2012. Après des variations mensuelles des encours fortement positives en février et mars suite au festival de l'automobile, les flux s'inscrivent aux alentours de zéro depuis avril. Ces développements sont largement en ligne avec l'évolution des crédits nouvellement accordés.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au deuxième trimestre 2013, tandis que la demande nette s'est inscrite en baisse.

Pour ce qui est du secteur des entreprises, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg a rebondi au premier trimestre 2013 après une évolution plutôt atone en 2012, comme le montre le *Graphique 4*.



Source : BCL

Le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits est devenu positif au premier trimestre pour s'inscrire à 4,0% en juillet. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure plutôt morose, voire négative en juin et juillet. S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros continuent à s'inscrire à des niveaux élevés. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi émanant aux entreprises globalement inchangés. La demande

s'est inscrite de nouveau en baisse au deuxième trimestre 2013, pour les PME (petites et moyennes entreprises) ainsi que les grandes entreprises.

En conclusion, pour la première fois depuis le quatrième trimestre 2011 la progression des crédits octroyés au secteur privé résident est devenue positive, malgré une diminution continue des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, la progression annuelle s'est stabilisée depuis le troisième trimestre 2012 pour s'inscrire à 7,8% en juillet 2013. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggèrent toutefois que les développements des crédits à l'habitat s'expliquent notamment par l'évolution de la demande. La progression des encours de crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg a rebondi au premier et deuxième trimestre 2013. Toutefois, cette dynamique reste à confirmer dans les mois futurs.

Encadré 2:

CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES : LA QUOTITÉ D'EMPRUNT AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

1. INTRODUCTION

Selon les données bilantaires des institutions financières monétaires (IFM) au Luxembourg, environ un tiers des encours de crédits octroyés aux secteurs résidents sont destinés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Malgré la crise, ces crédits s'inscrivent en hausse continue.¹⁷ Depuis début 2008, les encours de crédits à l'habitat ont progressé d'environ 50% au Luxembourg. En partie, cette augmentation reflète la croissance de la population, combinée à un taux d'accès à la propriété par financement bancaire relativement élevé en comparaison internationale. En effet, l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (Luxembourg Household Finance and Consumption Survey ou LU-HFCS) a révélé que 39% des ménages au Luxembourg détiennent une dette hypothécaire (contre seulement 23% en moyenne dans la zone euro). Ceci pose la question d'une exposition potentiellement risquée des IFM luxembourgeoises sur le marché immobilier. En 2012, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) a introduit de nouvelles règles prudentielles, qui visent à mieux encadrer la prise de risque dans le secteur immobilier résidentiel. Ces mesures prévoient une limitation de la quotité d'emprunt¹⁸ (ou « loan-to-value ratio »), c.-à-d. le rapport du montant de crédit accordé à la valeur du bien sous-jacent, estimée ou appréciée à sa valeur de marché.

Un crédit immobilier avec une quotité d'emprunt relativement faible indique une exposition de risque relativement limitée pour l'établissement de crédit concerné, qui peut donc proposer un taux d'intérêt moins élevé. Par contre, une quotité élevée indique une possible vulnérabilité financière du ménage qui emprunte. En cas de détérioration de la situation financière ou d'une chute de la valeur du bien immobilier, certains ménages pourraient réprover des difficultés à rembourser leur dette.

Cet encadré fournit une analyse de la quotité d'emprunt au Luxembourg et dans la zone euro en exploitant les résultats de deux enquêtes différentes : l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey ou BLS) et l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey ou HFCS).

¹⁷ Voir encadré précédent, « L'évolution des crédits au secteur privé ».

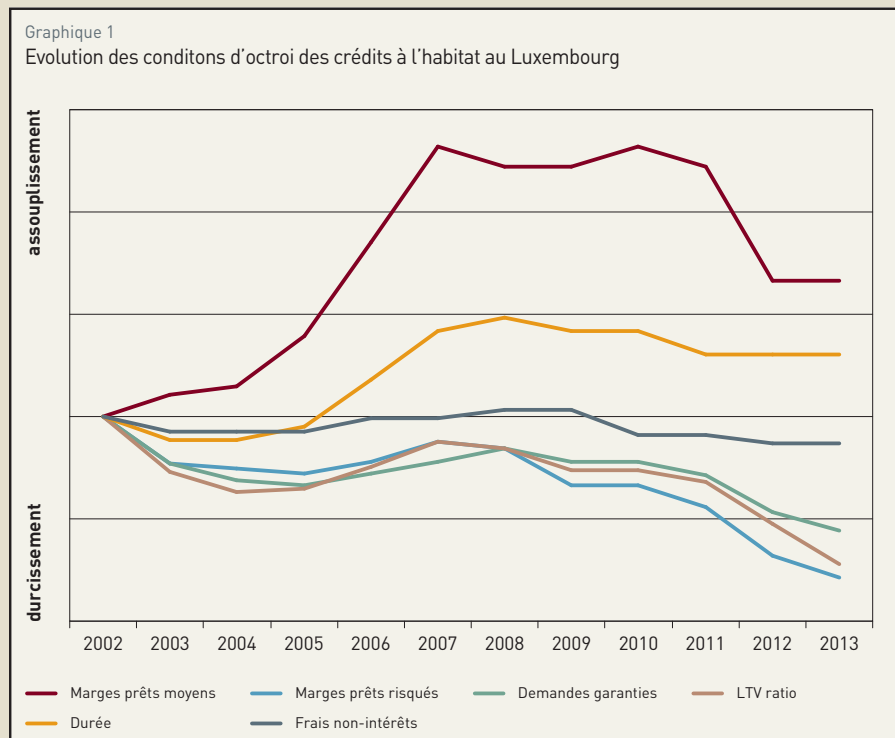
¹⁸ Si la quotité d'emprunt dépasse 80% de la valeur de l'immobilier, la banque accordant le prêt est obligée de maintenir de fonds propres additionnels. Pour plus de détails voir « Circulaire CSSF 12/552 du 11.12.2012 » Partie III, Sous-chapitre 3.2.

Des différences méthodologiques considérables existent entre ces deux sources de données. L'enquête HFCS, conduite en 2010/2011, est représentative de l'ensemble de la population des ménages résidents et fournit des informations détaillées sur la valeur de la résidence principale (RPM) au moment de l'achat, ainsi que le montant du crédit immobilier accordé. A partir de ces données (telles que déclarées par les ménages), on peut déterminer la quotité d'emprunt appliquée au ménage individuel au moment de l'acquisition de sa résidence principale. Etant donné que les ménages interrogés ont acheté leur logement à des moments différents, il est possible d'évaluer l'évolution de la quotité d'emprunt en calculant la quotité médiane parmi les ménages qui ont acquis leur logement chaque année.

Par contre, le BLS, menée par la BCL chaque trimestre depuis fin 2002, est représentatif des banques actives dans l'octroi du crédit aux résidents.¹⁹ Un questionnaire envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de banques locales fournit des indications qualitatives sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises. Le BLS comprend aussi plusieurs questions spécifiques concernant les conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages, dont une qui a trait à la quotité d'emprunt. Par rapport au HFCS, le BLS ne demande pas d'informations sur le montant de la quotité, mais il peut servir à retracer son évolution trimestrielle (c.-à.-d. durcissement ou assouplissement des conditions) depuis fin 2002.

2. LA QUOTITÉ D'EMPRUNT HYPOTHÉCAIRE DANS LE BLS

Le graphique 1 retrace l'évolution de certaines conditions d'octroi appliquées aux crédits immobiliers au Luxembourg. Les indicateurs sont calculés par accumulation multiplicative. En d'autres termes, la variation annuelle est multipliée par le niveau de l'indicateur de la période précédente. L'année de base est fixée arbitrairement à 2002 (première réalisation de l'enquête) et donc seule l'évolution des indicateurs (et pas leurs niveaux relatifs) peut être interprétée. Vu que les indicateurs



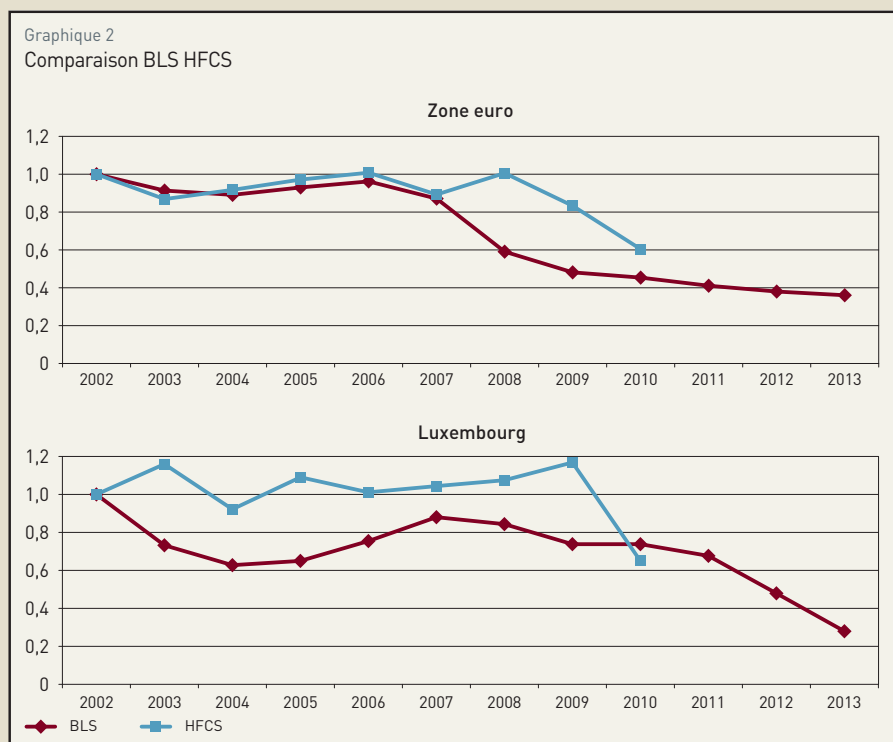
représentent l'accumulation de tous les changements rapportés par les banques depuis fin 2002, une hausse signale un assouplissement alors qu'une baisse indique un durcissement des conditions d'octroi.

En général, avant 2010 les banques luxembourgeoises participant à l'enquête n'ont pas rapporté de durcissement de leurs conditions d'octroi au niveau des crédits à l'habitat. Entre 2005 et 2008 les conditions se sont même assouplies. Par contre, depuis 2010 les conditions d'attribution se sont durcies, surtout au niveau des marges des prêts, des demandes de garanties ainsi qu'au niveau de la quotité d'emprunt. Selon les banques, cette évolution est surtout imputable à une

¹⁹ Les résultats de l'enquête BLS au Luxembourg sont régulièrement publiés dans le bulletin de la BCL (voir section 1.2.3.2.4).

détérioration des perspectives concernant l'activité économique générale ainsi qu'aux nouvelles règles prudentielles introduites par la CSSF. Néanmoins, force est de constater que les critères d'attribution relatifs aux crédits immobiliers varient relativement peu au Luxembourg.²⁰

Le graphique 2 compare l'évolution de la quotité d'emprunt calculée à partir des données des deux enquêtes, le BLS et le HFCS. Comme l'enquête HFCS a été conduite seulement en 2010/2011, elle ne fournit pas d'informations concernant les développements plus récents. On constate qu'au niveau de la zone euro les deux séries sont relativement proches, avec un coefficient de corrélation à 0,65. Après une phase plutôt stable, la série BLS indique une diminution continue de la quotité d'emprunt depuis l'émergence de la crise en 2007. La série HFCS suit également cette tendance baissière, l'année 2008 constituant cependant une exception à cet égard. Au Luxembourg, les deux séries sont plus volatiles, en partie à cause d'un nombre d'observations relativement faible au Luxembourg pour les deux enquêtes²¹. Une évolution commune n'est pas aisément discernable, mais les deux séries confirment une tendance baissière dans les années plus récentes.



Source : BCL

3. LA QUOTITÉ D'EMPRUNT HYPOTHÉCAIRE DANS LE HFCS

L'analyse qui précède a porté sur les résultats agrégés, mais le HFCS fournit des données harmonisées sur les bilans des ménages individuels, ce qui nous permet d'étudier des segments au sein de la population (HFCN, 2013a, 2013b). Dans 13 des 15 pays de la zone euro participant au HFCS, l'enquête contient des informations sur le montant du prêt et la valeur de la maison au moment de l'acquisition, ce qui peut servir à reconstituer la quotité d'emprunt²². Nous nous concentrons sur la quotité d'emprunt au moment de l'achat²³ de la résidence principale du ménage, en écartant les prêts pour d'autres biens immobiliers (dont la valeur d'acquisition n'est pas recensée). Sur les 36 526 ménages de l'échantillon, 72 % sont propriétaires de leur résidence principale et dans 27 % de ces cas ils detiennent toujours une hypothèque. Ainsi, nous pouvons observer la quotité d'emprunt pour 6 875 ménages dans 13 pays de la zone euro (116 observations ont des valeurs manquantes). Un cinquième de ces ménages ont plus d'une hypothèque sur leur résidence principale. Dans ce cas, nous ne

20 Voir section 1.2.3.2.4 « L'enquête sur la distribution du crédit bancaire ».

21 L'échantillon de l'enquête BLS comporte sept banques luxembourgeoises. La série n'est pas pondérée selon la taille des banques. Pour l'enquête HFCS, il est possible de calculer la quotité d'emprunt pour 17 à 28 observations par an.

22 En France le questionnaire ne demande aucune information sur la valeur de la maison au moment de l'acquisition. En Finlande il néglige à la fois la valeur de la maison et le montant du prêt. En bas, les résultats pour Malte et la Slovénie ne sont pas rapportées étant donné leur très faible nombre d'observations. Toutefois, les ménages de Malte et de la Slovénie sont inclus dans les résultats de la zone euro.

23 Le rapport HFCN (2013b) calcule la quotité d'emprunt pour la zone euro en utilisant les valeurs actuelles de la résidence principale et le montant du prêt au moment de l'achat.

considérons que la première. Lorsque plus d'une hypothèque est prise dans la première année, nous les traitons comme un seul prêt hypothécaire.²⁴

Environ un cinquième des ménages de notre échantillon ont utilisé un nouveau prêt pour rembourser le prêt hypothécaire initial, obtenu lors de l'achat de leur résidence principale. Comme la valeur de la propriété est connue seulement à la date d'acquisition et non au moment du refinancement, nous utilisons la valeur au moment de l'acquisition aussi pour ces nouveaux prêts hypothécaires. Nous incluons des tels prêts dans l'analyse parce que le BLS ne fait pas de distinction entre les prêts initiaux et des prêts de refinancement. Les résultats ci-dessous sont robustes à l'exclusion des prêts de refinancement.

Le tableau 1 présente la médiane ainsi que les 25^{ème} et 75^{ème} percentiles de la quotité d'emprunt pour les différents pays de la zone euro. Il existe des différences importantes entre pays au 25^{ème} percentile (EA: 58%) et au 50^{ème} percentile (EA: 88%). Au 75^{ème} percentile, la quotité d'emprunt est relativement proche de 100% dans tous les cas. Des quotités supérieures à 100% sont possibles si les coûts de transaction sont également empruntés. Au Luxembourg, le LTV augmente de 55% au 25^{ème} percentile à 84% à la médiane et 100% au 75^{ème} percentile.

Tableau 1 :

Quotité d'emprunt par percentile et selon le pays de la zone euro

| PAYS | P25 | P50 | P75 |
|------------|------|-------|-------|
| AT | 26 % | 53 % | 93 % |
| BE | 59 % | 87 % | 107 % |
| CY | 52 % | 81 % | 106 % |
| DE | 50 % | 76 % | 100 % |
| ES | 74 % | 99 % | 105 % |
| GR | 56 % | 87 % | 100 % |
| IT | 50 % | 78 % | 100 % |
| LU | 55 % | 84 % | 100 % |
| NL | 75 % | 100 % | 112 % |
| PT | 67 % | 97 % | 100 % |
| SK | 50 % | 78 % | 100 % |
| zone euro* | 58 % | 88 % | 105 % |

Source: Calculs basés sur données HFCS (BCL, BCE) ; données pondérées.

*y compris Malte et la Slovaquie.

Le rapport SEBC sur le financement du logement paru en 2009 présente des quotités d'emprunt «typiques» pour des ménages achetant leur première résidence (SEBC 2009, tableau 2).²⁵ Ces données se rapportent à 2007 et sont construites à partir des réponses fournies par les banques centrales nationales ainsi qu'un questionnaire adressé aux banques. Le tableau 2 compare ces résultats par pays à la médiane issue du HFCS. Pour cette comparaison, nous limitons l'échantillon HFCS aux prêts hypothécaires contractés en 2007, mais étant donné le nombre de ménages relativement faible pour certains pays, nous considérons également les hypothèques contractées entre 2006 et 2008. Le nombre d'observations est toujours inférieur à 100 pour l'Autriche, le Luxembourg et la Slovaquie.

24 C'est principalement le cas en Allemagne, où 21% des ménages avec prêt hypothécaire sur leur résidence principale sont concernés. Cette situation touche entre 10% et 13% des ménages en Slovaquie, aux Pays-Bas et en Autriche. Pour tous les autres pays, elle concerne moins de 7% des ménages avec prêt hypothécaire.

25 La question posée aux banques était : "Prière d'indiquer la quotité d'emprunt pour le crédit hypothécaire «typique» que vous avez fourni en 2007 sur une hypothèque de premier rang pour un client qui achète sa première résidence. [Dans le cas où vous avez fourni deux ou plusieurs hypothèques sur la même maison, s'il vous plaît signaler la quotité d'emprunt globale.] "

Tableau 2:

Quotité d'emprunt par pays dans le rapport SEBC et le HFCS

| PAYS | RAPPORT SEBC (DONNÉES 2007) VALEUR TYPIQUE POUR PREMIÈRE ACQUISITION* | HFCS 2007 | | HFCS 2006-2008 | |
|-------------|--|-----------|-----|----------------|-------|
| | | MÉDIANE | OBS | MÉDIANE | OBS |
| AT | 84% | 54% | 17 | 47% | 58 |
| BE | 80% | 82% | 42 | 84% | 121 |
| CY | 80% | 90% | 75 | 83% | 213 |
| DE | 70% | 70% | 73 | 81% | 198 |
| ES | 72,5% | 100% | 73 | 100% | 197 |
| GR | 73% | 100% | 44 | 93% | 110 |
| IT | 65% | 71% | 38 | 80% | 130 |
| LU | 87% | 89% | 24 | 89% | 68 |
| NL | 101% | 101% | 51 | 108% | 147 |
| PT | 71% | 100% | 54 | 100% | 171 |
| SK | 75% | 81% | 32 | 79% | 94 |
| zone euro** | 79% | 88% | 534 | 95% | 1 532 |

Source : Calculs basés sur données HFCS (BCL, BCE); données pondérées.

* SEBC (2009): *Housing Finance in the Euro Area, Structural Issue Report* (données font référence à 2007); les données NL sont issues de la Nederlandsche Bank.

** y compris Malte et la Slovaquie.

Les résultats issus de ces deux sources correspondent à peu près pour la Belgique, Chypre, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Slovaquie.²⁶ Le rapport SEBC présente des quotités d'emprunt plus faibles pour l'Espagne, la Grèce, le Portugal et l'Italie. Il rend compte d'une quotité plus élevée en Autriche.²⁷

La quotité d'emprunt dépend également de la durée du prêt. Une quotité plus élevée ou une échéance plus longue impliquent toutes deux un risque plus élevé pour le prêteur hypothécaire. On pourrait donc s'attendre à deux effets opposés. Du côté de l'offre, les banques pourraient chercher à limiter le risque en exigeant une échéance plus courte pour les prêts avec des quotités d'emprunt moins élevées. Du côté de la demande, les ménages ayant une quotité d'emprunt élevée pourraient chercher à réduire leurs paiements mensuels en demandant un horizon plus long pour rembourser le prêt. Selon le Graphique 3, ce dernier phénomène semble plus pertinent pour les données de la zone euro et pour la plupart des pays membres. Pour la zone euro dans son ensemble, la quotité d'emprunt médiane augmente de 71 % pour les prêts avec une durée jusqu'à 10 ans à 100 % pour les prêts avec une durée de plus de 25 ans. Au Luxembourg, l'augmentation est encore plus nette: la quotité d'emprunt passe de 39 % pour les prêts jusqu'à 10 ans à 100 % pour les prêts de plus de 25 ans. Au Luxembourg, la valeur médiane de la quotité d'emprunt est relativement faible pour les prêts jusqu'à 10 ans. Ceci reflète principalement les prêts de refinancement, dont le montant est généralement plus réduit que celui du prêt initial. Hors prêts de refinancement, la valeur médiane de la quotité d'emprunt augmente à 91 %. Les résultats pour la zone euro sont moins sensibles à l'exclusion des prêts de refinancement.

4. CONCLUSION

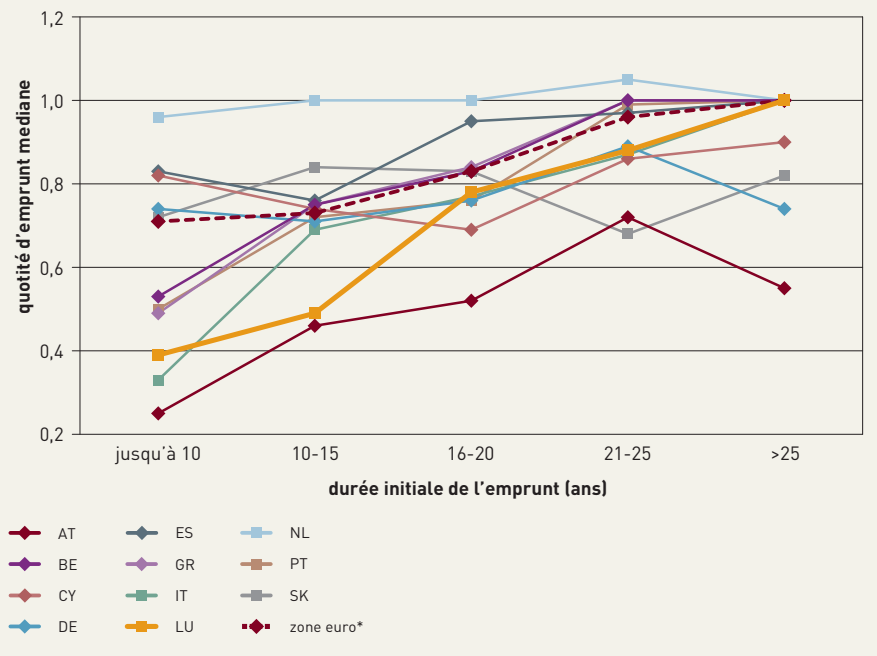
Selon les informations du HFCS, la quotité d'emprunt hypothécaire est à un niveau relativement élevé au Luxembourg. Sa valeur médiane est de 84 % pour les crédits immobiliers en cours. Au 75^{ème} percentile, la quotité augmente même à 100 %,

26 Les deux sources diffèrent à plusieurs égards. L'échantillon HFCS est faible pour certains pays, mais le rapport SEBC se base sur seulement 84 institutions financières. Le rapport pourrait omettre des prêts hypothécaires auprès des institutions publiques. Le HFCS inclut uniquement les prêts hypothécaires courants, ce qui implique que les prêts à durée plus longue sont surreprésentés. Le biais qui en résulte diffère à travers les pays en fonction de la part des hypothèques qui ont une échéance plus longue.

27 Voir Albacete et Lindner (2013) pour une analyse microéconomique de la vulnérabilité des ménages en Autriche. Ils examinent également la quotité d'emprunt pour les ménages autrichiens. Cependant, ils considèrent l'ensemble des prêts hypothécaires sur la résidence principale, tandis qu'ici l'analyse se limite au plus anciens.

Graphique 3

Valeur médiane de la quotité d'emprunt selon la durée du prêt et le pays



Sources : Calculs basés sur données HFCS (BCL, BCE); données pondérées.
* y compris Malte et Slovaquie.

juste en dessous de la moyenne de la zone euro, ce qui signifie que la totalité de la valeur de la résidence principale est financée par le capital emprunté. Pour le ménage médian, seulement 16% de la valeur de la résidence principale est financée par des fonds propres. Une quotité d'emprunt initiale élevée constitue un risque potentiel pour la stabilité financière, puisqu'elle indique que les établissements de crédits sont plus fortement exposés au risque sur le marché immobilier résidentiel. En cas de chute des prix immobiliers ou d'une détérioration de la situation financière des emprunteurs, le risque de non-remboursement augmente. Dans certains pays de la zone euro, la crise de la dette souveraine a déjà révélé la vulnérabilité des IFM à la dette hypothécaire des

ménages. Pour limiter les risques liés au crédit immobilier, les conditions d'octroi relatives à la quotité d'emprunt se sont durcies au cours des années les plus récentes, comme le montrent les résultats du BLS et HFCS. La réglementation de la quotité d'emprunt pourrait renforcer la stabilité financière au Luxembourg ainsi que dans la zone euro et réduire l'exposition des établissements de crédit aux possibles développements défavorables du marché immobilier résidentiel.

REFERENCES

Albacete, N. and P. Lindner (2013): Household Vulnerability in Austria – A Microeconomic Analysis Based on the Household Finance and Consumption Survey. Financial Stability Report 25, Österreichische Nationalbank, June 2013.

Berg, J., A. van Rixel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel (2005): The Bank Lending Survey for the Euro Area, ECB Occasional Paper, 23.

BCL (2013): L'endettement des ménages au Luxembourg. BCL Bulletin 2013-2, Encadré 3, pp. 38-44.

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER (2012): «Administration centrale, gouvernance interne et gestion des risques». La circulaire CSSF 12/552.

SEBC (2009): Housing Finance in the Euro Area. Structural Issue Report.

Household Finance and Consumption Network (2013a): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Methodological report for the first wave. ECB Statistics Paper Series, No. 1.

Household Finance and Consumption Network (2013b): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the first wave. ECB Statistics Paper Series, No. 2.

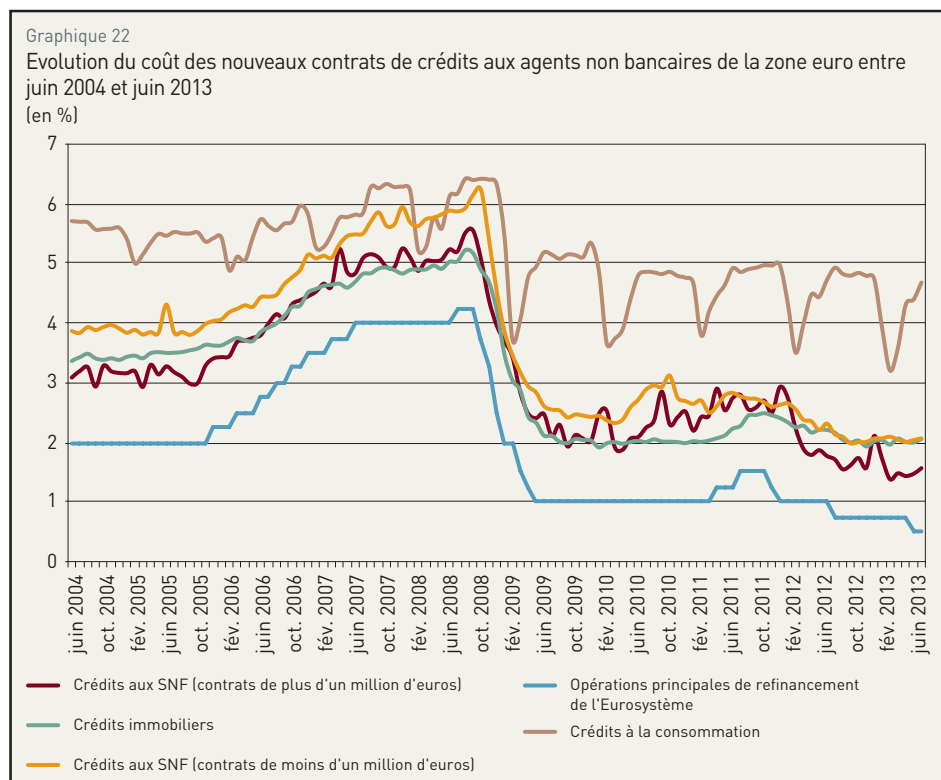
1.2.3.2.5 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises

Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques

Dans la lignée de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable²⁸ a diminué de 15 points de base entre juin 2012 (2,21%) et juin 2013 (2,06%). Sur base de chiffres provisoires, le taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers poursuit sa baisse en juillet 2013 à 1,94%. A titre indicatif, le mois de janvier 2010 s'était caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique (en 2003) avec un taux de 1,91%, tandis que le taux du mois d'août 2008 était le taux le plus élevé enregistré, à 5,22%.

Le coût des crédits à la consommation est également en baisse entre juin 2012 et juin 2013. Ainsi, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux est comprise entre une et cinq années est passé de 4,73% à 4,68%. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité, leur évolution devant donc être appréhendée avec prudence. A titre d'exemple, le taux des crédits à la consommation est généralement plus favorable en février et en mars en raison du festival de l'automobile à Luxembourg. Les chiffres provisoires de juillet 2013 indiquent que le coût des crédits à la consommation est en baisse de 2 points de base, pour atteindre 4,66%.

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a également vu son coût diminuer entre juin 2012 (1,88%) et juin 2013 (1,57%). Il faut souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente. Sur base des données provisoires pour le mois de juillet 2013, le coût variable des autres crédits s'établit à 1,54%.



Source : BCL

La baisse des taux directeurs de l'Eurosystème s'est également répercutée sur tous les nouveaux contrats passés avec les sociétés non financières entre juin 2012 et juin 2013.

28 Taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à un an.

Ainsi, pour les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières ayant un montant inférieur à un million d'euros, nous notons, pour les contrats à taux variable, une baisse de 25 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 2,32 % en juin 2012 à 2,07 % en juin 2013. En ce qui concerne le mois de juillet 2013, les chiffres provisoires disponibles indiquent que le taux variable s'est inscrit à 2,04 %.

Pour ce qui est du coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros, nous notons une baisse de 20 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 1,77 % en juin 2012 à 1,57 % en juin 2013. Cependant, selon les chiffres provisoires du mois de juillet 2013, ce taux est en hausse à 1,98 %.

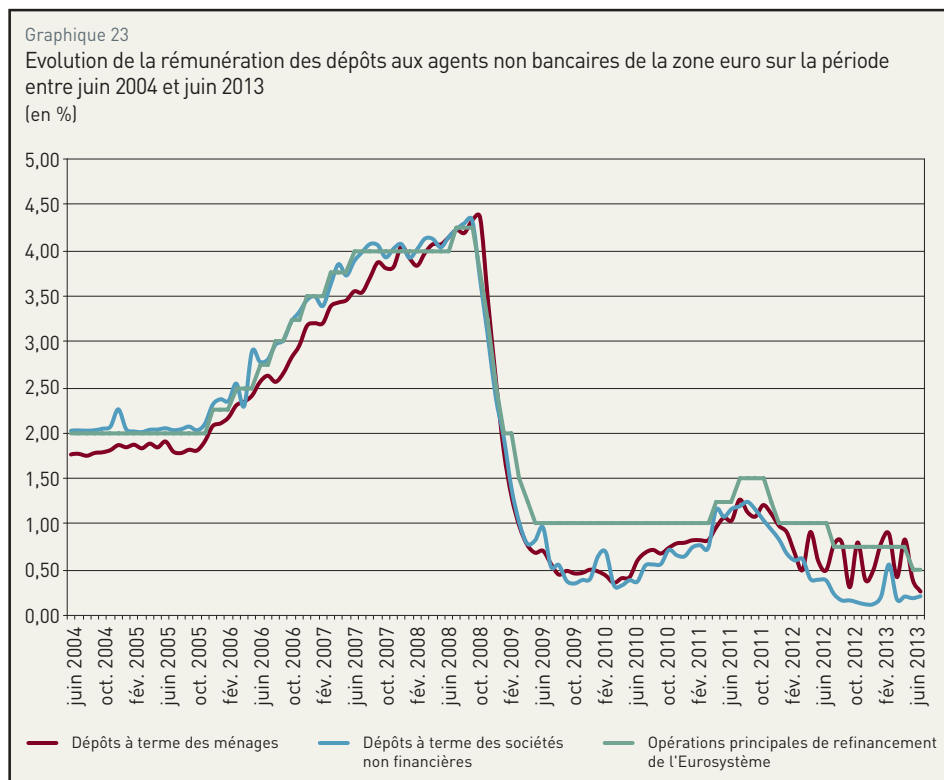
Taux d'intérêt des dépôts en banque

La rémunération des dépôts est en baisse générale entre juin 2012 et juin 2013, dans le sillage de la baisse des taux directeurs de l'Eurosystème.

En ce qui concerne la rémunération des dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an, elle est passée de 0,49 % en juin 2012 à 0,28 % l'année suivante, soit l'observation la plus basse observée depuis la mise en place de cette collecte statistique. Pour information, le taux du mois d'octobre 2008 était le taux le plus élevé enregistré, à 4,36 %.

Les chiffres provisoires de juillet 2013 indiquent que la rémunération de ces dépôts est cependant en hausse de 0,85 %.

Concernant la rémunération des dépôts des sociétés non financières d'une durée inférieure ou égale à 1 an, les mois de novembre et de décembre 2012 se sont caractérisés par les observations les plus basses depuis la mise en place de cette collecte statistique avec un taux à 0,12 %. Le taux du mois de juin 2013 est de 0,21 %, contre 0,38 % en juin 2012. Pour information, le taux du mois de septembre 2008 était le taux le plus élevé enregistré à 4,33 %. En juillet 2013, la rémunération des dépôts d'une durée inférieure ou égale à 1 an est passée à 0,2 %, toujours selon les chiffres provisoires.



Source : BCL

1.2.3.2.6 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit.

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger s'élève à 2 898 millions d'euros au 30 juin 2013. Partant, le résultat affiche une progression de 13,7 % par rapport au premier semestre de l'année précédente.

Tableau 11 :

Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois

(en millions d'euros, sauf indication contraire)

| RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS | 06-2011 | 06-2012 | 06-2013 | VARIATION EN POURCENT | | VARIATION EN TERMES BRUTS | |
|--|---------|---------|---------|-----------------------|-------------------|---------------------------|-------------------|
| | | | | 06-2011 - 06-2012 | 06-2012 - 06-2013 | 06-2011 - 06-2012 | 06-2012 - 06-2013 |
| 1 Intérêts perçus | 9 573 | 8 755 | 6 363 | - 8,5 | - 27,3 | - 818 | - 2 392 |
| 2 Dividendes perçus | 424 | 352 | 513 | - 17,0 | 45,7 | - 72 | 161 |
| 3 Intérêts bonifiés | 7 080 | 6 247 | 4 201 | - 11,8 | - 32,8 | - 833 | - 2 046 |
| 4 Marge sur intérêts | 2 917 | 2 860 | 2 675 | - 2,0 | - 6,5 | - 57 | - 185 |
| 5 Revenus nets sur commissions | 1 927 | 1 922 | 2 100 | - 0,3 | 9,3 | - 5 | 178 |
| 6 Revenus nets sur opérations de change | 44 | 76 | 114 | 72,7 | 50,0 | 32 | 38 |
| 7 Autres revenus nets | 325 | 130 | 544 | - 60,0 | 318,5 | - 195 | 414 |
| 8 Revenus hors intérêts | 2 296 | 2 128 | 2 758 | - 7,3 | 29,6 | - 168 | 630 |
| 9 Produit bancaire | 5 213 | 4 988 | 5 433 | - 4,3 | 8,9 | - 225 | 445 |
| 10 Frais de personnel | 1 254 | 1 301 | 1 385 | 3,7 | 6,5 | 47 | 84 |
| 11 Frais d'exploitation | 922 | 1 005 | 1 023 | 9,0 | 1,8 | 83 | 18 |
| 12 Frais de personnel et d'exploitation | 2 176 | 2 306 | 2 408 | 6,0 | 4,4 | 130 | 102 |
| 13 Amortissements sur immobilisé non financier | 130 | 133 | 127 | 2,3 | - 4,5 | 3 | - 6 |
| 14 Résultats avant dépréciations, provisions et impôts | 2 907 | 2 549 | 2 898 | - 12,3 | 13,7 | - 358 | 349 |

Source : CSSF, calculs BCL

Au niveau des revenus sur intérêts, marqués par de faibles marges d'intermédiation, les intérêts perçus baissent de 27,3% (soit 2 392 millions d'euros) par rapport à fin juin 2012, s'inscrivant dès lors à 6 363 millions d'euros, tandis que les intérêts bonifiés diminuent de 32,8% (ou 2 046 millions d'euros en termes bruts) pour s'élever à 4 201 millions d'euros. Les produits de dividendes ont connu une forte progression de 45,7% pour s'établir à 513 millions d'euros à la fin du premier semestre de cette année. Par rapport à la même période des années précédentes, cette évolution provient en grande partie d'effets statistiques extraordinaires, une grande banque ayant perçu par anticipation des revenus de dividendes échéant auparavant au troisième trimestre. Par conséquent, la marge sur intérêts (dividendes inclus) atteint 2 675 millions d'euros à la fin du deuxième trimestre 2013, affichant une diminution de 6,5% en comparaison annuelle (ou 185 millions d'euros). Cette diminution aurait atteint 13,8% en l'absence de l'augmentation précitée des dividendes.

Cette baisse de la marge sur intérêts intervient dans un contexte de contraction de l'activité bancaire telle que mesurée par la somme des bilans des établissements de crédit. A titre indicatif, cette dernière diminue de 4,4% entre le mois de juin 2012 et le mois de juin 2013. De plus, la politique monétaire accommodante menée par la Banque centrale européenne avec des taux directeurs à leur plus bas niveau historique est de nature à promouvoir un environnement de taux d'intérêt bas pour les activités de prêt aux autres agents économiques. Ce facteur est important pour apprécier l'évolution de la rentabilité bancaire, sachant que les établissements de crédit de la place financière sont particulièrement actifs sur le marché interbancaire et que les crédits à taux variable prédominent au niveau des crédits envers les ménages et les sociétés non-financières.

A contrario, les revenus nets sur commissions connaissent une évolution favorable et augmentent de 178 millions d'euros en termes bruts par rapport au premier semestre de l'année précédente. Rappelons que cette source de revenus est principalement constituée des frais d'honoraires et de commissions sur les activités de courtage et de gestion des banques dépositaires des fonds d'investissement.

Par conséquent, elles sont liées à l'évolution du cours des actifs boursiers et ont bénéficié des hausses observées sur les principaux marchés des actions (zone euro, Etats-Unis et Japon).

Du côté des revenus hors-intérêts, notons la forte hausse des autres revenus nets, qui reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents, d'un caractère typiquement hétérogène et volatil, contribuent à hauteur de 544 millions d'euros au produit bancaire. Par rapport au premier semestre de l'année 2012, cette position enregistre une hausse de 414 millions d'euros en termes bruts, contrastant avec la baisse de 195 millions d'euros entre le mois de juin 2011 et le mois de juin 2012. Les revenus nets sur opérations de change s'élèvent quant à eux à 114 millions d'euros fin juin 2013 et connaissent une appréciation significative de 50% en comparaison annuelle.

Partant, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 8,9% par rapport à juin 2012 et s'élève à 5 433 millions d'euros au 30 juin 2013.

Les frais généraux connaissent une hausse modérée de 4,4% par rapport à juin 2012, représentant une variation de 102 millions d'euros en termes bruts. Ce chiffre se décline en une hausse de 84 millions d'euros de frais de personnel (soit une progression de 6,5% sur un an) et une augmentation de 18 millions d'euros des frais d'exploitation (soit 1,8%).

Tableau 12:

Evolution trimestrielle des comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois
(en millions d'euros, sauf indication contraire)

| | RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS | 06-2012 | 09-2012 | 12-2012 | 03-2013 | 06-2013 | 06-2012 - 06-2013 | |
|----|---|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------------|---------------------------|
| | | | | | | | VARIATION EN POURCENT | VARIATION EN TERMES BRUTS |
| 1 | Produits d'intérêts | 8 755 | 12 379 | 16 007 | 3 312 | 6 363 | -27,3 | -2 392 |
| 2 | Produits de dividendes | 352 | 562 | 879 | 87 | 513 | 45,7 | 161 |
| 3 | Charges d'intérêts | 6 247 | 8 784 | 11 362 | 2 213 | 4 201 | -32,8 | -2 046 |
| 4 | Marge sur intérêts (1+2+3) | 2 860 | 4 157 | 5 524 | 1 186 | 2 675 | -6,5 | - 185 |
| 5 | Revenus nets sur commissions | 1 922 | 2 827 | 3 605 | 1 130 | 2 100 | 9,3 | 178 |
| 6 | Revenus nets sur opérations de change | 76 | 119 | 151 | 111 | 114 | 50,0 | 38 |
| 7 | Autres revenus nets | 130 | 305 | 373 | 216 | 544 | 318,5 | 414 |
| 8 | Revenus hors intérêts (5+6+7) | 2 128 | 3 251 | 4 129 | 1 457 | 2 758 | 29,6 | 630 |
| 9 | Produit bancaire (4+8) | 4 988 | 7 408 | 9 653 | 2 643 | 5 433 | 8,9 | 445 |
| 10 | Frais de personnel | 1 301 | 1 935 | 2 509 | 737 | 1 385 | 6,5 | 84 |
| 11 | Frais d'exploitation | 1 005 | 1 494 | 1 978 | 529 | 1 023 | 1,8 | 18 |
| 12 | Frais de personnel et d'exploitation (10+11) | 2 306 | 3 429 | 4 487 | 1 266 | 2 408 | 4,4 | 102 |
| 13 | Amortissements sur immobilisé non financier | 133 | 201 | 322 | 68 | 127 | -4,5 | - 6 |
| 14 | Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13) | 2 549 | 3 778 | 4 844 | 1 309 | 2 898 | 13,7 | 349 |

Source : CSSF, calculs BCL

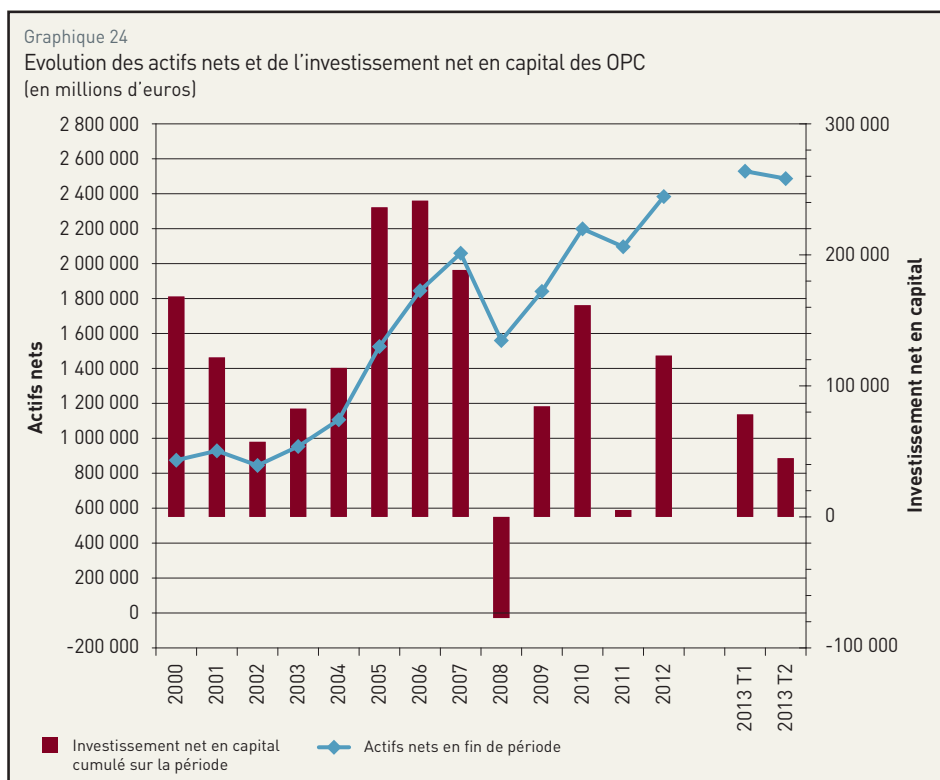
1.2.3.2.7 Les organismes de placement collectif

1.2.3.2.7.1 L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 36 unités au cours du deuxième trimestre de 2013 sous l'effet, notamment, de la poursuite de la progression du nombre de fonds d'investissements spécialisés (+29 unités entre mars 2013 et juin 2013). Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 33 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 525 à 13 558 unités.

1.2.3.2.7.2 L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours du deuxième trimestre de 2013, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a diminué de près de -1,7% pour s'établir, à la fin du mois de juin, à 2 486 584 millions d'euros. Après avoir poursuivi sa hausse en avril et en mai, la VNI a significativement baissé en juin dans un contexte de marché difficile marqué par l'annonce d'un éventuel ralentissement du « Quantitative Easing » aux Etats-Unis. La baisse de la VNI s'explique ainsi principalement par la variation des marchés financiers (-87 151 millions d'euros au 2^{ème} trimestre). En outre, après avoir connu une progression historiquement élevée sur les cinq premiers mois de l'année, le volume des investissements nets s'est inscrit à -13 626 millions d'euros au cours du mois de juin. Ces investissements nets négatifs se sont concentrés sur les OPC non monétaires et plus particulièrement sur les OPC obligataires.



Source : CSSF

Tableau 13:

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

| | Nombre d'OPC | Nombre de compart. | dont nombre de compart. monétaires | Valeur nette d'inventaire | Investissement net en capital ^{1) 2)} | Variation des marchés financiers ³⁾ | Variation annuelle en termes bruts | Variation annuelle en % | Variation mensuelle en termes bruts | Variation mensuelle en % |
|-------|--------------|--------------------|------------------------------------|---------------------------|--|--|------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| 2002 | 1 941 | 7 806 | 375 | 844 508 | 57 314 | -141 206 | -83 939 | -9,0 | | |
| 2003 | 1 870 | 7 509 | 445 | 953 302 | 82 609 | 26 185 | 108 794 | 12,9 | | |
| 2004 | 1 968 | 7 876 | 432 | 1 106 222 | 113 731 | 39 189 | 152 920 | 16,0 | | |
| 2005 | 2 060 | 8 497 | 449 | 1 525 208 | 236 277 | 182 709 | 418 986 | 37,9 | | |
| 2006 | 2 238 | 9 473 | 451 | 1 844 850 | 241 344 | 78 298 | 319 642 | 21,0 | | |
| 2007 | 2 868 | 11 115 | 463 | 2 059 395 | 188 488 | 26 057 | 214 545 | 11,6 | | |
| 2008 | 3 372 | 12 325 | 477 | 1 559 653 | -77 191 | -422 549 | -499 742 | -24,3 | | |
| 2009 | 3 463 | 12 232 | 479 | 1 840 993 | 84 369 | 196 971 | 281 340 | 18,0 | | |
| 2010 | 3 667 | 12 937 | 461 | 2 198 994 | 161 568 | 196 433 | 358 001 | 19,4 | | |
| 2011 | 3 845 | 13 294 | 412 | 2 096 512 | 5 284 | -107 766 | -102 482 | -4,7 | | |
| 2012 | 3 845 | 13 420 | 209 | 2 383 826 | 16 601 | 7 503 | 287 314 | 13,7 | | |
| 2012 | | | | | | | | | | |
| jan. | 3 837 | 13 273 | 232 | 2 157 081 | 5 163 | 55 406 | -26 946 | -1,2 | 60 569 | 2,9 |
| fév. | 3 847 | 13 334 | 230 | 2 203 159 | 13 104 | 32 974 | -5 039 | -0,2 | 46 078 | 2,1 |
| mars | 3 866 | 13 343 | 224 | 2 217 206 | 18 102 | -4 055 | 26 310 | 1,2 | 14 047 | 0,6 |
| avril | 3 872 | 13 368 | 222 | 2 225 600 | 4 362 | 4 032 | 30 192 | 1,4 | 8 394 | 0,4 |
| mai | 3 874 | 13 412 | 221 | 2 212 027 | 4 669 | -18 242 | -7 181 | -0,3 | -13 573 | -0,6 |
| juin | 3 867 | 13 407 | 219 | 2 224 479 | -2 081 | 14 533 | 39 480 | 1,8 | 12 452 | 0,6 |
| juil. | 3 864 | 13 408 | 217 | 2 296 717 | 6 672 | 65 566 | 107 052 | 4,9 | 72 238 | 3,2 |
| août | 3 872 | 13 439 | 217 | 2 295 399 | 10 515 | -11 833 | 209 458 | 10,0 | -1 318 | -0,1 |
| sep. | 3 866 | 13 434 | 217 | 2 314 448 | 9 434 | 9 615 | 282 371 | 13,9 | 19 049 | 0,8 |
| oct. | 3 868 | 13 479 | 216 | 2 329 649 | 21 127 | -5 926 | 257 712 | 12,4 | 15 201 | 0,7 |
| nov. | 3 863 | 13 481 | 214 | 2 359 722 | 15 422 | 14 651 | 300 303 | 14,6 | 30 073 | 1,3 |
| déc. | 3 841 | 13 420 | 209 | 2 383 826 | 16 601 | 7 503 | 287 314 | 13,7 | 24 104 | 1,0 |
| 2013 | | | | | | | | | | |
| jan. | 3 840 | 13 436 | 208 | 2 405 928 | 26 675 | -4 573 | 248 847 | 11,5 | 22 102 | 0,9 |
| fév. | 3 849 | 13 518 | 208 | 2 468 070 | 29 323 | 32 819 | 264 911 | 12,0 | 62 142 | 2,6 |
| mars | 3 854 | 13 525 | 208 | 2 528 920 | 22 215 | 38 635 | 311 714 | 14,1 | 60 850 | 2,5 |
| avril | 3 871 | 13 554 | 206 | 2 565 256 | 32 491 | 3 845 | 339 656 | 15,3 | 36 336 | 1,4 |
| mai | 3 884 | 13 581 | 206 | 2 584 099 | 25 950 | -7 107 | 372 072 | 16,8 | 18 843 | 0,7 |
| juin | 3 890 | 13 558 | 205 | 2 486 584 | -13 626 | -83 889 | 262 105 | 11,8 | -97 515 | -3,8 |

Source : CSSF

¹⁾ L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.²⁾ Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2011 et 2012.³⁾ Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

1.2.3.2.7.3 L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, 'hedge funds' et autres fonds) est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 14 :

Evolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement

(en millions d'euros, encours en fin de période)

| | FONDS OBLIGATAIRES | FONDS ACTIONS | FONDS MIXTES | FONDS IMMOBILIERS | HEDGE FUNDS | AUTRES FONDS |
|-------------------|--------------------|---------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|
| 2009 | 582 011 | 590 183 | 410 505 | 31 407 | 26 587 | 52 904 |
| 2010 | 755 119 | 743 202 | 506 755 | 39 009 | 31 961 | 62 355 |
| 2011 | 780 519 | 628 449 | 519 059 | 43 020 | 29 600 | 61 219 |
| 2012 | 1 011 961 | 713 103 | 572 209 | 43 800 | 27 505 | 61 806 |
| Reclassifications | 38 983 | | | | | |
| 2012 | | | | | | |
| jan. | 852 974 | 668 421 | 533 812 | 44 172 | 30 466 | 62 272 |
| fév. | 872 531 | 694 294 | 547 487 | 43 465 | 30 969 | 62 553 |
| mars | 885 201 | 694 947 | 552 459 | 43 224 | 30 240 | 62 014 |
| avril | 895 892 | 691 688 | 550 506 | 43 436 | 30 218 | 62 578 |
| mai | 911 661 | 656 735 | 544 169 | 43 585 | 29 488 | 62 758 |
| juin | 927 583 | 665 215 | 545 516 | 43 678 | 29 357 | 63 154 |
| juil. | 968 674 | 692 378 | 561 199 | 44 103 | 29 517 | 67 399 |
| août | 974 636 | 685 727 | 565 938 | 41 552 | 28 462 | 68 230 |
| sep. | 977 281 | 700 706 | 573 827 | 40 970 | 29 498 | 70 494 |
| oct. | 1 009 772 | 691 483 | 571 957 | 44 107 | 28 657 | 65 400 |
| nov. | 1 014 406 | 700 423 | 573 678 | 44 455 | 27 824 | 62 345 |
| déc. | 1 020 211 | 709 446 | 573 515 | 44 286 | 27 553 | 59 420 |
| 2013 | | | | | | |
| janv. | 1 032 714 | 733 970 | 585 223 | 44 105 | 27 496 | 60 233 |
| févr. | 1 067 092 | 758 051 | 600 254 | 44 482 | 27 830 | 62 920 |
| mars | 1 105 779 | 785 848 | 619 638 | 44 345 | 26 818 | 66 721 |
| avril | 1 145 204 | 794 389 | 637 677 | 45 298 | 26 720 | 66 109 |
| mai | 1 155 022 | 803 443 | 647 154 | 48 375 | 27 066 | 67 072 |
| juin | 1 103 757 | 758 197 | 632 780 | 48 724 | 27 408 | 70 471 |

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres fonds' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours du deuxième trimestre de 2013, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de 0,2%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui diminué de 3,5% sur la période étudiée pour atteindre un encours de 758 197 millions d'euros à la fin du mois de juin. Les actifs des fonds mixtes ont augmenté de 2,1%. Enfin, les fonds immobiliers, les 'hedge funds', et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 9,9%, 2,2% et 5,6% au cours du deuxième trimestre.

1.2.3.2.7.4 Les OPC monétaires

1.2.3.2.7.4.1 Le nombre de compartiments

Fin juin 2013, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 205 unités, en baisse de 3 unités par rapport au mois de mars, poursuivant ainsi la lente érosion entamée depuis le début de la crise financière.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était déjà tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition²⁹.

1.2.3.2.7.4.2 La somme des bilans

Au cours du deuxième trimestre de 2013, la somme des bilans a diminué de 4,7%, passant de 220 340 millions d'euros à 209 996 millions d'euros. Dans l'ensemble, le contexte de taux d'intérêt faibles et de baisse de l'aversion au risque a exercé un impact négatif sur le bilan des OPC monétaires en début de période. Les contre-performances enregistrées par les marchés financiers au mois de juin ont toutefois engendré un regain d'intérêt des investisseurs envers les OPC monétaires, dont les rendements sont limités mais constituent un placement peu risqué et liquide. La tendance s'est ainsi stabilisée au mois de juin, avec des émissions nettes positives enregistrées de 1 986 millions d'euros.

1.2.3.2.7.4.3 La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créances dont la maturité moyenne n'excède pas 6 mois. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin juin 2013, le portefeuille de titres représentait 75,3% de l'actif, soit 158 043 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 23,4%, soit 49 147 millions d'euros. Au cours du deuxième trimestre de 2013, la diminution du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une contraction du portefeuille de titres (-6,9%).

Tableau 15:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution (encours en fin de période)

| ACTIF | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|---------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|-------|---------------------|-------|-----------------------------|
| | 06-2012 | 03-2013 | 06-2013 | 06-2012 - 06-2013 | | 03-2013 - 06-2013 | | 06-2013 |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Créances | 66 678 | 47 207 | 49 147 | -17 531 | -26,3 | 1 940 | 4,1 | 23,4 |
| Portefeuille titres | 177 760 | 169 679 | 158 043 | -19 717 | -11,1 | -11 636 | -6,9 | 75,3 |
| Autres actifs | 6 171 | 3 454 | 2 805 | -3 366 | -54,5 | - 649 | -18,8 | 1,3 |
| Total de l'actif | 250 609 | 220 340 | 209 995 | -40 614 | -16,2 | -10 345 | -4,7 | 100,0 |

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Fin juin 2013, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (88 822 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (38 430 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (30 139 millions d'euros).

Au cours du deuxième trimestre de 2013, le volume total des titres en portefeuille a diminué de 6,9%. Plus spécifiquement, la détention de titres émis par les établissements de crédit et les administrations publiques a respectivement baissé de 4,7% et 16,8%.

29 Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Tableau 16 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie¹⁾

| EMETTEUR DES TITRES | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % | | | | POIDS RELATIF ²⁾ |
|---------------------------|------------------------------|----------------|----------------|---------------------------------------|--------------|---------------------|-------------|-----------------------------|
| | 06-2012 | 03-2013 | 06-2013 | 06-2012 - 06-2013 | | 03-2013 - 06-2013 | | 06-2013 |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Etablissements de crédit | 91 168 | 93 211 | 88 822 | -2 346 | -2,6 | -4 389 | -4,7 | 56,4 |
| Administrations publiques | 51 201 | 46 180 | 38 430 | -12 771 | -24,9 | -7 750 | -16,8 | 24,4 |
| Autres secteurs | 34 737 | 29 754 | 30 139 | -4 598 | -13,2 | 385 | 1,3 | 19,1 |
| Total | 177 106 | 169 145 | 157 391 | -19 715 | -11,1 | -11 754 | -6,9 | 100,0 |

Source : BCL

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les statistiques de l'année 2012 relatives aux ventes dans le commerce et aux autres activités tertiaires du secteur non financier ne sont guères réjouissantes, exception faite du commerce de détail. Les évolutions en 2012 en moyenne annuelle des chiffres d'affaires (CAs) ont été négatives dans plusieurs secteurs et non les moindres : le commerce et la réparation automobile, le commerce de gros, le transport par eau, le transport aérien et les services auxiliaires des transports (voir tableau). La très bonne résistance du commerce de détail s'est poursuivie en 2012 (+24,1 %). Néanmoins, il convient de souligner qu'une fois de plus, le commerce électronique (relevant des ventes par correspondance ou VPC) et la vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) se sont avérés être les principaux moteurs du commerce de détail dans son ensemble.

Les données pour le premier trimestre 2013 indiquent une hausse notable du CA dans le commerce de détail (+18,9 % par rapport au premier trimestre 2012) mais une baisse dans le commerce de détail hors VPC et VCMS (-1,1 %). La hausse du CA a aussi été conséquente dans le transport aérien (+9,5 %). Pour ce qui est du commerce de gros, du transport par eau et des services liés aux services auxiliaires aux transports, les évolutions des CAs ont au contraire été très défavorables.

Les statistiques disponibles pour les mois d'avril et mai 2013 sont mitigées. Elles indiquent que le CA a continué de progresser de manière dynamique dans le commerce de détail (+21,4 % en avril et +19,7 en mai). Il a en revanche enregistré de nouvelles baisses dans le commerce de détail hors VPC et VCMS (de 0,2 % et 0,5 % respectivement en avril et mai). Dans le commerce de gros, le CA a progressé de 3,1 % en avril et de 2,6 % en mai.

Dans le secteur automobile, 50 398 nouvelles immatriculations ont été enregistrées sur l'ensemble de l'année 2012 au Luxembourg. Ce chiffre, qui constitue la quatrième meilleure performance depuis 1981, permet de se rapprocher des sommets atteints avant la crise financière. Il conviendrait toutefois de rester prudent, l'apparente bonne tenue des immatriculations automobiles au Luxembourg en 2012 s'étant expliquée pour partie par l'accroissement des exportations et la non reconduction des primes concernant les véhicules non électriques et non-hybrides.

Sur les six premiers mois de l'année 2013, le nombre de véhicules exportés après une période d'immatriculation inférieure à trois mois s'est inscrit en hausse de 87,1 % par rapport à 2012.

Les autres statistiques indiquent que les immatriculations automobiles du Luxembourg ont reculé de 8,9% au premier trimestre 2013 (par rapport au même trimestre de l'année précédente) et de 6,9% au second trimestre 2013 (par rapport au même trimestre de l'année précédente). Au total, sur les six premiers mois de l'année 2013, les immatriculations se sont inscrites en baisse de 7,8% par rapport à 2012. Sur la même période, la baisse atteint 6,6% dans l'Union européenne. Les évolutions des immatriculations chez nos voisins se sont établies à +1,7% en Belgique, -11,2% en France et -8,1% en Allemagne.

Les données du mois de juillet, quand à elle, font état d'un recul de 6,9% des immatriculations automobiles au Luxembourg. Le nombre de véhicules exportés après une période d'immatriculation inférieure à trois mois, quant à lui, affiche des progressions modérées depuis de mois de juin. Il s'est inscrit en hausse de 20,8% en juillet 2013 par rapport à juillet 2012 (après une hausse de 9,8% en juin 2013). A titre de comparaison, la hausse moyenne sur les cinq premiers mois de l'année s'est établie à 140,7%. Il conviendra donc de surveiller de près les évolutions de ces exportations, qui semblent avoir constitué ces derniers mois un débouché non négligeable des nouvelles immatriculations automobiles.

Tableau 17:

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs* (en taux de variation annuel)

| | 2011 | 2012 | 2012-T1 | 2012-T2 | 2012-T3 | 2012-T4 | 2013-T1 | 2013-T2 |
|--|------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Immatriculations de voitures | 0,3 | 1,0 | 0,7 | -0,2 | -5,3 | 10,1 | -8,9 | -6,9 |
| Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles | 7,7 | -7,1 | -4,2 | -6,2 | -13,0 | -5,6 | -4,2 | - |
| Commerce de gros hors automobiles et motocycles | 15,8 | -15,1 | -11,4 | -15,2 | -15,4 | -18,4 | -6,5 | - |
| Commerce de détail | 26,1 | 24,1 | 24,0 | 24,0 | 27,2 | 22,2 | 18,9 | - |
| Commerce de détail (corrige de l'effet VPC ¹⁾ et VCMS ²⁾) | 4,3 | 3,3 | 4,8 | 2,2 | 3,7 | 2,7 | -1,1 | - |
| Hôtels et restaurants | 3,8 | 3,1 | 3,9 | 2,2 | 2,7 | 3,8 | 1,4 | - |
| Transport aérien | 9,1 | -0,4 | -3,3 | -3,9 | -0,8 | 5,9 | 9,5 | - |
| Transport par eau | 7,9 | -15,6 | 4,5 | -15,9 | -21,8 | -24,6 | -2,4 | - |
| Transport terrestre | 5,3 | 1,4 | -1,0 | 1,3 | -1,6 | 6,5 | 3,3 | - |
| Services auxiliaires des transports | 10,6 | -4,1 | -0,7 | -5,9 | -9,6 | 0,1 | -7,2 | - |

Source : Statec, calculs BCL

* En valeur.

¹⁾ VPC : ventes par correspondance.

²⁾ VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a nettement progressé en août, après trois mois consécutif de baisse.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance ont évolué favorablement ce mois-ci. Ainsi, les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur capacité d'épargner se sont sensiblement améliorées en août. Les anticipations des ménages relatives à leur situation financière ont progressé de manière quelque peu plus modérée en août, tandis que leurs craintes concernant l'évolution future du chômage se sont amenuisées.

La confiance des consommateurs évolue en dessous de sa moyenne historique (estimée à 0) depuis septembre 2011. La hausse notable qu'elle a enregistré en août 2013 met fin à 3 mois consécutifs de

baisse et il conviendra de surveiller si cette évolution positive se confirme au cours des mois prochains. En effet, l'indicateur de confiance des consommateurs est relativement volatil au mois le mois et un délai minimum de trois mois est généralement nécessaire avant de pouvoir en déduire un changement de tendance dans l'opinion des consommateurs du Luxembourg.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau ci-dessous :

Tableau 18 :

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

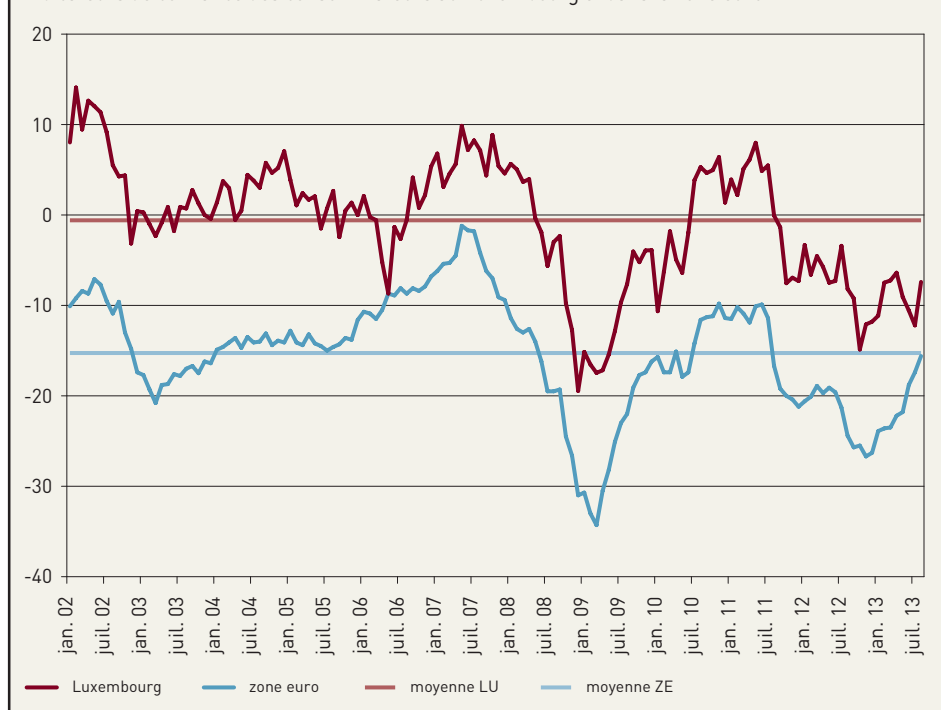
| | | INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSO MMATEURS | ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS | | | |
|------|-----------|--|--|--------------------------|--|---------------------------------------|
| | | | SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG | CHÔMAGE AU LUXEMBOURG | SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES | CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES |
| 2011 | août | 0 | -9 | 34 | -3 | 45 |
| | septembre | -1 | -14 | 38 | 0 | 47 |
| | octobre | -8 | -24 | 46 | -4 | 43 |
| | novembre | -7 | -29 | 42 | -3 | 48 |
| | décembre | -7 | -27 | 40 | -3 | 41 |
| 2012 | janvier | -3 | -23 | 35 | -3 | 48 |
| | février | -7 | -22 | 40 | -6 | 42 |
| | mars | -5 | -21 | 42 | -2 | 47 |
| | avril | -6 | -24 | 40 | -1 | 42 |
| | mai | -7 | -24 | 46 | -8 | 47 |
| | juin | -7 | -21 | 48 | -4 | 43 |
| | juillet | -3 | -19 | 45 | 0 | 50 |
| | août | -8 | -26 | 51 | -3 | 47 |
| | septembre | -9 | -26 | 48 | -7 | 44 |
| | octobre | -15 | -38 | 56 | -11 | 46 |
| | novembre | -12 | -37 | 48 | -8 | 44 |
| | décembre | -12 | -37 | 44 | -9 | 43 |
| 2013 | janvier | -11 | -32 | 43 | -8 | 39 |
| | février | -7 | -22 | 42 | -5 | 39 |
| | mars | -7 | -25 | 41 | -5 | 41 |
| | avril | -6 | -24 | 37 | -6 | 42 |
| | mai | -9 | -26 | 48 | -8 | 46 |
| | juin | -11 | -22 | 53 | -4 | 36 |
| | juillet | -12 | -24 | 56 | -5 | 37 |
| | août | -7 | -18 | 53 | -2 | 42 |

Source : BCL

Note : Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration sur les douze prochains mois. En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne au contraire d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

Graphique 25
Indicateurs de confiance des consommateurs au Luxembourg et dans la zone euro



Source : BCL, Commission européenne

Notons que dans la zone euro le constat est quelque peu différent. La confiance des consommateurs, qui évolue en-dessous de sa moyenne historique depuis août 2011, a enregistré en août 2013 son neuvième mois consécutif de hausse.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La dernière version des comptes nationaux annuels est parue au début du mois d'avril dernier. Pour rappel, la croissance annuelle moyenne du PIB s'est établie à +0,3% en 2012. Les différentes composantes de la demande intérieure se sont globalement bien comportées sur l'ensemble de l'année, avec une croissance de la consommation privée de +1,5%, de la consommation publique de +5% et surtout de la formation brute de capital fixe de +7%. D'un autre côté, les exportations se sont sensiblement contractées, à hauteur de -3,1%.

Tableau 19:

Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Consommation privée | 3,3 | -0,3 | -2,0 | 2,2 | 2,0 | 1,5 |
| Consommation publique | 2,8 | 1,5 | 4,5 | 3,0 | 1,5 | 5,0 |
| Formation brute de capital fixe | 18,4 | 2,0 | -15,5 | 6,8 | 10,2 | 7,0 |
| Exportations | 9,0 | 4,4 | -10,9 | 7,7 | 5,5 | -3,1 |
| Importations | 9,3 | 6,1 | -14,1 | 12,1 | 8,6 | -2,7 |
| Exportations nettes | 7,7 | -4,6 | 7,1 | -12,6 | -12,5 | -6,5 |
| PIB réel | 6,6 | -0,7 | -4,1 | 2,9 | 1,7 | 0,3 |

Source : Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, on note un net repli de l'activité dans le secteur commercial au sens large (-2,8%), le secteur financier (-3,7%) et surtout l'industrie (-6,1%), tandis que la progression de l'activité a été relativement soutenue dans la plupart des autres secteurs, en particulier dans le secteur des services aux entreprises (+5,2%).

Tableau 20:

Croissance annuelle de la valeur ajoutée dans les différentes branches économiques

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|-------|-------|-------|------|------|------|
| Agriculture | -10,2 | -12,3 | 19,7 | 0,0 | -5,5 | -4,4 |
| Industrie, y compris énergie | 9,2 | -20,4 | -18,3 | 5,4 | 0,4 | -6,1 |
| Construction | 10,4 | -8,0 | -3,5 | 4,4 | -3,1 | 0,6 |
| Commerce; transports; hébergement et restauration | 3,8 | -2,6 | -10,1 | 2,6 | 1,1 | -2,8 |
| Information et communication | 12,3 | 5,3 | 11,8 | 13,1 | 11,9 | 5,2 |
| Activités financières et d'assurance | 5,6 | 3,8 | -5,4 | 2,0 | -4,8 | -3,7 |
| Activités immobilières | 7,8 | 2,5 | -0,5 | 3,8 | 2,5 | 4,1 |
| Services aux entreprises et location | 12,3 | 1,1 | -2,2 | -1,6 | 10,4 | 5,2 |
| Administration publique, éducation et santé | 3,3 | 1,4 | 2,0 | 2,9 | 1,8 | 4,4 |
| Autres activités de services | 3,7 | 2,7 | 4,1 | 2,4 | 4,3 | 3,6 |

Comptes trimestriels

La plus récente publication des comptes nationaux trimestriels, qui date de début juillet, fait ressortir que le PIB réel a affiché au 1^{er} trimestre de 2013 un repli de -1,6% sur base trimestrielle. Par rapport au trimestre correspondant de l'année 2012, la croissance demeure cependant positive, le PIB affichant une progression de +1,0%. Par ailleurs, le profil trimestriel de croissance du PIB pour les trimestres antérieurs a été légèrement revu. En particulier, il ressort à présent que l'activité a progressé au cours du dernier trimestre de 2012 de manière encore plus vigoureuse que ce qui ressortait de la précédente version des comptes (+2,2% contre +1,6%). Toutefois, la croissance en rythme annuel demeure inchangée à +1,6% pour ce dernier trimestre de 2012. Notons que l'acquis de croissance pour l'année 2013 qui découle des données disponibles à la fin du premier trimestre 2013 est à présent de +0,1%.

La consommation des ménages et surtout la formation brute de capital se sont franchement repliées au cours du premier trimestre de 2013, la croissance en rythme trimestriel s'établissant respectivement à -1,3% et -4,0%. Par ailleurs, la croissance des exportations est restée positive (+1,2%) mais inférieure à celle des importations (+2,7%), tandis que la croissance de la consommation publique s'est affaiblie (+0,4%).

En base annuelle, la consommation des ménages et la formation brute de capital se sont sensiblement contractées [respectivement -1,3% et -6,9%], tandis que la croissance des dépenses publiques est restée robuste (+3,3%) et que celle des exportations est redevenue largement positive (+4,2%).

Tableau 21:

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | |
|-------------------------------------|--|-------------|------------|-------------|---|-------------|------------|------------|
| | T2 2012 | T3 2012 | T4 2012 | T1 2013 | T2 2012 | T3 2012 | T4 2012 | T1 2013 |
| Consommation privée | -1,3 | -0,4 | 2,1 | -1,7 | 1,4 | -0,1 | 0,7 | -1,3 |
| Consommation publique | 1,5 | 0,5 | 0,8 | 0,4 | 5,7 | 4,6 | 5,3 | 3,3 |
| Formation brute de capital | -8,1 | 0,9 | 4,6 | -4,0 | 7,5 | -9,5 | 1,6 | -6,9 |
| Exportations | 0,1 | 0,9 | 1,9 | 1,2 | -3,2 | -3,0 | -0,7 | 4,2 |
| Importations | -1,9 | -0,5 | 1,8 | 2,7 | -1,8 | -6,3 | -3,1 | 2,0 |
| PIB réel | 0,6 | -0,2 | 2,2 | -1,6 | 0,5 | -0,3 | 1,6 | 1,0 |
| Emploi salarié | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,1 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 1,6 |
| Emploi total | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,1 | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 1,6 |
| Rémunération moyenne par salarié | -0,1 | -0,6 | 2,8 | -0,1 | 1,8 | 0,2 | 2,1 | 2,1 |
| Productivité du travail | 0,1 | -0,6 | 1,7 | -1,7 | -1,7 | -2,4 | -0,4 | -0,7 |
| Coût unitaire du travail | -0,2 | 0,0 | 1,1 | 1,6 | 3,6 | 2,7 | 2,6 | 2,8 |

Remarque: les données relatives à l'emploi et par conséquent les indicateurs afférents sont ajustés pour les variations saisonnières

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Signalons par ailleurs que la progression annuelle de la rémunération par tête s'est stabilisée au premier trimestre 2013, s'établissant à 2,1 %. Dans le même temps, la productivité du travail s'est à nouveau contractée (-0,7 % contre -0,4 % au trimestre précédent). Par conséquent, on observe une nouvelle progression des coûts salariaux unitaires de 2,8 % sur un an.

Au niveau sectoriel, on note une contraction de l'activité dans la plupart des secteurs sur base trimestrielle. Les replis les plus nets sont de -4,0 % dans la construction, -3,7 % dans l'industrie, -2,0 % dans le secteur de l'information et de la communication et de -0,9 % dans le secteur financier. En rythme annuel, l'activité économique recule dans la construction (-1,1 %), dans les services aux entreprises (-1,1 %) et surtout dans l'industrie (-5,7 %), tandis que la croissance est positive dans les autres secteurs. Signalons en particulier qu'après avoir été en contraction durant de nombreux trimestres, l'activité dans le secteur financier progresse à présent de +1,7 % sur base annuelle.

Tableau 22:

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | |
|---|--|---------|---------|---------|--|---------|---------|---------|
| | T2 2012 | T3 2012 | T4 2012 | T1 2013 | T2 2012 | T3 2012 | T4 2012 | T1 2013 |
| Agriculture, sylviculture et pêche | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -4,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Industrie, y compris énergie et distribution d'eau | -3,4 | 0,2 | 1,3 | -3,7 | -5,9 | -6,6 | -2,0 | -5,7 |
| Construction | 0,7 | 0,9 | 1,5 | -4,0 | 0,4 | 4,0 | 3,7 | -1,1 |
| Commerce; réparations automobiles; transports et entreposage; hébergement et restauration | -2,4 | -1,7 | 2,3 | 1,4 | -3,1 | -6,6 | -3,9 | -0,5 |
| Information et communication | 1,8 | 3,1 | 1,3 | -2,0 | 3,2 | 7,5 | 5,7 | 4,1 |
| Activités financières et d'assurance | 2,7 | -0,7 | 0,6 | -0,9 | -2,8 | -3,5 | 0,5 | 1,7 |
| Activités immobilières | 1,7 | 1,0 | 1,4 | -0,4 | 4,2 | 5,6 | 5,1 | 3,8 |
| Services aux entreprises et location | -2,2 | -2,9 | 4,3 | -0,2 | 6,3 | 3,1 | 6,0 | -1,1 |
| Administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale | 2,7 | -0,1 | 1,0 | 1,1 | 5,6 | 4,2 | 4,6 | 4,8 |
| Spectacles et loisirs, réparation d'articles domestiques et autres services | 0,0 | 0,7 | -0,7 | 0,0 | 4,8 | 4,1 | 2,0 | 0,0 |

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Encadré 3 :

DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU REVENU NATIONAL BRUT LUXEMBOURGEOIS

Le présent encadré présente un exercice de décomposition de l'évolution du revenu national brut (RNB) par habitant du Luxembourg. Cette variable, qui constitue davantage que le PIB un indicateur de bien-être de la population résidente, a connu une évolution particulièrement défavorable depuis 2007. La décomposition menée à bien dans l'encadré permet d'isoler chacun des chaînons aboutissant au RNB par habitant, en particulier la population en âge de travailler, le taux d'emploi, le « levier frontalier », la durée de travail moyenne et la productivité horaire du travail. Il convient d'éviter une interprétation causale de cette décomposition avant tout de nature comptable.

Un tel exercice avait déjà été réalisé dans les avis du Conseil Economique et Social (CES) de 2003 et 2004 relatifs aux Grandes orientations des politiques économiques. L'actualisation présentée ci-dessous repose sur les comptes nationaux publiés par le Statec en avril 2013.

1. PRÉSENTATION DE L'EXERCICE DE DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU RNB RÉEL PAR HABITANT

Les deux avis précités du CES renfermaient un exercice de décomposition de la croissance du PIB. Cet exercice permet de relier de façon comptable le RNB par habitant à divers indicateurs, à savoir la productivité, la durée moyenne du travail, le « levier frontalier », le chômage, le taux d'activité et enfin la proportion de résidents en âge de travailler.

Plus précisément, le RNB par habitant peut être exprimé au moyen de l'identité statistique suivante :

$$\frac{RNB}{P} = \frac{RNB}{PIB} \cdot \frac{PIB}{HT} \cdot \frac{HT}{L} \cdot \frac{L}{L_R} \cdot \frac{L_R}{P_A} \cdot \frac{P_A}{P_{AA}} \cdot \frac{P_{AA}}{P}$$

(1) (2) (3) (4) (5) (6) (7)

Avec RNB : revenu national brut en termes réels.

PIB : produit intérieur brut à prix constants.

HT : total des heures de travail prestées par an.

L_R : emploi résident.

L : emploi intérieur ($L = L_R + L_{NR}$, où L_{NR} est l'emploi frontalier net).

P_A : population active.

P_{AA} : population d'âge actif (personnes de 15 à 64 ans).

P : population résidente totale.

Les ratios (1) à (7) peuvent être interprétés de la manière suivante :

(1) : rapport entre revenus nets des facteurs de production résidents et revenus nets des facteurs de production employés sur le territoire.

(2) : productivité apparente du travail.

(3) : durée de travail moyenne par an.

(4) : « levier des frontaliers » : emploi intérieur (résidents et non résidents) sur emploi résident.

(5) : un indicateur du chômage : complément à 1 du taux de chômage ($1-U$, où U est le taux de chômage).

(6) : taux d'activité : population active (soit emploi résident + chômeurs) sur la population en âge de travailler.

(7) : population d'âge actif sur population totale.

Il convient de noter que la multiplication des ratios (5) et (6) livre le taux d'emploi des résidents (soit l'emploi résident L_R sur la population en âge de travailler P_{AA}).

2. DÉCOMPOSITION ACTUALISÉE SUR LA BASE DES COMPTES NATIONAUX D'AVRIL 2013

Le tableau suivant renferme les résultats de la décomposition effectuée sur la base des comptes nationaux d'avril 2013. Les résultats ont été estimés sur la période 1995-2011 (le RNB relatif à 2012 n'étant pas encore disponible dans les comptes nationaux d'avril), de sorte que les taux de croissance repris au tableau sont des taux moyens 1996-2011. Le tableau opère une distinction entre la période pré-crise (1996-2007) et la période « de crise » (2008-2011).

Les évolutions détaillées au tableau sont reprises de manière synthétique au graphique 1.

Un premier enseignement se dégageant du tableau est le fait que le **PIB à prix constants** (4^{ème} ligne blanche du tableau) s'est accru de quelque 5% par an en moyenne au cours de la période antérieure à la crise 1996-2007. La crise s'est cependant traduite par une rupture particulièrement abrupte, comme l'atteste une croissance moyenne du PIB en volume devenant très légèrement négative au cours de la période 2008-2011.

Le **RNB réel** total (1^{ère} ligne du tableau) s'est caractérisé par une rupture encore plus marquée, puisqu'il est quant à lui passé d'une croissance pré-crise de 4,5% l'an en moyenne à une décroissance de 1,8% l'an sur la période 2008-2011. La croissance du RNB a en outre été inférieure à celle du PIB tout au long de la période 1996-2011 (voir l'évolution du ratio RNB/PIB), sous l'incidence de la progression des rémunérations allouées aux frontaliers et de la progression des revenus nets d'investissements directs (dividendes) versés au reste du monde. Comme la croissance de la population est demeurée très élevée durant les années de crise et s'est même accélérée par rapport à la période pré-crise sous l'influence, notamment, de l'immigration accrue en provenance des pays du sud de l'Europe, le **RNB réel par tête** a enregistré une décroissance moyenne de quelque 3,6% l'an durant la crise.

La croissance du RNB réel par habitant peut être mieux appréhendée en remontant la chaîne allant de la proportion de personnes d'âge actif (facteur (7), bas du tableau 1) au facteur (2) (productivité apparente). Le facteur (1) a quant à lui déjà été abordé ci-dessus.

Contrairement à la plupart des autres facteurs examinés dans la suite de cet encadré, la **proportion de personnes en âge de travailler**, à savoir la part des 15 à 64 ans dans la population totale, a légèrement progressé au cours de la période « de crise » alors qu'elle tendait à stagner auparavant. Considéré isolément, ce facteur aurait donc été de nature à conforter la croissance du PIB ou RNB par habitant au cours de la période de crise. Cette évolution contre-intuitive (évolution plus favorable depuis la crise) résulte sans doute de l'effet sur la structure par âge de la population résidente de l'immigration accrue paradoxalement enregistrée au cours de la période 2008-2011.

Le **taux d'emploi résident**, dont l'évolution synthétise celle du taux d'activité (facteur (6)) et du taux de chômage des résidents (facteur (5)), est pour sa part demeuré stable au cours de la période de crise. Même si son augmentation a été quelque peu en retrait par rapport à l'évolution observée sur la période 1996-2007, le taux d'activité a progressé de 0,4% l'an en moyenne sur la période 2008-2011. Cependant, cette évolution favorable a été largement neutralisée par la hausse du chômage (diminution du ratio Lr/Pa). Comme la stagnation du taux d'emploi résident s'est accompagnée d'une proportion accrue de personnes en âge de travailler et d'une croissance plus forte de la population totale, la résultante de ces trois variables, à savoir l'emploi résident, a pour sa part vu sa croissance s'accélérer depuis la crise (progression moyenne de 2,3% l'an de 2008 à 2011, contre 1,8% auparavant).

Tableau 1 :

Décomposition du RNB réel par habitant (pourcentages en l'absence d'indications contraires)

| | | 2011 | MOYENNE ANNUELLE DES TAUX DE VARIATION | | |
|--|-----------|----------|---|-----------|-----------|
| | | | 1996-2011 | 1996-2007 | 2008-2011 |
| RNB en termes réels (mio. EUR base 2005) | RNB | 2 6692,0 | | | |
| | Variation | | 2,9 | 4,5 | -1,8 |
| Population (milliers) | P | 511,8 | | | |
| | Variation | | 1,5 | 1,3 | 1,8 |
| RNB réel par tête (milliers EUR par an) | RNB/P | 52,149 | | | |
| | Variation | | 1,4 | 3,1 | -3,6 |
| PIB à prix constants (de 2005; mio. EUR) | PIB | 33 726,4 | | | |
| | Variation | | 3,7 | 5,0 | -0,1 |
| (1) Rapport RNB sur PIB | RNB/PIB | 0,791 | | | |
| | Variation | | -0,8 | -0,5 | -1,7 |
| Heures travaillées (millions) | HT | 561,7 | | | |
| | Variation | | 2,8 | 3,1 | 1,9 |
| (2) Productivité apparente (euros réels/heure) | PIB/HT | 60,043 | | | |
| | Variation | | 0,9 | 1,9 | -1,9 |
| Emploi intérieur total (milliers) | L | 370,1 | | | |
| | Variation | | 3,4 | 3,7 | 2,7 |
| (3) Moyenne annuelle des heures (milliers) | HT/L | 1,518 | | | |
| | Variation | | -0,7 | -0,6 | -0,8 |
| Emploi résident (milliers) | Lr | 216,3 | | | |
| | Variation | | 1,9 | 1,8 | 2,3 |
| (4) Levier frontalier | L/Lr | 1,71 | | | |
| | Variation | | 1,5 | 1,9 | 0,4 |
| Population active (milliers) | Pa | 239,9 | | | |
| | Variation | | 2,1 | 1,9 | 2,6 |
| (5) Complément à l'unité du taux de chômage | Lr/Pa | 0,902 | | | |
| | Variation | | -0,2 | -0,1 | -0,3 |
| Population d'âge actif (milliers) | Paa | 350,7 | | | |
| | Variation | | 1,5 | 1,3 | 2,2 |
| (6) Taux d'activité | Pa/Paa | 0,684 | | | |
| | Variation | | 0,5 | 0,6 | 0,4 |
| (7) Proportion personnes d'âge actif | Paa/P | 0,685 | | | |
| | Variation | | 0,1 | 0,0 | 0,3 |

Sources : Commission européenne, IGSS, Statec, calculs BCL.

Notes : RNB en termes réels : RNB nominal issu des comptes nationaux déflaté par le taux moyen de progression de l'indice des prix à la consommation national (IPCN), en base prix de 2005=1.

PIB à prix constants : base déflateur de 2005=1.

Nombre d'heures travaillées (HT) : disponible dans les comptes nationaux par branches pour la période 2002-2011. Pour les années 1995 à 2001, le nombre d'heures a été interpolé au moyen de la base de données AMECO de la Commission européenne.

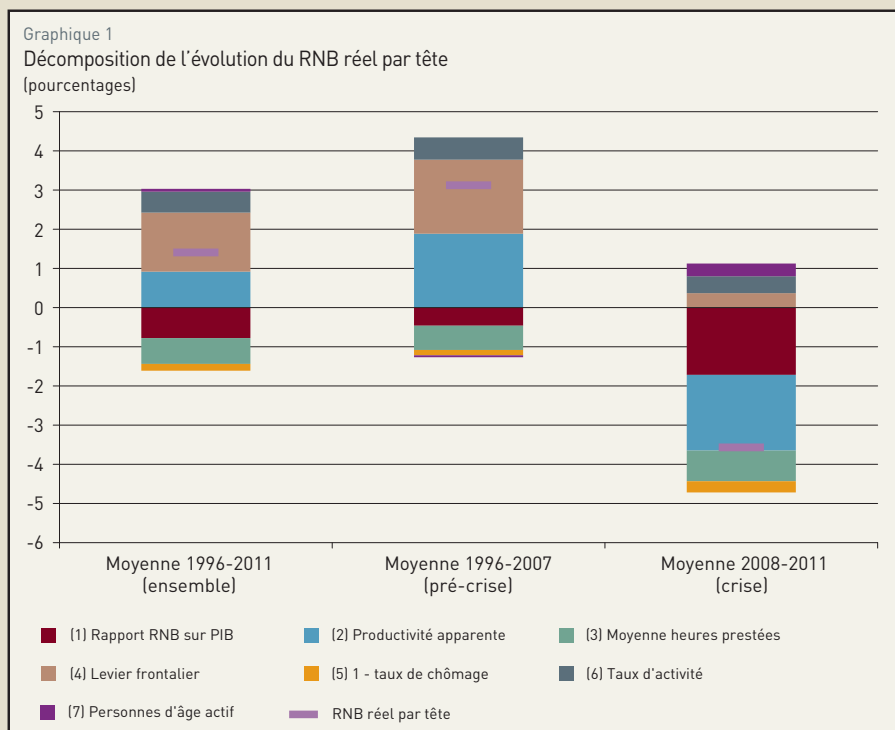
Complément à l'unité du taux de chômage (ratio [5]) : le taux de chômage qui s'en dégage est supérieur au taux effectif, car l'emploi résident Lr exclut les résidents luxembourgeois travaillant à l'étranger.

L'analyse de l'emploi total au Luxembourg ne peut bien entendu faire abstraction de l'important volant de travailleurs frontalier. Le « levier frontalier » (facteur [4]), à savoir le rapport entre l'emploi intérieur total et l'emploi résident, s'est encore accru au cours de la période de crise. Son apport « mécanique » à la croissance du RNB réel par habitant a été de 0,4 % l'an en moyenne sur la période 2008-2011. Il convient cependant de constater que le levier frontalier connaissait une croissance bien plus marquée au cours de la période pré-crise, de quelque 1,9 % l'an (voir le tableau 1 et la comparaison des surfaces roses du graphique 1). La crise a donc occasionné une rupture marquée du levier frontalier, au contraire de

l'emploi résident, ce qui peut notamment s'expliquer par la présence relativement plus forte des travailleurs frontaliers dans les secteurs les plus exposés à la crise (l'industrie notamment).

En dépit d'une progression toujours très soutenue de l'emploi résident depuis la crise, l'emploi intérieur total a vu sa croissance moyenne décélérer, passant de 3,7% à 2,7% entre la période 1996-2007 et la période ultérieure en raison du moindre dynamisme du levier frontalier de 2008 à 2011. Sur cette décélération s'est greffée une diminution de la **moyenne annuelle des heures prestées**, à raison de 0,8% l'an en moyenne au cours de la période de crise. Il s'agit là du reflet de la diminution du recours aux heures supplémentaires, de la montée en puissance du chômage partiel et de la progression du temps partiel. Si le temps de travail moyen a diminué au cours de la période de crise, il ne s'agit cependant pas d'une rupture très marquée par rapport à la période pré-crise, qui se caractérisait déjà par une diminution tendancielle de la moyenne annuelle des heures prestées.

Le net ralentissement de la progression de la masse des heures prestées (moyenne annuelle des heures prestées * emploi intérieur) s'est accompagné d'une évolution très défavorable de la **productivité horaire apparente** au cours de la crise. Cette productivité a en effet en moyenne accusé une diminution moyenne de quelque 1,9% au cours de la période 2008-2011, alors qu'elle avait enregistré une progression de 1,9% l'an sur la période 1996-2007. Comme l'illustre clairement le graphique 1 (partie bleue des histogrammes), il s'agit là du principal basculement ayant pesé sur la dynamique du RNB par habitant entre les deux sous-périodes précitées. Ce décrochage de la productivité a à diverses reprises été évoqué dans les publications de la BCL, notamment dans le contexte de la dégradation des coûts salariaux unitaires. Lors de la phase aiguë de la crise, soit en 2008 et 2009, la productivité du travail a accusé une chute brutale, en particulier dans les secteurs de l'industrie et de la finance. En outre, la productivité n'a nullement rebondi au cours des années suivantes. En d'autres termes, l'évolution de l'emploi a été très résiliente par rapport à celle de la valeur ajoutée. Comme indiqué dans un encadré du Bulletin 2013-1 (pages 26 à 32), cette résilience pourrait s'expliquer par une volonté de rétention de la main-d'œuvre de la part des entreprises dans le but d'éviter les coûts de licenciement et les éventuelles difficultés qu'elles auraient à retrouver de la main-d'œuvre lorsque la reprise se matérialiserait. Ce facteur aurait été plus présent que dans la plupart des autres pays de la zone euro en raison notamment de (i) la prédominance des chocs de demande externe, souvent considérés comme transitoires par les entreprises, (ii) d'une législation du travail assez stricte, (iii) d'une relative pénurie de personnes qualifiées et enfin (iv) de marges de profit relativement élevées avant l'entrée en crise.



Comme indiqué dans un encadré du Bulletin 2013-1 (pages 26 à 32), cette résilience pourrait s'expliquer par une volonté de rétention de la main-d'œuvre de la part des entreprises dans le but d'éviter les coûts de licenciement et les éventuelles difficultés qu'elles auraient à retrouver de la main-d'œuvre lorsque la reprise se matérialiserait. Ce facteur aurait été plus présent que dans la plupart des autres pays de la zone euro en raison notamment de (i) la prédominance des chocs de demande externe, souvent considérés comme transitoires par les entreprises, (ii) d'une législation du travail assez stricte, (iii) d'une relative pénurie de personnes qualifiées et enfin (iv) de marges de profit relativement élevées avant l'entrée en crise.

1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2013

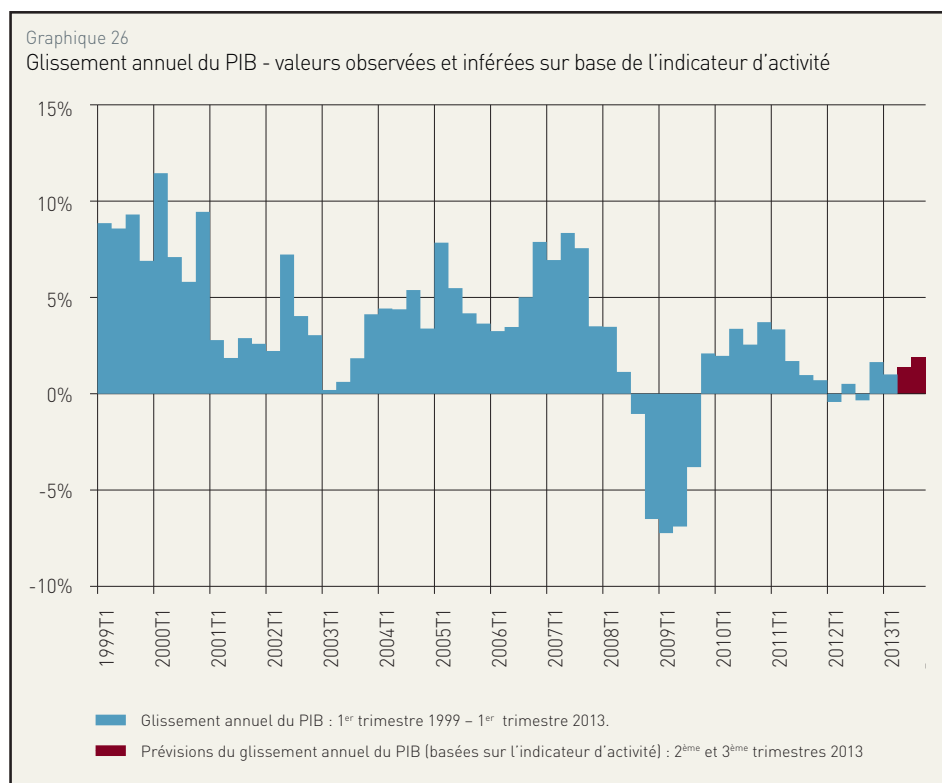
Les plus récentes projections de la BCL, de juin 2013, laissent augurer une progression du PIB réel se situant entre 0,5 % et 1,1 % en 2013, après une croissance déjà limitée à 0,3 % en 2012 selon les comptes nationaux d'avril 2013. Les mêmes projections tablaient pour 2014 et 2015 sur une croissance du PIB en volume se situant entre 1,0 % et 3,0 %. L'économie progresserait donc graduellement au cours de l'horizon 2013-2015, tout en demeurant nettement en deçà de la moyenne historique de l'ordre de 4 % l'an.

Après avoir manifesté une certaine hésitation au printemps 2013, les résultats des enquêtes de sentiment économique réalisées par la commission européenne témoignent globalement d'une amélioration sensible du climat conjoncturel en zone euro de mai à août. Cependant, l'indicateur synthétique demeure en juin 2013 à un niveau toujours inférieur à sa moyenne de longue période. Par ailleurs, selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB de la zone euro se serait au second trimestre de 2013 accru de 0,3 % par rapport au trimestre précédent, alors que les trimestres précédents se caractérisaient par une décline. En comparaison avec le même trimestre de l'année précédente, le PIB corrigé des variations saisonnières a cependant enregistré une baisse de 0,7 %.

C'est dans ce contexte général que le scénario de septembre 2013 des services de la BCE prévoit une baisse de 0,4 % du PIB annuel en volume en 2013 et une croissance de 1,0 % en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2013 réalisés par les services de l'Eurosystème, la projection pour 2013 a été révisée à la hausse, de 0,2 point de pourcentage, reflétant les données devenues disponibles. Pour 2014, la projection a fait l'objet d'une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage.

Au Luxembourg, des indicateurs en sens divers ont été publiés depuis la finalisation de ces projections. Si les résultats avant provisions et impôts des établissements de crédit et la valeur nette d'inventaire des OPC ont progressé au cours du premier semestre, ces évolutions sont en grande partie imputables à l'amélioration de la situation sur les marchés financiers, en particulier sur les marchés boursiers. Par ailleurs, les indicateurs relatifs à l'industrie, à la construction et au commerce demeurent négativement orientés, même si les enquêtes de conjoncture dans la construction et dans l'industrie évoluent plus favorablement depuis le printemps.

Les évolutions récentes, qui ne sont qu'esquissées ci-dessus, sont synthétisées par l'indicateur d'activité de la BCL, qui extrait l'information la plus pertinente d'une centaine de séries. Selon cet indicateur, dont les principaux résultats sont illustrés au graphique 26, le glissement annuel du PIB au deuxième trimestre 2013 (croissance du PIB au deuxième



Source : STATEC, calculs BCL

trimestre 2013 par rapport au deuxième trimestre 2012] pourrait s'établir entre +0,5% et +2,2%, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle (2^{ème} trimestre 2013 par rapport au 1^{er} trimestre 2013) de l'ordre de 1,0%. Au troisième trimestre 2013, le glissement annuel du PIB pourrait, toujours selon l'indicateur, s'établir entre +0,2% et +3,6%, ce qui est compatible avec une croissance de 0,3% du PIB par rapport au trimestre précédent.

L'acquis de croissance pour l'année 2013 calculé mécaniquement à l'issue du troisième trimestre 2013 s'établirait dans ces conditions à 1%. Ce chiffre reste en ligne avec les projections de la BCL de juin 2013, en particulier avec le point le plus haut de l'intervalle précité de 0,5% – 1,1%. Ces informations doivent cependant être interprétées avec une grande prudence, comme l'attestent notamment les fortes variations du PIB identifiées par les comptes nationaux officiels au quatrième trimestre de 2012 (+2,2% par rapport au trimestre précédent) et au premier trimestre de 2013 (-1,6% par rapport au 4^{ème} trimestre de 2012). Toute révision de ces données pourrait avoir un impact mécanique très marqué sur l'acquis de croissance dérivé de l'indicateur d'activité. En outre, l'environnement macroéconomique général paraît toujours empreint d'incertitude.

1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a relativement ralenti sa progression en atteignant 3,8 milliards d'euros au premier semestre de 2013 (+4% par rapport à la même période de l'année 2012), après avoir culminé à 7,9 milliards d'euros sur toute l'année 2012 (+16,8% par rapport à l'année 2011). Toutefois la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro continue à peser sur les exportations luxembourgeoises qui sont en recul de 8% à 5,2 milliards au premier semestre de 2013, après avoir déjà chuté de 9,7% (à 10,9 milliards d'euros) sur toute l'année 2012. En revanche, soutenues notamment par l'acquisition du matériel de transport, les importations n'ont baissé qu'à un rythme relativement faible au premier semestre de 2013 (-3% à 9 milliards) et sur l'année 2012 (-0,2% à 18,8 milliards).

Les indices moyens des prix montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation (-1,7% en 2012 et -3,3% au premier trimestre 2013) par rapport aux importations (+2% en 2012 et -0,8% au premier trimestre 2013). En conséquence, les termes de l'échange ont poursuivi leur détérioration (-3,6% en 2012, et -2,5% au premier trimestre 2013), contribuant ainsi, outre les importations exceptionnelles de matériel de transport, à la dégradation du solde commercial. Quant aux indices moyens des volumes du commerce, ils montrent une importante chute des volumes à l'exportation (-8,6% au premier trimestre 2013, après -8% en 2012) par rapport aux volumes à l'importation (-3,4% au premier trimestre 2013 et -2% en 2012).

Au premier semestre de 2013 et même au cours de l'année 2012, les exportations se sont contractées dans presque toutes les catégories de biens. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, ont subi un net ralentissement de leur croissance depuis la seconde moitié de l'année 2011 en enregistrant même un recul au dernier trimestre 2011 (-2%). Sur toute l'année 2012 et sur les six premiers mois de 2013, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté respectivement de 13,6% et de 8%. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique d'ailleurs que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 11% sur toute l'année 2012 et de 7% au premier semestre de 2013. Les exportations à destination d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) ont largement baissé (-12,6%) en 2012 mais sont en progression (+6%) au premier semestre de 2013. Les livraisons vers l'Asie ont par contre connu une évolution inverse: après avoir fortement progressé en 2012 (+22%), elles ont largement reculé au premier semestre de 2013.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 8 % au premier semestre de 2013, après avoir progressé de 9 % sur toute l'année 2012. Les achats du matériel de transport (aéronefs et satellite), qui ont déjà largement contribué au creusement du déficit commercial en 2012, sont en hausse de 4 % au premier semestre de 2013.

Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (84 % de toutes les importations) ont poursuivi leur contraction : -4 % au premier semestre de 2013, après -3 % sur toute l'année 2012. Sous l'effet notamment d'acquisition d'aéronefs évoqués ci-dessus, les importations en provenance des Etats-Unis se sont une nouvelle fois accrues au premier semestre de 2013, après les fortes hausses de 2012 et 2011.

Tableau 23 :

Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

| PÉRIODE | EXPORTATIONS | | IMPORTATIONS | | SOLDE | |
|-----------------------|--------------|-----------|--------------|-----------|----------|-----------|
| | VALEUR | VARIATION | VALEUR | VARIATION | VALEUR | VARIATION |
| 2003 | 8 833,7 | -1,9 % | 12 108,8 | -1,4 % | -3 275,1 | 0,1 % |
| 2004 | 9 785,2 | 10,8 % | 13 677,3 | 13,0 % | -3 892,1 | 18,8 % |
| 2005 | 10 177,6 | 4,0 % | 14 399,4 | 5,3 % | -4 221,8 | 8,5 % |
| 2006 | 11 144,1 | 9,5 % | 15 714,7 | 9,1 % | -4 570,6 | 8,3 % |
| 2007 | 11 945,9 | 7,2 % | 16 470,5 | 4,8 % | -4 524,6 | -1,0 % |
| 2008 | 11 987,5 | 0,3 % | 17 515,7 | 6,3 % | -5 528,2 | 22,2 % |
| 2009 | 9 250,2 | -22,8 % | 13 799,2 | -21,2 % | -4 549,0 | -17,7 % |
| 2010 | 10 785,4 | 16,6 % | 16 421,9 | 19,0 % | -5 636,5 | 23,9 % |
| 2011 | 12 089,2 | 12,1 % | 18 872,6 | 14,9 % | -6 783,4 | 20,3 % |
| 2012 | 10 921,4 | -9,7 % | 18 841,9 | -0,2 % | -7 920,5 | 16,8 % |
| 1 ^{er} trim. | 2 929,7 | -7,2 % | 4 668,0 | 5,3 % | -1 738,2 | 36,1 % |
| 2 ^e trim. | 2 746,4 | -10,6 % | 4 691,3 | 1,8 % | -1 944,9 | 26,7 % |
| 3 ^e trim. | 2 667,4 | -11,8 % | 4 475,7 | -7,0 % | -1 808,3 | 1,0 % |
| 4 ^e trim. | 2 577,8 | -9,2 % | 5 006,9 | -0,2 % | -2 429,1 | 11,4 % |
| 2013 | | | | | | |
| 1 ^{er} trim. | 2 574,1 | -12,1 % | 4 504,6 | -3,5 % | -1 930,5 | 11,1 % |
| 2 ^e trim. | 2 644,8 | -3,7 % | 4 537,4 | -3,3 % | -1 892,6 | -2,7 % |

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements**1.2.8.1 Le compte courant**

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un léger excédent de 180 millions d'euros au premier trimestre 2013, contre un surplus de 435 millions d'euros au même trimestre de 2012. Alors que le déficit commercial ne s'est accru que légèrement (+3 % à 1,6 milliard d'euros), le déficit structurel des revenus d'investissements s'est accentué de manière sensible, sous l'effet d'une importante hausse des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. Par ailleurs, l'amélioration du surplus de la balance des services et la résorption du déficit des transferts courants n'ont pas suffi à neutraliser les évolutions négatives des revenus et des marchandises (dans une moindre mesure), entraînant ainsi cette baisse sensible (-59 %) de l'excédent courant.

Dans la balance des marchandises, la hausse (+11 %) du déficit du commerce général (voir section ci-dessus) a été compensée en grande partie par l'augmentation de l'excédent des ventes de carburant aux professionnels routiers non-résidents et par une réduction des achats nets d'or non-monétaire. L'accroissement du déficit des revenus, qui atteint 4,3 milliards d'euros au premier trimestre 2013, est dû dans une moindre mesure à une hausse (+4 % à 1,8 milliard) de la rémunération nette des frontaliers et surtout à une importante hausse (48 % à 2,5 milliards) des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. Par contre, le déficit des transferts courants a poursuivi sa résorption (-38 % à 152 millions d'euros), suite notamment au niveau relativement bas du taux de refinancement, qui a entraîné une baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

La balance des services a enregistré une amélioration (+10 %) de son excédent, qui a atteint 6,3 milliards d'euros au premier trimestre 2013. Dans les différentes catégories de services, le surplus du transport des marchandises et celui des voyages continuent à se détériorer (-10 % et -11 % respectivement). En revanche, les exportations nettes de services financiers enregistrent encore une croissance positive (+6 % à 4 milliards au premier trimestre 2013). Toutefois, en comparaison avec les taux de progression à deux chiffres enregistrés au cours des trois précédentes années, la croissance de l'excédent des services financiers est toujours en net ralentissement, suite à l'incertitude sur les marchés financiers. Les surplus des autres services, notamment les services de communication et les services aux entreprises (audit et conseil) connaissent également une évolution positive.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements de portefeuille et les produits dérivés (dans une moindre mesure) se sont soldés par des entrées nettes de 19 milliards d'euros au premier trimestre 2013. Ces entrées nettes ont été à due concurrence compensées par des sorties nettes dans les flux d'investissements directs et d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), de sorte que le solde du compte financier s'est avéré quasiment nul.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, les entrées nettes se sont nettement réduites au premier trimestre 2013 en atteignant 18 milliards d'euros, contre 53 milliards au même trimestre de 2012. Les non-résidents ont pourtant accru leurs investissements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) à concurrence de 67 milliards d'euros au premier trimestre 2013 contre 35 milliards au même trimestre de 2012. En ce qui concerne les titres de créance, les non-résidents ont en revanche largement réduit leurs placements dans les titres luxembourgeois (10 milliards au premier trimestre 2013 contre 57 milliards au même trimestre de 2012). Au total les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois ont rapporté 77 milliards d'euros au premier trimestre 2012, contre 92 milliards au même trimestre de 2012.

Après les ventes nettes de titres étrangers au second semestre 2011 (à concurrence de 93 milliards, dont 53 milliards d'actions), au cours de l'année 2012 et au premier trimestre 2013, les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers. Ces placements ont ainsi atteint 59 milliards d'euros au premier trimestre 2013, contre 39 milliards au même trimestre de 2012. Les résidents ont ainsi repris leurs achats d'actions étrangères en y investissant 25 milliards d'euros au premier trimestre 2013, contre 5 milliards au même trimestre de 2012. En ce qui concerne les titres de dette, les résidents ont maintenu, au premier trimestre 2013, leurs achats de titres étrangers au même niveau qu'au début de l'année 2012, en y plaçant 33 milliards d'euros.

Les flux d'investissements directs (IDE) luxembourgeois à l'étranger se sont accrus au premier trimestre 2013, en s'établissant à 27 milliards d'euros contre près de 10 milliards au même trimestre

de 2012. Par contre, les flux d'investissements directs en provenance de l'étranger se sont réduits à 11 milliards au premier trimestre 2013, contre 19 milliards au même trimestre de 2012. Cette évolution négative n'est pas forcément liée à la faiblesse de l'activité économique réelle ni même à une baisse de l'attractivité du Luxembourg. En effet, la ventilation sectorielle des flux d'IDE du Luxembourg montre que près de 90% des flux bruts (et même des stocks, voir section ci-dessous sur la position extérieure) sont effectués via des entités à vocation spéciale (essentiellement des SOPARFI) et qu'ils sont en transit. Le poids de ces sociétés est lié à la restructuration ou à l'organisation interne des grands groupes internationaux à des fins notamment d'optimisation fiscale.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 2,8 milliards sont liées à une hausse des avoirs nets des IFMs.

Tableau 24 :

Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros¹⁾)

| UNITÉ ¹⁾ : MILLION EUR | JANVIER - MARS 2012 | | | JANVIER - MARS 2013 | | |
|---|---------------------|---------------|----------------|---------------------|---------------|----------------|
| | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE |
| COMPTE COURANT | 45 745 | 45 310 | 435 | 48 714 | 48 534 | 180 |
| Marchandises | 3 201 | 4 812 | -1 611 | 3 100 | 4 759 | -1 658 |
| Services | 13 195 | 7 499 | 5 696 | 14 435 | 8 153 | 6 282 |
| Revenus | 27 999 | 31 408 | -3 409 | 29 777 | 34 069 | -4 291 |
| Transferts courants | 1 350 | 1 590 | -240 | 1 401 | 1 553 | -152 |
| COMPTE DE CAPITAL | 13 | 70 | -57 | 9 | 124 | -114 |
| | Avoirs | Engagements | Net | Avoirs | Engagements | Net |
| COMPTE FINANCIER²⁾ | | | -387 | | | 57 |
| Investissements directs³⁾ | -9 560 | 28 271 | 18 711 | -27 253 | 11 345 | -15 908 |
| Opérations en capital et bénéfices réinvestis | -13 687 | 37 309 | 23 622 | -22 681 | 19 337 | -3 344 |
| Autres opérations, Prêts intragroupes | 4 127 | -9 038 | -4 911 | -4 572 | -7 992 | -12 564 |
| Investissements de portefeuille | -38 908 | 92 376 | 53 468 | -59 099 | 77 096 | 17 997 |
| Titres de participation | -5 580 | 35 554 | 29 974 | -25 562 | 66 939 | 41 376 |
| Titres de créance | -33 328 | 56 822 | 23 494 | -33 536 | 10 157 | -23 379 |
| Obligations | -28 913 | 41 454 | 12 541 | -26 796 | 11 176 | -15 621 |
| Instrument du marché monétaire | -4 415 | 15 367 | 10 953 | -6 740 | -1 019 | -7 759 |
| Produits financiers dérivés | | | -392 | | | 813 |
| Autres investissements | -114 142 | 41 995 | -72 148 | -62 854 | 60 054 | -2 800 |
| Avoirs de réserve | | | -26 | | | -44 |
| ERREURS ET OMISSIONS | | | 9 | | | -123 |

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.


²⁾ Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

³⁾ Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

Source : BCL/STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au quatrième trimestre de 2012, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont progressé de 229 milliards d'euros (+4%) pour atteindre 5 895 milliards d'euros à la fin du premier



trimestre de 2013. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont accrus de 221 milliards, une hausse légèrement inférieure à celle des avoirs extérieurs, en s'établissant à 5 823 milliards d'euros à fin mars 2013. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 8 milliards d'euros (+13%) en atteignant 72 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2013 contre 64 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2012.

L'amélioration de la position extérieure nette du Luxembourg, entre le quatrième 2012 et le premier trimestre 2013, résulte exclusivement d'un effet positif de valorisation (8 milliards). Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est amélioré de 32 milliards à 318 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2013. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a baissé de 5 milliards à 229 milliards d'euros tandis que celui des produits dérivés a reculé de 1,2 milliard à 10,6 milliards. Le déficit d'investissements de portefeuille s'est quant à lui alourdi de 17 milliards en atteignant 486 milliards à la fin du premier trimestre 2013.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 2 176 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2013, enregistrant une hausse de 50 milliards, dont 27 milliards correspondent aux flux de nouveaux investissements à l'étranger et le reste aux effets positifs de valorisation. De même, le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 859 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2013, soit une hausse de 18 milliards (dont 11 milliards de nouveaux flux entrants et 7 milliards d'effet positif de valorisation). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs se concentrent à plus de 90% sur les SOPARFI. Pour rappel, le poids important de ce type de sociétés est lié à la restructuration ou à l'organisation interne des grands groupes internationaux.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 17 milliards, pour atteindre un déficit de 486 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2013. Cette évolution est exclusivement imputable à l'impact négatif des flux financiers nets (les entrées de capitaux étant largement supérieures aux sorties), les effets de valorisation s'étant entièrement compensés. La valeur des titres étrangers détenus par les résidents s'établit à 2 454 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2013 contre 2 321 milliards fin décembre 2012. Cette hausse de 133 milliards entre les deux périodes s'explique à la fois par un effet-flux positif (acquisitions nettes à concurrence de 59 milliards) et par un effet positif de revalorisation (74 milliards ou 3% de l'encours initial). Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont également subi un effet-flux positif (achats nets de 77 milliards, essentiellement des parts d'OPC). Les effets de valorisation se sont de même avérés positifs (+73 milliards ou 3% de l'encours initial). La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit ainsi à 2 940 milliards à fin mars 2013, contre 2 790 milliards à fin décembre 2012.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) s'est réduite de 5 milliards à 229 milliards à la fin du premier trimestre 2013. Cette baisse résulte d'un effet flux positif (+3 milliards) amputé plus que proportionnellement par un effet négatif de change (-8 milliards).

L'encours de créances, qui atteint 1 110 milliards à la fin du premier trimestre 2013, s'est accru de 36 milliards, après avoir subi un effet négatif de change (-27 milliards). L'encours d'engagements s'accroît en revanche de 41 milliards (subissant également un effet négatif de change de 19 milliards) pour atteindre 881 milliards à fin mars 2013. A la fin du premier trimestre 2013, la position créditrice de toutes les institutions financières monétaires s'établit à 200 milliards d'euros, dont 107 milliards correspondent à la contribution de la BCL (solde TARGET en grande partie).

Tableau 25 :

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards d'euros)

| | ENCOURS À FIN 2012Q4 ²⁾ | FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT ¹⁾ | VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS ¹⁾ | ENCOURS À FIN 2013Q1 ²⁾ |
|--|---------------------------------------|--|---|---------------------------------------|
| Position extérieure nette | 64,0 | 0,1 | 8,3 | 72,4 |
| Avoirs extérieurs bruts | 5 666,4 | 153,2 | 76,0 | 5 895,5 |
| Engagements extérieurs bruts | 5 602,4 | 153,3 | 67,5 | 5 823,1 |
| Investissements directs | 285,6 | 15,9 | 16,2 | 317,7 |
| Luxembourgeois à l'étranger | 2 125,8 | 27,3 | 23,3 | 2 176,3 |
| Etrangers au Luxembourg | 1 840,1 | 11,3 | 7,1 | 1 858,6 |
| Investissements de portefeuille | -468,7 | -18,0 | 0,7 | -486,0 |
| Titres étrangers | 2 321,5 | 59,1 | 74,0 | 2 454,5 |
| Titres de participation | 915,9 | 25,6 | 54,2 | 995,6 |
| Titres de créance | 1 405,5 | 33,5 | 19,8 | 1 458,9 |
| Titres luxembourgeois | 2 790,2 | 77,1 | 73,3 | 2 940,5 |
| Titres de participation | 2 211,9 | 66,9 | 67,6 | 2 346,4 |
| Titres de créance | 578,2 | 10,2 | 5,7 | 594,1 |
| Produits dérivés | 11,8 | -0,8 | -0,4 | 10,6 |
| Créances | 144,5 | 3,9 | 5,5 | 153,9 |
| Engagements | 132,7 | 4,8 | 5,9 | 143,3 |
| Autres investissements | 234,6 | 2,8 | -8,0 | 229,4 |
| Créances | 1 074,0 | 62,9 | -26,8 | 1 110,0 |
| Engagements | 839,4 | 60,1 | -18,8 | 880,7 |
| Avoirs de réserve | 0,75 | 0,04 | -0,04 | 0,76 |

¹⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

²⁾ Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL

1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique «comptes financiers» englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passif financiers, les gains et les pertes de détention, ainsi que les autres changements des actifs et passifs financiers.

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques³⁰ et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier³¹. Pour chaque secteur, le patrimoine financier net résulte de la différence entre le total des actifs et le total des engagements financiers.

La variation des patrimoines financiers nets entre le début et la fin d'un trimestre résulte d'une part des *transactions financières* effectuées au cours de la période et d'autre part des *autres variations*, qui se composent principalement des variations de prix et de cours de change. Dans son acception plus

30 Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

31 Numéraire et dépôts, crédits, titres à revenus fixes, actions et participations, parts d'organismes de placement collectif, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer/à recevoir.

spécifique, le terme 'comptes financiers' désigne l'enregistrement des transactions financières. Ainsi, les comptes financiers mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne, ou trouvent les ressources nécessaires pour financer leur déficit.

L'analyse détaillée se limite ici au secteur des ménages et des sociétés non-financières. Les évolutions conjoncturelles récentes des autres secteurs sont analysées en détail dans d'autres parties de la présente publication.

Tableau 26:

Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois ¹⁾²⁾

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

| | 12-2010 | 12-2011 | 12-2012 | TRANSACTIONS | AUTRES VARIATIONS | 03-2013 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|
| Actifs financiers | 54 935 | 54 378 | 58 773 | 1 090 | 352 | 60 215 |
| Numéraire et dépôts | 27 643 | 29 118 | 30 325 | 415 | 15 | 30 755 |
| Titres autres qu'actions | 7 854 | 5 933 | 5 510 | -135 | 14 | 5 389 |
| Crédits | 276 | 265 | 258 | -2 | 0 | 256 |
| Actions et autres participations | 11 989 | 11 328 | 13 327 | 330 | 302 | 13 959 |
| Provisions techniques d'assurances | 7 173 | 7 734 | 9 353 | 482 | 21 | 9 856 |
| Passifs financiers | 21 187 | 23 024 | 24 478 | 384 | -1 | 24 861 |
| Crédits | 21 187 | 23 024 | 24 478 | 384 | -1 | 24 861 |
| dont : Court terme (moins d'un an) | 897 | 899 | 986 | -40 | 0 | 946 |
| dont : Long terme (plus d'un an) | 20 289 | 22 125 | 23 492 | 424 | -1 | 23 915 |
| Patrimoine financier net | 33 749 | 31 354 | 34 295 | 706 | 353 | 35 354 |

Source : BCL

¹⁾ Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

²⁾ Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (51 % du total fin mars 2013) et d'actions, parts d'OPC et autres participations (23%). Au cours du premier trimestre de 2013, les ménages ont investi dans tous les types d'instruments, excepté les 'titres à revenu fixe', pour lesquels des transactions négatives sont enregistrées (-135 millions d'euros). Au cours du trimestre sous revue, les effets de marché se sont avérés globalement positifs. Au final, les avoirs totaux ont augmenté, passant de 58 773 millions d'euros en décembre 2012 à 60 215 millions d'euros en mars 2013.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du premier trimestre de 2013, l'encours des crédits à long terme a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006. Par contre, l'encours des crédits à court terme a légèrement diminué (-40 millions d'euros).

Tel qu'il ressort du tableau ci-dessus, les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages ont enregistré une capacité de financement s'élevant à 706 millions d'euros au premier trimestre de 2013. Combiné à un effet de marché favorable de 353 millions d'euros, ce surplus s'est traduit par une augmentation de la valeur du patrimoine financier net, qui est passée de 34 295 millions d'euros fin décembre 2012 à 35 354 millions d'euros fin mars 2013.

Tableau 27 :

Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises ¹⁾

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

| | 12-2010 | 12-2011 | 12-2012 | TRANSACTIONS | AUTRES VARIATIONS | 03-2013 |
|---|---------|---------|----------------|---------------|-------------------|----------------|
| Actifs financiers | - | - | 509 594 | 9 837 | 111 | 519 542 |
| Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire | - | - | 45 258 | 1 168 | 0 | 46 426 |
| Titres autres qu'actions | 2 416 | 3 125 | 2 886 | 242 | -10 | 3 118 |
| Crédits | - | - | 160 822 | 4 052 | 0 | 164 874 |
| Actions et autres participations | 244 308 | 251 016 | 290 119 | 4 109 | 121 | 294 349 |
| dont: Actions cotées | 2 038 | 1 210 | 1 125 | -77 | 102 | 1 150 |
| dont: Actions non cotées et autres participations | 240 238 | 248 456 | 287 508 | 4 392 | 1 | 291 901 |
| dont: Parts d'OPC | 2 032 | 1 351 | 1 486 | -206 | 18 | 1 298 |
| Autres | 4 242 | 4 426 | 10 509 | 266 | 0 | 10 775 |
| Passifs financiers | - | - | 607 946 | 10 527 | -2 355 | 616 118 |
| Titres autres qu'actions | 17 818 | 18 063 | 22 523 | -1 388 | 862 | 21 997 |
| Crédits | - | - | 224 779 | 5 781 | -1 | 230 559 |
| Actions et autres participations | 275 635 | 262 152 | 324 934 | 5 299 | -3 217 | 327 016 |
| dont: Actions cotées | 73 118 | 51 442 | 50 063 | 1 311 | -6 411 | 44 963 |
| dont: Actions non cotées et autres participations | 202 517 | 210 710 | 274 871 | 3 988 | 3 194 | 282 053 |
| Autres comptes à payer | 22 643 | 24 414 | 35 710 | 835 | 1 | 36 546 |
| Patrimoine net financier | - | - | -98 352 | -690 | 2 466 | -96 576 |

Source : STATEC / BCL

¹⁾ Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

²⁾ Les comptes financiers du Luxembourg sont toujours en développement. Ils constituent une statistique qui n'est pas stabilisée et par conséquent sujette à des révisions qui peuvent être importantes. C'est particulièrement le cas du secteur des sociétés non financières, pour lequel les données doivent être analysées avec précaution. Certaines séries, comme les crédits et les participations, doivent être considérées comme provisoires.

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (57% du total des avoirs à la fin mars 2013) et de crédits (32%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements nets pour la plupart des instruments financiers recensés, mais de transactions nettes faiblement négatives dans le cas des actions (-77 millions d'euros) et des parts d'OPC (-206 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages, les effets de marché se sont avérés globalement positifs. Au total, les actifs se sont accrus, pour atteindre 519 542 millions fin mars 2013.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (53% du total du passif à la fin mars 2013) et par l'emprunt (37%). L'émission d'obligations, qui ne représente que 4% des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Au cours du premier trimestre de 2013, des transactions nettes positives sont observées pour tous les instruments, excepté pour les titres à revenu fixe. En janvier 2013, ArcelorMittal a procédé à une augmentation de sa capitalisation boursière pour un montant de 1,3 milliard d'euros. Cette opération est rapportée dans la rubrique 'actions cotées'. Les effets de marché ont eu un impact positif sur tous les instruments, excepté sur les actions cotées, en raison des effets de prix négatifs enregistrés par deux titres phares de la Bourse de Luxembourg (ArcelorMittal et RTL Group). Au total, les engagements se sont accrus de 1,3% entre décembre 2012 et mars 2013, pour atteindre 616 118 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le premier trimestre de l'année 2013 avec un besoin de financement de 690 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change favorable de 2 466 millions d'euros. Ces effets combinés ont conduit à une amélioration de la valeur nette du patrimoine financier qui s'élevait, fin mars, à -96 576 millions d'euros.

1.2.11 Les finances publiques

Le Ministère des Finances a diffusé le 19 juillet 2013 un état des lieux de l'évolution des finances de l'Administration centrale au cours du premier semestre de 2013. Cet état des lieux est synthétisé dans le tableau ci-joint, qui a été élaboré par les autorités en conformité avec le système comptable européen SEC 95.

Ce tableau suggère que la situation budgétaire de l'Administration centrale s'est significativement dégradée au cours des six premiers mois de 2013 par rapport à la période correspondante de 2012. Cette détérioration résulte d'une faible croissance des recettes, qui affichent une augmentation de 1,6 % par rapport au premier semestre de 2012. Quant aux dépenses, celles-ci sont en augmentation de 4,9 % sur la même période. Il en résulterait donc un déficit de l'Administration centrale de 594,5 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2013, à comparer avec un déficit de 369,4 millions d'euros au cours des mêmes mois de 2012.

Tableau 28:

Evolution des dépenses et des recettes de l'Administration centrale (SEC 95)

| | SITUATION À LA FIN JUIN | | | |
|--|-------------------------|----------------|--------------|------------|
| | 2012 | 2013 | VARIATION | |
| | | | EN MILLIONS | EN % |
| Dépenses | | | | |
| 1. Consommation intermédiaire | 449,1 | 460,2 | 11,0 | 2,5 |
| 2. Formation de capital fixe | 419,2 | 374,5 | -44,7 | -10,7 |
| 3. Rémunération des salariés | 1 244,0 | 1 314,7 | 70,7 | 5,7 |
| 4. Subventions (Services publics d'autobus, logement,...) | 337,6 | 343,1 | 5,5 | 1,6 |
| 5. Revenus de la propriété (intérêts débiteurs) | 14,5 | 1,4 | -13,1 | -90,0 |
| 6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...) | 598,5 | 621,5 | 23,1 | 3,9 |
| 7. Prestations sociales en nature | 20,9 | 19,7 | -1,3 | -6,1 |
| 8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes) | 3 342,8 | 3 601,0 | 258,2 | 7,7 |
| 9. Transferts en capital | 207,7 | 232,2 | 24,5 | 11,8 |
| 10. Corrections sur actifs non financiers non produits | 1,2 | -5,5 | -6,7 | -554,0 |
| Dépenses totales | 6 635,50 | 6 962,7 | 327,2 | 4,9 |
| Recettes | | | | |
| 11. Impôts sur la production | 2 637,3 | 2 788,6 | 151,3 | 5,7 |
| 12. Impôts courants sur le revenu | 2 880,2 | 2 858,4 | -21,8 | -0,8 |
| 13. Autres recettes | 748,7 | 721,3 | -27,4 | -3,7 |
| Recettes totales | 6 266,1 | 6 368,3 | 102,2 | 1,6 |
| Solde | -369,4 | -594,5 | - | - |

Source : Ministère des Finances.

Note: Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros

Plusieurs remarques peuvent être faites à la lumière de ces chiffres :

Les dépenses de l'Administration centrale ont augmenté de quelque 4,9 % au premier semestre par rapport à la période correspondante de 2012, soit un rythme plus élevé qu'annoncé lors de l'établissement du projet de budget 2013 (dépenses en hausse de 2,8 % en 2013 par rapport aux comptes 2012³²). Les «Autres transferts courants» (pensions, maladie, famille et communes), les prestations sociales en

32 Croissance entre le montant prévu dans le budget 2013 et les comptes de 2012.

espèces (chômage, RMG) et la rémunération des salariés ont enregistré des hausses de respectivement 7,7 %, 3,9 % et 5,7 % par rapport au premier semestre de l'année 2012. La croissance des transferts courants destinés à la sécurité sociale s'explique principalement par l'augmentation de la masse salariale.

Les recettes ont progressé de 1,6 % par rapport au premier semestre de 2012. Cette faible croissance des recettes par rapport aux prévisions du budget de l'Etat, qui laissaient augurer une progression de 4 %³³, traduit notamment le ralentissement de l'activité économique.

Les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités, l'impôt commercial communal et les recettes de l'impôt sur les revenus de capitaux ont baissé de respectivement 18,5 %, 19,8 % et 19 % par rapport à la même période de 2012. Cette évolution négative s'explique par un recouvrement d'arriérés de moins en moins important.

Ces baisses ont pu être compensées en partie par une hausse du produit de l'impôt sur les traitements et salaires des personnes physiques (10,4 %) et par une augmentation de 61,5 % de l'impôt de solidarité. Le dynamisme de ces recettes s'explique par une augmentation de la masse salariale mais également par les mesures prises dans le budget 2013 (notamment la réduction du forfait kilométrique et l'augmentation de 2 points de pourcentage de la contribution de solidarité). La hausse des marchés boursiers se fait ressentir sur les recettes de la taxe d'abonnement, qui augmentent de 15 % par rapport au premier semestre de l'année 2012.

Quant à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), elle a enregistré une hausse de 14,6 % dans son ensemble, attribuable en grande partie au commerce électronique. Or en vertu d'un changement dans la législation d'origine européenne (VAT package³⁴), ces recettes liées au commerce électronique seront amenées à disparaître à partir de 2015, entraînant par la même occasion un manque à gagner pour l'Etat estimé aujourd'hui à environ 700 millions d'euros par année, soit 1,4 % du PIB, selon la 14^{ème} actualisation du Programme de stabilité et de croissance.

S'il est encore trop tôt pour tirer des conclusions concernant l'exercice budgétaire de 2013, force est de constater que les chiffres annoncés vont dans la même direction que les estimations faites par la BCL qui, dans ses projections de juin 2013, tablait sur un déficit de l'Administration centrale pour 2013 de l'ordre de 1 milliard d'euros. Même abstraction faite d'une croissance économique faible, le compte de l'Administration centrale accuse normalement un déficit au cours du second semestre. On peut donc raisonnablement prévoir un déficit proche du milliard d'euros pour l'année 2013 dans son ensemble.

Le gouvernement qui sortira des élections prévues le 20 octobre 2013 sera contraint d'entreprendre de nouvelles mesures de consolidation d'ampleur plus importante que celles proposées à ce jour. Il s'imposera en effet de compenser la perte programmée des recettes de TVA. En outre, des efforts devront être réalisés si, comme énoncé dans le Programme de Stabilité d'avril 2013, le Gouvernement veut atteindre son objectif d'un retour à l'équilibre à l'horizon de 2016-2017.

En ce qui concerne l'évolution de la dette publique, le gouvernement a émis au début du mois de juillet 2013 une émission obligataire d'un montant de 2 milliards d'euros assorti d'un « coupon » de 2,125 %.

Cette émission fait suite à celle déjà réalisée en mars de cette année et qui portait sur un montant de 750 millions d'euros assorti d'un « coupon » de 2,25 %. Au total la dette émise par le gouvernement en 2013 atteint 2,75 milliards d'euros, soit 6,1 % du PIB [de 2012].

33 Croissance entre le montant prévu dans le budget 2013 et les comptes de 2012.

34 Selon le « VAT package », le Luxembourg pourra garder 30 % des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15 % de ces recettes en 2017 et 2018.

En tenant compte de ces deux émissions et d'un refinancement intégral de l'emprunt de 2 milliards d'euros émis en 2008 et arrivant à échéance en décembre 2013, le ratio de la dette des Administrations publiques par rapport au PIB serait de l'ordre de 25,7% du PIB à la fin de l'année 2013 (du moins en l'absence de revente d'éléments du patrimoine de l'Etat).

Rappelons que dans ces projections de juin la BCL projetait un niveau de dette équivalent à 23,5% du PIB à la fin de l'année 2013. Un scénario alternatif avait également été envisagé dans l'hypothèse où l'emprunt arrivant à échéance à la fin de l'année 2013 ne serait pas refinancé.

Dans ce contexte de dégradation continue des finances publiques luxembourgeoises, il reste à ajouter que la procédure pour le budget 2014 ne suivra pas son cours habituel en raison des élections législatives anticipées du 20 octobre. Le Ministre des Finances, Luc Frieden, a déclaré que le ministère continuera à préparer le projet de budget d'un point de vue technique mais ce dernier ne sera pas déposé à la Chambre des Députés début octobre. Il incombera au nouveau gouvernement issu des élections d'octobre d'élaborer le budget 2014. A défaut d'un budget, les dépenses courantes des mois de janvier, février et en cas de nécessité mars 2014 pourraient faire l'objet d'un budget mensuel prévu par la loi pour de telles situations (12^{ème} provisoire)³⁵. Par ailleurs, en raison du semestre européen coordonnant les politiques budgétaires au sein de l'Union sur base d'un agenda commun, le déroulement du projet de budget 2014 devra être discuté avec la Commission européenne.

Le patrimoine financier des Administrations publiques

Tableau 29:

Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises ¹⁾

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

| | 12-2010 | 12-2011 | 12-2012 | TRANSACTIONS | AUTRES VARIATIONS | 03-2013 |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|
| Actifs financiers | 32 119 | 31 248 | 35 140 | 15 | -36 | 35 119 |
| Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire | 5 325 | 4 861 | 4 953 | 191 | 0 | 5 144 |
| Titres autres qu'actions | 216 | 255 | 217 | -15 | -2 | 200 |
| Crédits | 864 | 955 | 1 268 | 16 | 0 | 1 284 |
| Actions et autres participations | 20 022 | 19 500 | 22 962 | 312 | -46 | 23 228 |
| Autres comptes à recevoir | 5 692 | 5 677 | 5 740 | -489 | 12 | 5 263 |
| Passifs financiers | 11 338 | 12 121 | 13 951 | 841 | -44 | 14 748 |
| Numéraire et dépôts | 207 | 221 | 237 | 3 | -1 | 239 |
| Titres autres qu'actions à long terme | 4 131 | 4 296 | 5 456 | 750 | -56 | 6 150 |
| Crédits | 3 752 | 3 859 | 4 274 | 56 | 1 | 4 331 |
| Autres comptes à payer | 3 248 | 3 745 | 3 984 | 32 | 12 | 4 028 |
| Patrimoine net financier | 20 781 | 19 127 | 21 189 | -826 | 8 | 20 371 |

Source : STATEC / BCL

¹⁾ Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Ils peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

35 Un projet de loi a été déposé à la Chambre des Députés par le Ministre des Finances le 22 juillet. Ce projet de loi vise à renforcer le cadre légal luxembourgeois dans le domaine des finances publiques, prévoyant notamment de « mettre en place une procédure budgétaire qui sera mise en vigueur si le budget de l'Etat n'est pas approuvé par le Parlement avant le 1 janvier de l'année à laquelle le budget s'applique ».

Les actifs et passifs financiers de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises (Etat central, Administrations locales et sécurité sociale) sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC1995.

Les actifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (66% du total des actifs en mars 2013), de dépôts (15%) et d'autres comptes à recevoir (15%). Le portefeuille d'actions, parts d'OPC et participations inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'Etat dans différentes sociétés financières et non-financières.

Au cours du premier trimestre 2013, les avoirs totaux des Administrations publiques se sont légèrement contractés, principalement sous l'effet d'une réduction du poste 'autres comptes à recevoir'. Par contre, les rubriques 'actions et participations' et 'dépôts' ont enregistré des transactions nettes positives, respectivement de 312 et 191 millions d'euros. Les effets de marché se sont avérés très légèrement négatifs. Au total, les actifs financiers sont passés de 35 140 millions d'euros fin décembre 2012 à 35 119 millions d'euros fin mars 2013, enregistrant ainsi une diminution de 21 millions d'euros.

Du côté des engagements, les Administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres (42% du total du passif) et le crédit auprès d'institutions bancaires locales (29%). Le poste 'numéraire et dépôts' enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (239 millions d'euros fin mars 2013). Au cours du premier trimestre 2013, l'Etat a émis une nouvelle obligation d'une valeur nominale de 750 millions d'euros. Ce titre a une maturité de 15 ans assorti d'un coupon de 2,25%. Au cours des dernières années, la Trésorerie a émis successivement, en novembre 2008, mai 2010 et mars 2012, trois autres obligations pour un montant nominal total de 5 milliards d'euros. Aux prix du marché, toutes ces émissions cumulées valaient 6 150 millions d'euros à la fin mars 2013.

Notons que début juillet, la Trésorerie a émis un nouvel emprunt obligataire à 10 ans d'un montant de 2 milliards d'euros assorti d'un coupon de 2,125%, comme indiqué ci-dessus. Cette nouvelle émission apparaîtra dans les statistiques portant sur le troisième trimestre de 2013.

Au final, au premier trimestre de 2013, le solde des comptes financiers des Administrations publiques a enregistré un besoin de financement de 826 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net s'est contracté, pour atteindre 20 371 millions d'euros fin mars 2013.