

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>14</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	14
1.1.2	Les marchés obligataires	14
1.1.3	Le marché des actions	15
1.1.4	Le marché des changes	16
1.1.5	Les prix à la consommation	17
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	19
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	20
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	Les prix et les coûts	21
1.2.2	Le marché du travail	31
1.2.3	Les activités sectorielles	41
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	67
1.2.5	La croissance économique	69
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2013	71
1.2.7	Le commerce extérieur	73
1.2.8	La balance des paiements	74
1.2.9	La position extérieure globale	76
1.2.10	Les comptes financiers	78
1.2.11	Les finances publiques	81
1.2.12	Le patrimoine financier des Administrations publiques	82
	<u>Encadré 1</u>	
	Productivité par heure travaillée: contributions sectorielles et effets structurels	28
	<u>Encadré 2</u>	
	Impact statistique des mesures pour l'emploi	38
	<u>Encadré 3</u>	
	Crédits hypothécaires selon le statut d'emploi et l'utilisation	44
	<u>Encadré 4</u>	
	L'évolution des crédits au secteur privé	53

# 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

## 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 premier trimestre 2014. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 0,25%, tandis que les taux de la facilité de dépôts et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,00% et 0,75%.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il continue de prévoir 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 est fondée sur le maintien à moyen terme de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie, du niveau élevé des capacités inutilisées et de l'atonie de la création de monnaie et de crédit.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume a progressé de 0,3% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2013, après avoir augmenté de 0,1% au troisième trimestre 2013. En 2014, l'activité économique dans la zone euro devrait se redresser à un rythme modéré. Ce scénario ressort des **projections macroéconomiques** établies en mars 2014 par les services de la BCE, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre 0,8% et 1,6% en 2014, entre 0,4% et 2,6% en 2015 et entre 0,7% et 2,9% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en décembre 2013 par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume prévue pour 2014 a fait l'objet d'une légère révision à la hausse.

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 0,8% en février, inchangée par rapport aux deux mois précédents. Les projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 1,0% en 2014, de 1,3% en 2015 et de 1,5% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2013 réalisées par les services de l'Eurosystème, la prévision d'inflation pour 2014 a été légèrement revue à la baisse.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 1,2% en janvier 2014, après 1,0% en décembre et 1,5% en novembre 2013. 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 -1,7% en janvier 2014, après -2,0% en décembre et -1,4% en novembre 2013. Le taux de progression annuel des créances sur les administrations publiques a augmenté à 0,2% en janvier 2014, après -0,7% en décembre et -0,6% en novembre 2013. Par contre, la progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à -2,0% en janvier, après -2,0% en décembre et -1,8% en novembre 2013. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, s'est établi à 0,2% en janvier, après 0,3% en décembre et novembre 2013. 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 janvier 2014, après -2,9% en décembre et -3,1% en novembre 2013.

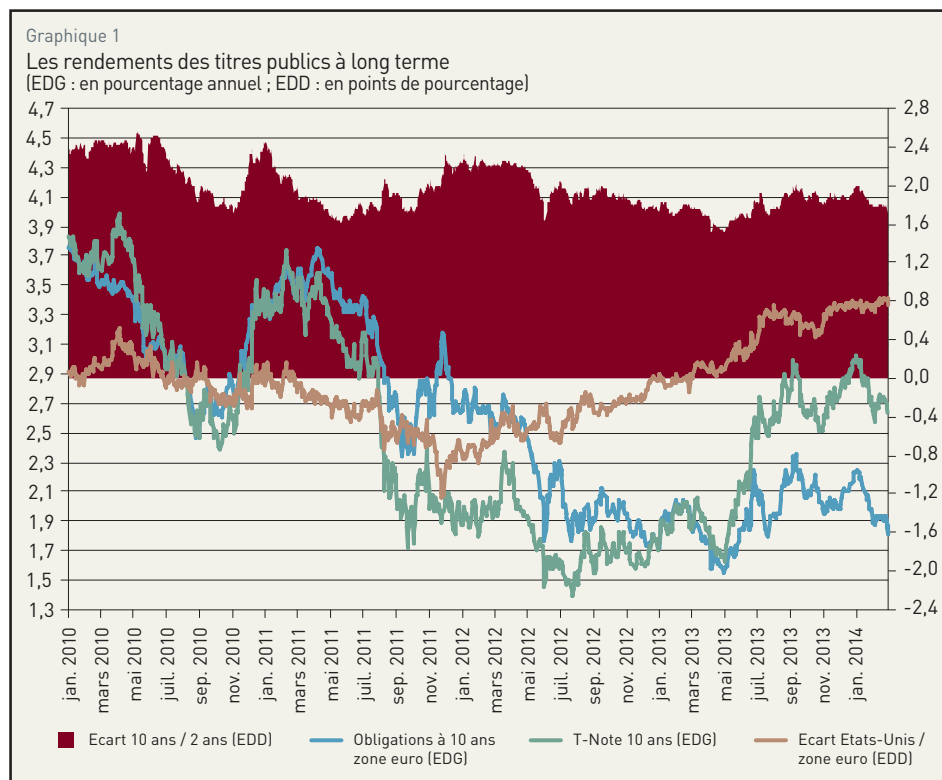
### 1.1.2 Les marchés obligataires

Les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont enregistré une tendance haussière en décembre 2013, puis baissière à partir de janvier 2014. Ainsi, en février 2014, les taux longs américains se situent aux alentours de 2,65% et ceux européens s'établissent à 1,88%.

Ainsi, au 28 février 2014, le différentiel de rendement obligataire à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis a augmenté pour s'établir à 0,77%. Enfin, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans dans la zone euro reste stable entre novembre 2013 et février 2014.

Le différentiel de rendement obligataire à long terme en faveur des Etats-Unis suggère que les marchés financiers anticipent un retour de la croissance plus affirmé aux Etats-Unis que dans la zone euro.

Les perspectives de croissance à court terme plus favorables aux Etats-Unis peuvent s'expliquer par les effets induits par la mise en place de la politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) de la part de la Réserve Fédérale. Le canal du crédit bancaire de la politique monétaire étant encore bloqué aux Etats-Unis, le canal des prix des actifs et de la richesse pour la politique monétaire s'est jusqu'à présent révélé efficace pour relancer la demande aux Etats-Unis.



Sources : BCE, Bloomberg

### 1.1.3 Le marché des actions

En 2013, les indices boursiers aux Etats-Unis et dans la zone euro ont enregistré une progression de respectivement 30% pour le S&P500, 20% pour le Dow Jones EURO STOXX et 57% pour l'indice Nikkei.

Les cours boursiers poursuivent leur hausse au premier trimestre 2014, mais les cours deviennent fortement volatils à partir de janvier 2014. Ainsi, entre début décembre 2013 et fin février 2014, les indices boursiers ont enregistré les variations suivantes: 2,97% pour le S&P500, 3,33% pour le Dow Jones EURO STOXX et -5,24% pour l'indice Nikkei. Des mouvements de corrections sont également observés depuis janvier 2014, avec notamment une baisse de l'indice Nikkei de 15,00% entre le 5 janvier 2014 et le 4 février 2014.

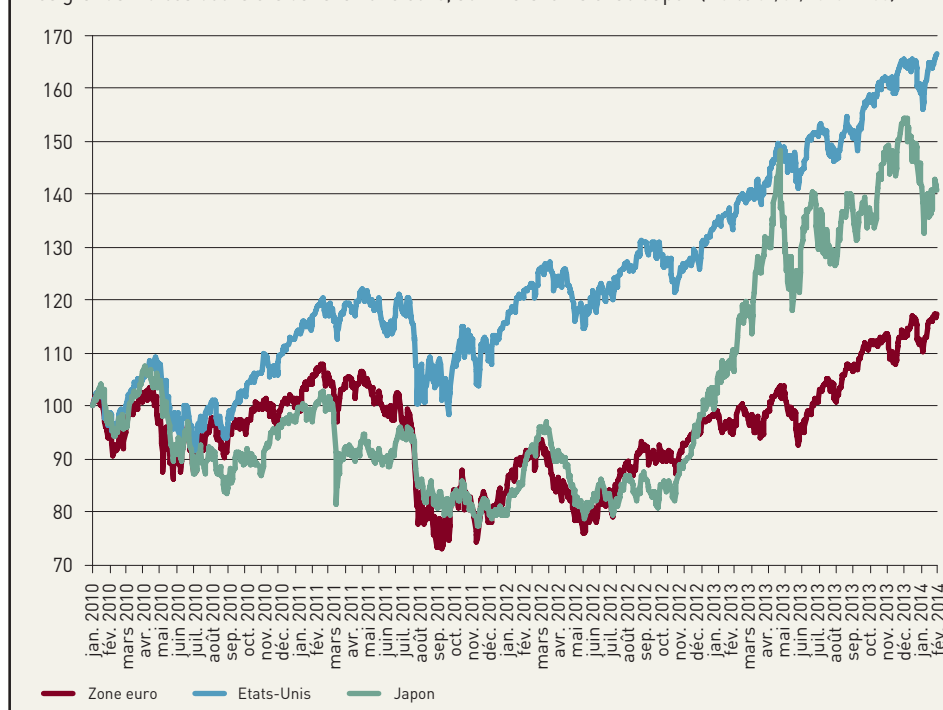
La hausse de la volatilité des cours boursiers ainsi que les mouvements de correction des cours boursiers semblent indiquer une augmentation de l'aversion pour le risque de la part des investisseurs.

La hausse timide du marché boursier européen au cours du premier trimestre 2014 peut s'expliquer par une reprise en zone euro plus faible qu'aux Etats-Unis.

Au premier trimestre 2014, les cours boursiers américains continuent leur tendance haussière, mais cette tendance est affectée par des mouvements de correction. La tendance haussière des actions

Graphique 2

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon (indice 01/01/2010 = 100)



Source : Bloomberg

américaines peut s'expliquer par une reprise nette de l'activité économique aux Etats-Unis depuis deux trimestres, avec une croissance proche de 4% au deuxième semestre 2013. Le redressement effectif des investissements des entreprises aux Etats-Unis participe à cette reprise.

La reprise économique aux Etats-Unis est entrevue par les marchés financiers, mais n'est cependant pas encore totalement confirmée. Les craintes pesant sur la reprise aux Etats-Unis sont justifiées par le fait que la hausse récente de l'activité est due à une reconstitution des stocks durant les trois derniers trimestres de 2013. Par ailleurs, la récente reprise de la demande intérieure aux Etats-Unis a bénéficié de l'effet richesse induit par la hausse des actions. Cependant, la demande intérieure ne peut être

éternellement soutenue par la hausse des cours boursiers. Il convient d'ailleurs de noter la récente hausse de l'aversion au risque des investisseurs sur les marchés boursiers.

La tendance haussière du marché japonais est également ponctuée de mouvements de corrections bien plus forts que dans le cas américain. Cette tendance haussière peut s'expliquer par la politique économique actuellement menée au Japon, qui se traduit par des taux d'intérêt réels à long terme négatifs et une forte dépréciation du yen (visant à relancer la compétitivité-prix des entreprises japonaises). Cette reprise au Japon doit néanmoins être relativisée. En premier lieu, le Japon bénéficie d'un effet de rattrapage, puisque son économie a été encluee dans un état de stagnation de la croissance économique qui a duré plus de 20 ans. Par ailleurs, d'autres facteurs font craindre une reprise de nature transitoire au Japon. Comme dans le cas américain, la reprise au Japon a été soutenue par les effets richesses induits par la politique monétaire expansionniste. Les effets richesses ne peuvent cependant être une solution permanente pour soutenir la croissance d'une économie. Le gouvernement japonais a par ailleurs décidé d'augmenter de 3 points le taux de TVA en avril 2014 (de 5% à 8%) au Japon en avril 2014, ce qui pourrait pénaliser la consommation des ménages japonais. Enfin, les salaires réels continuent de diminuer au Japon, malgré le niveau de profits élevé des entreprises japonaises. Ces développements suggèrent que les investisseurs considèrent qu'une inflexion à la baisse de la croissance au Japon est probable, comme le montre également la forte volatilité de l'indice Nikkei.

#### 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 0,85% entre le 30 novembre 2013 et le 28 février 2014. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment appréciée vis-à-vis du dollar, du yen, du yuan, du forint hongrois et du leu roumain. L'euro s'est en revanche déprécié

par rapport à la livre sterling, au franc suisse, à la couronne suédoise, à la couronne tchèque et au zloty polonais.

Au cours de la période étudiée, l'euro s'est apprécié de 1,55% par rapport au dollar américain. Ainsi, au 28 février 2014, l'euro s'échangeait contre 1,38 USD, à un niveau supérieur de près de 3,90% à sa moyenne de 2013.

Entre le 30 novembre 2013 et le 28 février 2014, l'euro s'est apprécié de 0,91% par rapport au yen pour se fixer à 139,72 yen, au 28 février 2014.

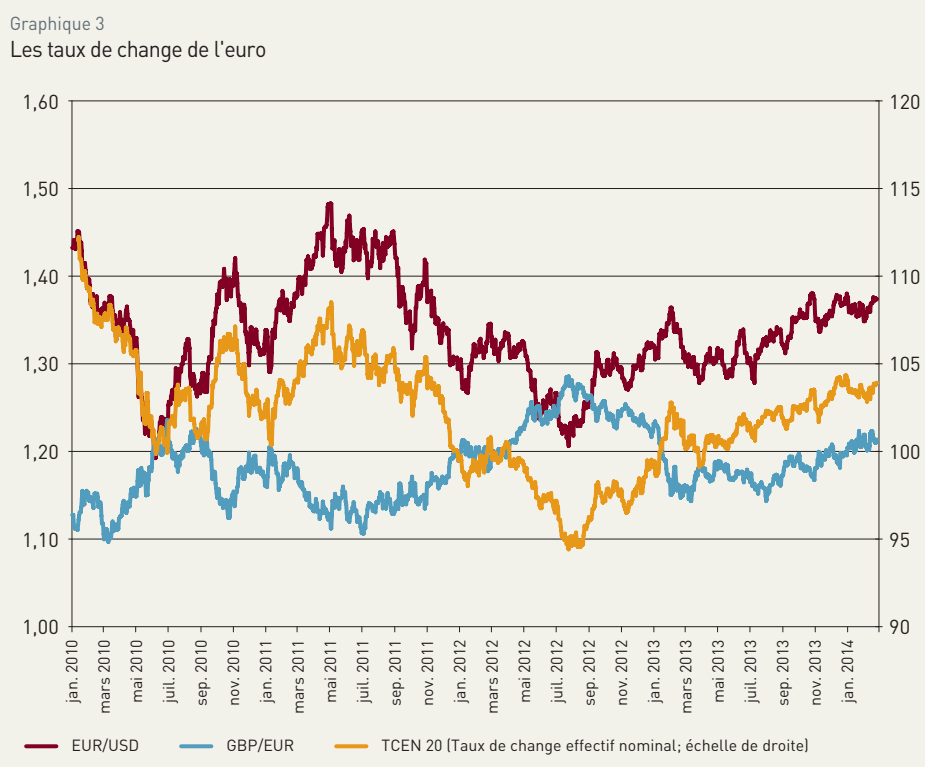
Depuis novembre 2013, l'euro s'est déprécié de 1,36% par rapport au franc suisse, pour atteindre 1,21 CHF pour un euro au 28 février 2014, confortant ainsi l'objectif de la Banque Nationale de Suisse de maintenir le cours de sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro.

Par ailleurs, entre le 30 novembre 2013 et le 28 février 2014, l'euro s'est déprécié de 0,71% par rapport à la devise britannique, pour finalement s'échanger au-dessus de 1,21 GBP/euro au 28 février 2014.

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. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (à savoir la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont connu des évolutions plus hétérogènes. La monnaie unique s'est ainsi appréciée vis-à-vis du forint hongrois (+2,47%) et du leu roumain (+1,59%). L'euro s'est en revanche déprécié par rapport à la couronne suédoise (-0,57%), à la couronne tchèque (-0,14%) et au zloty polonais (-1,04%). L'euro est resté stable par rapport au lev bulgare.

### 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 1,3% au troisième trimestre 2013 pour s'établir en-dessous de 1% par la suite, soit les niveaux les plus bas depuis le début de l'année 2010. En janvier 2014, le taux de variation annuel a été de 0,8% et, selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, elle se serait stabilisée à ce niveau au mois de février.



Sources : BCE, Bloomberg

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)**

	2012	2013	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4	JANVIER 2014
IPCH global	2,5	1,4	1,9	1,4	1,3	0,8	0,8
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	3,9	4,8	4,2	1,3	1,3
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	2,3	2,1	2,5	2,1	2,0
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,8	0,8	0,4	0,3	0,2
Energie	7,6	0,6	3,2	0,3	0,1	-0,9	-1,2
Services	1,8	1,4	1,7	1,3	1,4	1,2	1,2
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,8	1,3	1,5	1,3	1,3	1,0	1,0

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2013 a été général, puisqu'il est imputable aux cinq composantes sous-jacentes, même si l'ampleur du recul diverge selon la composante. Ainsi, l'inflation des produits alimentaires non transformés s'est d'abord accélérée au cours de l'année 2013 sous l'effet notamment de conditions climatiques défavorables qui ont contribué à augmenter les prix des fruits et légumes. Néanmoins, une fois ce choc dissipé, elle s'est repliée autour de 1,3% en fin d'année. Le recul de l'inflation des produits énergétiques s'est aussi accéléré et les taux de variation annuels sont même devenus négatifs vers la fin de 2013. Cette modération est largement imputable à la baisse du prix du pétrole exprimé en dollar, conjuguée à une appréciation de l'euro par rapport au dollar. L'inflation purgée des deux composantes précitées, soit des éléments plus volatils, s'est aussi modérée. Elle est passée de 1,8% en 2012 à 1,3% en 2013, pour fléchir à 1,0% en janvier 2014, avoisinant par conséquent des niveaux relativement bas et qui n'ont été observés qu'en 2000 et 2010. Ce repli reflète l'impact de plusieurs facteurs. D'une part, malgré la sortie de la récession, la demande domestique demeure relativement faible. D'autre part, la dynamique des coûts salariaux reste modérée. Par ailleurs, des données détaillées d'Eurostat révèlent que les prix à la consommation ne seraient plus guère influencés par des hausses de la taxation indirecte. Les données corrigées pour ce choc exogène signalent un taux d'inflation annuel de 0,7% en décembre 2013, soit un taux proche de l'inflation globale.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro devrait rester faible à court terme, mais elle s'accélérerait graduellement par la suite. Après s'être établie à 1,4% en 2013, l'inflation moyenne avoisinerait les 1,0% en 2014, 1,3% en 2015 et 1,5% en 2016. En moyenne annuelle, le taux se replierait donc en 2014 mais, considérant les niveaux actuellement observés, il s'agirait plutôt d'une stabilisation, voire d'une légère reprise de l'inflation qui serait projetée en cours d'année. A moyen terme, si l'inflation globale est supposée se redresser, elle demeurerait néanmoins inférieure à 2%. Comparé à l'exercice de projections de décembre 2013, ces projections ont été légèrement revues à la baisse pour l'année 2014.

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

Selon la première estimation d'Eurostat pour le quatrième trimestre de 2013, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,3% par rapport au trimestre précédent. Cette progression fait suite aux hausses de respectivement 0,3% et 0,1% aux deux trimestres précédents. Les pays voisins du Luxembourg ont tous affiché une accélération de leur croissance à un taux proche ou supérieur à la moyenne de la zone euro. Si l'Allemagne et la Belgique ont connu un taux de croissance trimestriel positif à raison de 0,4%, la France s'est caractérisée par une progression de 0,3% en volume au cours de la même période. Les estimations pour la plupart des pays de la zone euro sont positives.

En comparaison avec le trimestre correspondant de l'année précédente, le PIB a enregistré une progression de 0,5% dans la zone euro, contre une diminution en glissement annuel de 0,3% au troisième trimestre. Cette relative embellie s'observe pour la plupart des pays de la zone euro. Ainsi, le niveau d'activité en Espagne est proche du niveau observé il y a un an et le Portugal affiche même un taux positif.

Une amorce d'amélioration s'observe également pour le marché de l'emploi. L'emploi s'est inscrit en très légère hausse (de 0,1%) au quatrième trimestre 2013, par rapport au trimestre précédent. De son côté, le taux de chômage s'est affiché à 12% en janvier 2014, soit à un niveau inchangé depuis octobre 2013. Même si le taux demeure très élevé, il s'est tout de même légèrement replié par rapport au sommet observé vers la mi-2013. Cette entame de retournement intervient donc approximativement deux trimestres après la sortie de la récession.

### 1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

La balance courante de la zone euro a poursuivi son amélioration au cours de l'année 2013, en dégageant un excédent de 216,7 milliards d'euros (2,3% du PIB), comparé à un surplus de 126 milliards (1,4% du PIB) en 2012. Cette évolution positive résulte en grande partie d'une importante amélioration de la balance des biens. Le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de renforcer progressivement son excédent au cours de l'année 2013, totalisant 173 milliards d'euros comparé à un surplus de 95 milliards au cours de l'année 2012. Cette embellie s'explique par une contraction des importations de biens (-3%) alors que les exportations ont, de leur côté, enregistré une croissance légèrement positive (+0,8%). Les importations ont donc été largement affectées, surtout depuis le second semestre 2012, par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro.

Dans la balance des services, le taux de croissance des exportations (+4%) s'est avéré supérieur à celui des importations (+1,5%). Le surplus des services atteint ainsi 105 milliards d'euros en 2013, contre 89 milliards en 2012. Les deux évolutions positives précitées ont été renforcées par une augmentation de 13 milliards du surplus des revenus, qui a atteint 62 milliards sur toute l'année 2013. Le déficit des transferts courants s'est quant à lui aggravé de 18 milliards, en atteignant 125 milliards en 2013.

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. Au cours de l'année 2013, les achats nets de titres émis par la zone euro ont ainsi atteint 365 milliards d'euros (dont 247 milliards d'actions, 95 milliards d'obligations et 22 milliards de titres de dette à court terme) comparés à des achats nets de 259 milliards en 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 de 2012, les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers. En 2013, les résidents de la zone euro ont ainsi investi 223 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 136 milliards en actions, 69 milliards en obligations et 18 milliards en titres de dette à court terme. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des entrées nettes de capitaux de 142 milliards d'euros sur toute l'année 2013 contre des entrées nettes de 72 milliards en 2012.

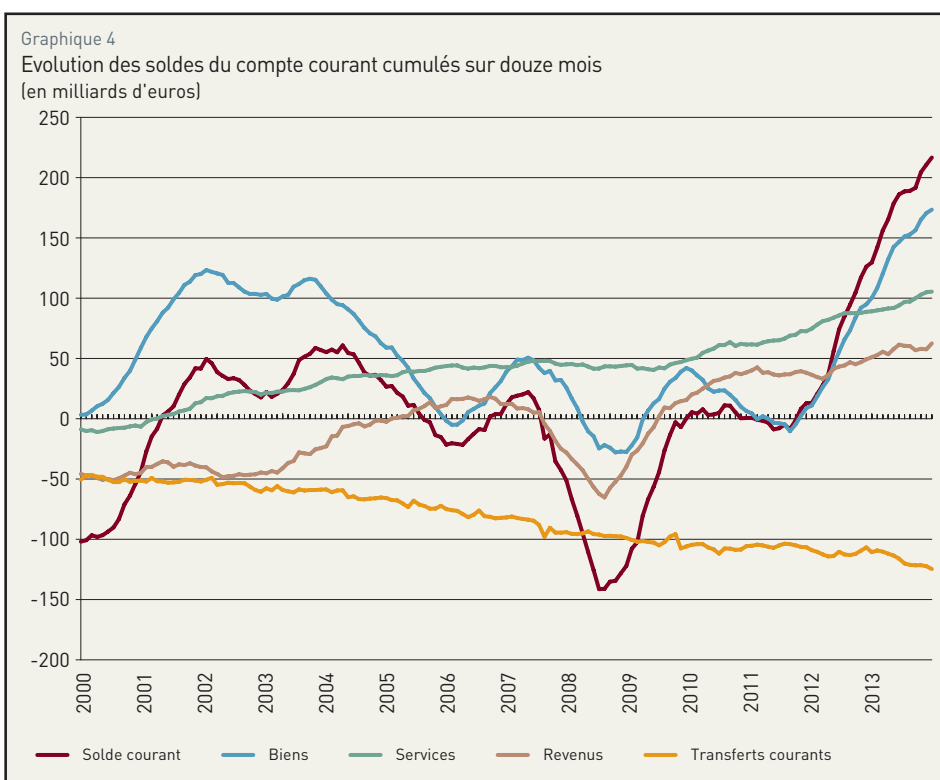
Dans les autres composantes du compte financier, suite à des perspectives de croissance relativement meilleures dans le reste du monde (pays émergents et Etats-Unis notamment), les sorties nettes d'investissements directs se sont fortement accrues en 2013 en atteignant 117 milliards d'euros contre 4 milliards en 2012. De même, la contraction des engagements à court terme des IFMs a occasionné une forte hausse des sorties nettes d'autres investissements qui ont atteint 281 milliards en 2013, contre 199 milliards en 2012. Au total, les transactions financières de la zone euro avec le reste du

monde se sont ainsi soldées par des sorties nettes de 246 milliards d'euros en 2013 contre 141 milliards en 2012.

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au dernier trimestre de 2013, augmentant ainsi pour le troisième trimestre consécutif. Les évolutions des indicateurs de confiance jusqu'en février vont dans le sens du maintien d'une croissance modérée au premier trimestre de cette année. Le redressement en cours devrait se poursuivre par la suite, bien qu'à un rythme assez lent. La

demande intérieure devrait continuer de se redresser, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire, de l'amélioration des conditions de financement et des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, les revenus réels sont soutenus par la baisse des prix de l'énergie. L'activité économique devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cela étant, même si le chômage se stabilise dans la zone, il demeure élevé et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur le rythme de la reprise économique.



Source : BCE

une progression du PIB en volume de la zone de 1,2% en 2014, de 1,5% en 2015 et de 1,8% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2013 réalisées par les services de l'Euro-système, la prévision de croissance du PIB en volume pour 2014 a été légèrement revue à la hausse.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent d'être orientés à la baisse. Les évolutions sur les marchés financiers internationaux et dans les économies de marché émergentes, ainsi que des risques géopolitiques, pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure et une croissance des exportations plus faibles que prévu ainsi qu'à une mise en œuvre insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Les projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient par ailleurs une hausse annuelle de l'IPCH de 1,0% en 2014, de 1,3% en 2015 et de 1,5% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2013 réalisées par les services de l'Euro-système, la prévision d'inflation pour 2014 a été légèrement revue à la baisse.



Tableau 2:

**Projections macroéconomiques pour la zone euro (taux de variation annuels en pourcentages)<sup>1)</sup>**

	2013	2014	2015	2016
PIB réel	-0,4	1,2	1,5	1,8
Fourchette du PIB réel		[0,8 / 1,6]	[0,4 / 2,6]	[0,7 / 2,9]
Consommation privée	-0,6	0,7	1,2	1,4
Consommation publique	0,2	0,4	0,4	0,7
Formation brute de capital fixe	-2,9	2,1	2,7	3,7
Exportations (2)	1,1	3,6	4,7	5,1
Importations (2)	0,0	3,5	4,7	5,2
Inflation IPCH	1,4	1,0	1,3	1,5
Fourchette de l'inflation IPCH		[0,7 / 1,3]	[0,6 / 2,0]	[0,7 / 2,3]

<sup>1)</sup> La Lettonie est intégrée aux projections pour 2014 et 2015.

<sup>2)</sup> Y compris le commerce intra-zone euro.

En ce qui concerne l'évaluation des risques, les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont limités – tant à la hausse qu'à la baisse – et globalement équilibrés à moyen terme.

Compte tenu de la nouveauté que constitue l'horizon de projection à trois ans retenu pour les projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE, il convient de souligner que les projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques, notamment une stabilité des taux de change et une baisse des cours du pétrole et que l'incertitude entourant les projections s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection, tant pour le PIB que pour l'inflation.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

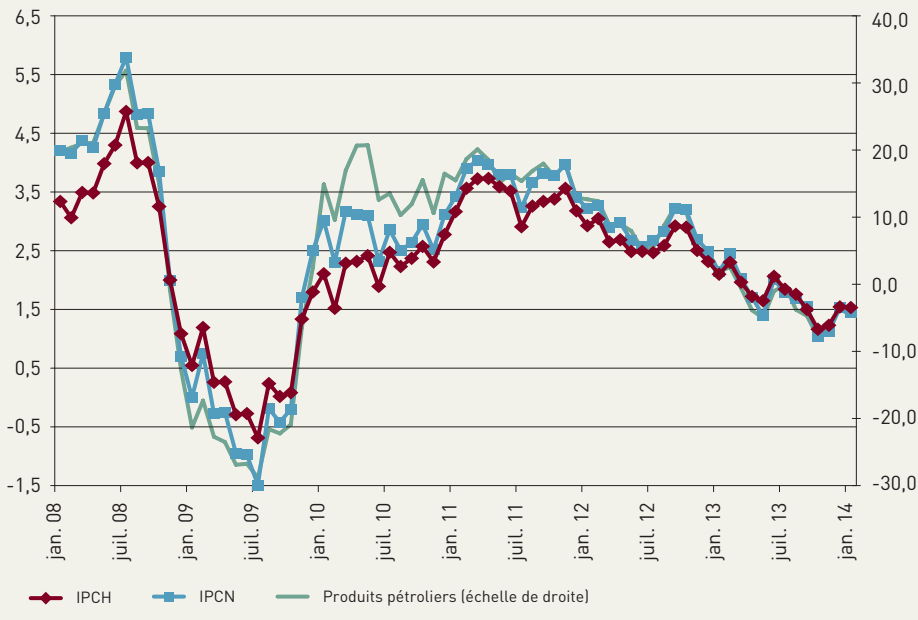
### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale entamé en 2011 s'est accéléré en 2013. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7% en 2012 à 1,7% en 2013. L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a également fortement reculé, passant de 2,9% en 2012 à 1,7% en 2013. Hormis l'année 2010, il s'agit des taux d'inflation moyens les plus bas depuis plus d'une décennie. En janvier 2014, le taux de variation annuel de l'IPCN s'est établi à 1,5%, soit un taux assez bas mais tout de même quelque peu en accélération par rapport au creux de 1,2% observé en octobre et novembre 2013.

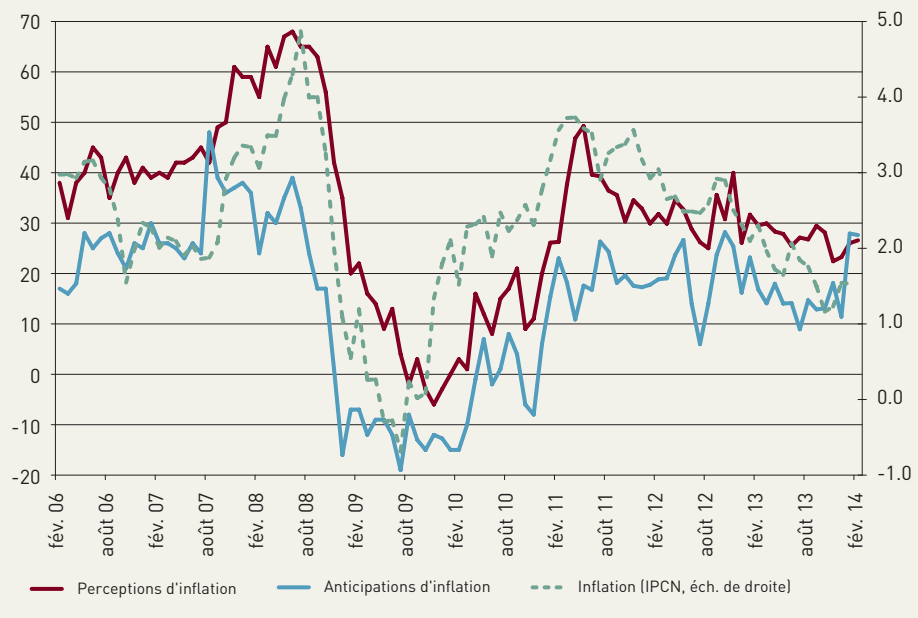
La modération de l'inflation globale cache des tendances sous-jacentes fort hétérogènes. La dynamique des prix de l'énergie est la principale cause du repli de l'inflation globale. Ces prix ont reculé de 9% depuis leurs sommets observés en septembre 2012 et leur taux d'inflation annuel, qui est négatif depuis mars 2013, n'a été que de -2,7% en moyenne en 2013. A l'instar de l'année 2010 toutefois, l'inflation hors produits pétroliers s'est maintenue à un niveau relativement élevé, supérieur à 2%. Certes, l'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est encore 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. Par contre, les trois autres sous-composantes de l'IPCN, à savoir les biens alimentaires non-traités, les biens alimentaires traités et les services, ont toutes été caractérisées par une accélération de l'inflation moyenne en 2013 par rapport à 2012. Sur ce point, le Luxembourg se distingue donc de la zone euro. Le profil intra-annuel de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie diffère aussi de la zone euro. L'inflation hors l'énergie s'est en effet accélérée au cours du premier semestre 2013, passant de 2,1% en décembre 2012 à 2,5% en juillet 2013, pour se modérer par la suite, aux environs de 2% à la fin de l'année.

Graphique 5  
Evolution des prix à la consommation  
(taux de variation annuels)



Source : STATEC

Graphique 6  
Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg  
et inflation observée



Source : BCL et STATEC

Plusieurs facteurs ont contribué à maintenir ce type d'inflation à un niveau relativement élevé. Si certains sont vraisemblablement temporaires et vont donc se dissiper, notamment l'impact des conditions météorologiques peu clémentes sur les prix des biens alimentaires non-traités ou la hausse des prix administrés au début de 2013, d'autres sont davantage persistants. La progression des coûts salariaux, entre autres via le mécanisme d'indexation automatique des salaires, est restée soutenue et elle empêche un repli plus conséquent des prix des biens et services.

Malgré sa relative modération, l'inflation globale au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes<sup>1</sup>. Au quatrième trimestre 2013, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,3 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,5 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 dernier trimestre 2013 ont atteint respectivement 10,2 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 5,5 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>2</sup>, les perceptions d'inflation se sont stabilisées depuis la mi-2013, soit un mouvement un peu moins favorable que le recul de l'inflation globale observé sur cette période. Par contre, les

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.

anticipations d'inflation se sont redressées depuis la fin 2013. D'une part, les prix des produits pétroliers se sont mis à remonter depuis quelques mois. D'autre part, l'ajustement des taux de la TVA tend à acquérir plus de consistance. Une piste considérée temporairement par le nouveau gouvernement consistait à adapter ces taux déjà au deuxième semestre 2014. Désormais, les projets envisageraient une hausse de 2 points de pourcentage de plusieurs taux de TVA, accentuant par conséquent l'effet haussier sur l'inflation.

## Projections d'inflation

### Hypothèses

À la mi-février 2014, l'euro cotait aux environs de 1,36 USD/EUR, soit à un niveau légèrement supérieur aux hypothèses de l'exercice datant de décembre 2013<sup>3</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 105\$/bl et les marchés à terme anticipent un recul de ce prix autour de 100\$/bl jusqu'en mars 2015. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en euros, qui a reculé de 6% en 2013, baisserait de 5% en 2014. Par rapport à l'exercice de projection de décembre 2013, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros n'ont été que marginalement revues à la hausse. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 :

#### Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2012	2013	2014	2014-T1	2014-T2	2014-T3	2014-T4	2015-T1
Prix du pétrole (Brent) en \$	112	109	106	108	107	105	104	103
Taux de change \$/€	1,29	1,33	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	9	-6	-5	-7	0	-7	-5	-4

Source : BCL

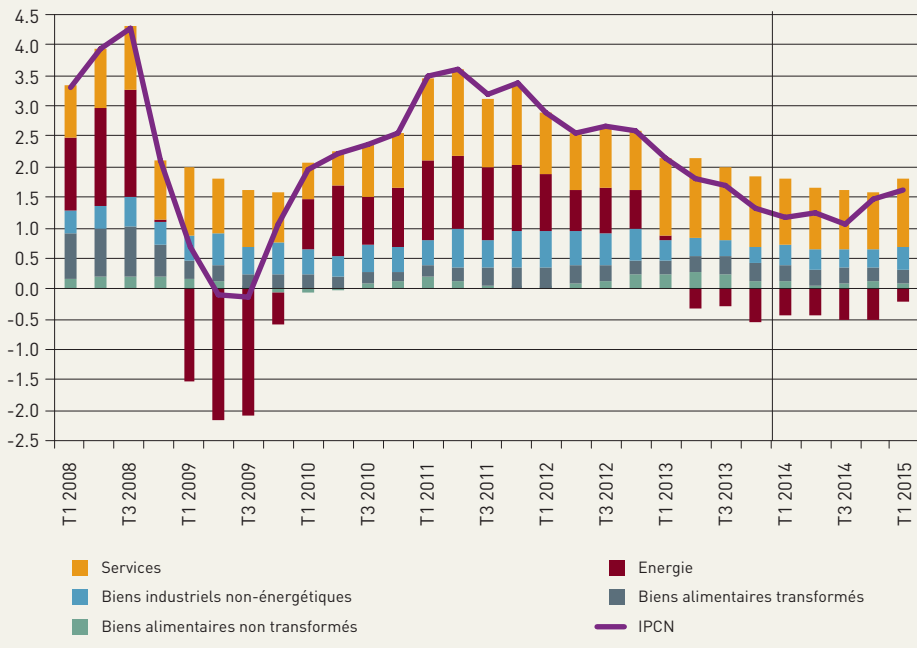
L'inflation à l'exclusion de l'énergie s'était légèrement accélérée, passant de 2,2% en moyenne en 2012 à 2,3% en moyenne en 2013. Le profil intra-annuel suggère toutefois un recul depuis la mi-2013. Cette tendance pourrait d'ailleurs se prolonger au premier semestre 2014, avant que cette forme d'inflation ne rebondisse lors de la deuxième moitié de l'année. Plusieurs facteurs inflationnistes qui, au cours de l'année 2013 maintenaient l'inflation à un niveau élevé, se sont dissipés ou ont perdu en vigueur. En premier lieu et contrairement à la dynamique d'il y a un an, la progression des prix administrés a été très faible en janvier 2014. Étant donné que ces prix vont généralement être appliqués pour le reste de l'année, leur faible ajustement en début d'année aura un impact modérateur sur l'inflation de l'année entière. L'inflation des prix des biens alimentaires devrait également se modérer davantage au cours des prochains mois. D'une part, les conditions climatiques peuvent difficilement être plus défavorables en 2014 qu'en 2013. D'autre part, les prix des matières premières agricoles ont fortement reculé depuis leurs sommets observés en 2012 et ils n'ont pas encore renoué avec le mouvement ascendant. 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 être proche de 1,0% en 2014, contre 1,4% en 2013.

Si une décélération de l'inflation à l'exclusion de l'énergie est anticipée pour l'année 2014, plusieurs facteurs devraient tout de même enrayer l'envergure de cette désinflation. La demande devrait graduellement s'affermir avec le revirement de l'activité qui s'est installé en 2013. Une croissance plus persistante, quoiqu'encore loin de la tendance historique, se transmettrait graduellement au marché de l'emploi et au pouvoir d'achat des ménages. Malgré la modulation temporaire du mécanisme d'indexation automatique des salaires, les coûts salariaux progressent également de manière soutenue. Ces facteurs

3 Voir BCL, Bulletin 2013/4, pp.89-98

Graphique 7

Contributions à la croissance de l'IPC<sup>N</sup>\*



\* 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'IPC<sup>N</sup>.

Sources : STATEC, projections BCL

compensent donc quelque peu les forces désinflationnistes mentionnées précédemment et ils rendent une période de déflation hautement improbable.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le niveau de prix des produits énergétiques, qui avait atteint son sommet en septembre 2012, devrait reculer au cours des trimestres suivants. En moyenne, l'inflation des prix de l'énergie se replierait de 3,8% en 2014, donc davantage que le repli de 2,7% enregistré en 2013, contribuant de la sorte à la modération de l'inflation globale (voir le graphique). Par rapport à l'exercice de décembre 2013, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été marginalement ajustées

à la hausse, en moyenne de l'ordre de 0,7 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 1,8% aux premier et deuxième semestres 2014. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections ont été marginalement ajustées à la baisse, principalement en raison des développements légèrement plus favorables au tournant de l'année 2013/2014.

Avec un taux de 1,5% en janvier 2014, l'inflation mesurée par l'IPC<sup>N</sup> global a déjà nettement ralenti par rapport aux sommets de 2011. Un recul supplémentaire, mais d'une moindre ampleur pourrait encore survenir au cours des prochains mois avant que l'inflation ne s'accélère à nouveau vers la fin de l'année. Ainsi, le taux d'inflation moyen pour le premier trimestre avoisinerait 1,2%, pour rebondir autour de 1,6% au tournant de l'année 2014-2015 (voir graphique). Par rapport à l'exercice de décembre 2013, le scénario de l'inflation globale demeure inchangé. L'inflation moyenne serait de 1,2% en 2014 contre 1,7% en 2013. Compte tenu du recul anticipé de l'inflation globale, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire serait due pour le tournant de l'année 2014/2015. La modulation du mécanisme en vigueur jusqu'à la fin de l'année 2014 ne serait donc pas contraignante.

4 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'IPC<sup>N</sup>.

Tableau 4

**Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes**

(en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2012	2013	2014	2E SEMESTRE 2013	1ER SEMESTRE 2014	2E SEMESTRE 2014
IPCN	2,7	1,7 (-)	1,2 (-)	1,5 (-)	1,2 (-)	1,3 (-0,1)
IPCN hors énergie	2,2	2,3 (-)	1,8 (-0,1)	2,2 (-)	1,8 (-0,1)	1,8 (-0,1)
IPCH	2,9	1,7 (-)	1,2 (-)	1,4 (-)	1,2 (-)	1,2 (-0,1)
IPCH énergie	7,2	-2,7 (0,1)	-3,8 (0,7)	-3,8 (0,2)	-3,7 (1,1)	-3,8 (0,3)
IPCH hors énergie	2,3	2,4 (-)	2,0 (-0,1)	2,3 (-)	2,0 (-0,2)	2,0 (-0,1)
Impact des mesures gouvernementales <sup>5</sup> sur l'IPCN, en pp	0,4	0,7	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,5	0,8	0,3			

Source : BCL

Il convient toutefois de noter que ces projections ont été élaborées à politique fiscale inchangée. Un ajustement de la taxation indirecte dans le futur proche est hautement probable et il aurait un impact direct sur les prix à la consommation. L'option la plus récente considérée par le gouvernement consisterait à ajuster à la hausse de deux points les taux de la TVA de respectivement 6%, 12% et 15% à respectivement 8%, 14% et 17%. Considérant une transmission intégrale de la mesure aux prix à la consommation, l'impact mécanique serait un effet haussier d'approximativement 1% sur les prix à la consommation. Afin de calibrer l'impact sur les projections d'inflation, il resterait à déterminer la date d'application des nouveaux taux de TVA. A titre d'exemple, en cas d'application de la mesure en janvier 2015, l'effet mécanique de la mesure serait une révision à la hausse du taux de variation annuel au premier trimestre 2015, ce taux passant dès lors de 1,6% dans le scénario actuel à 2,6%.

Étant donné que les taux de TVA appliqués aux biens et services divergent fortement, la mesure ne va pas se répercuter uniformément sur les différentes composantes de l'IPC. Les prix des biens alimentaires à l'exclusion de l'alcool et du tabac ne seraient guère influencés, puisque leur taux de TVA est en général de 3%. L'impact sur les services serait également assez modéré, puisque certaines composantes sont soit exemptes de la TVA, soit soumises aux taux de 3%. Par contre, l'impact serait relativement plus élevé, proche de 2%, pour les prix de l'énergie, l'alcool, le tabac et les biens industriels non-énergétiques. La hausse des prix exercerait à son tour un impact sur le coût salarial moyen et, via le mécanisme d'indexation des salaires, par le biais de l'avancement du paiement de la tranche indiciaire, un effet secondaire sur les prix des autres biens et services.

**1.2.1.2 Les prix à la production industrielle**

En 2012, les prix à la production industrielle ont connu une hausse de 1,1%. Cette hausse peut être attribuée aux prix des biens de consommation et aux prix des biens énergétiques, les 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, les prix à la production industrielle ont reculé au troisième et au quatrième trimestre de 2012.

Cette tendance est confirmée en 2013. Sur l'ensemble de l'année, les prix à la production de l'ensemble des produits industriels ont connu un recul de 2,6%. Cette baisse est imputable pour l'essentiel à la forte diminution des prix des biens intermédiaires. Les prix des biens d'équipement sont quasiment stables alors que les prix des biens énergétiques ont connu une hausse en 2013. Les prix des biens de

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

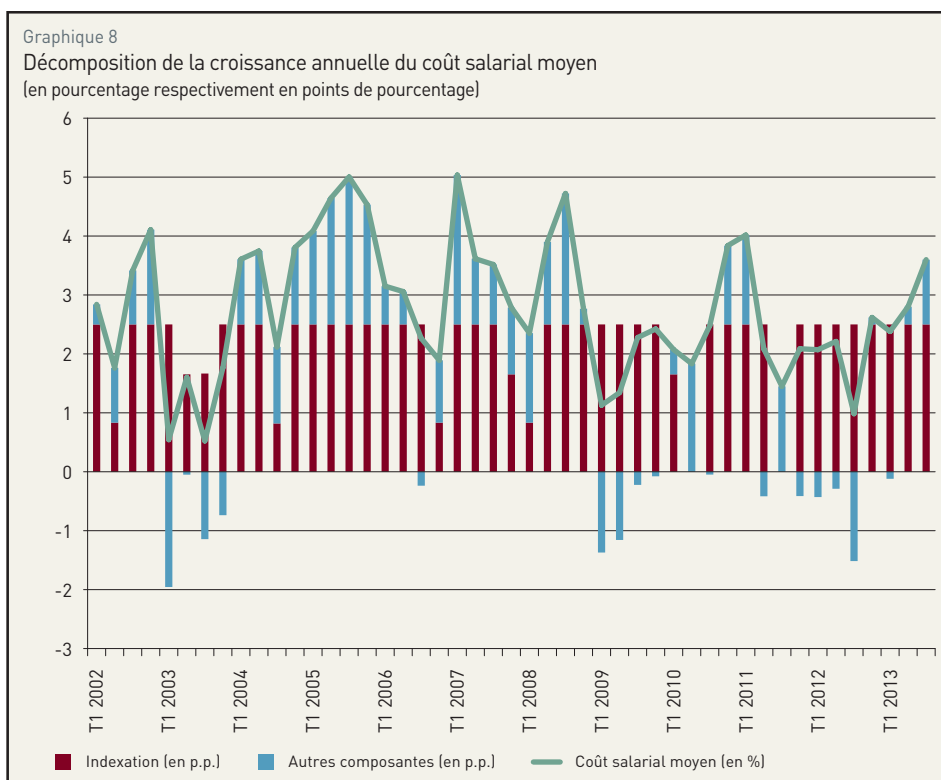
consommation progressent également, mais de manière moins marquée. Bien que le recul des prix pour l'ensemble de l'industrie soit observé pour tous les trimestres de 2013, la décomposition sectorielle laisse apparaître des différences selon le trimestre. Bien que globalement en hausse, les prix des biens énergétiques sont en diminution lors du deuxième et quatrième trimestre de 2013. De même, la stabilité des prix des biens d'équipement sur l'ensemble de l'année cache en réalité de fortes variations trimestrielles (alternance de hausses et baisses marquées). Notons que lors des plus récentes enquêtes de conjonctures, environ trois quarts des répondants anticipaient une stabilité des prix des ventes pour les mois à venir.

Tableau 5

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

	2012	2013	2013-T1	2013-T2	2013-T3	2013-T4
Ensemble des produits industriels	1.1	-2.6	-0.4	-1.3	-0.9	-0.3
Biens intermédiaires	-0.2	-5.2	-0.8	-2.2	-2.4	-0.1
Biens d'équipement	-0.1	-0.2	-1.6	0.7	2.2	-0.4
Biens de consommation	2.1	0.7	-0.3	-0.4	0.7	0.1
Biens énergétiques	6.4	2.0	1.9	-0.6	0.5	-1.3

Source : Statec



Source : Statec, calculs BCL

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale témoigne d'un renchérissement du coût du travail. En effet, la progression annuelle du coût salarial moyen se serait sensiblement accélérée, passant de 2,8% au deuxième trimestre 2013 à 3,6% au troisième.

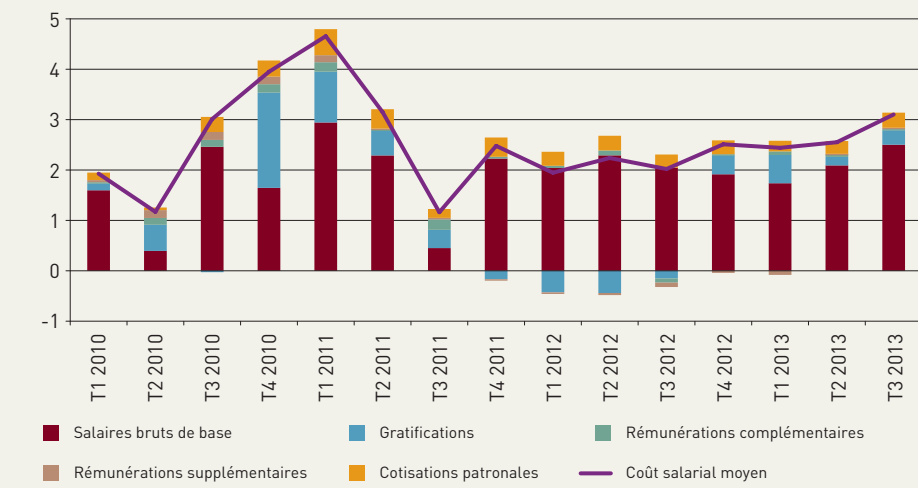
Une décomposition détaillée révèle que la croissance annuelle du coût salarial moyen, observée au cours du trimestre sous revue serait essentiellement imputable à la contribution du mécanisme d'indexation (2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes » (qui incorporent les éléments « réels ») demeure cependant positif et s'est inscrit en forte hausse au cours du troisième trimestre 2013. Selon les données mensuelles de l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale<sup>6</sup> (IGSS)

6 Remarquons qu'en raison de l'existence de divergences méthodologiques, les données issues de ces deux sources ne sont cependant pas parfaitement comparables. En effet, les comptes nationaux sont compilés à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et ont fait l'objet de divers retraitements.

la dynamique des « autres composantes » s'expliquerait notamment par une contribution positive des primes, gratifications ou autres éléments de rémunération non récurrents et dans une moindre mesure des rémunérations pour heures supplémentaires. De même, l'accroissement de la contribution des salaires de base refléterait (en partie du moins) la hausse du nombre d'heures travaillées par salarié au cours du trimestre sous revue<sup>7</sup>.

L'analyse sectorielle révèle que le coût salarial moyen a progressé favorablement dans l'ensemble des branches économiques. A noter en particulier la forte progression observée dans la finance, partiellement imputable à des effets de nature non-récurrente et notamment au versement d'indemnités de licenciement dans le cadre des divers plans sociaux en cours<sup>8</sup>. Le coût salarial moyen a également fait preuve de dynamisme dans les services aux entreprises et les activités immobilières. La progression du coût salarial moyen dans la construction et l'industrie s'explique en partie par le redressement des heures travaillées.

Graphique 9  
Contributions des différents éléments de rémunération à la progression annuelle du coût salarial moyen (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.

Sources : IGSS, calculs BCL

7 A cet égard, il convient de remarquer que selon les données de la sécurité sociale, au troisième trimestre 2013, le nombre d'heures totales travaillées a progressé de 2,8% en un an. Etant donné la progression de l'emploi salarié de 1,7% au cours de la même période, le nombre d'heures travaillées par salarié a progressé de 1,1%, ce qui a contribué positivement à la progression des salaires. Notons cependant que lorsque l'objectif est d'analyser l'évolution effective du volume de travail (et non des salaires en tant que tels), il convient d'ajuster les heures travaillées pour les jours ouvrables (qui peuvent changer légèrement d'un mois et d'une année à l'autre). Par ailleurs, au Luxembourg, il convient également d'ajuster les heures travaillées pour l'impact du statut unique, qui a introduit de nouvelles règles d'ordre méthodologique dans la comptabilisation des heures travaillées. Si l'on prend en compte ces ajustements, on constate que le volume de travail par tête a très légèrement diminué au troisième trimestre 2013, de l'ordre 0,1% en comparaison annuelle.

8 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête ont fortement progressé au cours des trois premiers trimestres de 2013. Une ventilation détaillée par poste de dépense révèle que cette hausse est (en partie) due au versement de primes de licenciement. La hausse des charges salariales est également due à des effets purement comptables provoqués par le changement de la date de clôture d'exercice par une banque de la place. Après ajustement pour ces éléments exceptionnels, les données indiquent cependant encore une progression positive des salaires par tête dans la finance.

Tableau 6

## 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				
	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013
Industrie, y compris énergie	1,6	2,4	-0,7	1,9	-0,2	0,5	3,4	0,0	4,9	3,3
Construction	-1,1	1,2	-3,2	5,0	0,7	1,2	1,3	-4,4	1,7	3,5
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,9	0,7	0,2	0,7	0,9	1,1	1,4	1,3	2,5	2,5
Information et communication	-0,6	1,3	0,8	-1,5	1,3	2,1	-1,0	4,3	0,1	1,6
Activités financières et d'assurance	-1,1	4,4	1,7	0,1	0,8	-1,1	8,0	6,3	5,0	7,4
Activités immobilières	-1,0	5,1	-3,2	1,0	1,5	-0,8	3,2	2,1	1,8	3,5
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	0,0	0,6	2,0	-0,9	2,3	1,7	0,0	2,9	1,5	4,1
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,3	0,1	1,1	0,4	0,3	1,6	1,2	1,7	1,9	1,7
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,4	1,3	0,2	0,7	0,6	2,2	2,3	2,8	2,8	2,7
<b>Coût salarial moyen - économie totale</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières

Source: Statec, calculs BCL

De manière générale, il convient de rappeler que des facteurs à caractère irrégulier tels l'ajustement du salaire social minimum, l'évolution de la durée moyenne du travail ou encore le paiement de primes et gratifications sont susceptibles d'influer sur l'évolution infra-annuelle (volatile) du coût salarial moyen<sup>9</sup>. S'y ajoute le fait que les données issues de la comptabilité nationale sont susceptibles de faire l'objet de révisions au cours des mois à venir. La prudence reste donc de mise quant à l'interprétation de ces données. En dépit de l'existence de différences d'ordre méthodologique, l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale confirme cependant la tendance dégagée par les comptes nationaux trimestriels, à savoir une accélération de la progression annuelle du coût salarial moyen au cours des derniers trimestres.

<sup>9</sup> De surcroît, la sensible accélération de la croissance annuelle du coût salarial moyen, observée au cours du trimestre sous revue, doit être nuancée dans la mesure où elle est en partie liée à des effets de base. Rappelons en effet que le coût salarial moyen avait fortement décéléré un an auparavant.

Encadré 1

## PRODUCTIVITÉ PAR HEURE TRAVILLÉE: CONTRIBUTIONS SECTORIELLES ET EFFETS STRUCTURELS

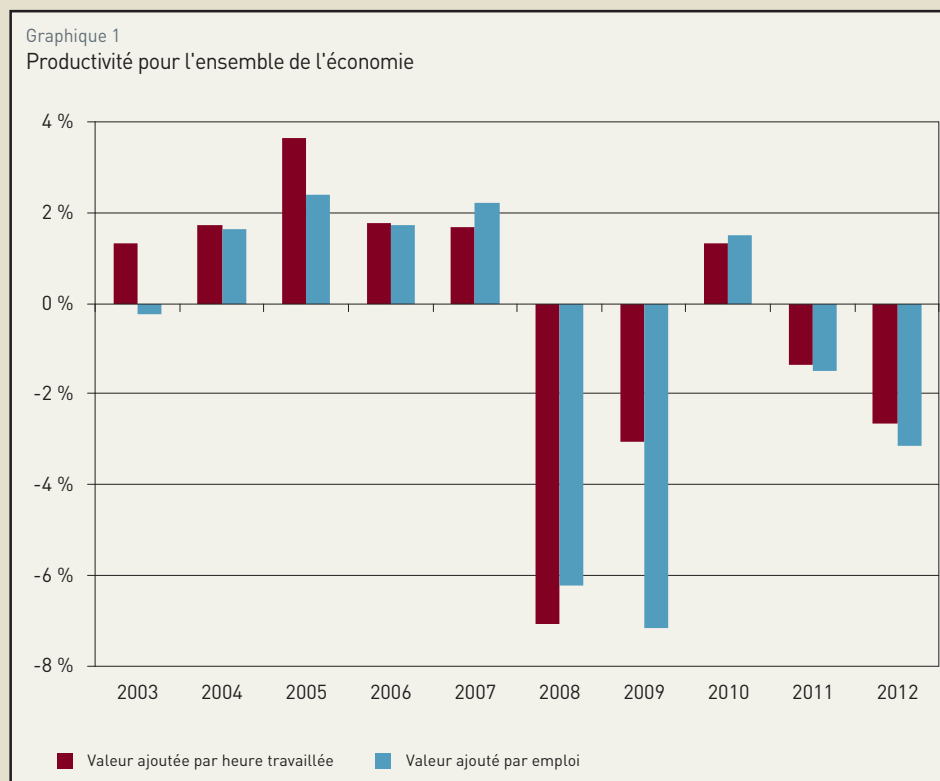
Selon une récente étude de l'OCDE<sup>10</sup>, le Luxembourg figure parmi les pays qui ont le plus eu recours au chômage partiel afin d'atténuer l'impact de la crise en 2008 et 2009, notamment dans le secteur manufacturier. Au plus profond de la crise, 3% des employés dans ce secteur étaient touchés par le chômage partiel. Bien que le recours au dispositif de chômage partiel ait considérablement diminué depuis lors, il demeure important.

L'ampleur de ce phénomène devient visible en comparant la productivité mesurée par emploi à celle mesurée par heure travaillée (données de comptabilité nationale disponibles seulement depuis 2002). Pour l'ensemble de l'économie, le

<sup>10</sup> Hijzen et Venn (2011) «The role of short-time work schemes during the 2008-2009 recession,» OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 115.



graphique 1 compare ces deux mesures de productivité (en utilisant la valeur ajoutée réelle pour mesurer la production) et met en évidence qu'entre 2003 et 2006, la productivité par heure travaillée a généralement progressé plus rapidement que la productivité par emploi. Pendant la crise, elle a commencé à ralentir (déjà en 2007) et a reculé plus rapidement que la productivité par emploi en 2008, mais depuis lors elle a moins reculé que cette dernière. En effet, sur l'ensemble de la période considérée la productivité par heure travaillée a moins perdu que la productivité par emploi.



Sources : données Statec, calculs BCL

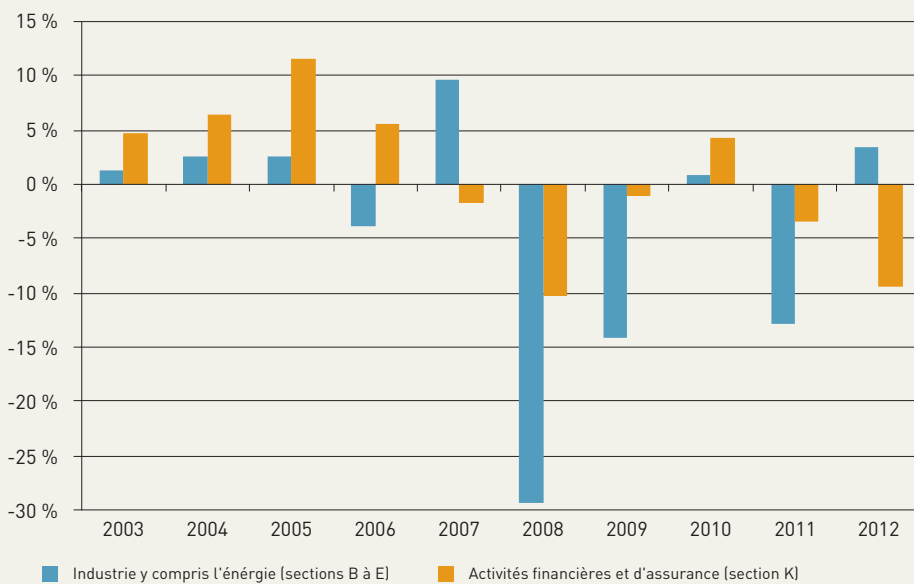
Le graphique suivant présente l'évolution de la productivité par heure travaillée séparément pour l'industrie y compris l'énergie (sections B à E dans la nomenclature NACE rev2) et pour les activités financières et d'assurance (section K). Selon les deux mesures, la progression de la productivité entre 2003 et 2006 est bien plus marquée dans le secteur financier. Lors de la crise, la productivité dans l'intermédiation financière baisse déjà en 2007, mais en 2008 et 2009 elle résiste mieux que dans l'industrie, qui connaît un recul dramatique. Depuis lors, la reprise de la productivité est mitigée, avec des mauvaises performances dans les deux secteurs en 2011.

Une approche désagrégée permet de calculer les contributions des différents secteurs de production à l'évolution de la productivité horaire de l'économie dans son ensemble<sup>11</sup>. Le graphique 3 révèle que l'industrie et l'intermédiation financière sont les secteurs clés pour l'évolution de la productivité globale. Cependant, au cours de certaines années, le secteur qui regroupe les sections G à J (commerce, réparation, hôtels, restaurants et cafés, transports et communications) et celui des autres services qui regroupe les sections N à U (administration publique, enseignement, santé et autres) contribuent également de façon significative à l'évolution de la productivité par heure travaillée dans l'ensemble de l'économie. Par ailleurs, il apparaît en 2008 que la contribution négative de l'intermédiation financière a excédé celle de l'industrie. Cette situation s'est néanmoins inversée l'année suivante. Après une année 2010 relativement favorable, les contributions de l'industrie et de l'intermédiation financière à l'évolution de la productivité horaire globale deviennent à nouveau négatives en 2011 et 2012.

Il est clair que la contribution d'un secteur de production à l'évolution de la productivité de l'ensemble de l'économie dépend d'une part de la taille relative du secteur et d'autre part de l'évolution de la productivité à l'intérieur du secteur. En principe,

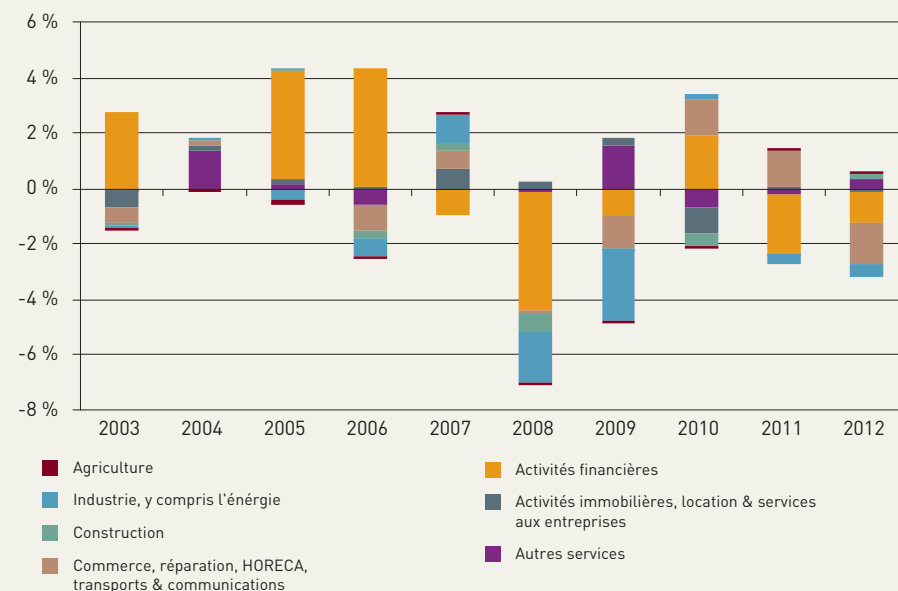
11 de Avillez [2012] «Sectoral Contributions to Labour Productivity Growth in Canada: Does the Choice of Decomposition Formula Matter?» *International Productivity Monitor*, 24:97-117

Graphique 2  
Productivité par heure travaillée selon le secteur de production



Sources : données Statedec, calculs BCL

Graphique 3  
Contributions à la croissance de la productivité par heure pour l'ensemble de l'économie



Sources : données Statedec, calculs BCL

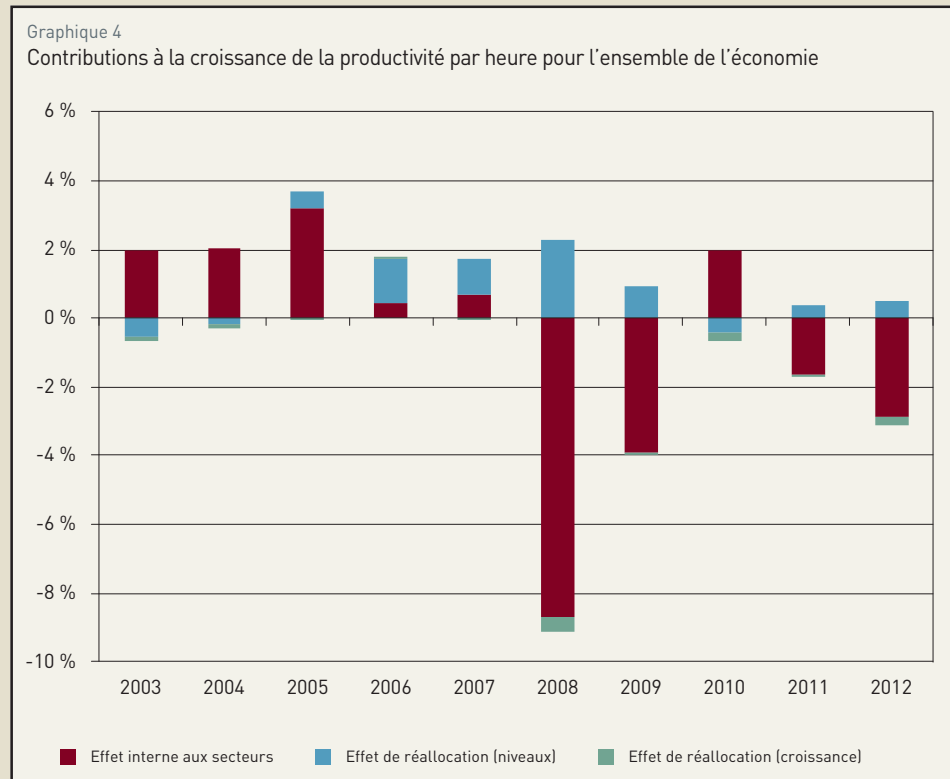
les forces du marché devraient rediriger l'emploi vers les secteurs de production où il est davantage productif et peut donc demander une rémunération plus élevée. En pratique cependant, l'emploi a tendance à se diriger vers les secteurs où la productivité est en stagnation ou même en déclin (phénomène dit « loi de Baumol »). Par conséquent, la variation de la productivité peut être décomposée en trois éléments : le premier reflète l'évolution de la productivité à l'intérieur des secteurs, le deuxième est associé à la réallocation du travail suite à des divergences de niveaux de productivité entre les secteurs et le troisième fait référence à la réallocation de main-d'œuvre suite à des taux de croissance de la productivité différents à travers les secteurs.

Le graphique 4 fournit cette décomposition de la croissance de la productivité horaire pour l'ensemble de l'économie.

Il n'est pas étonnant de constater que l'effet le plus important est celui associé à l'évolution de la productivité à l'intérieur des secteurs individuels<sup>12</sup>. Celui-ci a notamment dominé pendant les années

12 Voir aussi Kucera et Roncolato (2012) «Structure matters: Sectoral drivers of growth and the labour productivity» ILO Research Paper no. 3.

de crise 2008 et 2009 et demeure négatif en 2011 et 2012. L'effet de réallocation de la main-d'œuvre dû à des différences en niveau fournit une contribution généralement positive, indiquant que les emplois sont créés dans des secteurs de production à plus haute productivité. En 2003, 2004 et 2010 cette contribution est négative, indiquant que la croissance de l'emploi a été plus importante dans des secteurs à faible productivité. Le troisième effet, plus limité, est lié à la réallocation du travail en fonction d'une croissance de la productivité différente à travers les secteurs. Sa contribution est généralement négative (migration des emplois vers des secteurs à productivité stagnante ou en déclin).



Sources : données Statec, calculs BCL

En conclusion, la migration de l'emploi entre les secteurs a généralement bénéficié à la productivité de l'économie dans son l'ensemble et ceci même pendant la crise. Les mesures nécessaires pour redresser la productivité tiennent essentiellement à la première composante, c'est-à-dire l'évolution de la productivité à l'intérieur des secteurs individuels. Celle-ci est largement tributaire des réformes structurelles qui visent un meilleur fonctionnement du marché de travail mais aussi du marché des biens et des services.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Selon les données définitives disponibles, la progression annuelle de l'emploi salarié (intérieur) s'est établie à 1,9% en octobre 2013, ce qui dénote une stabilité par rapport au taux moyen observé au cours des cinq mois précédents. Selon de récentes estimations, la croissance de l'emploi se serait légèrement redressée par la suite. Ces données doivent cependant être interprétées avec la plus grande prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

Tableau 7

**Croissance annuelle (en %) de l'emploi\* et taux de chômage (en % de la population active)**

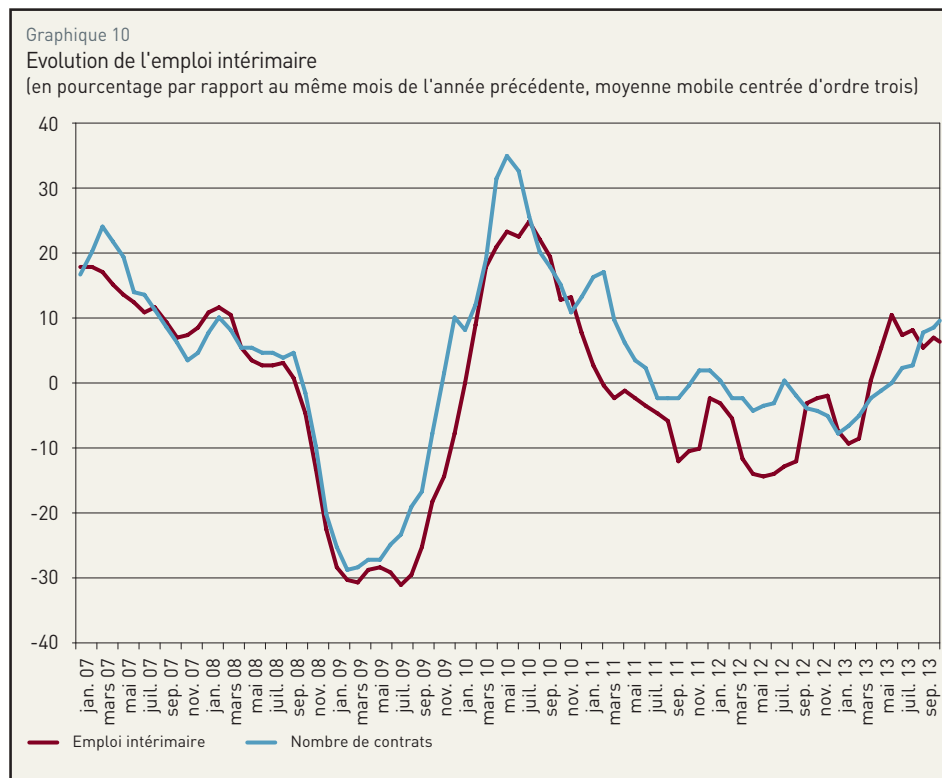
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non-salarié national	Emploi non-salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	Demandes d'emploi non satisfaites	Population active	Taux de chômage «strict» désaisonnalisé	Taux de chômage «strict» non ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonnières
2008	7,4	3,1	5,0	5,2	6,1	3,3	5,0	2,4	3,2	4,2	4,2	5,6
2009	0,7	1,1	0,8	0,8	1,6	1,0	0,9	34,7	2,4	5,5	5,5	6,8
2010	1,9	1,7	1,8	1,1	1,9	1,6	1,8	8,7	2,0	5,8	5,8	7,5
2011	3,1	2,8	3,0	1,8	2,7	2,7	2,9	-0,3	2,5	5,7	5,7	7,5
2012	2,2	2,6	2,5	1,2	1,9	2,5	2,5	10,9	2,9	6,1	6,1	8,0
2013	1,5	1,8	1,8	1,0	1,6	1,8	1,7	15,1	2,6	6,9	6,9	8,7
2008 T2	7,8	3,2	5,2	5,3	6,1	3,4	5,2	-0,2	3,2	4,1	3,9	5,4
2008 T3	7,5	3,1	5,1	5,4	6,3	3,3	5,1	3,9	3,3	4,2	4,0	5,3
2008 T4	6,1	2,6	4,2	4,8	5,9	2,8	4,3	11,2	3,2	4,4	4,5	5,8
2009T1	3,2	1,7	2,3	0,5	1,6	1,6	2,2	30,1	2,4	5,5	5,2	6,6
2009T2	1,2	1,1	1,1	0,8	1,8	1,0	1,1	37,0	2,4	5,5	5,2	6,6
2009T3	-0,6	0,7	0,0	0,7	1,5	0,7	0,1	38,5	2,2	5,6	5,4	6,8
2009T4	-0,9	0,9	0,0	1,0	1,7	0,9	0,1	33,4	2,4	5,8	5,9	7,3
2010T1	0,4	1,2	0,9	1,0	1,8	1,2	0,9	16,7	2,1	5,8	6,1	7,6
2010T2	1,8	1,7	1,8	0,8	1,6	1,6	1,8	8,2	2,0	5,8	5,5	7,2
2010T3	2,4	2,0	2,3	1,3	2,0	1,9	2,2	5,6	2,1	5,8	5,6	7,3
2010T4	2,9	1,8	2,4	1,4	2,1	1,8	2,4	4,4	1,9	5,9	6,1	7,8
2011T1	2,9	2,4	2,7	2,1	2,9	2,3	2,7	-1,7	2,1	5,6	5,9	7,7
2011T2	3,3	2,9	3,1	2,3	3,1	2,8	3,1	-1,2	2,6	5,6	5,3	7,2
2011 T3	3,3	2,9	3,1	1,7	2,6	2,8	3,1	2,4	2,7	5,8	5,6	7,3
2011 T4	2,9	3,0	3,0	1,2	2,3	2,8	2,9	-0,5	2,6	5,7	5,9	7,6
2012 T1	3,0	2,8	3,0	1,5	2,3	2,7	2,9	10,1	3,1	6,0	6,3	8,1
2012 T2	2,2	2,6	2,5	0,8	1,6	2,4	2,5	11,9	2,9	6,1	5,8	7,7
2012 T3	1,7	2,5	2,2	1,1	1,7	2,3	2,2	9,3	2,7	6,2	5,9	7,9
2012 T4	1,8	2,5	2,3	1,4	2,0	2,4	2,3	12,4	3,0	6,3	6,4	8,4
2013 T1	1,2	1,8	1,6	0,4	1,2	1,7	1,6	12,7	2,4	6,6	6,9	8,8
2013 T2	1,4	1,8	1,7	0,9	1,7	1,7	1,7	16,6	2,6	6,9	6,6	8,4
2013 T3	1,6	1,9	1,8	0,9	1,6	1,8	1,8	16,2	2,7	7,0	6,7	8,5
2013 T4	1,8	1,9	1,9	1,7	2,0	1,9	1,9	14,8	2,7	7,0	7,2	8,9
jan. 13	1,2	1,9	1,7	0,4	1,2	1,8	1,7	11,7	2,4	6,5	7,0	8,9
fév. 13	1,4	1,8	1,7	0,3	1,1	1,7	1,6	12,5	2,4	6,6	7,0	8,9
mars 13	1,1	1,6	1,5	0,5	1,3	1,5	1,4	13,8	2,3	6,7	6,8	8,6
avr. 13	1,1	1,6	1,4	1,3	2,0	1,6	1,5	14,9	2,4	6,8	6,7	8,5
mai 13	1,7	1,9	1,9	0,8	1,6	1,8	1,9	17,2	2,7	6,9	6,6	8,4
juin 13	1,6	1,9	1,8	0,8	1,6	1,8	1,8	17,9	2,7	6,9	6,5	8,4
juil. 13	1,7	1,8	1,8	0,8	1,6	1,7	1,8	17,4	2,6	7,0	6,8	8,7
août 13	1,7	2,1	2,0	0,7	1,5	2,0	2,0	15,2	2,7	6,9	6,6	8,4
sep. 13	1,3	1,8	1,7	1,1	1,9	1,8	1,7	16,0	2,6	7,0	6,8	8,6
oct. 13	1,9	1,8	1,9	1,0	1,8	1,7	1,9	15,3	2,6	7,0	6,9	8,7
nov. 13	2,2	1,8	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	15,3	2,7	7,0	7,0	8,8
déc. 13	1,4	2,0	1,8	2,1	2,2	2,0	1,8	13,7	2,8	7,1	7,6	9,3
jan. 14	2,3	2,4	2,3	1,5	1,7	2,3	2,3	12,4	3,0	7,1	7,6	9,4

Remarque: les données relatives aux mois de novembre 2013 à janvier 2014 sont des estimations

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

L'emploi frontalier, qui avait particulièrement pâti des effets du ralentissement conjoncturel, semble reprendre son souffle. L'écart de croissance entre emploi frontalier et emploi national a eu tendance à se résorber au cours des derniers mois. De surcroît, pour la première fois depuis début 2012, la dynamique annuelle de l'emploi non-résident a dépassé celle de l'emploi national en octobre 2013. La main-d'œuvre frontalière étant davantage sensible aux fluctuations conjoncturelles en raison de sa répartition sectorielle, cette tendance favorable pourrait refléter une légère amélioration de la situation de fond. L'évolution favorable de l'emploi non-résident trouve également son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Après plusieurs trimestres de repli, la progression annuelle de l'emploi intérimaire s'est établie à 6,2% en moyenne entre mars et octobre 2013. Rappelons que le travail temporaire est souvent perçu comme précurseur de la tendance future du marché de l'emploi. Le récent redressement pourrait ainsi être le reflet d'un regain d'activité dans certaines branches économiques.



Sources : IGSS, Ministère du travail, Statec, calculs BCL

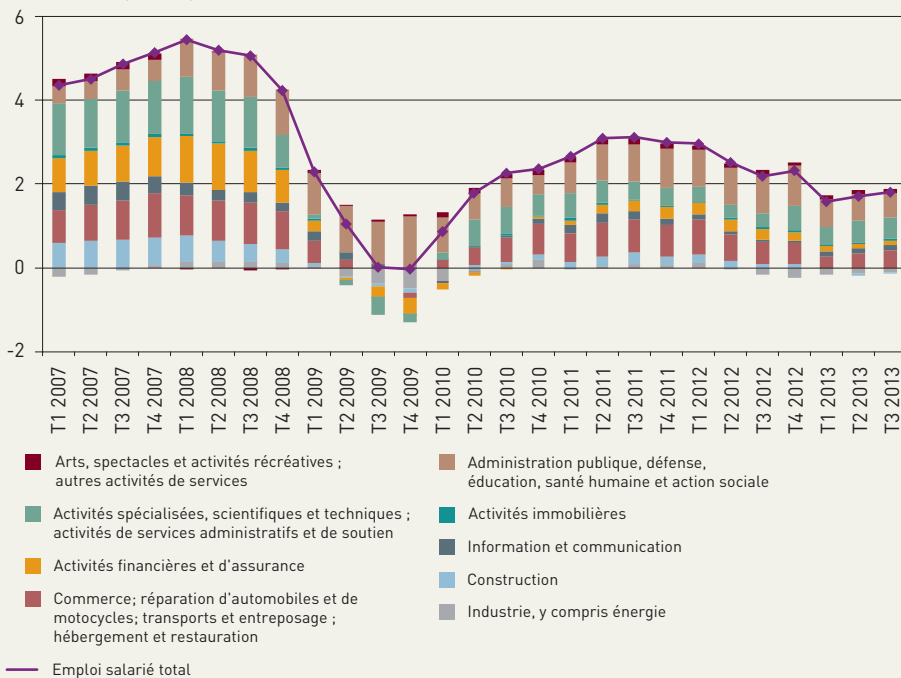
L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'au troisième trimestre 2013, la croissance annuelle de l'emploi (1,8% au total) repose à raison d'un tiers environ sur le secteur public au sens large (expliquant 0,6 p.p. de la progression annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). Par ailleurs, les services aux entreprises et le secteur « commerce, transports et horeca » ont pour leur part contribué à hauteur de respectivement 0,5 p.p. et 0,4 p.p. à la croissance annuelle de l'emploi. Parallèlement, l'industrie continue de ponctionner cette dernière (de -0,1 p.p.). En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,5%<sup>13</sup>.

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.<sup>14</sup> Globalement, il apparaît selon ces données qu'entre le troisième trimestre des années 2012 et 2013, l'économie luxembourgeoise a créé environ 6 200 emplois. Près de la moitié de ces créations nettes d'emplois (soit l'équivalent d'approximativement 2 800) proviennent du secteur public au sens large, qui demeure ainsi le principal moteur de l'emploi

13 Les plus récentes estimations confirment la poursuite d'une croissance relativement soutenue de l'emploi au quatrième trimestre 2013, essentiellement dans le secteur public, les services aux entreprises, l'information et communication et les autres activités de services.

14 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 11  
Evolution annuelle de l'emploi salarié et contributions des différentes branches  
(données non ajustées pour les variations saisonnières)

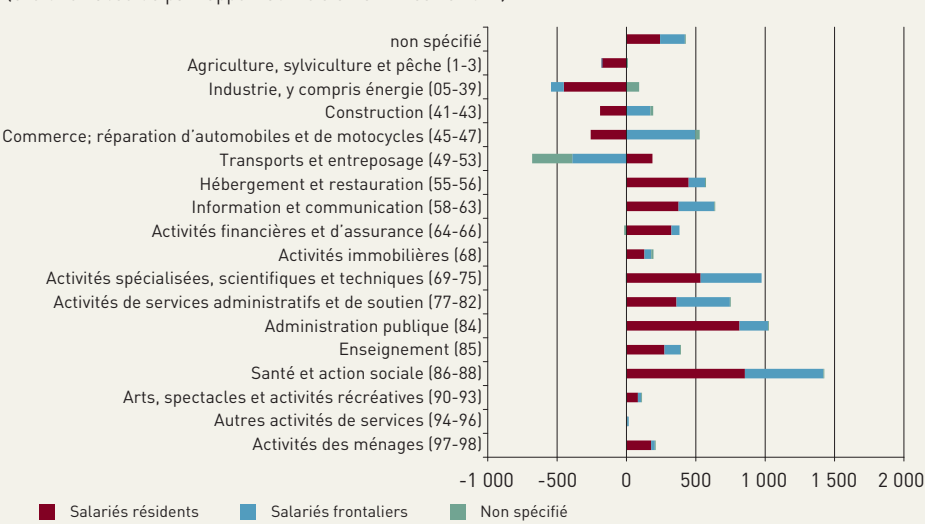


Sources : STATEC, calculs BCL

(national). Environ 1 400 de ces emplois sont imputables à la branche « santé et action sociale » incluant entre autres le personnel des hôpitaux, des maisons de retraite et des crèches. Les autres créations d'emplois publics se répartissent à travers l'administration publique (1 000 emplois) et l'éducation (400 emplois). On remarque par ailleurs que l'emploi résident s'est contracté dans l'industrie, la construction et les transports.

En ce qui concerne les postes vacants, entre les mois de septembre 2013 et janvier 2014, le stock d'offres d'emplois non satisfaites s'est établi à 2 760 en moyenne chaque mois, en hausse de 17,8% en glissement annuel. Le taux de postes vacants, qui mesure la proportion d'emplois à pourvoir, demeure largement supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>15</sup>. De même, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à 2 055 en moyenne au cours des mois de septembre 2013 à janvier 2014, en hausse de 21,0% par rapport à la même période de l'année précédente. Au niveau sectoriel, les plus récentes données disponibles indiquent qu'au quatrième trimestre 2013, près d'un tiers (29,4%) des offres d'emplois non satisfaites proviennent des services aux entreprises (y compris les activités immobilières), qui incluent entre autres les activités juridiques et comptables, les activités d'architecture et d'ingénierie ou encore les services de conseil. Suivent le secteur public au sens large (13,3%), la finance (13,2%), les transports et communications

Graphique 12  
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au troisième trimestre 2013  
(évolution absolue par rapport au troisième trimestre 2012)



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

Sources : IGSS, calculs BCL

15 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 environ 0,8% actuellement.

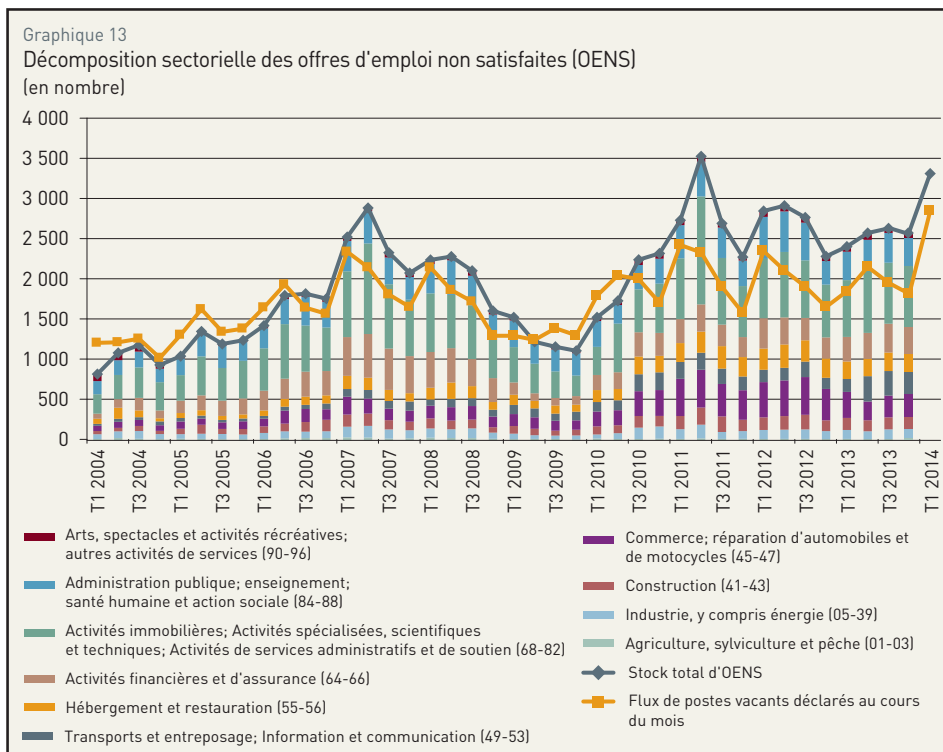
(12,6%) et le commerce (11,6%). L'industrie et la construction demeurent en retrait.

Au niveau de la marge intensive du travail, les données administratives de la sécurité sociale témoignent d'une légère diminution de la durée moyenne de travail (corrigée des jours ouvrables) de 0,1% au troisième trimestre 2013, après -0,2% le trimestre précédent et -1,6% en début d'année. Au cours du trimestre sous revue, le redressement des heures supplémentaires a été compensé par le recours toujours important au chômage partiel et au temps partiel.

Les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent un léger regain d'optimisme dans l'industrie et la construction au cours des derniers mois<sup>16</sup>. De même, les services non financiers et le commerce de détail sont caractérisés par des perspectives d'emploi globalement favorables.

### 1.2.2.2 Le chômage

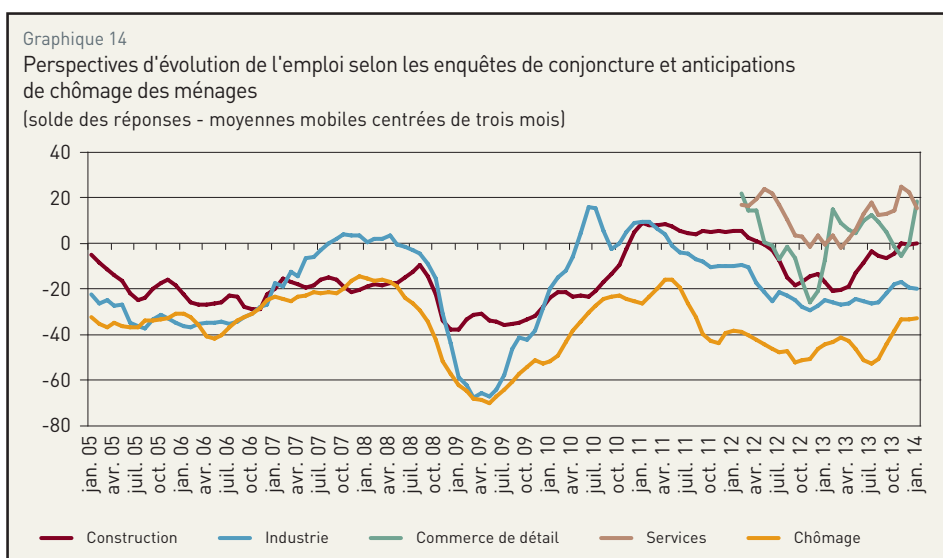
Selon les plus récentes estimations, le taux de chômage au sens « strict » désaisonnalisé s'est établi à 7,1% en janvier 2014, stable par rapport au mois précédent mais en hausse de 0,6 p.p. par rapport à la même période de l'année précédente. Dans le même temps, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (non ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à plus de 19 500 en janvier 2014, en hausse de 12,4% en glissement annuel, soit l'équivalent de plus de 2 100 chômeurs supplémentaires



Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

\* La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le quatrième trimestre 2013. Par ailleurs, le premier trimestre 2014 inclut uniquement les données relatives au mois de janvier.

Sources: ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

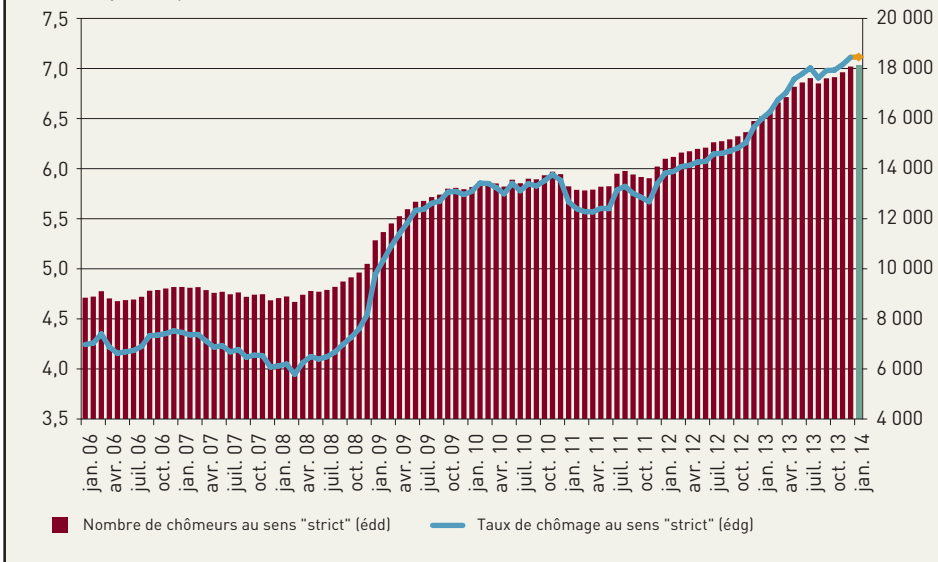


Remarque: Les réponses obtenues lors des enquêtes sont agrégées sous forme de soldes. Ces soldes représentent la différence entre le pourcentage des entreprises (respectivement des ménages) qui prévoient une hausse de leur emploi au cours des trois mois suivants (du chômage au cours des douze mois suivants) et le pourcentage des entreprises (ménages) qui prévoient une diminution de leur emploi au cours des trois mois suivants (du chômage au cours des douze mois suivants).

Source: Eurostat (enquêtes de conjoncture)

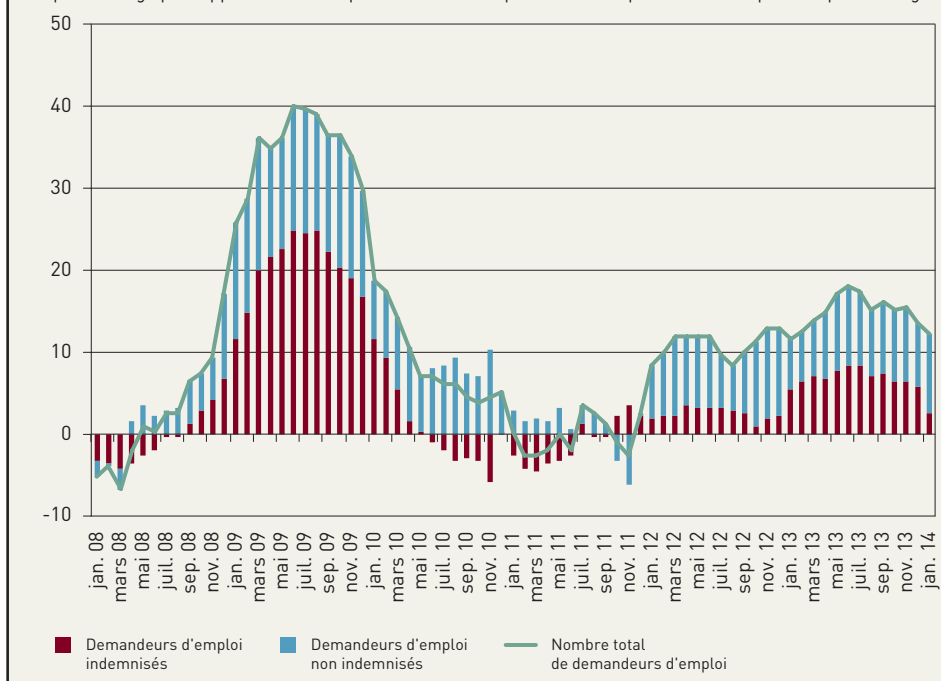
<sup>16</sup> A noter par ailleurs que les soldes des enquêtes de conjoncture relatifs à l'évolution de l'emploi dans ces deux secteurs sont actuellement supérieurs à leur moyenne de long-terme d'avant-crise.

Graphique 15  
Evolution du chômage  
(données ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 16  
Evolution du nombre de demandeurs d'emploi selon leur statut  
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente respectivement en point de pourcentage)



Sources : ADEM, calculs BCL

en un an. Bien que la courbe du chômage continue à s'opérer sur une trajectoire ascendante, on observe une décélération de cette tendance défavorable.

Par ailleurs, une analyse détaillée montre que la progression du nombre de demandeurs d'emploi s'explique essentiellement et de manière grandissante par la hausse du nombre de chômeurs non indemnisés. Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est constituée de demandeurs d'emploi dont les droits aux allocations-chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour pouvoir en bénéficier, comme par exemple des femmes au foyer qui décident de (ré-) intégrer le marché du travail, des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi ou encore des nouveaux arrivants sur le territoire national.

De même, en 2013, le recul du nombre de personnes qui chaque mois s'inscrivent auprès des bureaux de placement (-7,4% en un an), n'a pas permis d'enrayer la hausse du chômage. Cette tendance positive a en effet été contrebalancée par un repli encore plus prononcé des flux de sortie du chômage (-9,9%). L'analyse des flux témoigne ainsi des difficultés rencontrées par certains demandeurs d'emploi à (ré-) intégrer le marché du travail<sup>17</sup>.

Le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 2240 en moyenne

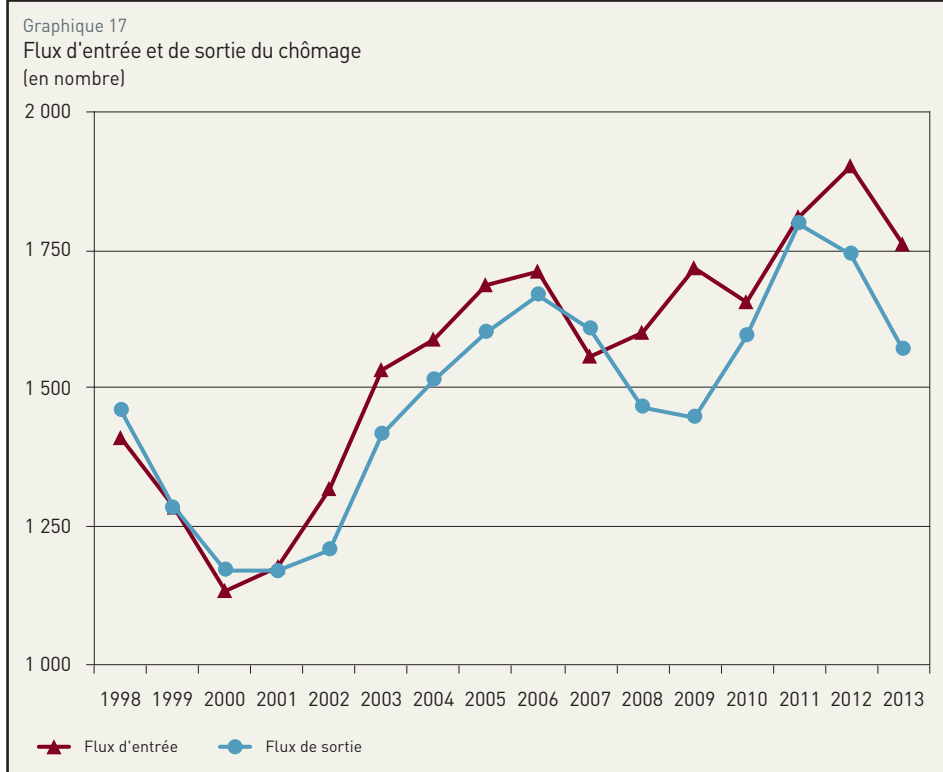
17 Les plus récentes données disponibles font référence au mois de janvier 2014 et font état d'un redressement des flux de sortie de 21,7% (soit l'équivalent de 401 chômeurs qui ont quitté le chômage au cours du mois) et d'une hausse plus modérée des flux d'entrée, de 10,2% (soit l'équivalent de 234 personnes supplémentaires qui se sont inscrites en tant que demandeurs d'emploi auprès de l'ADEM). Il serait cependant erroné de tirer des conclusions trop hâtives quant à un éventuel revirement de tendance. Seuls les mois à venir permettront de confirmer ou d'infirmer une telle évolution.



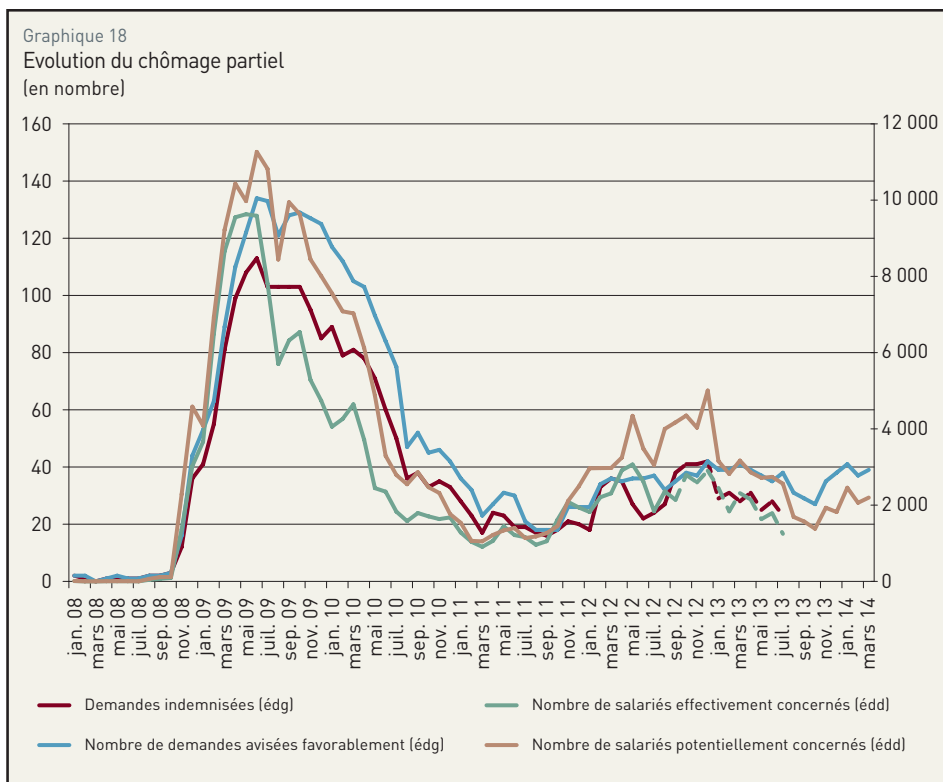
au cours des trois premiers mois de l'année courante, en repli de 26,5% en glissement annuel. L'industrie et en particulier la manufacture demeure la principale branche utilisatrice du dispositif de chômage partiel. Les données (provisoires) relatives au nombre de salariés effectivement en chômage partiel suggèrent une tendance à la stabilisation.

Malgré l'incertitude persistante, des signes de stabilisation se sont manifestés au cours des derniers mois, alimentant l'espoir d'un redressement graduel du marché de l'emploi. La tendance favorable de la demande de travail et l'amélioration (somme toute modérée) des perspectives des entreprises laisseraient présager un rehaussement des embauches. Cela se reflète également dans les anticipations d'évolution du chômage des ménages luxembourgeois qui, tout en demeurant inférieures à leur moyenne historique, témoignent d'une légère amélioration. Autre point positif, le travail intérimaire, réputé précurseur des évolutions du marché du travail, a récemment repris des couleurs.

Les mois à venir permettront de déterminer si la récente stabilisation signe les prémices d'un revirement de tendance sur le marché du travail ou si elle s'avère au contraire passagère. De surcroît, il convient de mentionner que le repositionnement du chômage sur un sentier descendant pourrait s'avérer laborieux, malgré l'embellie conjoncturelle, eu égard aux problèmes structurels qui caractérisent le marché du travail luxembourgeois.



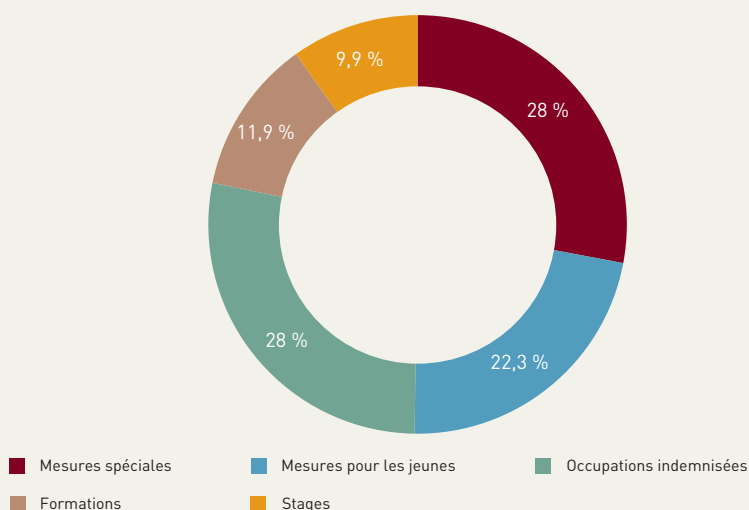
Sources : ADEM, calculs BCL



Source : Comité de conjoncture

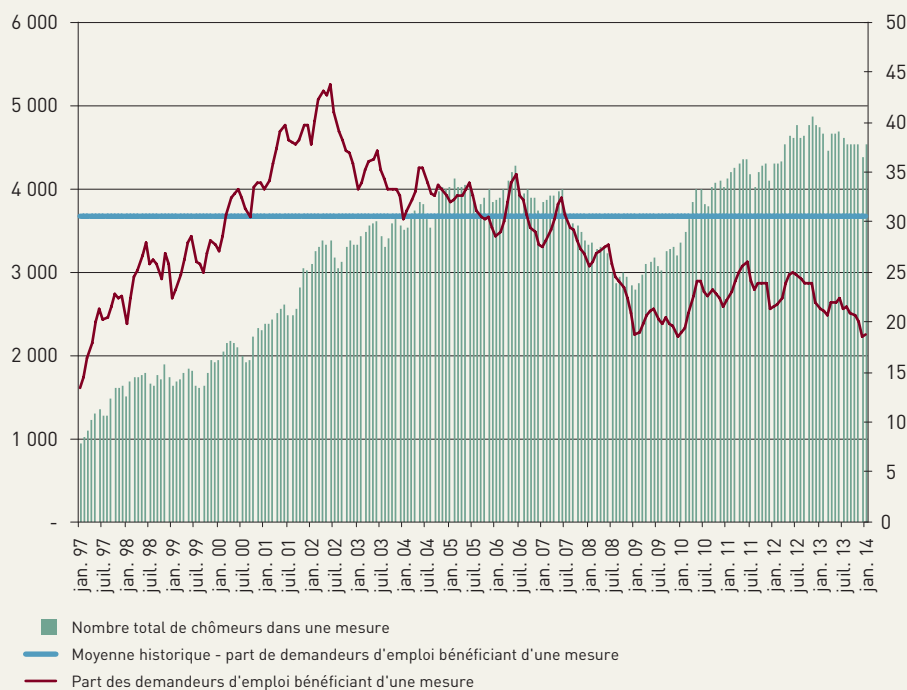
## IMPACT STATISTIQUE DES MESURES POUR L'EMPLOI

Graphique 1  
Répartition des mesures pour l'emploi  
(en pourcentage du total)



Source : ADEM, calculs BCL

Graphique 2  
Mesures pour l'emploi



Source : ADEM, calculs BCL

L'Administration pour le Développement de l'Emploi (ADEM) propose une panoplie de mesures de soutien destinées aux demandeurs d'emploi inscrits et censées améliorer l'employabilité de ces derniers. Ces mesures, qui sont partie intégrante de la politique « active » de l'emploi, peuvent se décliner sous différentes formes. En 2013, près d'un tiers des demandeurs d'emploi concernés étaient affectés à des mesures « spéciales », destinées aux chômeurs non-indemnisés et pris en charge par des associations sans but lucratif (y compris les initiatives syndicales et locales). De même, 28,0% étaient affectés à des occupations ou activités temporaires indemnisées (telles des travaux d'utilité publique ou collective). Près d'un quart étaient affectés à des mesures spécialement conçues pour les jeunes chômeurs. Venaient enfin des activités d'insertion professionnelle sous forme de stages ou formations.

Il convient de rappeler qu'une personne en mesure n'est pas considérée comme chômeur « au sens strict », bien qu'elle soit inscrite en tant que demandeur d'emploi auprès de l'ADEM. Par

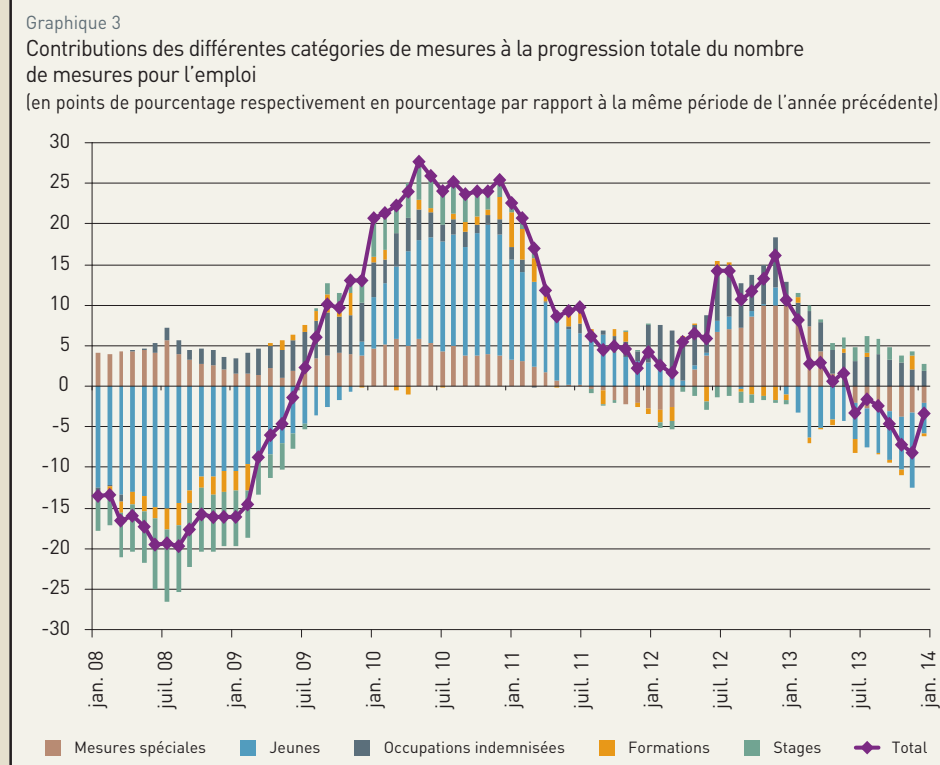
conséquent, les chômeurs bénéficiant d'une mesure se retrouvent exclus du champ d'application du taux de chômage officiel, tel que recensé par les autorités. Notons de surcroît que ce procédé n'est pas spécifique au Luxembourg, mais répond aux standards du Bureau International du Travail. Aussi, une hausse du nombre de mesures induit – toutes choses égales par ailleurs – une hausse de l'emploi national et une baisse mécanique du taux de chômage officiel, et inversement.

### ÉVOLUTION DES MESURES POUR L'EMPLOI

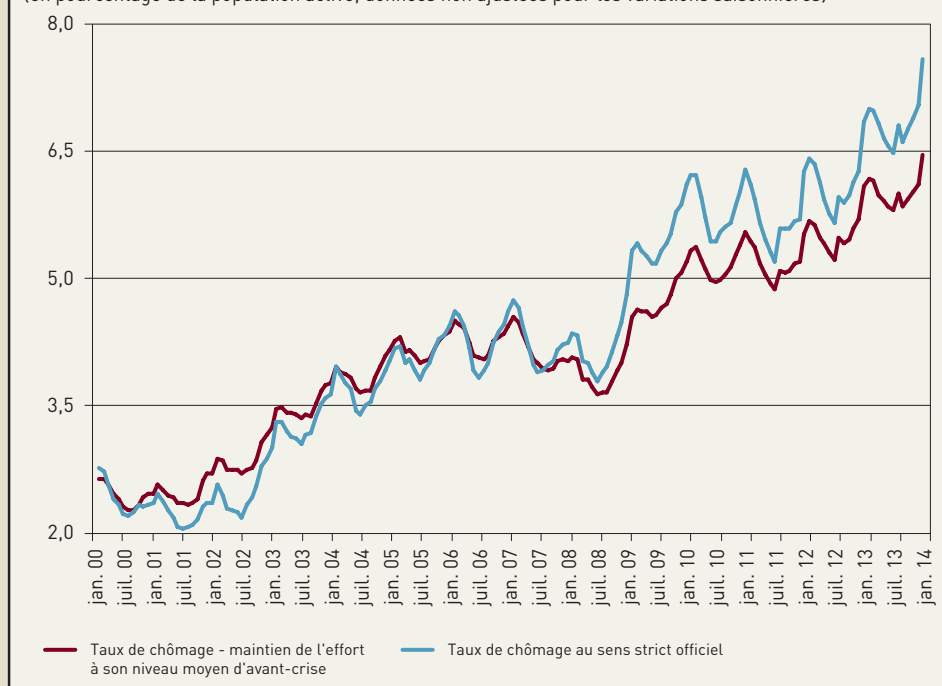
Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour l'emploi a nettement progressé depuis le milieu des années 1990. Après s'être temporairement replié entre 2007 et 2009, le nombre de mesures a fortement rebondi dans le sillage de la récente crise économique et financière, atteignant des sommets historiques au cours de la deuxième moitié de l'année 2012. Cette progression a permis de contenir la hausse du chômage au sens strict et a soutenu l'emploi national, particulièrement résistant lors de la récente crise.

Le recul observé depuis le début de l'année 2013 est en partie imputable à des événements exceptionnels, de nature juridique. Rap-

pelons en effet que conformément à la Loi du 16 décembre 2011, les adaptations temporaires des mesures en faveur des jeunes chômeurs sont arrivées à échéance fin 2012 et que la nouvelle loi n'est entrée en vigueur qu'en date du 2 avril 2013. Or, dans l'attente de la promulgation de la nouvelle loi, certaines entreprises ont préféré ne pas renouveler les contrats-jeunes existants ou ne pas en créer de nouveaux. Le repli du nombre de mesures s'est traduit par une baisse mécanique du niveau de l'emploi national et une hausse corrélative du chômage au sens « restreint ». Contrairement aux attentes, on n'a à l'heure actuelle pas encore assisté à un effet de rattrapage des mesures pour l'emploi. Celles-ci ont au contraire poursuivi leur trajectoire descendante au cours des derniers mois, notamment celles spécialement conçues pour les jeunes chômeurs. Au final, sur l'ensemble de l'année 2013, le nombre de mesures destinées aux jeunes chômeurs a diminué de près de 20%. Il convient également de souligner le recul observé depuis le mois de juillet du côté des mesures



Graphique 4  
 Simulations du taux de chômage en cas de maintien de l'effort de mesures  
 (en pourcentage de la population active; données non ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

mique que le chômage), qui demeure à l'heure actuelle largement inférieure à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>19</sup>.

## IMPACT STATISTIQUE DES MESURES POUR L'EMPLOI

Nonobstant cette évolution mitigée, les mesures de soutien à l'emploi représentent encore 20% du total des demandeurs d'emploi et ont un impact statistique important sur le niveau du chômage officiel et sur celui de l'emploi résident.

Dès lors, il est légitime de se poser la question de savoir quel serait le niveau actuel du taux de chômage si l'effort lié aux mesures pour l'emploi (tel que mesuré par la proportion de chômeurs dans une mesure) avait été maintenu au niveau moyen observé avant la crise (soit une part moyenne de 30,6%). Des simulations révèlent que – toutes choses égales par ailleurs – le maintien de l'effort de mesures à son niveau moyen d'avant-crise aurait un impact baissier sur le taux de chômage au sens

dites « spéciales ». Ce recul serait (en partie du moins) attribuable à la réduction des effectifs dans certaines initiatives sociales pour l'emploi<sup>18</sup>.

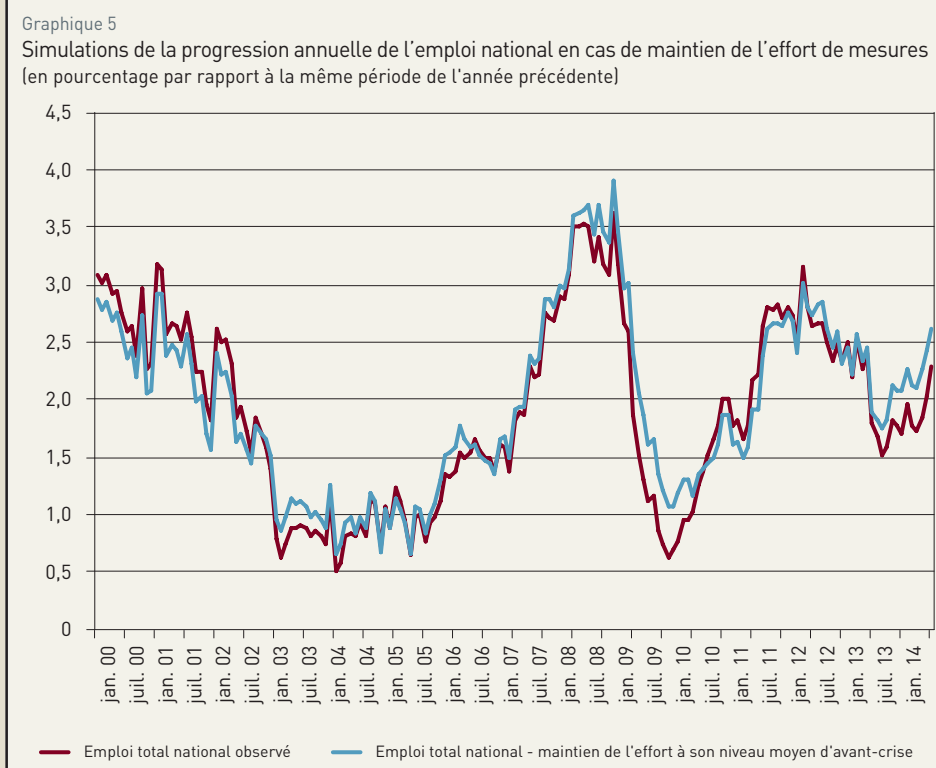
La proportion de demandeurs d'emploi dans une mesure a atteint un pic en 2002, avant de s'inscrire en baisse jusqu'au déclenchement de la crise. Après avoir enregistré un léger redressement jusqu'au début de l'année 2011, la ré-intensification de la crise s'est soldée par une recrudescence du nombre total de chômeurs et une tendance légèrement descendante de la part des mesures pour l'emploi (le nombre de celles-ci ayant progressé de manière moins dyna-

18 Selon les plus récentes données disponibles, en 2012, 2 248 demandeurs d'emplois ont bénéficié de ces mesures (parmi lesquels 1 402 étaient toujours inscrits dans une mesure au 31 décembre 2012). Suite aux irrégularités constatées dans le cadre de l'audit des comptes de certaines initiatives, l'initiative « Objectif Plein Emploi » (OPE), qui encadrait plus de 700 demandeurs d'emploi, a récemment été mise en liquidation. Bien que les informations disponibles ne permettent pas de déterminer l'impact final de cette liquidation sur le nombre de demandeurs d'emploi dans une mesure (et in fine sur le chômage au sens strict), cet impact est probablement plus faible que ce à quoi on pourrait s'attendre. Rappelons en effet que certains centres d'initiatives et de gestion (CIG) locaux et régionaux qui faisaient partie du réseau OPE ont décidé de se retirer du réseau. On pourrait dès lors supposer que certains de ces centres ont poursuivi leurs initiatives sociales, de sorte que l'impact final sur les demandeurs d'emploi a probablement été (partiellement) mitigé.

19 Il convient de noter que les mesures pour l'emploi peuvent évoluer de manière pro- ou contra-cyclique. Dans le cas pro-cyclique, les mesures diminuent lors de phases de ralentissement et augmentent lors de reprises. Dans ce cas, les mesures pour l'emploi permettraient aux entreprises de recruter à un moindre coût (une partie du salaire étant subventionnée par l'Etat). En revanche, en cas de nature contra-cyclique, les mesures augmentent lors de creux économiques et diminuent lors de phases d'expansion. Dans un tel cas de figure, le rôle des mesures est essentiellement de favoriser la réinsertion des chômeurs sur le marché du travail dans un contexte conjoncturel morose. Au cours de la récente crise, les mesures de soutien ont évolué de manière contra-cyclique, celles-ci ayant augmenté alors que la progression de l'emploi a fortement décéléré. La hausse observée s'explique essentiellement par la forte progression des mises au travail ou autres occupations indemnisées (y compris les mesures spéciales) ainsi que de la hausse des contrats de travail subventionnés pour les jeunes chômeurs.

strict de 0,6pp en moyenne entre septembre 2008 et fin 2013, avec un effet particulièrement important sur la période la plus récente. En effet, en 2013, le taux de chômage « fictif » calculé à effort constant se serait établi à 6,0% en moyenne, soit 0,9pp en deçà des 6,9% réellement observés.

De même, le maintien de l'effort de mesures au niveau moyen observé avant la crise aurait eu un impact haussier sur le taux de croissance annuel de l'emploi national de l'ordre de 0,1pp (entre septembre 2008 et décembre 2013). Sur la période la plus récente, on constate que l'effort additionnel en matière de mesures aurait engendré une croissance additionnelle de l'emploi résident de 0,3pp en 2013, ce dernier s'accroissant de 2,1% en glissement annuel, contre les 1,8% observés.



Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Les simulations réalisées ci-avant n'ont aucunement vocation à évaluer l'efficacité des mesures proposées par l'ADEM - exercice qui nécessiterait inévitablement l'étude de trajectoires et l'accès à des données longitudinales. Les simulations réalisées dans le présent encadré révèlent uniquement l'impact statistique non négligeable de ces mesures sur l'évolution du chômage (au sens « strict ») officiel et celle de l'emploi national. Le maintien de l'effort à un niveau supérieur à celui enregistré actuellement permettrait certes d'atténuer la hausse du chômage au sens strict, mais ne permettrait pas de l'enrayer. Cela n'aurait par ailleurs aucun impact sur le taux de chômage au sens large, qui inclut les chômeurs en mesure. Par conséquent, l'analyse du taux de chômage au sens large revêt un intérêt particulier pour l'analyse conjoncturelle, dans la mesure où elle est susceptible d'apporter des informations pertinentes sur les causes de l'évolution à court terme du chômage au sens strict. En effet, un mouvement baissier de ce dernier peut être le reflet d'une embellie conjoncturelle (et d'une baisse concomitante du chômage) ou simplement d'un « transfert » de chômeurs vers des mesures pour l'emploi.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

En 2012, la production industrielle pour l'ensemble des secteurs a connu un recul de 3,8%. Cette baisse de la production est observée dans tous les secteurs, à l'exception des biens d'équipement dont la production a progressé sur l'ensemble de l'année.

Les données de l'année 2013 confirment un recul de la production industrielle dans tous les secteurs au cours des trois premiers trimestres. Seule la production de biens intermédiaires et la production de biens de consommation progressent légèrement au troisième trimestre. Les secteurs les plus touchés par la baisse de la production sont les biens d'équipement, la sidérurgie et les biens énergétiques. Des données complètes pour le quatrième trimestre ne sont pas encore disponibles. Néanmoins, on observe une hausse de l'ensemble de la production industrielle pour les mois d'octobre et de novembre. Seule la production de biens d'équipement recule, alors que la production des autres catégories de biens progresse fortement.

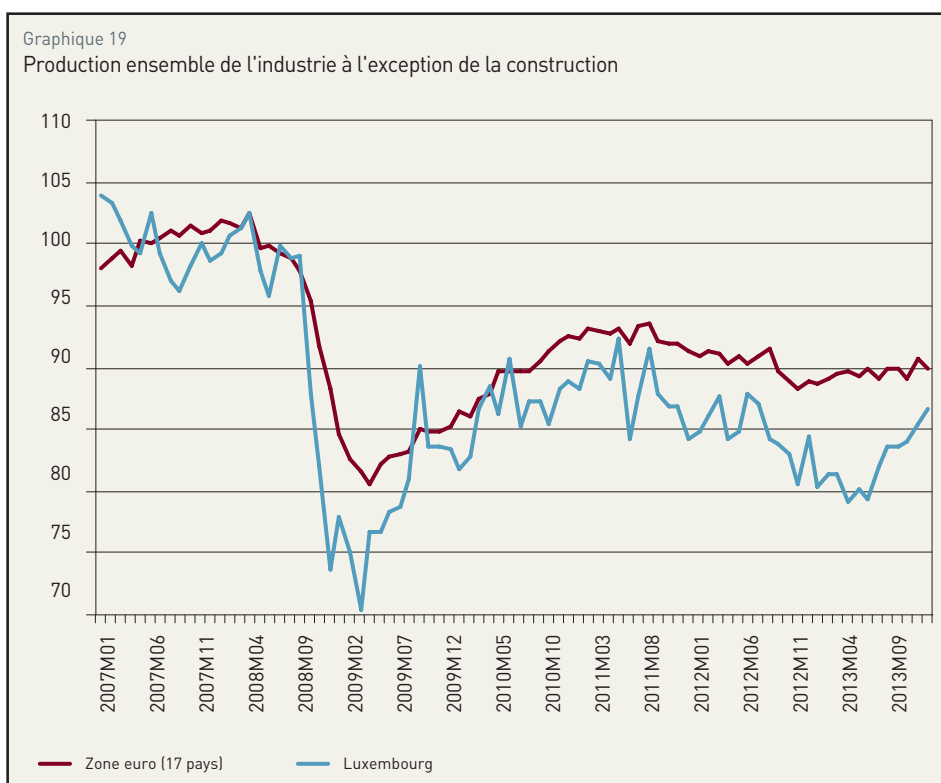
Tableau 8

**Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)**

	2012	2013-T1	2013-T2	2013-T3	2013-M10 M11
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. Sidérurgie	-3,8	-6,9	-6,5	-2,3	7,3
Pjo - Biens intermédiaires	-8,7	-5,7	-5,6	0,6	11,8
Pjo - Biens d'équipement	3,1	-12,0	-4,5	-7,3	-1,9
Pjo - Biens de consommation	-0,7	-4,2	-5,4	1,4	4,7
Pjo - Biens énergétiques	-4,2	-1,3	-21,0	-14,8	15,2
Pjo - Industrie, sidérurgie exclue	-3,2	-6,2	-5,9	-2,1	6,5
Pjo - Sidérurgie	-12,5	-13,0	-14,0	-5,4	17,4

Source : Statec

Bien que le recul de la production industrielle s'observe également dans l'ensemble de la zone euro, il est plus marqué au Luxembourg qui connaît un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010. Toutefois, alors que la production industrielle de la zone euro connaît récemment une certaine stabilisation, la progression de la production industrielle observée ces derniers mois au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg.



Source : Eurostat

Les enquêtes de conjoncture montrent globalement des signes d'amélioration sur les derniers mois. En février, trois quarts des répondants estimaient que la tendance récente de la production était stable et ils n'étaient que 12% à la juger en baisse (amélioration de 18 pp.). Les perspectives futures de la production dénotent la même tendance. Ainsi, les répondants sont plus nombreux à anticiper une stabilité ou une hausse de la production et moins nombreux à anticiper un recul de celle-ci. L'état du carnet de commande s'améliore légèrement, même si un peu plus de la moitié des répondants le considère toujours insuffisant. Ils sont d'ailleurs 56% à invoquer

l'insuffisance de la demande comme facteur limitant la production. Le degré d'utilisation des capacités de production se stabilise quant à lui, après s'être amélioré de 2pp. en octobre. Il reste cependant faible dans l'ensemble de l'industrie luxembourgeoise (67%), essentiellement en raison du secteur sidérurgique qui présente un taux d'utilisation très inférieur à la moyenne générale (43%) tirant nettement celle-ci vers le bas.

Pour sa part, l'indice de confiance dans l'industrie calculé par la Commission européenne a reculé en décembre 2013 et en janvier 2014, mais il reste globalement en hausse sur les derniers mois.

La baisse de la production de la construction observée en 2012 au Luxembourg s'est accompagnée d'une réduction des heures travaillées. Ces tendances négatives se sont poursuivies jusqu'au troisième trimestre 2013 (voir tableau). Précisons que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier 2013 particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil) au premier trimestre 2013 (voir tableau). 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 production par jour ouvrable (pjo) et les heures travaillées ont nettement fléchi au premier trimestre 2013.

Les statistiques disponibles pour les deuxième et troisième trimestres 2013 indiquent de nouvelles baisses de la pjo en glissement annuel. Les données relatives à octobre et novembre 2013 sont cependant plus encourageantes, avec une croissance de la pjo en glissement trimestriel égale à -0,9% et +3,8%, respectivement. Les conditions climatiques favorables par rapport à l'année précédente pourraient expliquer cette embellie. Les heures travaillées traduisent également une inflexion favorable en octobre et novembre 2013, les taux de croissance en glissements annuels correspondants s'établissant respectivement à -1,0 et +1,8%.

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 données disponibles pour le premier trimestre 2013 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%. Aux deuxième et troisième trimestres 2013, la baisse en glissement annuel s'est poursuivie et même accentuée, en particulier sur le segment des maisons à appartements.

Tableau 9

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

	2011	2012	2013-T1	2013-T2	2013-T3
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	1,1	-1,6	-14,3	-2,2	-2,7
Heures travaillées	0,2	-2,5	-13,6	-2,3	-2,0
Permis de bâtir <sup>1</sup>	17,5	0,3	-14,6	-18,6	-24,7

<sup>1</sup> Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

Source: Stateg

Les résultats de la plus récente enquête de conjoncture dans le secteur de la construction effectuée dans le cadre de l'élaboration de l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne ont envoyé des signaux positifs. En février 2014, l'indicateur global s'est en effet établi à -0,3, contre

-8,4 le mois précédent et -6,7 en décembre 2013. Il s'agit là d'une sensible amélioration par rapport au niveau de -18 enregistré en septembre 2013. La forte amélioration observée sur base mensuelle en février est imputable à la composante « perspectives d'évolution de l'emploi » (-6,8 points en février, contre -10,8 le mois précédent). La composante « carnets de commandes » a quant à elle manifesté une inflexion encore plus favorable, passant de -6,0 en janvier à +6,2 en février.

L'indicateur correspondant relatif à la zone euro est beaucoup moins favorable qu'au Luxembourg, avec un solde de -28,5 en février 2014. L'indicateur de confiance des entrepreneurs de la zone euro évolue en dessous de sa moyenne historique de manière ininterrompue depuis fin 2008. Au Luxembourg en revanche, il évolue au-dessus de sa moyenne historique depuis le mois de juin 2013.

Encadré 3

### CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES SELON LE STATUT D'EMPLOI ET L'UTILISATION

Dans la zone euro dans son ensemble 44% des ménages sont endettés, mais au Luxembourg cette part atteint 58% (voir encadré 3 Bulletin 2013/2). Selon l'enquête Eurosystem sur le comportement financier et de consommation des ménages (Household Finance and Consumption Survey, HFCS), l'endettement des ménages luxembourgeois correspond également à des montants plus importants<sup>20</sup>. Au Luxembourg, cette dette est composée à 90% de crédits hypothécaires, tandis que pour la zone euro cette part est de seulement 83%<sup>21</sup>.

Cet encadré analyse la distribution des crédits hypothécaires à travers la population des ménages luxembourgeois. Selon les résultats de l'enquête LU-HFCS<sup>22</sup>, conduite en 2010/2011 par la BCL et le CEPS/Insee, le montant et l'utilisation des crédits hypothécaires varient selon le statut d'emploi de la personne de référence du ménage.

La plupart des crédits hypothécaires servent à financer l'achat de la résidence principale du ménage. Cependant, certains de ces crédits sont contractés pour d'autres raisons. Les crédits hypothécaires peuvent servir à acheter des biens immobiliers autres que la résidence principale (résidence secondaire, mais aussi propriété destinée à la location ou bâtiment non résidentiel). Un ménage propriétaire de sa résidence principale peut l'utiliser comme garantie pour un crédit hypothécaire affecté à l'achat d'un autre immeuble. Des crédits hypothécaires peuvent également servir pour réaménager ou rénover des immeubles. Enfin, certains ménages peuvent utiliser leurs propriétés immobilières comme garantie pour accéder à un crédit hypothécaire destiné à financer des activités professionnelles ou visant d'autres finalités (par exemple, l'achat d'une voiture ou d'un autre véhicule, le remboursement de crédits à la consommation, le financement d'études, etc.).

L'enquête LU-HFCS demande aux ménages comment ils ont effectivement utilisé leurs crédits hypothécaires, en proposant ces alternatives. Les questions sont toujours adressées à la personne de référence du ménage, c'est-à-dire la personne la mieux informée concernant la situation financière du ménage. Le statut d'emploi de cette personne peut servir à catégoriser les ménages interrogés comme ménages « salariés », ménages « indépendants », ménages « chômeurs », ménages « retraités » et « autres ».

20 Household Finance and Consumption Network (2013) «The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the First Wave,» ECB Statistics Paper No. 2, tableau 3.2.

21 Ehrmann et Ziegelmeyer (2014) «Household risk management and actual mortgage choice in the euro area,» Cahier d'études BCL 84, ECB working paper 1631.

22 Mathä, Porpiglia et Ziegelmeyer (2012) «The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey: Introduction and results,» Cahier d'études BCL 73.



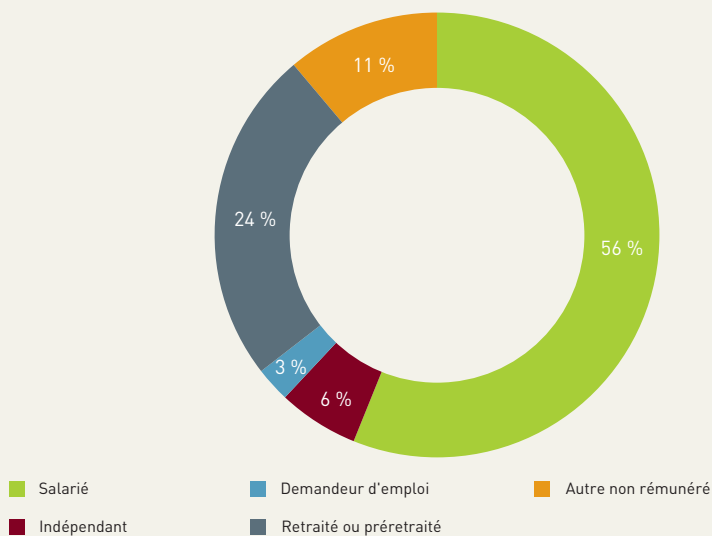
Le graphique 1 analyse la population des ménages<sup>23</sup> selon l'emploi principal de la personne de référence. Plus de la moitié des ménages se situent dans la catégorie « salarié ». Ils sont suivis par la catégorie « retraité ou préretraité » (24%), la catégorie « autre non rémunéré<sup>24</sup> » (11%) et par les ménages des travailleurs indépendants (6%). Seulement 3% des ménages résidant au Luxembourg ont à leur tête une personne à la recherche d'un emploi.

Le graphique 2 présente la répartition des crédits hypothécaires (montant restant à rembourser) selon le statut d'emploi de la personne de référence du ménage.

En comparant les deux graphiques, il ressort que la catégorie « salarié » représente 56% des ménages mais 74% des crédits hypothécaires à rembourser. Pour la catégorie « travailleur indépendant », la part relative des crédits hypothécaires est encore plus élevée (cette catégorie représente 6% des ménages mais 16% des crédits à rembourser). En

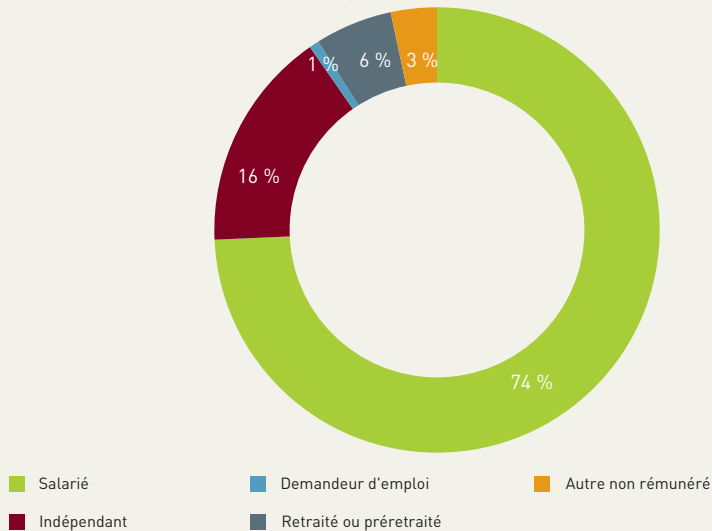
contrepartie, la part des autres catégories dans la population des ménages est supérieure à leur part dans les crédits hypothécaires à rembourser. En particulier, la catégorie « retraité ou préretraité » représente 24% des ménages

Graphique 1  
Ménages par emploi principal actuel de la personne de référence



Source : enquête LU-HFCS; calculs BCL bases sur données pondérées et à imputation multiple

Graphique 2  
Crédits hypothécaires (montant à rembourser) selon le statut d'emploi de la personne de référence du ménage

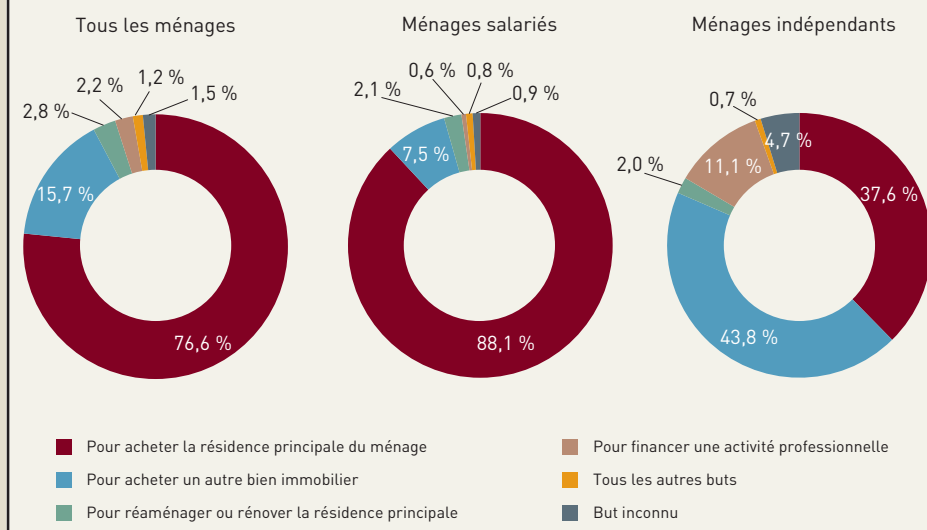


Source : enquête LU-HFCS; calculs BCL bases sur données pondérées et à imputation multiple

23 Les données de l'échantillon sont pondérées pour les rendre représentatives de la population. En d'autres termes, les pourcentages ne se réfèrent pas à l'échantillon des ménages qui ont participé à l'enquête, mais sont des estimations des pourcentages pour l'ensemble de la population des ménages résidant au Luxembourg.

24 Les ménages dans cette catégorie peuvent inclure un adulte salarié ou indépendant, mais ayant déclaré comme personne de référence une personne au foyer, en congé spécial, en formation ou invalide.

Graphique 3  
Crédit hypothécaire par statut d'emploi et utilisation



Sources : enquête LU-HFCS; calculs BCL bases sur données pondérées et à imputation multiple

personne de référence est sans emploi. Ceci est également intuitif, dans la mesure où ces ménages éprouveront plus de difficultés à accéder à un crédit.

Le graphique 3 présente les crédits hypothécaires selon le statut d'emploi de la personne de référence et l'utilisation effective du crédit hypothécaire<sup>25</sup>. A noter qu'il s'agit des montants qui restent à rembourser au moment de l'enquête et non du montant initial du crédit hypothécaire. A la gauche du graphique, les montants à rembourser sont présentés pour l'ensemble des ménages, au milieu seulement pour les ménages « salariés » et à droite seulement pour les ménages « indépendants ». L'achat de la résidence principale figure comme la finalité dominante pour l'ensemble des ménages (77%) et pour les ménages « salariés » (88%). Cependant, pour les ménages « indépendants », l'achat de la résidence principale représente seulement 38% des crédits hypothécaires à rembourser. Pour ce groupe de ménages, 44% des crédits sont en effet contractés pour acheter d'autres biens immobiliers. Cette dernière utilisation représente seulement 8% des crédits hypothécaires contractés par les salariés (16% pour l'ensemble de la population). Cette différence marquée entre indépendants et salariés peut sans doute être attribuée en partie aux travailleurs indépendants qui achètent un immeuble destiné à leurs activités professionnelles. Une autre explication possible serait un appétit pour le risque plus élevé parmi les ménages « indépendants ». Dans ce cas, ils seraient plus disposés à considérer un bien immobilier comme un investissement utile (source de revenu locatif ou possibles gains en capital).

Une deuxième différence importante entre les ménages « salariés » et « indépendants » concerne les crédits hypothécaires contractés pour « financer une activité professionnelle ». Ceux-ci représentent 11% des crédits à rembourser pour les ménages « indépendants » mais seulement 1% pour les ménages « salariés » (2% pour l'ensemble de la population), ce qui n'a rien d'étonnant. Il convient cependant de garder à l'esprit que si la personne de référence est salariée, son conjoint peut être travailleur indépendant.

25 Le graphique distingue entre les crédits contractés pour différents buts, pour « tous les autres buts » et aussi pour « but inconnu ». Cette dernière catégorie (1,5% des crédits à rembourser) concerne les ménages qui ont plus de deux crédits hypothécaires. En effet, les ménages sont interrogés en détail seulement sur leurs deux crédits hypothécaires les « plus importants ». Pour les ménages indépendants, la catégorie « but inconnu » est plus élevée parce qu'ils contractent plus de crédits hypothécaires que la moyenne.

mais seulement 6% des crédits hypothécaires à rembourser. Une telle configuration est logique, dans la mesure où ces ménages « plus âgés » ont souvent déjà remboursé leur crédit hypothécaire. Il est aussi possible que les ménages « plus âgés » aient acquis leur résidence avant l'importante hausse des prix immobiliers enregistrée au Luxembourg. Ils ont par conséquent contracté un crédit hypothécaire d'un montant plus limité. Enfin, la part relative des crédits hypothécaires est également limitée pour les ménages dont la per-

Il y a peu de différence entre « salariés » et « indépendants » pour les crédits hypothécaires contractés pour « réaménager ou rénover la résidence principale ». Ces crédits représentent près de 2% du montant à rembourser pour chacun de ces sous-groupes. Cependant, les crédits pour « réaménager ou rénover » représentent 3% pour l'ensemble de ménages, ce qui suggère que cette utilisation est plus élevée parmi les autres catégories de ménages. En particulier, il est vraisemblable que les crédits pour réaménager ou rénover la résidence principale soient plus fréquents parmi les ménages « retraité ou préretraité », qui occupent souvent des immeubles plus anciens et qui représentent 6% du total des crédits.

En termes absolus, les crédits hypothécaires contractés pour financer une activité professionnelle représentent plus de 300 millions d'euros, soit 4% de la formation brute de capital fixe annuelle telle que publiée par les comptes nationaux 2010-2011. La totalité des crédits hypothécaires représente près de 14 milliards d'euros, approximativement le double de la valeur de la formation brute de capital fixe annuelle. Il convient de rappeler que l'enquête LU-HFCS considère des crédits hypothécaires contractés sur plusieurs années passées et analyse uniquement la partie du crédit qui reste à rembourser au moment de l'enquête. La comparaison de ce stock de crédits à rembourser avec les flux annuels d'investissements issus de la comptabilité nationale sert uniquement à fournir une indication de l'ordre de grandeur. Il est par ailleurs possible de le comparer aux actifs non-financiers qui paraissent dans le compte de patrimoine des ménages. Selon les données du STATEC, en 2011 les ménages résidents étaient propriétaires de logements d'une valeur de 20 milliards d'euros et d'autres bâtiments d'une valeur de presque 8 milliards d'euros. Ainsi, les 14 milliards d'euros de crédits hypothécaires à rembourser représentent un peu moins de 50% de la valeur totale des immeubles appartenant au secteur des ménages.

### 1.2.3.2 Secteur financier

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

Au 31 décembre 2013, 26 237 personnes étaient employées dans les établissements de crédit du Luxembourg, soit une hausse de 5 emplois par rapport au 30 septembre 2013. Cependant, en comparaison annuelle, entre décembre 2012 et décembre 2013, la baisse est de 297 emplois.

Entre septembre et décembre 2013, 60 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 41 employés), tandis que 39 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 38 employés).

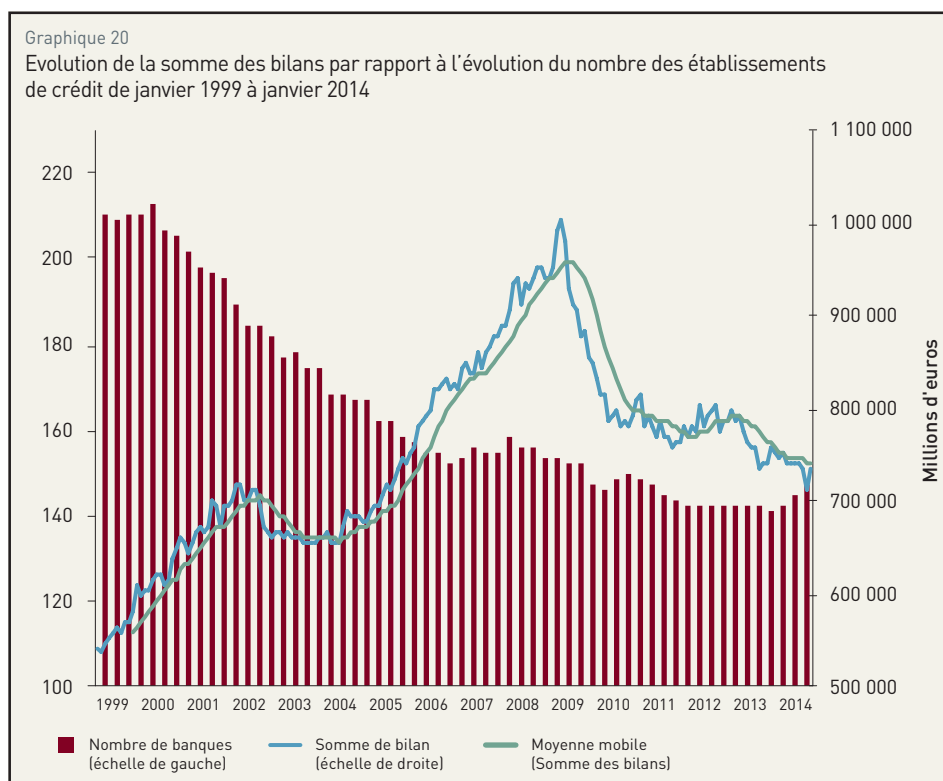
#### 1.2.3.2.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit a augmenté de deux unités entre les mois d'octobre 2013 et janvier 2014 pour s'élever à 149 unités. Concernant la répartition géographique des établissements de crédit, les succursales allemandes dominent toujours le paysage bancaire de la place financière avec 37 unités présentes fin janvier 2014. On dénombre également 15 banques françaises, 12 banques suisses, 10 établissements italiens et 5 entités luxembourgeoises.

#### 1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

L'activité bancaire telle que mesurée par la somme des bilans des établissements de crédit est demeurée relativement stable en comparaison annuelle pour s'établir à 737 333 millions d'euros fin janvier 2014. Notons cependant que ces chiffres confirment la tendance baissière amorcée depuis le second semestre de l'année 2012. En effet, entre le mois de juin 2012 et le mois de janvier 2014,

Graphique 20  
Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1999 à janvier 2014



Source : BCL

l'agrégat bilanciel enregistre une baisse cumulée de 52 254 millions d'euros, soit 7,1% de l'encours de fin janvier 2014, sous l'impulsion d'un recul significatif du financement sur le marché interbancaire. Cette contraction se reflète du côté de l'actif par un fléchissement de la capacité d'intermédiation bancaire à travers les créances envers les autres établissements de crédit aussi bien que la clientèle non bancaire.

#### Evolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires affichent une progression de 2,7% en rythme annuel pour s'établir à 388 078 millions d'euros fin janvier 2014, soit 52,6% du total de l'actif. Elles constituent par conséquent le premier créneau d'activité des établissements de

crédit. Il convient cependant de distinguer les opérations auprès de la Banque centrale du Luxembourg au sein de cet agrégat pour mieux apprécier les développements sous-jacents. Fin décembre 2013, les engagements de la BCL envers les établissements de crédit affichaient un encours de 24 565 millions d'euros, en baisse de 13 914 millions d'euros sur un an. Cette contraction des montants déposés auprès de la banque centrale provient essentiellement d'un moindre recours aux facilités de dépôt (encours de 7 850 millions d'euros fin décembre 2014) en raison de taux directeurs à leurs plus bas niveaux historiques. Notons cependant que durant la période de maintenance prenant fin le 14 janvier 2013, les réserves excédentaires s'élevaient à 6 647 millions d'euros, portant les excédents de liquidité sur le marché monétaire à 14 497 millions d'euros à la fin de l'année précédente.

A contrario, les créances accordées à la clientèle non bancaire ont diminué de 3,3% en comparaison annuelle, pour porter l'encours à 170 510 millions d'euros fin janvier 2014. Soulignons cependant que la dynamique du crédit bancaire est relativement contrastée en termes de contreparties économiques et de zones de résidence géographique. En effet, le crédit accordé au secteur hétérogène des autres intermédiaires financiers résidant dans la zone euro, qui constitue la composante la plus volatile de cet agrégat, a reculé de 6 106 millions durant la fenêtre d'observation. Le financement aux entreprises non financières des autres pays membres de la zone euro affiche quant à lui un repli de 3 136 millions d'euros sur un an. Notons enfin que l'encours de crédit immobilier au secteur des ménages au Luxembourg progresse de 1 322 millions d'euros en perspective annuelle.

Le portefeuille de titres détenu par les établissements de crédit s'est replié de 3,1% entre janvier 2013 et janvier 2014. Ce portefeuille est composé à 91% de titres à revenus fixes, les 9% restants étant investis dans des titres à revenus variable (actions, participations ainsi que des parts d'OPC monétaires). Les actifs financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions enregistrées. Entre le mois de janvier 2013 et le mois de janvier 2014,

le portefeuille obligataire des établissements bancaires a ainsi diminué de 4 221 millions d'euros en termes effectifs.

Enfin, l'encours des autres actifs, qui incluent les produits financiers dérivés, a connu une forte évolution baissière, passant de 29 102 millions d'euros fin janvier 2013 à 23 507 millions d'euros fin janvier 2014.

Tableau 10

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	01-2013	12-2013	01-2014	01-2013 - 01-2014		12-2013 - 01-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	377 997	373 604	388 078	10 081	2,7	14 474	3,9	52,6
Créances sur la clientèle	176 297	169 073	170 510	-5 787	-3,3	1 438	0,9	23,1
Portefeuille titres	160 135	149 045	155 237	-4 897	-3,1	6 192	4,2	21,1
Autres actifs	29 102	24 298	23 507	-5 595	-19,2	- 791	-3,3	3,2
Total de l'actif	743 531	716 020	737 333	-6 198	-0,8	21 313	3,0	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

**Evolution des principaux postes du passif**

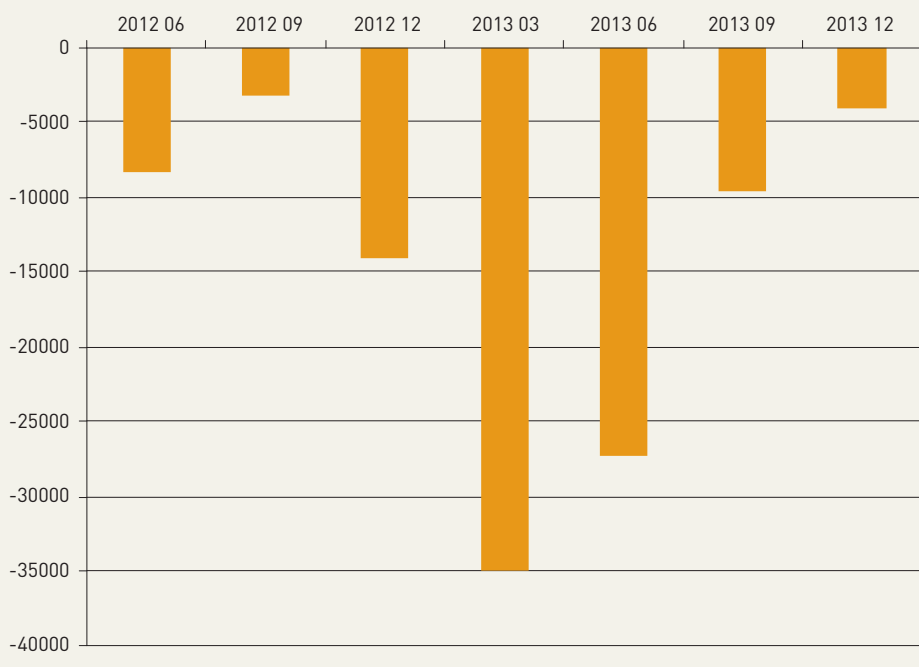
Le passif des bilans met en lumière une évolution contrastée des principales sources de financement bancaire. Les derniers chiffres confirment une substitution des dettes interbancaires par les dépôts de la clientèle, cette source de financement étant désormais le principal poste du passif avec un poids relatif de 41,0% par rapport au total bilantaire.

Les dettes interbancaires se sont contractées de 19 708 millions d'euros en glissement annuel et présentent un encours de 291 878 millions d'euros fin janvier 2014. A l'instar de l'analyse de l'actif du bilan, il convient de distinguer les opérations auprès de la BCL qui sont incluses dans ces chiffres. Fin décembre 2013, le concours aux établissements de crédit s'élevait à 5 819 millions d'euros, les opérations principales de refinancement affichant un encours de 4 629 millions d'euros tandis que les opérations à long terme se réduisaient à 1 190 millions d'euros.

Il convient cependant d'analyser avec prudence le solde interbancaire hors activités auprès de la Banque centrale. En effet, le marché interbancaire luxembourgeois étant dominé par les créances et dettes envers des entités liées, une part significative des opérations est traditionnellement libellée en devises étrangères et conduite envers des contreparties résidant dans les autres pays membres de la zone euro. En excluant les activités de prêts et dépôts intra-groupe (dettes à vue, à terme, à préavis ainsi que les opérations de rachat fermes), les opérations interbancaires inter-groupes affichent un solde négatif de 4 141 millions d'euros fin décembre 2013.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 7,0% en comparaison annuelle pour s'établir à 302 792 millions d'euros fin janvier 2014. Le secteur des autres intermédiaires financiers luxembourgeois a substantiellement contribué à cette hausse, leur financement aux banques ayant augmenté de 8 521 millions d'euros sur un an. Il convient d'interpréter ces chiffres avec prudence, car

Graphique 21  
Evolution du solde interbancaire inter-groupes  
(encours en fin de période en millions d'euros)



Source : BCL

les montants déposés par cette contrepartie s'avèrent fortement volatils et sont sujet à d'importants effets saisonniers. Enfin, notons que les dépôts du secteur non financier luxembourgeois ont augmenté de 5 329 millions d'euros durant cette période d'observation (soit 2 739 millions d'euros en provenance de sociétés non financières et 2 598 millions d'euros des ménages).

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a baissé de 1,7% en rythme annuel, soit 1 020 millions d'euros en termes nominaux. Avec un encours de 59 743 millions d'euros fin janvier 2014, l'émission de titres de dette représente 8,1% du passif. En raison d'effets de valorisation négatifs liés aux fluctuations de prix des actifs et des taux de change, la baisse effective du portefeuille est de 250 millions d'euros.

Enfin, les autres passifs s'élèvent à 82 920 millions d'euros fin janvier 2014, en retrait de 5,9% par rapport à leur niveau de l'année précédente.

Tableau 11

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**  
(encours en fin de période en millions d'euros)

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	01-2013	12-2013	01-2014	01-2013 - 01-2014		12-2013 - 01-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	01-2014
Dettes interbancaires	311 586	289 781	291 878	-19 708	-6,3	2 096	0,7	39,6
Dettes envers la clientèle	283 055	285 866	302 792	19 737	7,0	16 926	5,9	41,1
Dettes représentées par un titre	60 764	56 971	59 743	-1 020	-1,7	2 772	4,9	8,1
Autres passifs	88 126	83 401	82 920	-5 206	-5,9	- 481	-0,6	11,2
Total du passif	743 531	716 020	737 333	-6 198	-0,8	21 313	3,0	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

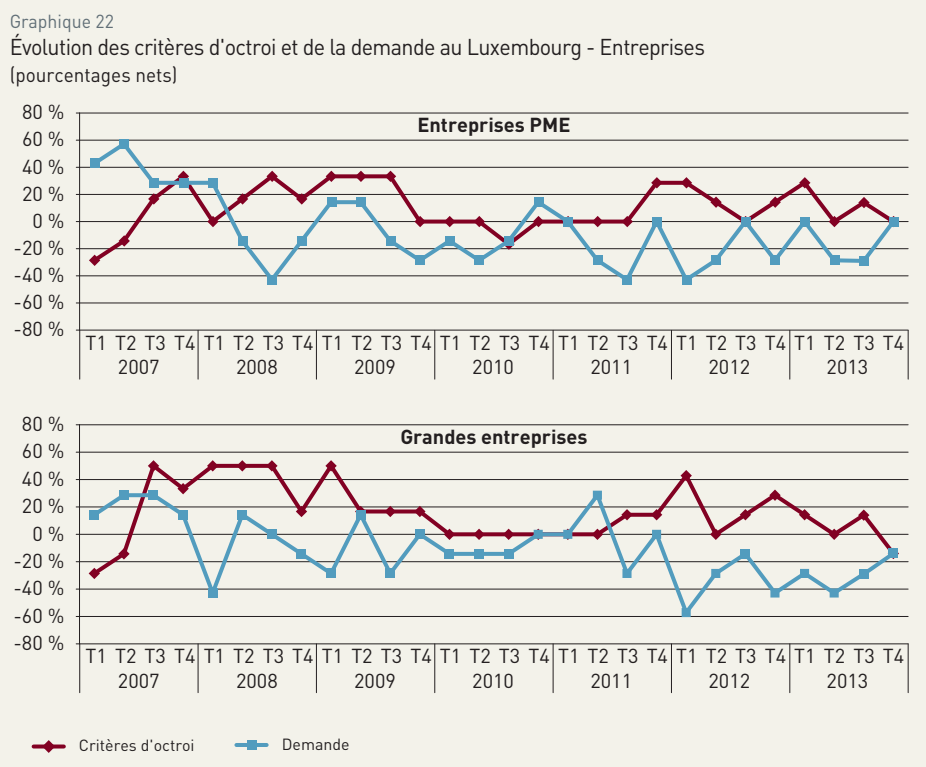
#### 1.2.3.2.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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'Eurosystème. 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). 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 janvier 2014 et couvre le quatrième trimestre 2013. Au Luxembourg, les résultats n'indiquent pas de détérioration générale des critères d'octroi de crédits au quatrième trimestre 2013. S'agissant de la demande nette, cette dernière s'est quelque peu repliée au Luxembourg pour les entreprises ainsi que pour les crédits à l'habitat, alors que la demande relative aux crédits à la consommation (et autres crédits) s'est inscrite en hausse. Pour 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 manière 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 grandes entreprises se sont légèrement assouplis au quatrième trimestre 2013. Les critères d'octroi des crédits accordés aux PME (petite et moyenne entreprise) sont restés inchangés. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque. Dans la zone euro, le durcissement net des critères d'octroi des prêts accordés aux entreprises s'est inscrit en légère baisse au quatrième trimestre, revenant ainsi en dessous de sa moyenne historique calculée depuis le démarrage de l'enquête en 2003.

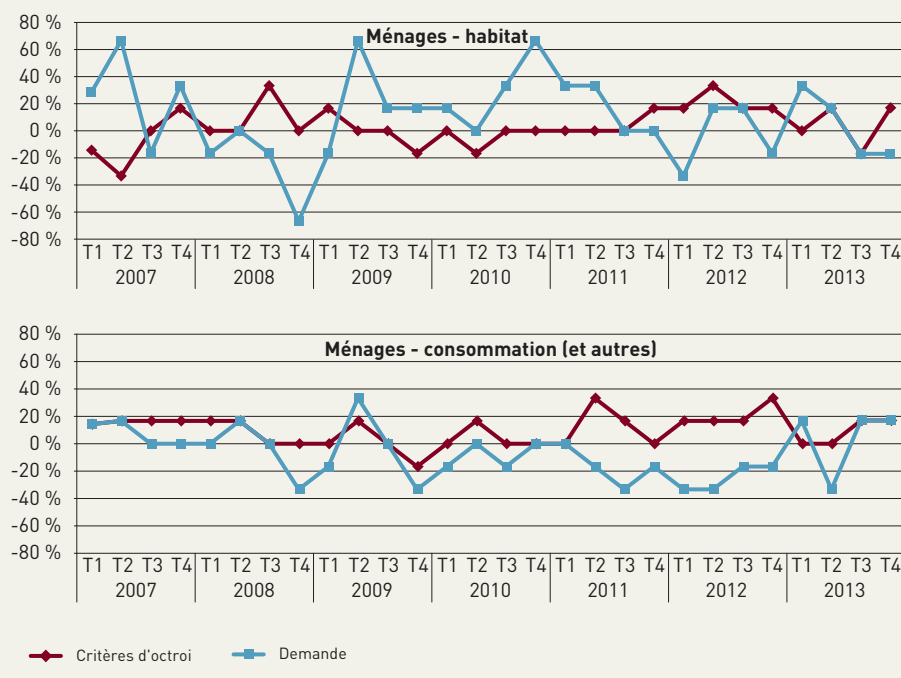


Source : BCL

Note : Les moyennes historiques calculées depuis le démarrage de l'enquête en 2003 s'inscrivent à 15% (PME) et 19,1% (grandes entreprises) pour les critères d'octroi. Concernant la demande, les moyennes historiques se sont établies à 1,2% (PME) et -7% (grandes entreprises).

Graphique 23

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



Source : BCL

Note : Les moyennes historiques calculées depuis le démarrage de l'enquête en 2003 s'inscrivent à -0,3% (habitat) et 9,1% (consommation) pour les critères d'octroi. Concernant la demande, les moyennes historiques se sont établies à 15% (habitat) et 2,2% (consommation).

Quant aux conditions d'attribution (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur), les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué une réduction des marges sur les crédits standards. Par contre, les conditions se sont légèrement durcies au niveau des marges sur les prêts plus risqués et d'autres conditions spécifiques (p.ex. les demandes de garanties et les clauses de contrats). Dans la zone euro dans son ensemble, la modération des critères d'octroi s'est également reflétée dans des conditions d'attribution (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) plus favorables, notamment en ce qui concerne les marges des banques.

La demande nette émanant des PME est restée inchangée alors que celle émanant des grandes entreprises a diminué au quatrième trimestre 2013. Selon les banques, cette évolution découle

en premier lieu d'un moindre besoin de financement provenant surtout des investissements en capital fixe et des restructurations d'entreprises. Le recours à d'autres types de financement (financement internes des entreprises et émissions de titres de créances et d'actions) a également eu un effet négatif 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 par rapport au trimestre précédent. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont légèrement assouplis, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2007.

Quant aux conditions d'octroi (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) au Luxembourg, les marges sur les crédits standards et les prêts plus risqués se sont réduites alors que les conditions relatives aux demandes de garanties et à la quotité d'emprunt (« loan-to-value » ou LTV ratio) se sont durcis au quatrième trimestre. Dans la zone euro, la modération des critères d'octroi s'est également reflétée dans des conditions d'attribution (c.-à.-d. aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) plus favorables.

La demande nette relative aux crédits immobiliers a légèrement diminué au quatrième trimestre 2013 au Luxembourg. Cette évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement



déoulant d'une dégradation de la confiance des consommateurs. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette s'est inscrite en légère baisse au quatrième trimestre 2013.

**Ménages (consommation et autres) :** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis au quatrième trimestre 2013. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également quelque peu durcis par rapport au trimestre précédent.

Après une baisse constatée au deuxième trimestre 2013, la demande nette s'est inscrite en hausse au troisième et quatrième trimestre 2013. Selon les banques, ce développement est attribuable à une augmentation des dépenses en biens durables. Au niveau de la zone euro, la demande nette a légèrement diminué au quatrième trimestre.

**Réponses aux questions supplémentaires :** L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée en janvier 2014 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 en ce qui concerne les dépôts à court terme et le marché monétaire à court terme est discernable. Dans la zone euro, les banques ont fait état d'une détérioration de leur accès au financement pour le financement de détail (c.-à-d. les dépôts) et les instrument du marché monétaire. Toutefois, les conditions se sont améliorées pour les émissions de titres de créance et pour la titrisation.

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 de janvier 2013, cette question couvre également l'impact sur les marges des banques. Au Luxembourg, aucune incidence n'a été rapportée par les banques. 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 mesures réglementaires ou prudentielles ont influencé la politique de distribution du crédit. Les résultats indiquent que les banques au Luxembourg ont légèrement ajusté leurs RWA (risk weighted assets), leurs fonds propres ainsi que 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 4

## L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

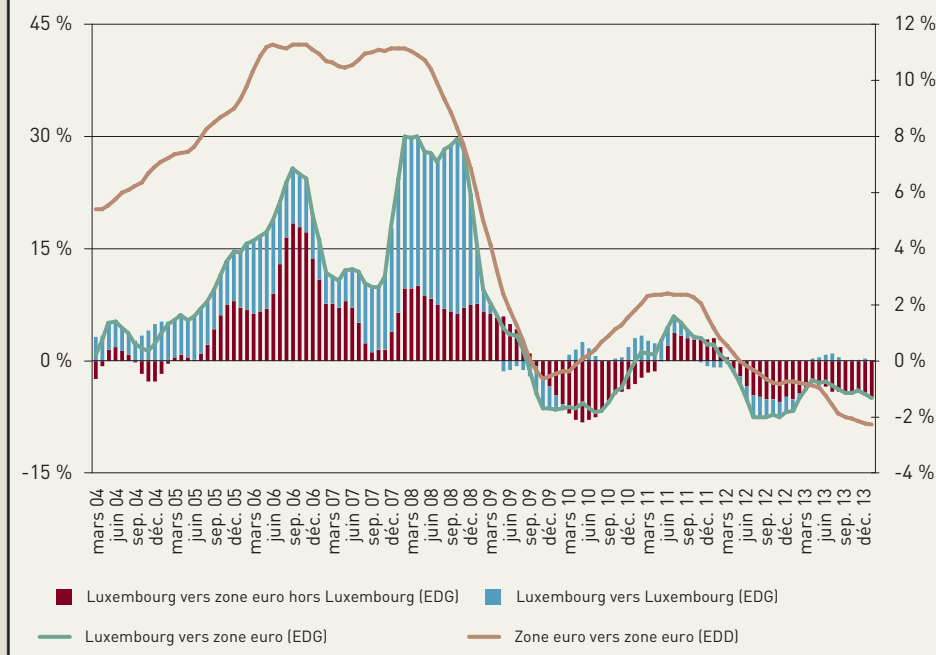
Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé, publié en décembre 2013 (voir Bulletin 2013/4). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le quatrième trimestre 2013, ainsi que janvier 2014.

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

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)



Sources : BCL, BCE

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 -2,3 % en janvier 2014. La série luxembourgeoise avait déjà atteint un niveau en dessous de zéro au début de l'année 2012. Après une hausse de la série luxembourgeoise constatée au premier trimestre 2013, celle-ci s'est stabilisée à environ -4,5 % au quatrième trimestre 2013. L'évolution des crédits octroyés par les IFM au Luxembourg s'explique surtout par un développement défavorable des crédits accordés à des contreparties non-résidentes.

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

Selon les données de janvier 2014, environ 35% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés au secteur financier hors institutions financières monétaires, dont en majeure partie des crédits octroyés aux AIF. La part des crédits aux SAFF est peu élevée. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors qu'environ 25% des encours sont destinés aux entreprises. La composition sectorielle des encours

du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents.

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

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*.

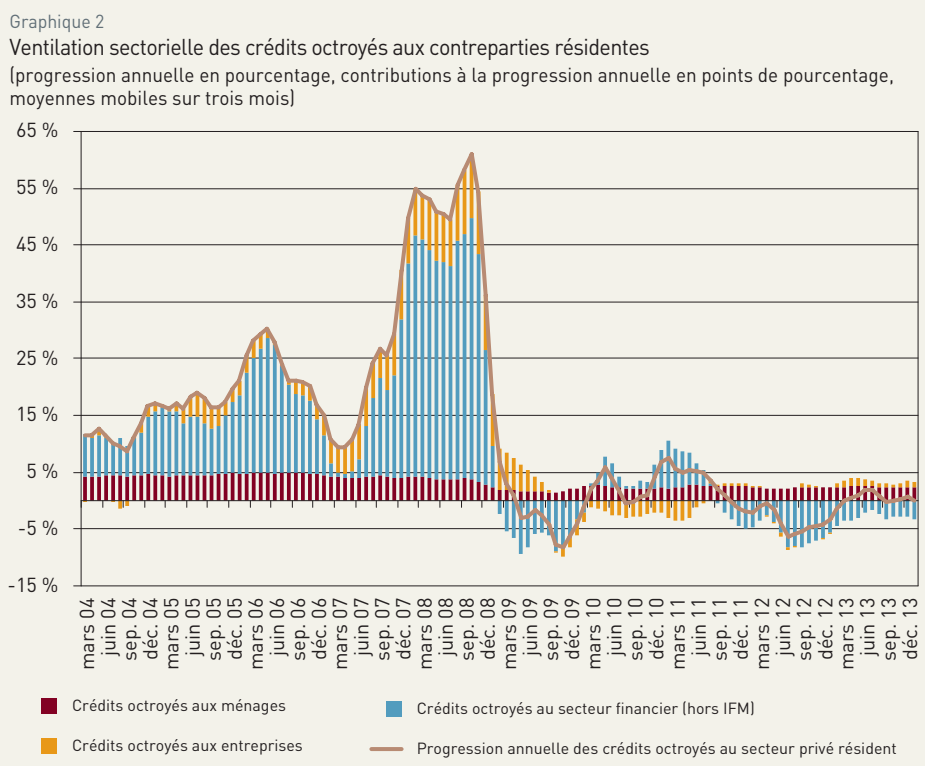
En effet, la contribution négative des crédits au secteur financier hors IFM à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres, une modération graduelle étant discernable depuis le quatrième trimestre 2012.

La contribution des crédits aux ménages, principalement influencée par des crédits immobiliers, est toutefois toujours positive. Par ailleurs 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 s'est établie aux alentours de 0% en janvier 2014.

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 stocks<sup>26</sup> (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

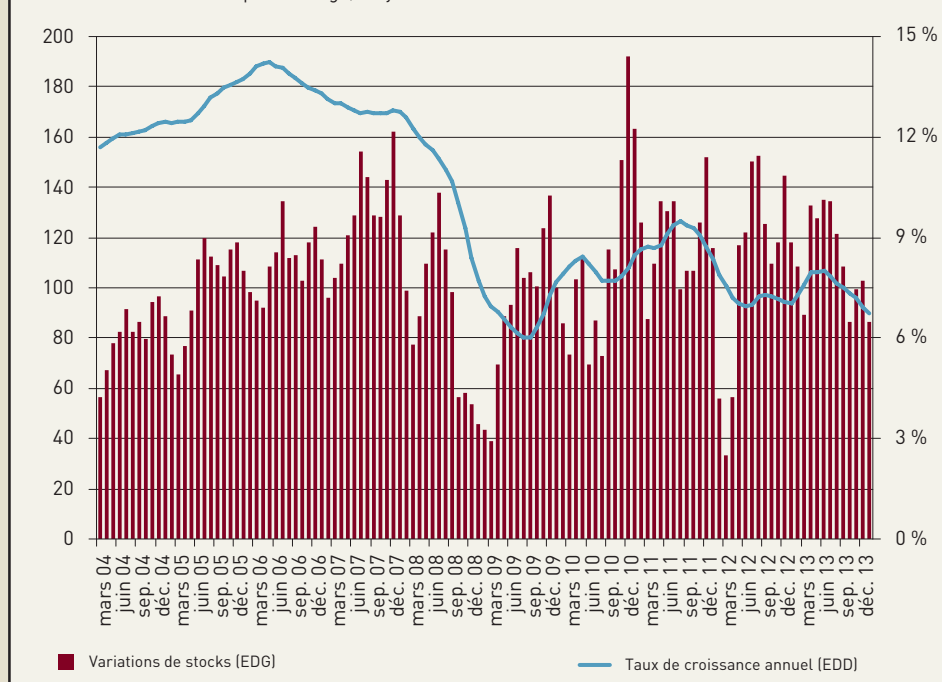
Après une hausse constatée au début de l'année 2013, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat a entamé une tendance baissière depuis le deuxième semestre 2013, pour s'inscrire à 6,7% en janvier 2014. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à niveau élevé.



Source : BCL

<sup>26</sup> 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).

Graphique 3  
Les crédits immobiliers octroyés aux résidents du Luxembourg  
(en millions d'euros et en pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

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 crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec 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 s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête. Pour ce qui est du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement durcis au quatrième 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 est tombée d'environ 0% au deuxième trimestre 2013 à -3,3% en janvier. Les variations mensuelles des encours de crédits sont négatives

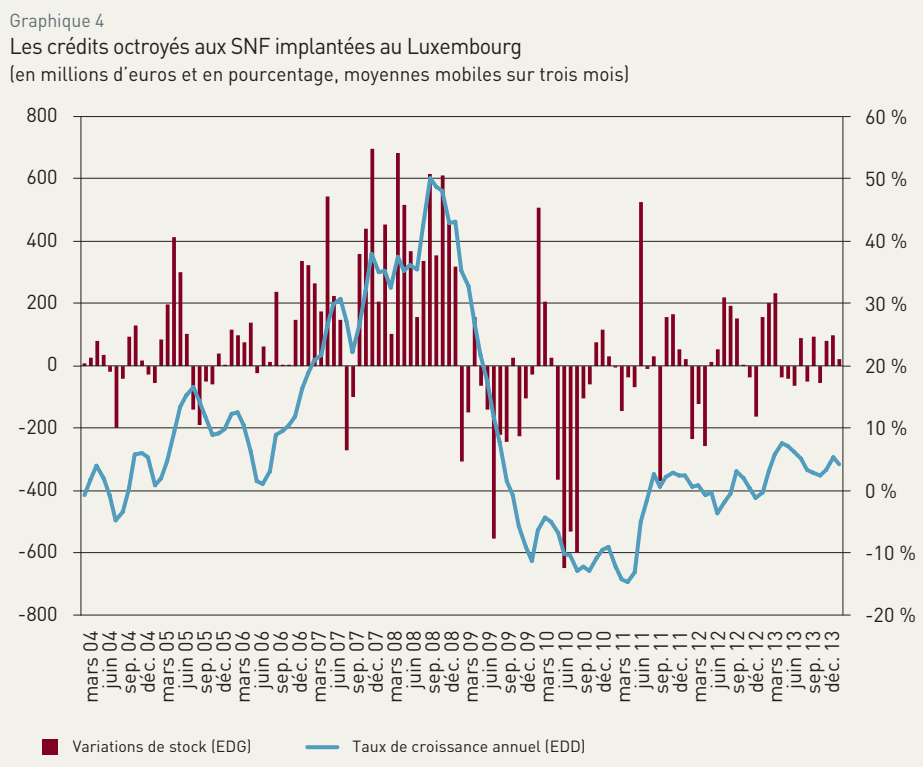
27 Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux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

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 accordés<sup>27</sup>. Comme indiqué dans la note de bas de page sur

depuis quelques mois. 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) se sont légèrement durcis au quatrième trimestre 2013 et 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 quatrième trimestre après une évolution plutôt négative depuis le deuxième trimestre 2013, comme le montre le *Graphique 4*.



Source : BCL

Le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits a augmenté au quatrième trimestre, pour s'inscrire à 4,2% en janvier. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure plutôt mitigée, malgré des flux positifs constatés depuis novembre 2013. 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 légèrement durci leurs critères d'octroi émanant aux entreprises au quatrième trimestre 2013. La demande s'est inscrite en légère baisse pour les grandes entreprises, alors qu'elle est restée inchangée pour les PME (petites et moyennes entreprises).

En conclusion, la progression des crédits octroyés au secteur privé résident demeure plutôt atone en 2013, surtout en raison d'une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Les encours de crédits immobiliers accordés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, malgré une tendance à la décélération constatée au deuxième semestre 2013. Après une évolution plutôt mitigée des crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg au troisième trimestre 2013, la progression annuelle s'est inscrite en hausse au quatrième trimestre 2013, pour atteindre 4,2% en janvier 2014. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggèrent toutefois que les développements des crédits octroyés aux entreprises résidentes s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

Le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits a augmenté au quatrième trimestre pour s'inscrire à 5,6% en décembre. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure plutôt morose, malgré des flux positifs constatés en novembre et décembre 2013. 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 légèrement durci leurs critères d'octroi aux entreprises au quatrième trimestre 2013. La demande s'est inscrite en légère baisse pour les grandes entreprises, alors qu'elle est restée inchangée pour les PME (petites et moyennes entreprises).

En conclusion, la progression des crédits octroyés au secteur privé résident demeure plutôt atone en 2013. Elle est au demeurant surtout attribuable à une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Après une tendance plutôt mitigée de l'évolution des crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg au troisième trimestre 2013, la progression annuelle s'est inscrite en hausse au quatrième trimestre 2013, pour s'afficher à 5,6% en décembre. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggèrent que les développements des crédits octroyés aux entreprises résidentes s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

#### 1.2.3.2.5 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques du Luxembourg

##### **Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques**

En décembre 2012, le taux de la BCE pour les opérations principales de refinancement des banques était de 0,75%, taux effectif depuis le 11 juillet 2012. Ce taux est passé à 0,50% à compter du 8 mai 2013, puis ce taux a été abaissé à 0,25% en date du 13 novembre 2013.

Dans la lignée de la baisse des taux directeurs de la BCE entre décembre 2012 et décembre 2013, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable<sup>28</sup> a diminué de 8 points de base entre décembre 2012 (2,02%) et décembre 2013 (1,94%). Sur base de chiffres provisoires, le taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers poursuit sa baisse en janvier 2014 à 1,91%. A titre indicatif, il s'agit de l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique<sup>29</sup> (en 2003), 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 décembre 2012 et décembre 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 4,74% à 4,52%. Les chiffres provisoires de janvier 2014 indiquent que le coût des crédits à la consommation est en baisse de 29 points de base. 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.

A contrario, la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a vu son coût augmenter entre décembre 2012 (1,63%) et décembre 2013 (1,70%). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la

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

<sup>29</sup> L'observation du mois de janvier 2010 avait cependant déjà atteint ce taux de 1,91%.

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 janvier 2014, le coût variable des autres crédits s'établit à 1,80%.

Concernant, les sociétés non financières, le coût des nouveaux contrats de crédit accordés pour des montants inférieurs à un million d'euros, est en hausse de 8 points de base entre décembre 2012 et décembre 2013. Le taux correspondant est en effet passé de 2,07% en décembre 2012 à 2,15% en décembre 2013. En ce qui concerne le mois de janvier 2014, les chiffres provisoires disponibles indiquent que le taux variable s'est inscrit à 2,12%.

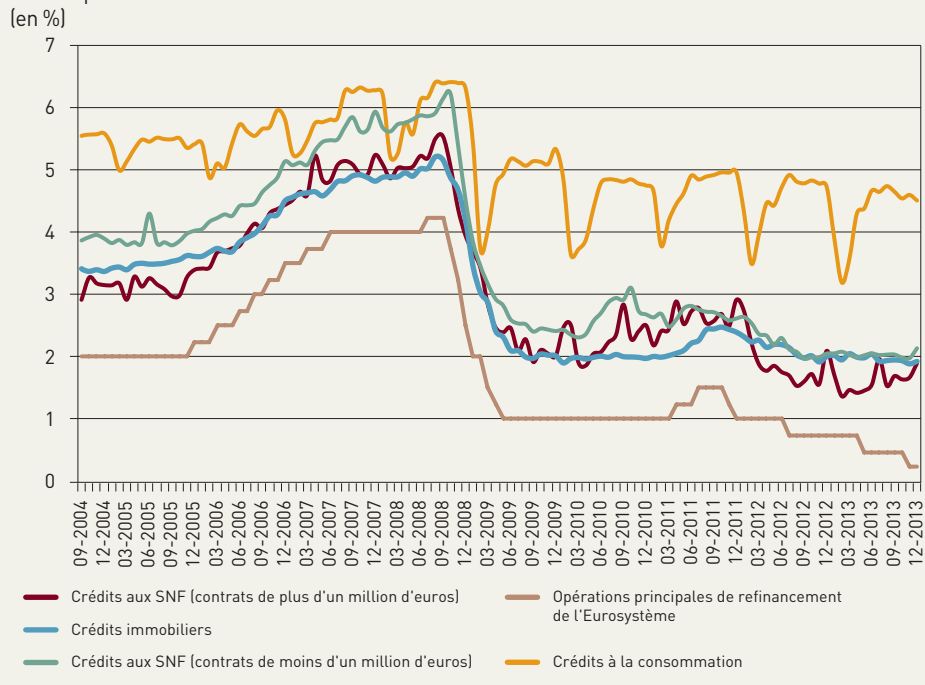
À l'inverse, pour ce qui est du coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros, une baisse de 20 points de base a pu être observée sur un an. Le taux correspondant est en effet passé de 2,11% en décembre 2012 à 1,91% en décembre 2013. Selon les chiffres provisoires du mois de janvier 2014, ce taux est en baisse à 1,77%.

### Taux d'intérêt des dépôts en banque

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 0,50% en décembre 2012 à 0,33% l'année suivante. Les chiffres provisoires de janvier 2014 indiquent

Graphique 24

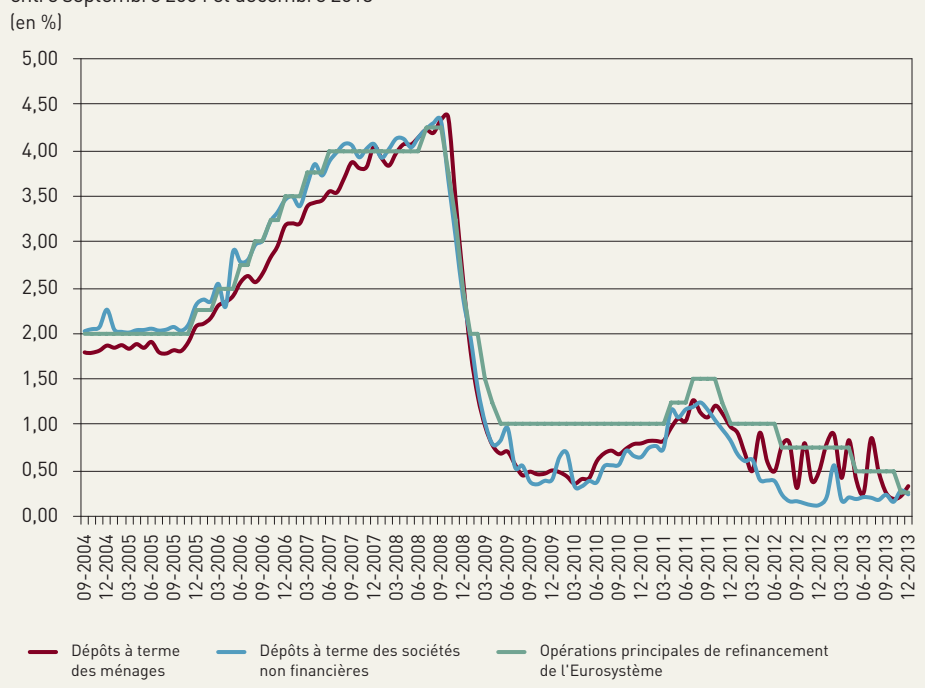
Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et décembre 2013



Source : BCL

Graphique 25

Evolution de la rémunération des dépôts aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et décembre 2013



que la rémunération de ces dépôts est légère hausse à 0,35%. Pour information, le taux du mois d'octobre 2008 était le taux le plus élevé enregistré à 4,36% et le taux du mois d'octobre 2013 le plus faible enregistré à 0,19%.

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 décembre 2013 est de 0,24%. En janvier 2014, la rémunération de ces dépôts est en hausse à 0,35%, toujours selon les chiffres provisoires. Pour information, le taux du mois de décembre 2008 était le taux le plus élevé enregistré à 4,33%.

#### 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 5 199 millions d'euros au 31 décembre 2013. Partant, le résultat affiche une progression de 7,3% en rythme annuel.

Tableau 12

#### Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois<sup>1)</sup> (en millions d'euros, données brutes)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	12-2012	12-2013	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	16 007	12 357	-3 650	-22,8
2	Produits de dividendes	879	809	- 70	-8,0
3	Charges d'intérêts	11 362	8 144	-3 218	-28,3
4	Marge sur intérêts (1+2+3)	5 524	5 022	- 502	-9,1
5	Revenus nets sur commissions	3 605	3 815	210	5,8
6	Revenus nets sur opérations de change	151	183	32	21,2
7	Autres revenus nets	373	1 181	808	216,6
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	4 129	5 179	1 050	25,4
9	Produit bancaire (4+8)	9 653	10 201	548	5,7
10	Frais de personnel	2 509	2 621	112	4,5
11	Frais d'exploitation	1 978	2 128	150	7,6
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 487	4 749	262	5,8
13	Amortissements sur immobilisé non financier	322	253	- 69	-21,4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 844	5 199	355	7,3

Source : CSSF

<sup>1)</sup> Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Au niveau des revenus sur intérêts, marqués par de faibles marges d'intermédiation, les intérêts perçus se sont contractés de 22,8% (soit de 3 650 millions d'euros) en glissement annuel, s'inscrivant à 12 357 millions d'euros tandis que les intérêts payés diminuent de 28,3% (ou 3 218 millions d'euros en termes bruts) pour s'élever à 8 144 millions d'euros. Les produits de dividendes ont reculé de 8,0% en glissement annuel pour s'établir à 809 millions d'euros fin décembre 2013. Par conséquent, la marge sur intérêts s'est repliée de 9,1% dans un contexte de contraction de l'activité bancaire sur la place financière et de taux directeurs à leurs plus bas niveaux historiques.



A contrario, les revenus nets sur commissions ont contribué à la rentabilité bancaire en progressant de 210 millions d'euros en comparaison annuelle, pour s'élever à 3 815 millions d'euros en 2013. Il convient de noter que cette source de revenus est essentiellement portée par l'activité des banques dépositaires, qui ont ainsi profité des hausses de la valeur nette d'investissement des OPC durant l'année précédente.

Du côté des autres revenus hors intérêts, soulignons la forte hausse des autres revenus nets qui reflètent essentiellement 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 1 181 millions d'euros au produit bancaire durant l'année écoulée, soit une hausse de 808 millions d'euros par rapport à 2012. Cette progression s'inscrit dans un climat boursier favorable et une baisse de l'aversion au risque. Les revenus nets sur opérations de change s'élèvent quant à eux à 183 millions d'euros fin décembre 2013 et affichent une forte progression, de 21,2%, par rapport à leur niveau de l'année précédente.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, enregistre une hausse de 5,7% en perspective annuelle, pour un encours de 10 201 millions d'euros fin décembre 2013.

Les frais généraux affichent une progression de 262 millions d'euros sur un an pour s'élever à 4 749 millions d'euros. Cette hausse résulte de la conjonction d'une augmentation des frais de personnel de 112 millions d'euros et d'une progression de 150 millions d'euros des frais d'exploitation.

Tableau 13

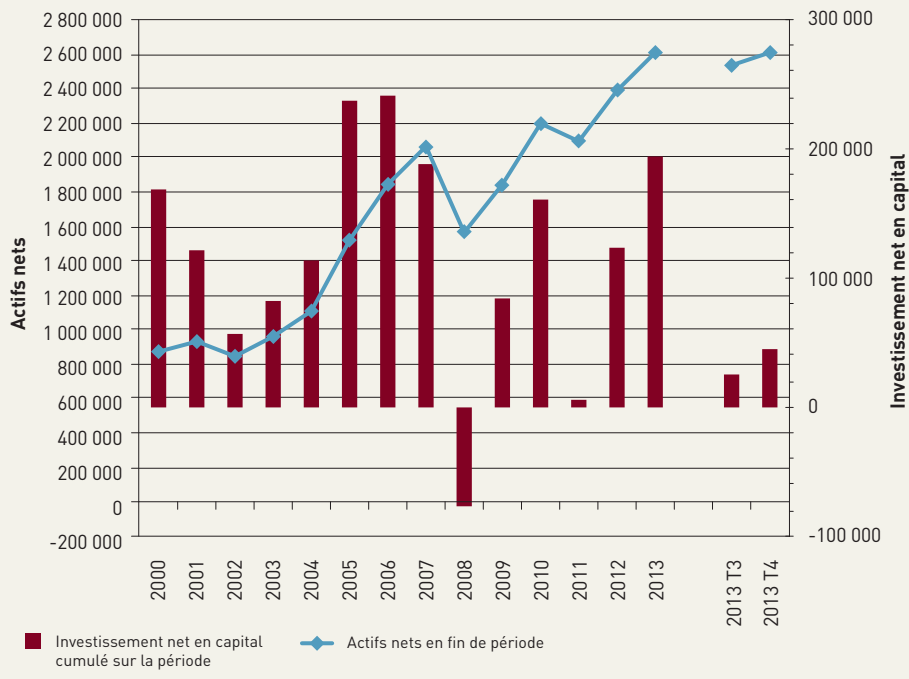
**Evolution durant les cinq derniers trimestres du compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois<sup>1)</sup> (en millions d'euros, données brutes)**

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	12-2012	03-2013	06-2013	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013	
							VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	16 007	3 315	6 368	9 316	12 357	-3 650	-22,8
2	Produits de dividendes	879	87	513	615	809	- 70	-8,0
3	Charges d'intérêts	11 362	2 196	4 201	6 080	8 144	-3 218	-28,3
4	Marge sur intérêts (1+2+3)	5 524	1 206	2 680	3 851	5 022	- 502	-9,1
5	Revenus nets sur commissions	3 605	1 113	2 101	3 092	3 815	210	5,8
6	Revenus nets sur opérations de change	151	111	114	162	183	32	21,2
7	Autres revenus nets	373	217	541	940	1 181	808	216,6
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	4 129	1 441	2 756	4 194	5 179	1 050	25,4
9	Produit bancaire (4+8)	9 653	2 647	5 436	8 045	10 201	548	5,7
10	Frais de personnel	2 509	740	1 386	2 060	2 621	112	4,5
11	Frais d'exploitation	1 978	530	1 024	1 516	2 128	150	7,6
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 487	1 270	2 410	3 576	4 749	262	5,8
13	Amortissements sur immobilisé non financier	322	68	127	190	253	- 69	-21,4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 844	1 309	2 899	4 279	5 199	355	7,3

Sources : CSSF, calculs BCL

<sup>1)</sup> Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Graphique 26  
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC  
(en millions d'euros)



Source : CSSF

s'établir, à la fin du mois de décembre, à 2 615 363 millions d'euros. La hausse de la VNI au cours du trimestre s'explique à la fois par la variation des marchés financiers (+30 361 millions d'euros) et la hausse des investissements nets (+45 802 millions d'euros). Cette hausse des émissions nettes s'est concentrée sur les OPC non monétaires et plus particulièrement sur les OPC actions, reflétant ainsi le changement d'orientation dans la composition du portefeuille des investisseurs qui étaient jusqu'alors davantage tournés vers les obligations.

### 1.2.3.2.7 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 18 unités au cours du quatrième trimestre de 2013 et ce en raison de la poursuite de la progression du nombre de fonds d'investissements spécialisés (+19 unités entre septembre 2013 et décembre 2013). Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 78 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 607 à 13 685 unités.

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

Au cours du quatrième trimestre de 2013, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de près de 3,0% pour

Tableau 14

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 <sup>1) 2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2) 3)</sup>	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
juil.	3 884	13 596	206	2 523 186	17 102	19 500	226 469	9,9	36 602	1,5
août	3 894	13 583	206	2 498 839	105	-24 452	203 440	8,9	-24 347	-1,0
sep.	3 884	13 607	207	2 539 200	7 530	32 831	224 752	9,7	40 361	1,6
oct.	3 890	13 666	203	2 590 128	17 447	33 481	260 479	11,2	50 928	2,0
nov.	3 903	13 676	203	2 607 728	10 674	6 926	248 006	10,5	17 600	0,7
déc.	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7	7 635	0,3

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC.

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.

<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source : CSSF

## 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 15

### 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	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 011 961	713 103	572 209	43 800	27 505	61 806
Reclassifications	1 104 835					
2012						
jan.	856 203	668 836	531 068	44 383	30 486	61 532
fév.	876 645	694 462	544 718	43 596	31 012	61 794
mars	891 134	694 191	550 775	43 298	30 290	61 250
avril	902 430	689 969	549 800	43 477	30 242	61 661
mai	918 093	655 100	544 387	43 621	29 514	61 761
juin	933 600	663 401	544 836	43 860	29 405	62 475
juil.	971 252	691 420	563 428	45 062	29 781	65 742
août	976 846	685 144	568 848	43 060	28 897	66 367
sep.	983 566	698 371	577 441	44 230	29 423	69 154
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	62 344
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.	1 067 093	758 051	600 254	44 482	27 830	62 920
mars	1 105 779	785 848	619 637	44 345	26 818	66 721
avril	1 144 696	794 685	639 016	45 267	26 627	66 599
mai	1 155 776	803 428	649 234	48 020	26 916	68 682
juin	1 104 835	758 564	632 478	49 458	26 694	70 864
juil.	1 106 564	782 374	651 726	50 378	26 384	70 750
août	1 087 688	769 401	640 382	50 191	26 868	70 674
sep.	1 086 047	802 049	645 347	49 913	27 341	72 445
oct.	1 091 545	835 015	650 718	49 691	27 580	72 963
nov.	1 083 270	849 052	653 160	49 689	28 455	73 135
déc.	1 069 596	852 205	651 971	49 843	27 663	74 615

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 quatrième trimestre de 2013, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de 1,5%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de +6,3% sur la période étudiée pour atteindre un encours de 852 205 millions d'euros à la fin du mois de décembre. Les actifs des fonds mixtes ont augmenté de +1,0%. Enfin, les fonds immobiliers, les 'hedge funds', et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de -0,1%, +1,2% et 3,0% au cours du quatrième trimestre.

### Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin décembre 2013, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 201 unités, en baisse de 6 unités par rapport au mois de septembre, 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 définition<sup>30</sup>.

La somme des bilans

Au cours du quatrième trimestre de 2013, la somme des bilans des OPC monétaires a diminué de 2,4%, passant de 203 623 millions d'euros à 198 793 millions d'euros. Dans l'ensemble, le contexte de taux d'intérêt faibles et de baisse de l'aversion au risque a négativement affecté le bilan des OPC monétaires. Au cours de la période étudiée, ces derniers ont ainsi enregistré des émissions nettes négatives de -3 475 millions d'euros.

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 créance dont la maturité moyenne est relativement courte. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin décembre 2013, le portefeuille de titres représentait 76,9% de l'actif, soit 152 900 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 21,9%, soit 43 604 millions d'euros. Au cours du quatrième trimestre de 2013, la diminution du total bilantaire s'est concrétisée par une contraction du portefeuille de titres (-3,6%).

<sup>30</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Tableau 16

**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 <sup>1)</sup>
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	52 086	42 503	43 604	-8 482	-16,3	1 101	2,6	21,9
Portefeuille titres	168 278	158 654	152 900	-15 378	-9,1	-5 754	-3,6	76,9
Autres actifs	3 922	2 466	2 289	-1 633	-41,6	- 177	-7,2	1,2
Total de l'actif	224 286	203 623	198 793	-25 493	-11,4	-4 830	-2,4	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Fin décembre 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 (85 320 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (30 881 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (32 924 millions d'euros).

Au cours du quatrième trimestre de 2013, le volume total des titres en portefeuille a diminué de 3,7%. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de la détention de titres émis par les administrations publiques et les établissements de crédit (respectivement -9,8% et -4,1% entre septembre 2013 et décembre 2013).

Tableau 17

**Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie<sup>1)</sup>**  
(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	12-2012	09-2013	12-2013	12-2012 - 12-2013		09-2013 - 12-2013		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Etablissements de crédit	86 268	88 948	85 320	- 948	-1,1	-3 628	-4,1	57,2
Administrations publiques	48 801	34 230	30 881	-17 920	-36,7	-3 349	-9,8	20,7
Autres secteurs	32 564	31 640	32 924	360	1,1	1 284	4,1	22,1
<b>Total</b>	<b>167 633</b>	<b>154 818</b>	<b>149 125</b>	<b>-18 508</b>	<b>-11,0</b>	<b>-5 693</b>	<b>-3,7</b>	<b>100,0</b>

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

### 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 n'étaient guère réjouissantes, exception faite du commerce de détail. Les évolutions en 2012 en moyenne annuelle des chiffres d'affaires 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 terrestre, le transport aérien et les services auxiliaires des transports (voir tableau).

Les données pour les trois premiers trimestres de l'année 2013 indiquent des hausses notables du CA dans le commerce de détail, mais des évolutions nettement moins favorables dans le commerce

de détail hors VPC (ventes par correspondance) et VCMS (vente de carburants en magasins spécialisés). Cette évolution différenciée s'explique principalement par la montée en puissance du commerce électronique, dont témoigne également l'évolution favorable des recettes de TVA de l'Etat au cours de l'année 2013 (voir à ce propos la partie du présent Bulletin relative aux finances publiques).

Les évolutions des chiffres d'affaires dans les secteurs du transport aérien, fluvial et de l'hôtellerie-restauration ont en moyenne été favorables sur les trois premiers trimestres de l'année 2013. Dans les autres principaux secteurs, à savoir le commerce de gros, le commerce et réparation d'automobiles et les services auxiliaires des transports, les évolutions moyennes constatées sur les neuf premiers mois de l'année ont en revanche été globalement négatives, comme l'illustre le tableau suivant.

Dans le secteur automobile, 46 624 nouvelles immatriculations ont été enregistrées sur l'ensemble de l'année 2013 au Luxembourg. Ce chiffre est en retrait de quelque 7,5% par rapport à l'année 2012<sup>31</sup>. Selon les plus récentes informations disponibles, une inflexion favorable se serait cependant produite en janvier 2014, les immatriculations enregistrées au cours de ce mois progressant de 1,2% par rapport au mois correspondant de l'année précédente. Cette rupture de tendance doit cependant être interprétée avec prudence, car les immatriculations de véhicules avaient été particulièrement faibles à l'entame de l'année 2013, en raison de l'arrivée à terme fin décembre 2012 de la « PRIME CAR-e » de 750 € à l'achat d'une voiture à faibles émissions de CO<sub>2</sub>. L'inflexion favorable observée en janvier 2014 pourrait également avoir été favorisée par la décision, prise lors du conseil de gouvernement du 13 décembre 2013, de reconduire d'une année supplémentaire le régime d'aides financières « prime CAR-e » en faveur des voitures et camionnettes propulsées exclusivement par un moteur électrique et mises en circulation pour la 1<sup>ère</sup> fois en 2014. Cette prime ne sera plus reconduite au-delà du 31 décembre 2014.

Tableau 18

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

	2011	2012	2012-T3	2012-T4	2013-T1	2013-T2	2013-T3	2013-T4
Immatriculations de voitures	0,3	1,0	-5,3	10,1	-8,9	-6,9	-7,8	-6,4
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	7,7	-7,1	-13,0	-5,5	-4,4	-1,6	2,2	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	15,8	-15,1	-15,4	-18,3	-6,3	0,5	-1,1	-
Commerce de détail	15,8	5,0	1,4	5,0	10,0	4,9	17,0	-
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC <sup>1)</sup> et VCMS <sup>2)</sup>	4,3	3,4	3,8	2,8	-0,0	0,7	2,3	-
Hôtels et restaurants	3,8	3,1	2,7	3,7	2,2	6,9	6,9	-
Transport aérien	9,1	-0,4	-0,8	5,9	9,5	9,8	7,1	-
Transport par eau	7,9	-15,6	-21,8	-24,6	7,7	54,5	21,1	-
Transport terrestre	5,2	1,4	-1,5	6,4	3,4	-3,5	0,6	-
Services auxiliaires des transports	10,6	-4,1	-9,6	-0,1	-7,3	-17,7	-7,9	-

\* En valeur.

1) VPC:ventes par correspondance

2) VCMS:ventes de carburants en magasins spécialisés

Source: Statec, calculs BCL

**1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs**

Après une forte baisse au printemps 2013, l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg s'améliore depuis la mi-2013. Il a renoué avec sa moyenne historique en novembre puis a légèrement baissé en janvier 2014.

31 Rappelons que les immatriculations de l'année 2012 avaient constitué la quatrième meilleure performance depuis 1981, et qu'elles avaient aussi permis de se rapprocher des sommets atteints avant la crise économique et financière. Il convient 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.

En février 2014 l'indicateur de confiance a légèrement augmenté. Toutes les composantes de l'indicateur de confiance ont évolué de manière favorable en février, à l'exception de celle se rapportant à la situation financière des ménages, les anticipations correspondantes s'étant quelque peu dégradées. Les anticipations des ménages ayant trait à la situation économique générale au Luxembourg ainsi que celles relatives à leur capacité d'épargner ont enregistré une amélioration. En outre, les inquiétudes concernant l'évolution future du chômage se sont légèrement amenuisées.

Tableau 19

**Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes**

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2012	janvier	-4	-23	38	-3	49
	février	-5	-22	39	-6	46
	mars	-5	-21	43	-3	47
	avril	-6	-24	41	-1	43
	mai	-8	-24	47	-5	45
	juin	-6	-21	46	-3	43
	juillet	-5	-19	45	-1	46
	août	-8	-26	49	-4	45
	septembre	-10	-26	47	-10	45
	octobre	-15	-38	56	-11	46
	novembre	-13	-37	48	-8	44
	décembre	-11	-37	44	-8	43
2013	janvier	-11	-32	44	-8	42
	février	-7	-22	43	-5	41
	mars	-8	-25	42	-6	42
	avril	-7	-24	39	-6	42
	mai	-9	-26	47	-5	41
	juin	-10	-22	53	-3	37
	juillet	-12	-24	54	-6	37
	août	-8	-18	51	-2	40
	septembre	-4	-13	47	-2	46
	octobre	-1	-11	34	-2	43
	novembre	-1	-10	34	0	41
	décembre	-1	-10	31	-1	39
2014	janvier	-2	-12	34	-4	42
	février	-1	-9	33	-6	43

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.



## 1.2.5 La croissance économique

**Comptes annuels**

La plus récente version des comptes annuels, publiée le 8 octobre 2013, indiquait que la croissance annuelle moyenne s'était établie à -0,2% en 2012.

Les composantes de la demande intérieure se sont globalement bien comportées sur l'ensemble de l'année 2012, avec une croissance de la consommation des ménages de 1,7%, de la consommation publique de 4,8% et de la formation brute de capital fixe de 3,5%. Les exportations se sont cependant sensiblement contractées, à raison de 1,9%. La diminution des importations a été moins prononcée (-1,0%).

Signalons par ailleurs que les données relatives à 2009 ont été nettement révisées vers le bas. Les comptes d'octobre laissent en effet apparaître une diminution du PIB en volume de quelque 5,6% en 2009, à comparer avec une réduction de 4,1% dans les comptes d'avril.

Tableau 20

**Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consommation des ménages	3,3	-0,3	-1,4	2,1	1,1	1,7
Consommation publique	2,8	1,5	4,9	2,5	1,3	4,8
Formation brute de capital fixe	18,4	2,0	-16,2	-0,7	12,1	3,5
Exportations	9,0	4,4	-12,9	7,2	5,4	-1,9
Importations	9,3	6,1	-15,4	11,4	7,4	-1,0
Exportations nettes	7,7	-4,6	1,0	-12,7	-6,4	-8,1
PIB réel	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, on note en 2012 un net repli de l'activité dans le secteur commercial au sens large (-2,4%) et surtout dans le secteur financier (-7,4%), tandis que la progression de l'activité a été relativement soutenue dans la plupart des autres secteurs.

Tableau 21

**Croissance annuelle de la valeur ajoutée par branche économique**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agriculture, sylviculture et pêche	-10,2	-12,3	26,5	-7,1	-14,8	-1,2
Industrie, y compris énergie	9,9	-20,7	-19,5	6,2	-11,0	2,0
Construction	10,4	-8,0	-4,0	1,9	1,7	2,2
Commerce, transports, hébergement et restauration	3,8	-2,6	-12,5	0,4	5,2	-2,4
Information et communication	12,3	5,3	1,5	20,1	10,5	4,2
Activités financières et d'assurance	5,6	3,8	-6,7	3,6	-2,3	-7,4
Activités immobilières	7,8	2,5	1,0	4,6	2,5	4,1
Services aux entreprises et location	12,3	1,1	-10,1	-1,1	2,4	1,9
Administrations publiques, éducation et santé	3,3	1,4	3,9	2,4	2,7	4,3
Autres activités de services	3,7	2,7	1,9	2,4	7,3	0,1
PIB réel	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

## Comptes trimestriels

La première estimation du PIB en volume pour le 3<sup>ème</sup> trimestre 2013, publiée en janvier 2014, fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,2% au cours de ce trimestre par rapport au trimestre précédent. Par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année 2012, le PIB affiche au 3<sup>ème</sup> trimestre de 2013 une progression de 2,8%. Par ailleurs, le profil trimestriel de croissance du PIB relatif aux trimestres antérieurs a été révisé par le Statec. Ainsi, il apparaît à présent que l'activité au second trimestre de 2013 a augmenté de manière plus prononcée que ce qui ressortait de la précédente version des comptes, datant d'octobre 2013 (+2,0% par rapport au trimestre précédent, contre +1,6% dans les comptes d'octobre 2013). Les trimestres précédents n'ont subi que des révisions marginales.

L'acquis de croissance pour l'année 2013 enregistré à la fin du troisième trimestre 2013 atteindrait désormais 2,0%, à la faveur surtout de la croissance élevée enregistrée au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013. Pour rappel, les projections de la BCL de décembre 2013 laissaient augurer pour 2013 une croissance du PIB en volume comprise entre 1,6 et 2,2%.

Les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 0,7% et 0,4% au cours du 3<sup>ème</sup> trimestre de 2013. La formation brute de capital fixe se serait quant à elle accrue de quelque 8,5% par rapport au trimestre précédent. Ces impulsions favorables ont cependant été neutralisées dans une large mesure par la contribution négative des exportations nettes, les exportations reculant face à des importations en légère hausse en rythmes trimestriels.

Il convient de noter que la forte augmentation de la formation brute de capital fixe a reposé sur d'importants investissements en avions et satellites, qui expliquent également la hausse précitée des importations.

Tableau 22

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande (données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)**

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013
Consommation privée	1,2	0,8	-0,2	0,7	1,4	1,6	1,9	2,6
Consommation publique	0,6	0,5	0,4	1,3	4,5	4,9	2,6	2,7
Formation brute de capital fixe	14,6	-8,1	2,1	8,5	0,2	-7,0	0,3	16,6
Exportations	0,8	0,1	1,9	-1,3	-1,4	1,4	4,0	1,6
Importations	1,6	0,0	1,7	0,8	-1,1	0,6	3,4	4,1
PIB réel	1,2	-0,7	2,0	0,2	0,3	0,8	2,8	2,8

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

En base annuelle, toutes les composantes se sont accrues au 3<sup>ème</sup> trimestre de 2013. Ce fut en particulier le cas de la consommation privée (+2,6% en glissement annuel) et de la formation brute de capital fixe, cette dernière progressant de quelque 16,6% en glissement annuel. Les exportations se sont quant à elles inscrites en retrait par rapport aux importations (+1,6% contre +4,1%).

Tableau 23

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique (données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2013
Agriculture, sylviculture et pêche	-3,7	5,9	-0,1	3,9	-4,2	0,2	0,5	5,9
Industrie, y compris énergie	-0,5	0,0	-0,5	1,1	4,8	-4,9	-2,4	0,1
Construction	4,7	-10,1	9,4	0,8	7,0	-5,3	4,8	3,9
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,7	0,0	1,5	0,9	-3,7	-1,6	2,9	4,1
Information et communication	1,6	-7,4	5,2	-1,0	4,5	6,4	5,3	-2,0
Activités financières et d'assurance	-0,1	-0,2	1,4	-0,3	-6,0	0,0	-0,4	0,8
Activités immobilières	1,4	1,3	1,0	1,1	4,6	5,3	5,0	4,9
Services aux entreprises et location	2,7	2,7	-0,5	0,0	2,2	4,5	5,1	5,0
Administrations publiques, éducation et santé	0,8	0,2	1,9	0,0	4,0	3,5	3,3	2,9
Autres activités de services	-0,1	1,2	0,2	-0,4	0,1	-0,4	1,9	0,9
Valeur ajoutée totale	1,4	-1,0	2,0	0,2	0,3	0,8	2,6	2,6
PIB réel	1,2	-0,7	2,0	0,2	0,3	0,8	2,8	2,8

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel et en base trimestrielle, la valeur ajoutée se contracte dans les branches « Information et communication », « Activités financières et d'assurance » et « Autres activités de services » au 3<sup>ème</sup> trimestre de 2013. Toujours par rapport au deuxième trimestre de 2013, l'activité (hors secteur primaire) a été la plus soutenue dans l'industrie et dans les « Activités immobilières ».

En glissement annuel, tous les secteurs ont enregistré une progression, sauf la branche « Information et communication ». La progression par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre de 2012 a été particulièrement soutenue dans la construction, le commerce au sens large, les « Activités immobilières » et les services aux entreprises.

### 1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de décembre 2013

Les projections de la BCL de décembre 2013 tablaient sur une croissance du PIB réel se situant entre 1,6 et 2,2% en 2013 et entre 1,1 et 3,1% pour 2014. Ces projections étaient en hausse par rapport à l'exercice de projection de juin 2013, en particulier pour 2013. Deux facteurs expliquent cette amélioration. Il s'agit d'une part d'un effet purement mécanique dû à la publication des comptes nationaux en octobre 2013, ceux-ci comportant un profil de croissance fort dynamique de sorte que l'acquis de croissance estimé dans la foulée de ces comptes dépassait déjà notre projection de juin 2013 pour l'ensemble de l'année. D'autre part, une amélioration conjoncturelle avait été observée dans le secteur financier et dans une moindre mesure dans les autres secteurs de l'économie.

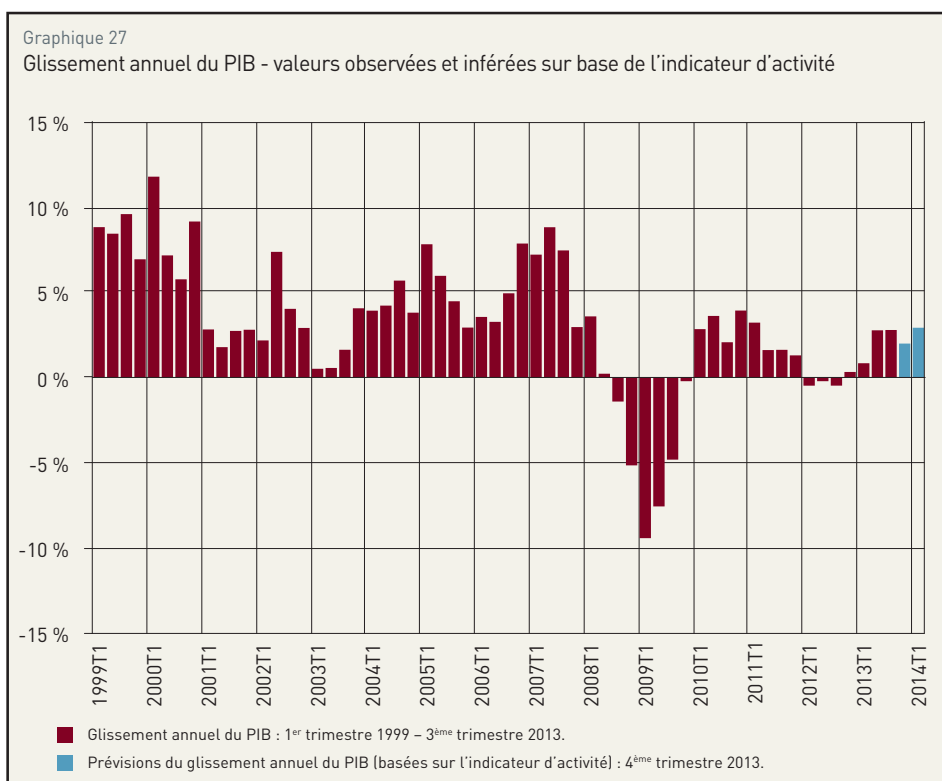
Les éléments d'information les plus récents tendent à confirmer voire même à renforcer les perspectives plus positives qui avaient entouré les projections de décembre 2013. Au niveau du secteur financier, les revenus nets sur commission des établissements de crédits ont par exemple progressé de 5,8% en 2013 par rapport à 2012. En outre, la valeur nette d'inventaire de l'ensemble des OPC a augmenté de 3% au quatrième trimestre de 2013, sous l'effet notamment d'investissements nets en capital appréciables.

Le marché de l'emploi envoie lui aussi globalement des signes positifs, l'emploi national progressant mais également l'emploi non résident. Une sensible accélération de la progression en glissement annuel de l'emploi non résident se serait d'ailleurs manifestée en janvier 2014. Ce segment de l'emploi avait davantage souffert de la crise, car il est particulièrement exposé aux inflexions conjoncturelles.

Après une forte baisse au printemps 2013, l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg s'améliore depuis la mi-2013. Il a ainsi renoué avec sa moyenne historique en novembre et est peu ou prou resté à ce niveau jusqu'en février (plus récentes données disponibles). Si les immatriculations de voitures neuves ont quant à elles reculé de 7,5% en 2013 par rapport à 2012, une inflexion positive s'est manifestée à cet égard en janvier 2014.

Dans l'industrie, l'essentiel de l'année 2013 a dénoté une tendance baissière de la production. Les derniers mois disponibles (octobre et novembre 2013) indiquent en revanche un début de redressement de celle-ci.

Témoignent également d'une évolution globale plus favorable une hausse assez soutenue des exportations au dernier trimestre de 2013 par rapport au trimestre correspondant de 2012 et la hausse appréciable, survenue en février 2014, de l'indicateur de sentiment économique publié par la Commission européenne pour le Luxembourg. Il importe cependant de noter que cet indicateur ne fait ainsi que rejoindre son niveau de la fin 2012. En outre, les récentes projections macroéconomiques de la Commission européenne ne laissent pas augurer une augmentation marquée de la demande externe.



D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité de la BCL, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, le glissement annuel du PIB au quatrième trimestre 2013 (croissance du PIB au quatrième trimestre 2013 par rapport au quatrième trimestre 2012) pourrait s'établir entre +1,4% et +2,5%, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle (4<sup>ème</sup> trimestre 2013 par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre 2013) de 0,4%.

Au total, la croissance pour l'année 2013 s'établirait dès lors à +2,1% selon ces inférences sur base de l'indicateur d'activité. Ce chiffre correspond au haut de la fourchette des projections de la BCL de décembre 2013.

Le glissement annuel du PIB au premier trimestre 2014 pourrait quant à lui s'établir à +2,9% selon l'indicateur, ce qui est compatible avec une légère croissance trimestrielle (1<sup>er</sup> trimestre 2014 par rapport au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013).

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2013, la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro a négativement affecté les échanges de biens du Luxembourg. Les exportations ont ainsi reculé de 3% à 10,6 milliards sur toute l'année 2013, après avoir déjà chuté de 9,3% (à 11 milliards d'euros) en 2012. Les données trimestrielles montrent néanmoins un important ralentissement de la contraction des exportations au deuxième trimestre (-3%) et au troisième trimestre (-3% également) comparés au premier trimestre (-11%) de 2013. Les exportations ont même enregistré un taux de croissance positif (+6,6%) au dernier trimestre de 2013. Les importations ont de leur côté enregistré un recul plus important au quatrième trimestre (-7,4%) et au troisième trimestre (-7,2%), après avoir enregistré des baisses moins fortes au premier trimestre (-2,8%) et au deuxième trimestre (-3,2%) de 2013. Sur toute l'année 2013, les importations ont ainsi diminué de 5% en atteignant 18 milliards d'euros. A cause de ce recul relativement plus fort des importations comparé aux exportations, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 8% à 7,4 milliards d'euros sur toute l'année 2013, après avoir culminé à 8 milliards d'euros sur toute l'année 2012 (+18% par rapport à l'année 2011).

Les indices des valeurs unitaires montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'importation depuis le deuxième trimestre 2013 (-2,8% sur les trois premiers trimestres) par rapport aux exportations (-1,9% sur les trois premiers trimestres). En conséquence, les termes de l'échange se sont améliorés légèrement sur les trois premiers trimestres de 2013, contribuant ainsi au recul du déficit commercial. Quant aux indices des volumes du commerce, ils montrent une chute des volumes à l'exportation (-4,4% sur les trois premiers trimestres de 2013) alors que les volumes à l'importation ont enregistré une croissance légèrement positive (+0,3%) sur la même période.

Sur toute l'année 2013, tout comme au cours de l'année 2012, les exportations se sont contractées dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits chimiques, du matériel de transport ainsi que des produits alimentaires. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, étaient en recul depuis le dernier trimestre 2011 (-2%). Sur toute l'année 2012 et sur toute l'année 2013, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté respectivement de 14% et de 6%. Le rythme de contraction de cette catégorie de biens était toutefois en net ralentissement sur les trois premiers trimestres de 2013 (-4,5% au troisième trimestre, -6% au deuxième trimestre, contre -12% au premier trimestre) avant d'enregistrer même une croissance positive (+2%) au dernier trimestre de l'année.

L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique 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 1,5% sur toute l'année 2013. Les exportations à destination des Etats-Unis ont en revanche augmenté de 19% sur toute l'année 2013 après avoir reculé de 20% en 2012. Les livraisons vers l'Asie ont par contre connu une évolution inverse : après avoir fortement progressé en 2012 (+23%), elles ont largement reculé (-29%) sur toute l'année 2013.

S'agissant des importations de biens, des baisses sont constatées également dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits alimentaires, des boissons et tabac, ainsi que des produits chimiques. Les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 9% sur toute l'année 2013, après avoir progressé de 9% sur toute l'année 2012. De reculs similaires sont enregistrés dans les consommations intermédiaires de la sidérurgie ainsi que dans les machines et équipements. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (85% de toutes les importations) ont poursuivi leur contraction : -4% sur toute l'année 2013. Les importations en provenance des Etats-Unis et de Chine se sont également contractées sur toute l'année 2013, après les fortes hausses de 2012 et 2011.

Tableau 24

**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	12 091,1	12,1%	18 902,3	15,1%	-6 811,2	20,8%
2012	10 966,7	-9,3%	19 008,6	0,6%	-8 041,9	18,1%
1 <sup>er</sup> trim.	2 926,8	-7,3%	4 672,2	5,2%	-1 745,4	35,9%
2 <sup>e</sup> trim.	2 749,7	-10,5%	4 713,6	2,2%	-1 963,8	27,4%
3 <sup>e</sup> trim.	2 683,5	-11,2%	4 785,1	-0,7%	-2 101,6	17,0%
4 <sup>e</sup> trim.	2 606,6	-8,2%	4 837,7	-3,8%	-2 231,0	1,9%
2013	10 632,3	-3,0%	18 026,9	-5,2%	-7 394,6	-8,0%
1 <sup>er</sup> trim.	2 597,4	-11,3%	4 543,2	-2,8%	-1 945,8	11,5%
2 <sup>e</sup> trim.	2 661,2	-3,2%	4 564,0	-3,2%	-1 902,9	-3,1%
3 <sup>e</sup> trim.	2 595,3	-3,3%	4 439,5	-7,2%	-1 844,2	-12,2%
4 <sup>e</sup> trim.	2 778,5	6,6%	4 480,2	-7,4%	-1 701,7	-23,7%

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 excédent de 1,6 milliard d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013, contre un surplus de 2 milliard d'euros sur la même période de 2012. La légère amélioration du surplus des services et la résorption du déficit des transferts courants n'ont en effet pas suffi à neutraliser l'évolution négative des déficits des marchandises et des revenus, entraînant ainsi la contraction (-18%) de l'excédent courant.

Dans la balance des marchandises, l'augmentation (+3,6%) du déficit du commerce général a été amplifiée par une hausse des achats nets d'or non-monnaire. En conséquence, le déficit total des marchandises s'est accru de 6,5%, pour atteindre 5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013.

L'aggravation du déficit des revenus (+5%), qui a atteint 10,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2013, est due à une hausse de la rémunération des frontaliers (+5% à 5,4 milliards) et à une progression (+6% à 5 milliards) des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. Par contre, le déficit des transferts courants a poursuivi sa résorption (-57% à 187 millions d'euros), en partie suite à une hausse du surplus des administrations publiques (impôts et cotisations des frontaliers notamment). A cela s'ajoute la baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire, une baisse qui s'explique par le niveau très bas du taux principal de refinancement.

La balance des services a accru (+1,4%) son excédent en atteignant 17 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013. Après avoir subi une croissance négative au dernier semestre de 2011, dans le contexte de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les exportations nettes de services financiers sont reparties à la hausse, enregistrant une croissance positive en 2012 (+3% à 15 milliards) et sur les trois premiers trimestres de 2013 (+3% à 11,8 milliards). Toutefois, en comparaison avec les taux de progression enregistrés par le passé, la croissance de l'excédent des services financiers s'est fortement ralentie, suite à l'incertitude sur les marchés financiers. Cette incertitude ne s'est toutefois pas traduite par une baisse de la valeur des actifs détenus par les OPC, valeur dont sont largement tributaires les commissions financières et les frais de gestion perçus par les dépositaires résidents des OPC. Par ailleurs, l'investissement net en parts d'OPC est resté positif sur les trois premiers trimestres de 2013. Cette évolution favorable du secteur des OPC a donc largement contribué à la croissance positive du surplus des services financiers.

Dans les autres catégories de services, le surplus des voyages s'est contracté (-9%) et le déficit des services informatiques et d'information s'est largement accru. Le surplus du transport des marchandises, celui des assurances et celui des autres services aux entreprises (leasing et négoce) ont en revanche connu 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 (y compris les produits dérivés) et les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont respectivement enregistré des entrées nettes de 72 milliards et de 27 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013. Ces entrées nettes sont compensées par des sorties nettes de 101 milliards dans les flux d'investissements directs de sorte que les transactions financières se sont globalement soldées par des faibles sorties nettes de capitaux (2 milliards d'euros).

Dans les flux d'investissements de portefeuille, les entrées nettes se sont nettement réduites sur les trois premiers trimestres 2013 en atteignant 70 milliards d'euros, contre 132 milliards sur la même période 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 133 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2013 contre 77 milliards sur la même période de 2012. En ce qui concerne les titres de créance, les émissions de titres luxembourgeois se sont nettement réduites (48 milliards sur les trois premiers trimestres de 2013 contre 112 milliards sur la même période de 2012). Au total, les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois ont rapporté environ 181 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2013, contre 132 milliards sur la même période 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 sur les trois premiers trimestres 2013 les résidents ont progressivement accru leurs placements dans les titres étrangers. Ces placements ont ainsi atteint 111 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2013, contre 57 milliards sur la même période de 2012. Les résidents ont ainsi repris les achats d'actions étrangères en y investissant 51 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013, contre des ventes nettes de 3 milliards sur la même période de 2012. En ce qui concerne les titres de dette, les résidents ont maintenu les achats de titres étrangers à concurrence de 60 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013.

Les flux d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger se sont établis à 112 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2013, contre 117 milliards sur la même période de 2012. De leur côté les flux d'investissements directs en provenance de l'étranger se sont réduits largement, à 11 milliards sur les trois premiers trimestres de 2013, contre 118 milliards sur la même période de 2012. Comme

pour les années antérieures, la ventilation sectorielle des flux d'investissements directs 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). Le poids de ces sociétés est lié à la restructuration ou à l'organisation interne des grands groupes internationaux.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 27 milliards sur les trois premiers trimestres 2013 sont liées à une hausse de l'endettement des autres secteurs (hors institutions financières monétaires et administrations publiques).

Tableau 25

**Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros)<sup>1)</sup>**

	JANVIER - SEPTEMBRE 2012			JANVIER - SEPTEMBRE 2013		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>172 319</b>	<b>170 325</b>	<b>1 995</b>	<b>182 164</b>	<b>180 536</b>	<b>1 629</b>
Marchandises	9 336	14 162	-4 826	9 203	14 343	-5 140
Services	41 253	24 055	17 198	44 042	26 607	17 435
Revenus	117 656	127 596	-9 939	124 666	135 145	-10 479
Transferts courants	4 074	4 511	-437	4 255	4 442	-187
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>37</b>	<b>204</b>	<b>-167</b>	<b>36</b>	<b>239</b>	<b>-203</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-1 969</b>			<b>-1 168</b>
<b>Investissements directs <sup>3)</sup></b>	<b>-117 084</b>	<b>118 170</b>	<b>1 086</b>	<b>-112 376</b>	<b>11 021</b>	<b>-101 355</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-52 486	64 995	12 510	-69 970	8 457	-61 514
Autres opérations, Prêts intragroupes	-64 598	53 175	-11 424	-42 406	2 564	-39 842
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-56 655</b>	<b>189 041</b>	<b>132 386</b>	<b>-111 018</b>	<b>181 142</b>	<b>70 125</b>
Titres de participation	3 098	77 313	80 411	-51 385	133 025	81 641
Titres de créance	-59 753	111 727	51 974	-59 633	48 117	-11 516
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>2 555</b>			<b>2 355</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>-180 686</b>	<b>42 694</b>	<b>-137 991</b>	<b>-23 559</b>	<b>50 543</b>	<b>26 985</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-5</b>			<b>5</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>142</b>			<b>461</b>

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> 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 entrée, un signe positif une diminution.

<sup>3)</sup> 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 deuxième trimestre de 2013, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont réduits de 28 milliards d'euros, pour atteindre 6 317 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2013. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont réduits davantage (-34 milliards) en s'établissant à 6 257 milliards d'euros à fin septembre 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 6 milliards d'euros (+10%) en atteignant 60 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2013, contre 54 milliards à la fin du deuxième trimestre 2013. Cette amélioration résulte largement d'un effet de valorisation.



Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 4 milliards à 359 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2013. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a pour sa part progressé de 32 milliards à 321 milliards d'euros tandis que celui des produits dérivés s'est accru de 2 milliards à 10 milliards. Le déficit structurel d'investissements de portefeuille s'est quant à lui alourdi de 23,6 milliards en atteignant 631 milliards à la fin du troisième trimestre 2013.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 2 512 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2013, enregistrant une baisse de 36 milliards, les flux de nouveaux investissements à l'étranger (9,6 milliards) ayant été plus que compensés par un effet négatif de valorisation (-46 milliards). Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit pour sa part à 2 153 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2013, soit une baisse de 32 milliards résultant en grande partie d'un effet flux négatif (désinvestissement de 28 milliards). 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 des sociétés est lié à la restructuration ou à l'organisation interne des groupes internationaux.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 23,6 milliards pour atteindre un déficit de 631 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2013. Cette évolution négative est en grande partie imputable à l'impact des flux financiers nets. Les achats de titres luxembourgeois (entrées de capitaux) ont totalisé 41 milliards alors que les achats de titres étrangers par les résidents (sorties de capitaux) se sont établis à 20 milliards. Les effets de valorisation ont globalement eu une incidence négative mais relativement faible, le portefeuille de titres luxembourgeois ayant subi un gain de valeur de 20,6 milliards contre 18 milliards pour l'encours de titres étrangers. Ce dernier encours s'établit ainsi à 2 439 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2013 contre 2 400 milliards à la fin du deuxième trimestre 2013. Cette hausse s'explique donc à la fois par un effet positif de valorisation (+18 milliards ou +0,8% de l'encours initial) et par un effet flux positif (acquisitions nettes à concurrence de 20 milliards). Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont également subi un effet flux positif (achats nets de 41 milliards, dont 28 milliards des parts d'OPC). Pour rappel les effets de valorisation se sont avérés positifs (+20,6 milliards ou 0,7% de l'encours initial). La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit ainsi à 3 070 milliards à fin septembre 2013, contre 3 008 milliards à fin juin 2013.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) s'est accrue de 32 milliards à 321 milliards à la fin du troisième trimestre 2013. Cette hausse résulte d'un effet positif de change (+48 milliards) amputé partiellement par un effet flux négatif (-16 milliards). L'encours de créances, qui atteint 1 212 milliards à la fin du troisième trimestre 2013, s'est réduit globalement de 24 milliards, subissant un impact négatif au niveau des flux (réduction nette de 51 milliards) compensé partiellement par un effet positif de valorisation (+27 milliards). L'encours d'engagements se réduit davantage (-56 milliards) pour atteindre 890 milliards à fin septembre 2013.

Tableau 26

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

	ENCOURS À FIN 2013Q2 <sup>2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>1)</sup>	ENCOURS À FIN 2013Q3 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>54,0</b>	<b>0,7</b>	<b>5,3</b>	<b>60,0</b>
Avoirs extérieurs bruts	6 345,7	-23,4	-4,8	6 317,5
Engagements extérieurs bruts	6 291,7	-24,2	-10,1	6 257,5
<b>Investissements directs</b>	<b>363,5</b>	<b>38,0</b>	<b>-42,5</b>	<b>359,0</b>
Luxembourgeois à l'étranger	2 548,9	9,6	-46,1	2 512,4
Etrangers au Luxembourg	2 185,3	-28,4	-3,5	2 153,4
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-607,9</b>	<b>-21,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-631,5</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>2 400,4</b>	<b>20,3</b>	<b>18,0</b>	<b>2 438,7</b>
Titres de participation	967,4	14,7	30,6	1 012,7
Titres de créance	1 433,0	5,7	-12,6	1 426,1
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>3 008,3</b>	<b>41,3</b>	<b>20,6</b>	<b>3 070,2</b>
Titres de participation	2 296,5	28,8	22,1	2 347,4
Titres de créance	711,8	12,5	-1,5	722,8
<b>Produits dérivés</b>	<b>8,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>10,4</b>
Créances	160,1	-2,3	-3,8	154,1
Engagements	151,9	-1,7	-6,6	143,7
<b>Autres investissements</b>	<b>289,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>47,7</b>	<b>321,3</b>
Créances	1 235,6	-51,1	27,1	1 211,6
Engagements	946,2	-35,4	-20,6	890,2
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,71</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,71</b>

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> 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 passifs 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 domestiques<sup>32</sup> et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier<sup>33</sup>. 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 spécifique, le terme «comptes financiers» désigne l'enregistrement des transactions financières. Ainsi,

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

33 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.

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 27

**Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois <sup>1)2)</sup>**

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

	06-2011	06-2012	06-2013	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	09-2013
<b>Actifs financiers</b>	<b>54 405</b>	<b>56 144</b>	<b>57 397</b>	<b>827</b>	<b>271</b>	<b>58 495</b>
Numéraire et dépôts	27 991	29 839	30 550	291	-22	30 819
Titres autres qu'actions	6 569	6 482	5 101	120	-7	5 214
Crédits	269	253	366	22	2	390
Actions et autres participations	11 855	11 559	13 056	274	320	13 650
Provisions techniques d'assurances	7 721	8 011	8 324	120	-22	8 422
<b>Passifs financiers</b>	<b>22 060</b>	<b>23 625</b>	<b>25 046</b>	<b>386</b>	<b>-1</b>	<b>25 431</b>
Crédits	22 060	23 625	25 046	386	-1	25 431
dont: Court terme (moins d'un an)	864	946	916	20	-1	935
dont: Long terme (plus d'un an)	21 196	22 679	24 130	366	0	24 496
<b>Patrimoine financier net</b>	<b>32 345</b>	<b>32 519</b>	<b>32 351</b>	<b>441</b>	<b>272</b>	<b>33 064</b>

<sup>1)</sup> Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

<sup>2)</sup> 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

Source : STATEC / BCL

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (52,7% du total fin septembre 2013) et d'actions, parts d'OPC et autres participations (23,3%). Au cours du troisième trimestre de 2013, les ménages ont investi dans tous les types d'instruments, notamment dans les 'actions et autres participations', pour lesquelles des transactions ont été enregistrées à hauteur de 274 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 57 397 millions d'euros en juin 2013 à 58 495 millions d'euros en septembre 2013.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la nette majorité. Au cours du troisième trimestre de 2013, l'encours des crédits à long terme a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006. L'encours des crédits à court terme a également légèrement augmenté (19 millions d'euros).

Comme l'indique le tableau ci-dessus, les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages ont enregistré une capacité de financement s'élevant à 441 millions d'euros au troisième trimestre de 2013. Combiné à un effet de marché favorable de 272 millions d'euros, ce surplus s'est traduit par une augmentation de la valeur du patrimoine financier net, qui est passée de 32 351 millions d'euros fin juin 2013 à 33 064 millions d'euros fin septembre 2013.

Tableau 28

**Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises <sup>1)</sup>**

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

	06-2011	06-2012	06-2013	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	09-2013
<b>Actifs financiers</b>	<b>351 275</b>	<b>351 029</b>	<b>391 375</b>	<b>8 948</b>	<b>-18 377</b>	<b>381 946</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	28 407	31 471	19 301	551	-1	19 851
Titres autres qu'actions	2 482	3 607	3 086	80	47	3 213
Crédits	74 465	73 810	125 596	7 091	-18 524	114 163
Actions et autres participations	243 100	239 546	240 860	1 200	101	242 161
dont: Actions cotées	1 376	1 177	816	22	88	926
dont: Actions non cotées et autres participations	240 317	236 972	238 907	1 400	2	240 309
dont: Parts d'OPC	1 407	1 397	1 137	-222	11	926
Autres	2 821	2 595	2 532	26	0	2 558
<b>Passifs financiers</b>	<b>447 718</b>	<b>432 866</b>	<b>451 670</b>	<b>7 086</b>	<b>-6 395</b>	<b>452 361</b>
Titres autres qu'actions	18 395	22 019	21 176	1 143	-283	22 036
Crédits	117 000	115 302	131 317	2 208	-7 559	125 966
Actions et autres participations	284 290	268 542	273 260	3 321	1 448	278 029
dont: Actions cotées	65 543	46 697	43 399	0	2 926	46 325
dont: Actions non cotées et autres participations	218 747	221 845	229 861	3 321	-1 478	231 704
Autres comptes à payer	28 033	27 003	25 917	414	-1	26 330
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>-96 443</b>	<b>-81 837</b>	<b>-60 295</b>	<b>1 862</b>	<b>-11 982</b>	<b>-70 415</b>

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> 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.

Source : STATEC / BCL

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (63,4% du total des avoirs à la fin septembre 2013) et de crédits (29,9%). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements nets pour la plupart des instruments financiers recensés, mais des transactions nettes faiblement négatives dans le cas des parts d'OPC (-222 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages, les effets de marché se sont avérés globalement négatifs. Au total, les actifs atteignent 381 946 millions fin septembre 2013.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (61,5% du total du passif à la fin septembre 2013) et par l'emprunt (27,8%). L'émission d'obligations, qui ne représente que 4,9% des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Au cours du troisième trimestre de 2013, des transactions nettes positives sont observées pour tous les instruments, y compris pour les titres à revenu fixe. Les effets de marché ont eu un impact négatif sur tous les instruments, excepté sur les actions non cotées et autres participations. Au total, les engagements se sont accrus de 0,15% entre juin 2013 et septembre 2013, pour atteindre 452 361 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le troisième trimestre de l'année 2013 avec un excédent de financement de 1 862 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change défavorable de -11 982 millions d'euros. Ces

effets combinés ont conduit à une détérioration de la valeur nette du patrimoine financier qui s'élevait, fin juin, à -70 415 millions d'euros.

### 1.2.11 Les finances publiques

Le Ministre des Finances a présenté, le 30 janvier 2014, un état des lieux concernant les recettes budgétaires pour l'année budgétaire 2013.

De manière globale, les recettes courantes brutes ont atteint, pour l'exercice budgétaire de 2013, le montant de 12 003 millions d'euros, soit l'équivalent de 101,9% du budget voté. La prévision budgétaire globale de 11 783 millions d'euros est donc dépassée à raison de 220,4 millions d'euros. Par rapport à l'année 2012, les recettes enregistrent une hausse de 6,4%.

En analysant les recettes plus en détail, on observe que si les recettes encaissées par l'Administration des contributions directes et par l'Administration de l'enregistrement et des domaines affichent une progression par rapport à l'année 2012, la situation inverse prévaut en ce qui concerne les recettes perçues par l'Administration des douanes et accises.

Les recettes encaissées par l'Administration des contributions directes affichent une hausse de l'ordre de 6,7% par rapport à l'année 2012. Cette hausse est principalement attribuable à la dynamique favorable manifestée par les impôts sur les traitements et salaires ainsi que par l'impôt de solidarité à charge des ménages et des entreprises.


Les recettes brutes perçues par l'Administration de l'enregistrement et des domaines progressent de 12,1% par rapport à l'année 2012. Cette nette progression trouve sa source principalement dans la hausse soutenue des recettes de TVA (hausse de 12,5% par rapport à 2012 liée notamment au commerce électronique) ainsi que dans la forte progression des recettes provenant de la taxe d'abonnement (hausse de 12,9% par rapport à 2012), résultant elle-même de l'orientation positive des marchés financiers durant l'année 2013.

Par contre, les recettes brutes perçues par l'Administration des douanes et accises affichent une baisse de 6,7% par rapport à l'exercice budgétaire 2012, due notamment aux ajustements opérés dans le cadre de l'UEBL.

En ce qui concerne les dépenses, les chiffres pour l'année 2013 ne sont pas encore disponibles, car des paiements au titre d'opérations effectuées durant l'exercice 2013 peuvent encore être comptabilisés durant les trois premiers mois de l'année 2014. Ces chiffres seront disponibles au début du mois d'avril, lors de la publication des comptes nationaux concernant l'année 2013.

Si les chiffres présentés par le Ministre des Finances constituent un signal positif indiquant une dynamique favorable dans les recettes collectées par l'Etat pour l'année 2013, il faut néanmoins noter que les chiffres présentés n'englobent qu'une partie de la situation budgétaire de l'Administration centrale prise dans son ensemble. Si on ajoute le fait que les données concernant les dépenses ne sont pas encore disponibles, il est donc prématuré à ce stade de tirer des conclusions définitives sur l'ampleur du solde budgétaire (capacité ou besoin de financement) pour l'année 2013, concernant non seulement l'Administration centrale mais également les Administrations publiques prises dans leur ensemble.

Rappelons que la BCL, lors de ses dernières projections de décembre 2013, tablait sur un déficit des Administrations publiques de 0,4% du PIB pour l'année 2013 (déficit de l'Administration centrale de 1,9% du PIB, excédent de la sécurité sociale de 1,6% du PIB et une situation budgétaire proche de l'équilibre pour les Administrations locales).



Les chiffres récemment présentés confirment également toute l'importance que revêtent pour le Luxembourg les recettes de TVA provenant du commerce électronique. Or à partir de 2015, en vertu d'un changement dans la législation européenne, les recettes de TVA liées au commerce électronique seront réparties sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique.

Ce changement de législation, bien qu'incluant une période transitoire de 2015 à 2019<sup>34</sup>, aura comme conséquence pour le Luxembourg un étiolement des recettes de TVA afférentes dès 2015. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important pour le Luxembourg. Selon des estimations réalisés par la BCL, la perte de recettes de TVA pourrait être de l'ordre de 1,5% du PIB dès 2015, même si une certaine prudence s'impose en la matière.

En ce qui concerne la dette publique, les émissions pour 2013 ont atteint 3,050 milliards d'euros soit 7% du PIB (de 2012).

En effet, 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 faisait suite à celle déjà réalisée en mars 2013 et qui portait sur un montant de 750 millions d'euros assorti d'un «coupon» de 2,25%. Enfin, un emprunt a été effectué en août 2013 pour un montant de 300 millions d'euros assorti d'un taux d'intérêt de 2,75%.

Selon les projections de la BCL de décembre 2013, le ratio de dette par rapport au PIB atteignait 27,8% du PIB à la fin de l'année 2013. Toutefois, il est à noter que contrairement à l'hypothèse émise par la BCL dans ses projections de décembre 2013, le gouvernement n'a pas refinancé l'emprunt de 2 milliards d'euros émis en 2008, destiné à rétablir la situation financière de Fortis Banque Luxembourg et qui arrivait à échéance en décembre 2013. L'emprunt a donc été remboursé par le gouvernement, sans toutefois que ce dernier vende sa participation dans BGL-BNP-Paribas.

Il en résulte que, ceteris paribus, le ratio de dette exprimé en % du PIB devrait afficher à la fin de l'année 2013 un niveau inférieur de quelque 4 points de PIB au ratio escompté par la BCL dans ces dernières projections de décembre 2013.

Rappelons que le gouvernement s'est engagé dans son Programme gouvernemental à ce que le ratio de dette publique ne dépasse pas le seuil de 30% du PIB mais aussi à ce que le solde des Administrations publiques affiche un surplus structurel de 0,5% du PIB à la fin de la présente législature (soit le niveau de l'OMT actuellement en vigueur pour le Luxembourg).

Au vu des prochains défis que le gouvernement devra affronter, des objectifs plus ambitieux, définis sur la base de critères complémentaires, pourraient être pris en compte par le gouvernement.

#### 1.2.12 Le patrimoine financier des Administrations publiques

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.

<sup>34</sup> Selon le « VAT package », le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016, 15% de ces recettes en 2017 et 2018 et 0% à partir de 2019.

Tableau 29

**Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises <sup>1)</sup>**

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

	06-2011	06-2012	06-2013	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	09-2013
<b>Actifs financiers</b>	<b>32 908</b>	<b>32 945</b>	<b>35 979</b>	<b>2 325</b>	<b>433</b>	<b>38 737</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	5 214	5 500	5 415	2 496	-1	7 910
Titres autres qu'actions	273	236	202	-30	-1	171
Crédits	934	1 179	1 320	2	0	1 322
Actions et autres participations	20 639	19 912	23 116	60	435	23 611
Autres comptes à recevoir	5 848	6 118	5 926	-203	0	5 723
<b>Passifs financiers</b>	<b>11 718</b>	<b>13 686</b>	<b>14 834</b>	<b>2 295</b>	<b>-18</b>	<b>17 111</b>
Numéraire et dépôts	215	230	243	2	0	245
Titres autres qu'actions à long terme	4 120	5 364	6 007	2 300	-17	8 290
Crédits	3 915	4 244	4 486	-76	-1	4 409
Autres comptes à payer	3 468	3 848	4 098	69	0	4 167
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>21 190</b>	<b>19 259</b>	<b>21 145</b>	<b>30</b>	<b>451</b>	<b>21 626</b>

Source : STATEC / BCL

<sup>1)</sup> 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 financiers des Administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (61% du total des actifs en septembre 2013), de dépôts (20,4%) et d'autres comptes à recevoir (14,8%). 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 trimestre sous revue, les avoirs totaux des Administrations publiques ont augmenté, principalement sous l'effet d'une hausse du poste 'dépôts transférables, autres dépôts et numéraire'. Par contre, la rubrique 'autres comptes à recevoir' a enregistré des transactions nettes négatives de 203 millions d'euros. Les effets de marché sur la rubrique 'actions et participations' se sont quant à eux avérés positifs. Au total, les actifs financiers sont passés de 35 979 millions d'euros fin juin 2013 à 38 737 millions d'euros fin septembre 2013, enregistrant ainsi une hausse de 2 758 millions d'euros.

Du côté des engagements, les Administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres (48,4% du total du passif) et par le crédit auprès d'institutions bancaires (25,8%). Le poste 'numéraire et dépôts' enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (245 millions d'euros fin septembre 2013).

A noter que début juillet, la Trésorerie a émis un nouvel emprunt obligataire à 10 ans d'un montant de 2 milliards d'euros, au taux de 2,125%. Cette nouvelle émission est reflétée dans les statistiques portant sur le trimestre sous revue.

Au final, au troisième trimestre de 2013, le solde des comptes financiers des Administrations publiques a enregistré une capacité de financement de 30 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a augmenté, pour atteindre 21 626 millions d'euros fin septembre 2013.