



**1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE**

1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	10
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	11
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	15
1.2	La situation économique au Luxembourg	16
1.2.1	Les prix et les coûts	16
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.3	Les activités sectorielles	31
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	51
1.2.5	La croissance économique	54
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2015	57
1.2.7	Le commerce extérieur	65
1.2.8	La balance des paiements	67
1.2.9	La position extérieure globale	73

Encadré 1 :

Le recours aux politiques actives du marché du travail et au chômage partiel durant la crise : résultats d'une enquête	26
--	----

Encadré 2 :

Comment lire les revenus des investissements du Luxembourg?	68
---	----

# 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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé lors de la réunion du 3 décembre 2015 d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,30 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal sont restés inchangés à respectivement 0,05 % et 0,30 %.

Concernant les mesures de politique monétaire non conventionnelles, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger le programme d'achats d'actifs (APP). Les achats mensuels à hauteur de 60 milliards d'euros effectués dans le cadre du programme APP devraient désormais se poursuivre jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tous cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Lors de cette réunion, il a été décidé aussi de réinvestir les remboursements du principal obtenus à l'échéance des titres acquis en vertu du programme APP, aussi longtemps que nécessaire. Cette mesure contribuera à assurer à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire.

Dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public, le Conseil des gouverneurs a décidé d'inclure les titres de créance négociables libellés en euros émis par des administrations régionales et locales situées dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers effectués par les banques centrales nationales.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre la conduite des opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution des réserves de 2017.

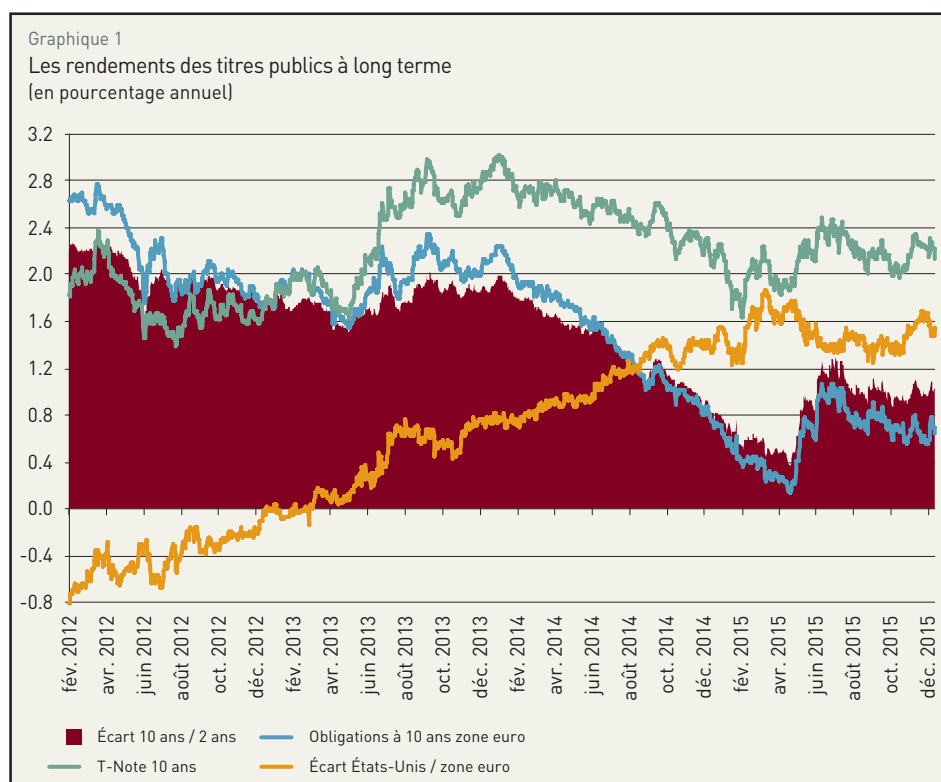
En ce qui concerne l'analyse monétaire, les données récentes confirment la croissance vigoureuse de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de cet agrégat a atteint 5,3 % en octobre 2015, après un niveau de 4,9 % en septembre. Les composantes les plus liquides demeurent le principal levier de la progression de l'agrégat M3. Ainsi, l'agrégat monétaire étroit (M1) occupe une part importante dans cette évolution en affichant un taux de croissance annuel de 11,8 % en octobre 2015.

L'évolution des crédits a poursuivi son redressement progressif, amorcé début 2014. Le rythme annuel de variation des prêts accordés aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 0,6 % en octobre 2015, après s'être établi à 0,1 % en septembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 1,2 % en octobre, après s'être établi à 1,1 % en septembre.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

Sur la période allant du 1<sup>er</sup> septembre 2015 au 11 décembre 2015, les rendements obligataires dans la zone euro ont poursuivi leur tendance baissière dans le contexte d'un assouplissement de politique monétaire de la BCE. Les rendements des titres publics à 2 ans se sont établis à -0,35 %, tandis que ceux des titres publics à 10 ans ont atteint 0,65 % en fin de période.

Aux États-Unis, les rendements obligataires sont restés relativement stables sur cette même période. Cette relative stabilité intègre l'amélioration de l'activité économique et les perspectives de relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine le 16 décembre 2015. Ces anticipations ont été confortées par la publication le 4 décembre de données sur le marché du travail faisant état de 211.000 emplois créés en novembre et d'une stabilisation du taux de chômage à un niveau de 5 %. Les taux obligataires à 10 ans aux États-Unis se situaient à un niveau de 2,13 % à la fin de la période analysée. Par conséquent, le différentiel de rendement entre les États-Unis et la zone euro s'est accru pendant la période sous revue, ce différentiel étant à mettre en perspective avec la désynchronisation des cycles de politique monétaire prévalant dans la zone euro et aux États-Unis.



Sources : BCE, Bloomberg.

### 1.1.3 Le marché des actions

Après une chute fin août 2015, observée dans un contexte de dépréciation du renminbi chinois face au dollar américain et de craintes concernant le ralentissement économique en Chine, les indices boursiers sont repartis à la hausse. Cette évolution a, toutefois, été marquée par des mouvements baissiers observés à l'issue de la réunion du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine les 16 et 17 septembre 2015, qui a décidé de laisser ses taux inchangés. Les indices ont marqué une nouvelle baisse après les récentes annonces de mesures de politique monétaire prises par la BCE et dont l'importance a été en dessous des attentes des acteurs de marchés financiers.

Au cours de la période comprise entre le 1<sup>er</sup> septembre 2015 et le 11 décembre 2015, les indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon ont ainsi enregistré une augmentation de l'ordre de 0,45 % pour l'Euro Stoxx 50, de 5,15 % pour le S&P 500 et de 5,86 % pour le Nikkei 225.

### 1.1.4 Le marché des changes

Au cours de la période allant du 1<sup>er</sup> septembre 2015 au 11 décembre 2015, le taux de change effectif nominal de l'euro<sup>1</sup> s'est déprécié de 0,98 % et l'euro s'est déprécié de 2,28 % vis-à-vis de la livre sterling. Bien que l'euro se soit apprécié vis-à-vis du dollar américain depuis les décisions annoncées par le Conseil des gouverneurs de la BCE le 3 décembre 2015, sur la période allant du 1<sup>er</sup> septembre 2015

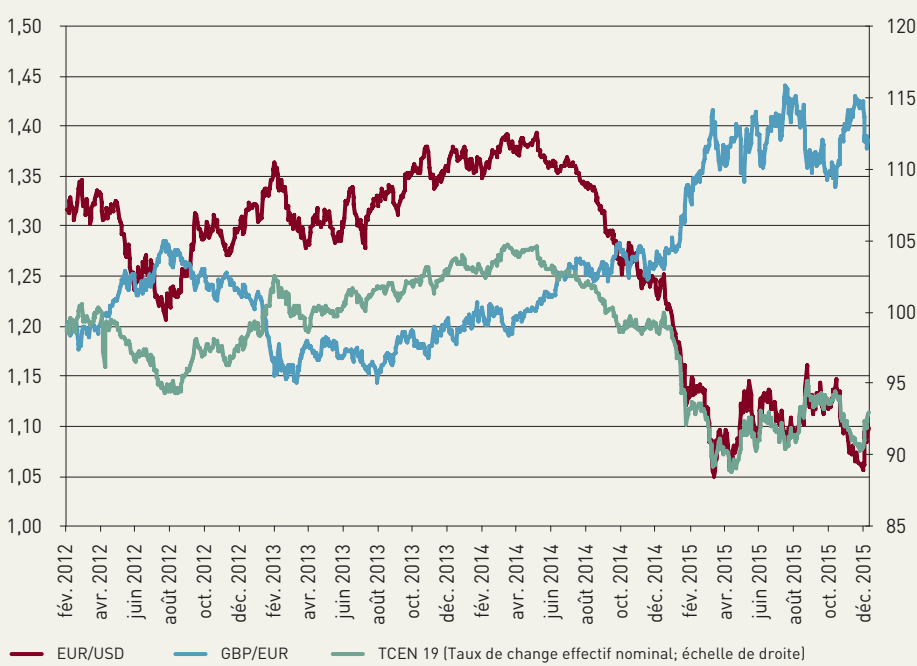
1 Le taux de change effectif nominal de l'euro est mesuré vis-à-vis d'un panier de devises des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon  
(Base 100 au 01/01/2014)



Source : Bloomberg.

Graphique 3  
Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg.

au 11 décembre 2015, il s'est déprécié de 2,91 %. Cette évolution peut s'expliquer par les anticipations de divergence de politiques monétaires entre la zone euro et les États-Unis, notamment suite aux décisions de nouvelles mesures d'assouplissement en matière de politique monétaire dans la zone euro et aux attentes d'un relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine lors de la réunion de son Comité de politique monétaire (FOMC) en décembre 2015.

Concernant les autres principales devises internationales, entre le 1<sup>er</sup> septembre et le 11 décembre 2015, l'euro s'est déprécié de 1,58 % vis-à-vis du yen japonais et de 1,65 % par rapport au renminbi chinois. L'euro s'est apprécié de 2,47 % vis-à-vis du rouble russe dans un contexte de baisse de prix de l'énergie et de sanctions imposées à la Russie. En revanche, l'euro s'est légèrement déprécié de 0,38 % face au franc suisse. Quant aux devises des autres États membres de l'UE, depuis début septembre, l'euro s'est déprécié de 1,95 % face à la couronne suédoise. Il s'est apprécié de 0,95 % face au forint hongrois et de 2,71 % face au zloty polonais. La couronne danoise, qui participe au Mécanisme de taux de change (MCE II), est restée globalement stable par rapport à l'euro.

### 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 fortement reculé en 2014 et au début de l'année 2015. Cette tendance baissière de l'inflation a atteint son plancher en janvier 2015 avec un recul des prix

de 0,6 % sur une base annuelle. Depuis lors, les taux d'inflation se sont redressés progressivement pour redevenir positifs depuis mai. En moyenne, sur la période d'avril à octobre, l'inflation s'est établie à 0,1 %. L'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois de novembre est une inflation de 0,1 %.

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)

	2013	2014	2015 - 10 PREMIERS MOIS	2015 T1	2015 T2	2015 T3	OCT.-15
IPCH global	1,4	0,4	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,1
Produits alimentaires non transformés	3,5	-0,8	1,5	0,1	1,8	1,8	3,2
Produits alimentaires transformés	2,2	1,2	0,6	0,5	0,7	0,7	0,6
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,6
Energie	0,6	-1,9	-6,9	-7,7	-5,3	-5,3	-8,5
Services	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	1,0


Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2014 a été général et a concerné chacune des cinq principales composantes de l'indice. Par contre, pour les dix premiers mois de l'année 2015, les évolutions des prix sont nettement moins homogènes. La baisse des prix de l'énergie est devenue encore plus forte en 2015 et a ainsi tiré l'inflation globale vers le bas. L'inflation à l'exclusion des composantes les plus volatiles, c'est-à-dire l'énergie et les biens alimentaires non transformés, a toutefois atteint son niveau le plus bas en mars 2015 et s'est accélérée par la suite. Ce retournement est exclusivement imputable à la hausse de l'inflation des produits manufacturés non-énergétiques. Avec un taux de 0,6 % en octobre, cette composante a atteint son niveau le plus élevé depuis plus de deux ans. Les taux d'inflation des prix des services et des produits alimentaires se sont par contre stabilisés au cours des derniers mois et ceci à des niveaux fort bas.

Une hétérogénéité des dynamiques de prix n'est pas anormale aux points de retournement de l'inflation globale. Les principaux facteurs déterminants de l'inflation se caractérisent par des évolutions divergentes. Ainsi, les prix des matières premières, qu'il s'agisse des produits agricoles, du pétrole ou des autres matières premières non énergétiques, sont en recul depuis plusieurs mois. Ces baisses de prix sont à l'origine de l'inflation faible des biens alimentaires traités et de l'inflation négative des prix de l'énergie. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar s'est toutefois déprécié d'environ 13 % sur les 12 derniers mois. Cette dépréciation a tendance à renchérir les prix en euro des biens importés et contribue ainsi à la hausse de l'inflation des biens manufacturés hors énergie. L'environnement macroéconomique de la zone euro s'est graduellement amélioré depuis le deuxième trimestre 2014, ce qui tend vers une inflation plus élevée. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande, l'origine se trouve sans doute dans une évolution des salaires qui demeure encore fort atténuée.

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

Selon la seconde estimation d'Eurostat pour le troisième trimestre de 2015, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3 % au troisième trimestre 2015 par rapport au trimestre précédent. La croissance du PIB a enregistré une décélération de 0,1pp pour le deuxième trimestre consécutif, la hausse du PIB s'étant établie à respectivement +0,5 % et +0,4 % aux premier et deuxième trimestres 2015. Au troisième trimestre 2015, l'investissement s'est stabilisé (après +0,1 % au deuxième trimestre) tandis que



les consommations publique et privée ont fait preuve d'un plus grand dynamisme avec des progressions trimestrielles respectives de 0,6 % et 0,4 %, après une croissance de 0,3 % au deuxième trimestre pour les deux composantes. La hausse des exportations a fortement décélééré à +0,2 % au troisième trimestre 2015 (après +1,6 %) tandis que la croissance des importations est restée stable à +0,9 %.

Les pays voisins du Luxembourg ont connu des performances contrastées. La croissance au troisième trimestre a reculé en Belgique en s'établissant à +0,2 % (après +0,5 %) ; en Allemagne, elle a reculé de 0,1 point au troisième trimestre 2015 à +0,3 % et en France, elle s'est aussi établie à +0,3 %, après une stagnation au deuxième trimestre.

Les statistiques de l'emploi font quant à elles état d'une croissance de 0,3 % de l'emploi au deuxième trimestre 2015 (après +0,2 % au premier trimestre 2015 et +0,1 % au quatrième trimestre 2014)<sup>2</sup>. Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs de l'information et de la communication (+0,7 %), des activités spécialisées et des services de soutien<sup>3</sup> (+0,7 %) et des arts, spectacles et autres activités de services (+0,8 %). Dans tous les autres secteurs, les créations nettes d'emplois ont été positives mais moins dynamiques. Le taux de chômage dans la zone euro a poursuivi sa baisse en diminuant de 0,1pp sur un mois en octobre 2015 et en s'établissant à 10,7 %. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis janvier 2012.

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

Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en septembre 2015, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 302 milliards d'euros, soit 3 % du PIB, comparé à un excédent de 226 milliards (2,2 % du PIB) sur la période correspondante de 2014. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens. En effet, l'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître en totalisant 314 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2015, comparé à un surplus de 230 milliards sur la même période en 2014. Cette amélioration s'explique par une hausse de 6 % des exportations de biens, alors que les importations n'ont progressé qu'à un rythme moindre (2 %) sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières.

L'évolution positive du solde de la balance des biens a été renforcée par une hausse de 18 % dans le surplus cumulé du revenu primaire qui a atteint 67 milliards d'euros. Avec un taux de croissance des importations (+11 %) supérieur à celui des exportations (+7 %), la balance des services s'est en revanche détériorée, son surplus cumulé ayant atteint 58 milliards d'euros en septembre 2015, comparé à un surplus de 68 milliards sur la période correspondante de 2014. Le déficit cumulé du revenu secondaire est pour sa part resté stable à 137 milliards d'euros en septembre 2015.

Dans le compte des transactions financières, en raison de la faiblesse des taux de rendement dans la zone euro, les investisseurs non résidents ont délaissé les placements dans les titres de dette au profit des titres de participation. Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en septembre 2015, les non résidents ont ainsi investi 207 milliards d'euros dans les titres de participation au détriment des titres de dette émis par les pays de la zone euro qui ont subi des ventes nettes de 57 milliards d'euros. A titre de comparaison, sur la période correspondante de 2014, les non résidents avaient investi 302 milliards d'euros dans les titres de participation et 115 milliards dans les titres de dette de la zone euro. Sur la même période de 12 mois cumulés jusqu'en septembre 2015, les résidents de la zone euro ont en

<sup>2</sup> Les données relatives au troisième trimestre 2015 n'étaient pas encore disponibles lors de la rédaction de cette section.

<sup>3</sup> Il s'agit des activités spécialisées, scientifiques et techniques et des activités de services administratifs et de soutien.

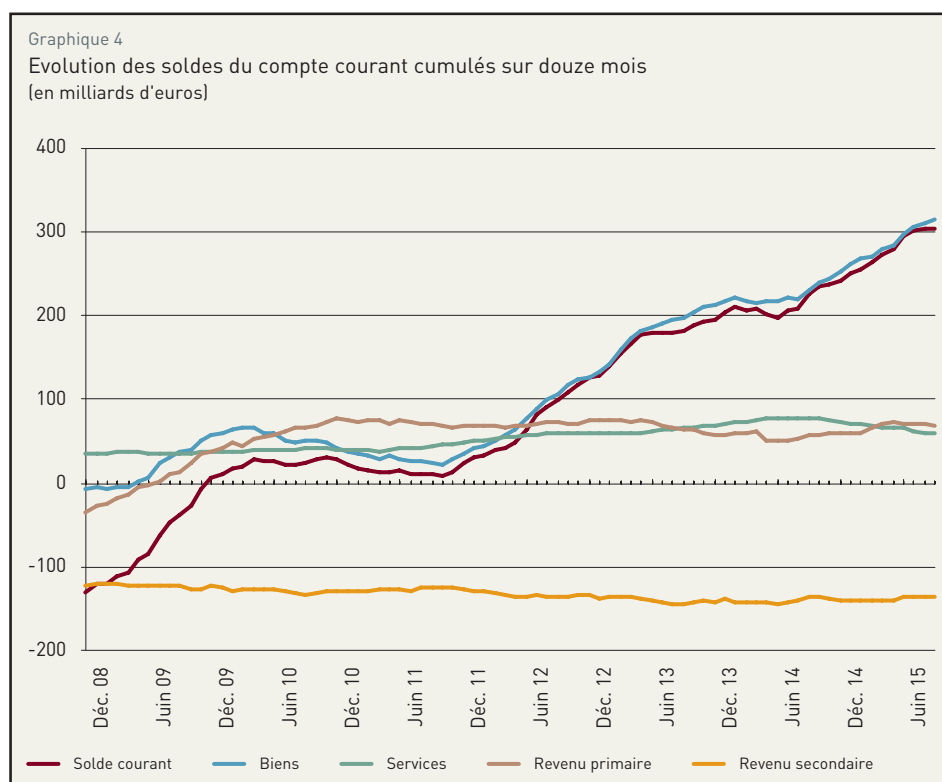
revanche marqué leur préférence pour les titres étrangers de dette à long terme, en y investissant 352 milliards d'euros contre 13 milliards pour les titres étrangers de participation. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 213 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en septembre 2015, comparées à des entrées nettes de 19 milliards d'euros sur la période correspondante de 2014.

Dans les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs se sont également soldés par des sorties nettes de 68 milliards d'euros. En revanche, dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la hausse des engagements de l'Eurosystème combinée à la baisse des créances des autres institutions financières monétaires et des autres secteurs, a occasionné des entrées nettes de 134 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en septembre 2015.

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2015 de l'Eurosystème, la reprise de l'activité dans la zone euro devrait se poursuivre. Les indicateurs les plus récents issus des enquêtes font état d'un prolongement de la croissance du PIB en volume au cours du dernier trimestre de l'année. Dans les mois à venir, une poursuite de la reprise économique est attendue. La demande intérieure devrait être encore confortée par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème et leur incidence favorable sur les conditions de financement ainsi que par les progrès réalisés antérieurement en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, le bas niveau des cours du pétrole devrait soutenir le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises, ceci ayant une incidence favorable sur la consommation privée et l'investissement. En outre, les dépenses publiques devraient augmenter dans certaines parties de la zone euro, en raison des mesures prises en faveur des réfugiés. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro devrait continuer à être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies émergentes, par le dynamisme modéré des échanges internationaux, par le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.

L'Eurosystème table ainsi sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, de 1,7 % en 2016 et de 1,9 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume sont globalement inchangées.



Source : BCE



Le Conseil des gouverneurs estime que les risques entourant ces perspectives de croissance dans la zone euro reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'évolution de l'économie mondiale et, plus généralement, les risques géopolitiques. Ces risques peuvent peser sur la croissance mondiale et la demande extérieure adressée à la zone euro ainsi que, plus largement, sur la confiance.

Tableau 2 :

**Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro**

(taux de variation annuels en pourcentages, révisions en points de pourcentage)

	2014	PROJECTIONS DE DECEMBRE 2015			RÉVISIONS DEPUIS SEPTEMBRE 2015		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB réel	0,9	1,5	1,7	1,9	0,1	0,0	0,0
		[1,4 - 1,6]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,9]			
Consommation privée	0,8	1,6	1,9	1,7	-0,1	0,2	0,0
Consommation publique	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,4	0,3
Investissement	1,3	2,3	2,8	3,8	0,2	-0,7	-0,1
Exportations	4,1	4,8	4,0	4,8	0,4	-0,8	-0,4
Importations	4,5	5,3	4,8	5,3	0,6	-0,7	-0,4
IPCH	0,4	0,1	1,0	1,6	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 - 0,1]	[0,5 - 1,5]	[0,9 - 2,3]			

Source : BCE

En ce qui concerne l'inflation, l'estimation rapide d'Eurostat indique que la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 0,1 % en octobre et novembre 2015. Cette situation traduit des hausses de prix légèrement plus faibles des services et des produits manufacturés, essentiellement compensées par une contribution moins négative des prix de l'énergie. Sur la base des informations disponibles et des contrats à terme sur les cours du pétrole, le rythme de la hausse annuelle de l'IPCH devrait s'accélérer à la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base liés au recul des cours du pétrole fin 2014. Les taux d'inflation continueraient à se redresser en 2016 et 2017, soutenus par les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des Gouverneurs, la perspective d'une reprise économique et les répercussions des baisses antérieures du taux de change de l'euro.

Ce scénario ressort des projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui aboutissent à une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,0 % en 2016 et de 1,6 % en 2017. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la baisse en 2016.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

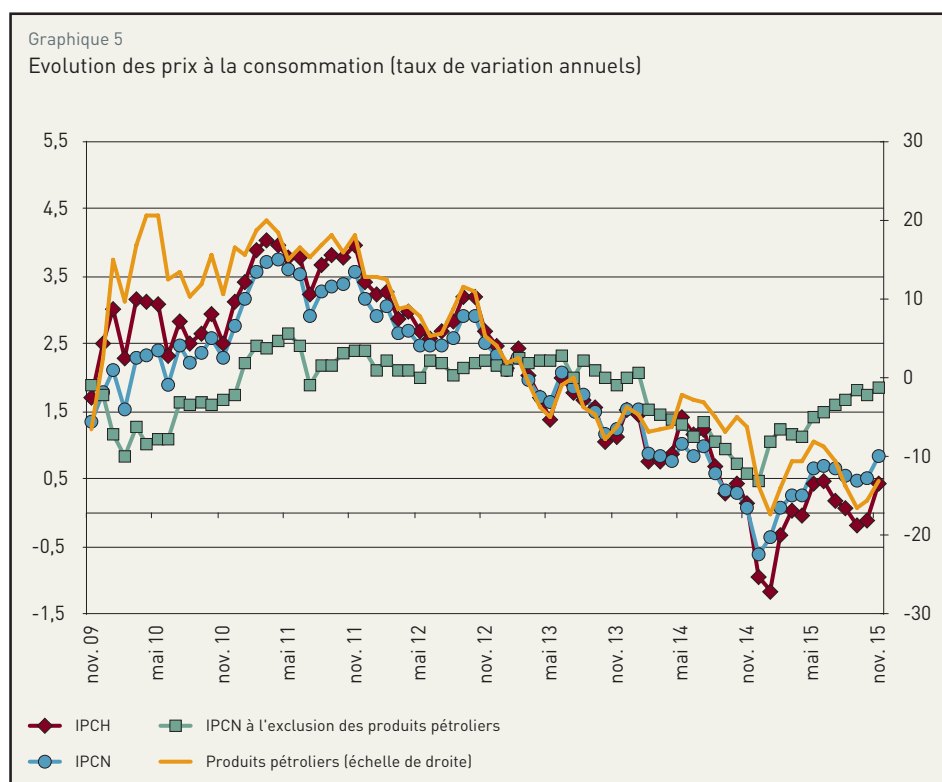
#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a fortement reculé au cours des trois années précédentes. Cette tendance baissière de l'inflation a toutefois atteint son niveau le plus bas en décembre 2014 avec un recul des prix de 0,6 % sur une base annuelle. Depuis lors, le taux d'inflation est d'abord devenu moins négatif, puis à nouveau positif à partir de février, pour s'établir à 0,8 % en novembre 2015.

Le profil de l'inflation au Luxembourg a donc été fort similaire à celui dans la zone euro, quoiqu'à un niveau plus élevé. Le revirement de tendance au début de l'année 2015 a aussi été plus rapide et intense au Luxembourg et ceci principalement à cause de l'augmentation de la taxation indirecte en début d'année. Sans cette mesure, dont l'impact effectif sur les prix à la consommation est supérieur à 1 %, l'évolution des prix aurait été bien plus négative au début de l'année 2015. Pour les trois composantes principales de l'IPC à l'exclusion de l'énergie qui sont touchées par l'augmentation de la taxation indirecte, c'est-à-dire les biens alimentaires traités, les biens industriels non-énergétiques et les services, on note que la hausse des prix observée depuis le début de l'année a été égale ou supérieure à l'impact théorique résultant de l'ajustement de la taxation indirecte. Sur la base de ce constat, on est tenté de conclure que cette mesure fiscale a été largement répercutée sur les prix, même si cette répercussion a été étalée dans le temps et différente selon les composantes principales.

Pourtant, le fait que le taux d'inflation global a été fort bas pourrait donner l'impression que l'ajustement de la taxation indirecte n'ait précisément pas eu d'effet sur les prix. Il convient toutefois de noter que d'autres facteurs ont compensé cet impact à la hausse, en particulier une contribution négative des produits pétroliers à l'inflation globale. Le prix du pétrole exprimé en euros demeure, en effet, à un niveau nettement plus bas qu'il y a un an et le taux de variation annuel des prix des produits énergétiques a clairement été négatif (voir graphique 5). L'inflation à l'exclusion des produits pétroliers, qui rend mieux compte de l'inflation domestique, s'est notamment hissée de son niveau le plus bas de 0,5 % en décembre 2014 à 1,8 % en novembre 2015. Ce taux est donc très proche du taux d'inflation moyen de 2,0 % observé pour cette composante depuis l'introduction de l'euro en 1999.

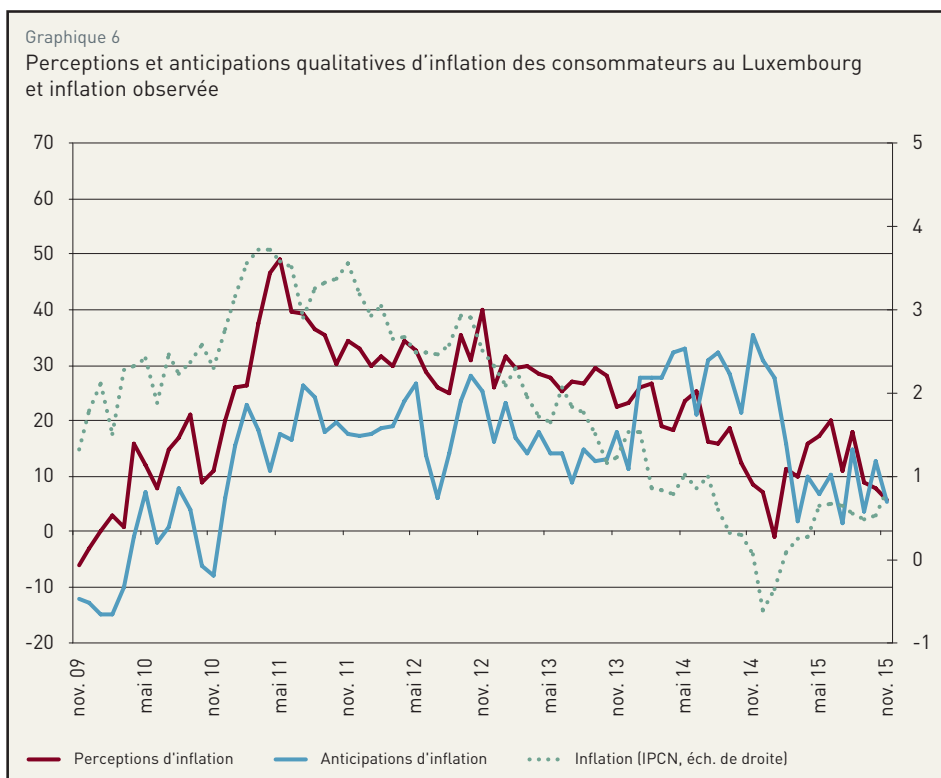
Comme déjà signalé, l'inflation globale au Luxembourg est restée plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes<sup>4</sup>. Au troisième trimestre 2015, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,3 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,5 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2015 ont atteint respectivement 10,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 6,4 p.p. par rapport à la zone euro.



Source : STATEC

<sup>4</sup> 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.

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



Sources : BCL et STATEC

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>5</sup>, les perceptions d'inflation se sont repliées depuis juin 2015, un mouvement pourtant contraire à la stabilisation de l'inflation globale observée sur cette période (voir graphique 6). Les anticipations d'inflation s'étaient stabilisées depuis mars 2015 à un niveau relativement bas, ce qui semble logique dans la mesure où l'incertitude concernant l'impact de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation s'est dissipée avec sa mise en œuvre effective au 1<sup>er</sup> janvier et que, malgré cela, le taux d'inflation global est resté à un niveau bas.

#### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Sur l'ensemble de l'année 2014, les prix à la production industrielle avaient reculé de 3 %, soit

une baisse plus marquée qu'en 2013. Néanmoins, le troisième trimestre de 2014 avait été caractérisé par une certaine stabilisation des prix avant une progression au quatrième trimestre.

La première moitié de l'année 2015 ne confirme pas la tendance haussière enregistrée à la fin 2014. Au premier trimestre 2015, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont amorcé un recul de 0,8 %. Tous les secteurs ont été concernés par cette baisse à l'exception de celui des biens de consommation. La baisse a continué lors du deuxième trimestre (-0,4 %), où seuls les prix des biens d'équipement ont légèrement progressé alors que les prix des biens énergétiques ont été quasiment stables. Au troisième trimestre, les prix de l'ensemble des produits industriels ont été pratiquement stables. Cela résulte d'une hausse des prix des biens d'équipement et des prix des biens de consommations couplé à une baisse importante des prix des biens énergétiques.

<sup>5</sup> 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.

Tableau 3 :

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

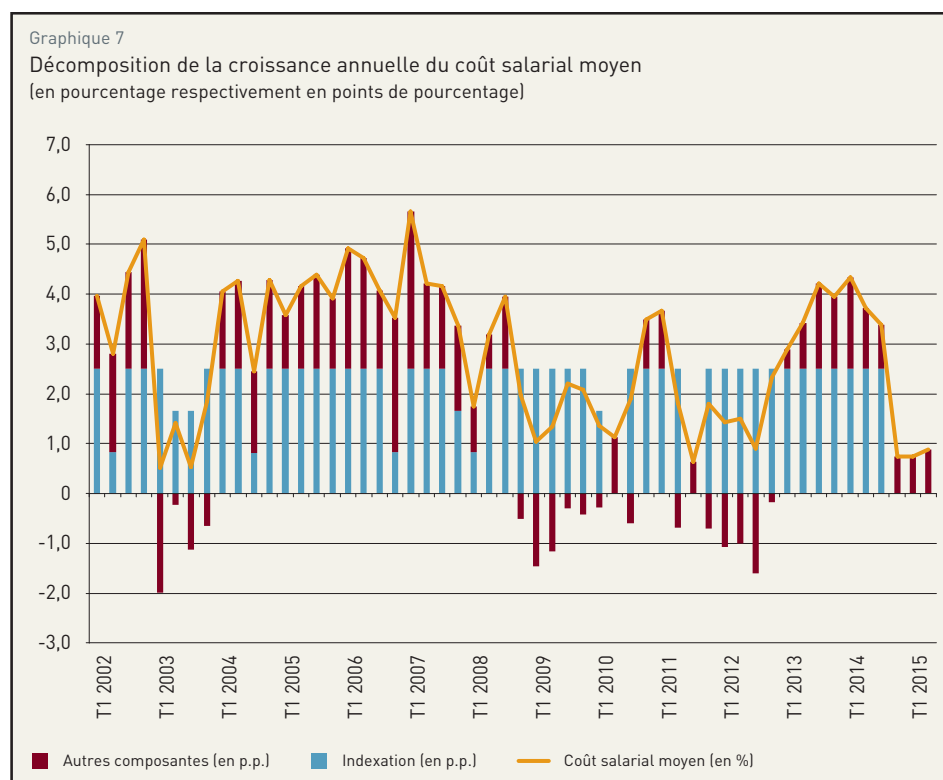
	2013	2014	2015-T1	2015-T2	2015-T3
Ensemble des produits industriels	-2,6	-3,0	-0,8	-0,4	-0,1
Biens intermédiaires	-5,2	-3,0	-0,7	-0,7	-0,1
Biens d'équipement	-0,2	0,1	-2,0	0,3	0,8
Biens de consommation	0,7	0,5	1,7	-0,4	0,8
Biens énergétiques	2,0	-8,1	-2,3	-0,1	-1,6

Source : STATEC, calculs BCL

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La dernière estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 0,9 % au deuxième trimestre 2015, après une hausse de 0,7 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression est entièrement imputable à la contribution des « autres composantes », qui incorporent les éléments « réels »<sup>6</sup>, telles que les primes et les gratifications. L'apport de l'indexation des salaires est nul depuis le dernier trimestre 2014, étant donné qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée en 2014, ni en 2015.

Notons que l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale a témoigné d'une progression plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur la base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'environ 1,9 % au cours du trimestre sous revue (et autour de 1 % au cours du premier trimestre 2015)<sup>7</sup>. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique<sup>8</sup>.



Sources : Statec, calculs BCL

- 6 Selon les données mensuelles de l'IGSS, la progression des « autres composantes » au deuxième trimestre 2015 s'expliquerait par la hausse des primes et gratifications distribuées et une légère hausse du volume de travail.
- 7 Notons par ailleurs que la première estimation des comptes nationaux annuels publiée en juillet 2015 a fait état d'une progression du coût salarial moyen de 1,9 % en moyenne au cours de l'année 2014. Ce chiffre, inférieur à celui avancé par les données de la sécurité sociale qui indiquaient plutôt une progression de l'ordre de 2,9 % en 2014 a été revu à la hausse lors de la deuxième estimation des comptes nationaux publiée en octobre 2015. Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, le coût salarial moyen a progressé de 3 % en 2014.
- 8 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait (en partie du moins) s'expliquer par les indemnités de licenciement qui sont comptabilisées dans les frais de personnel des établissements de crédit mais ne sont pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.

L'analyse sectorielle révèle que la progression du coût salarial moyen a été la plus dynamique dans le secteur « information et communication » (+3,4 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2015), le secteur public au sens large (+2,7 %), les autres activités de services (+1,6 %) et la construction (+1,5 %). Au contraire, le coût salarial moyen s'est inscrit en baisse dans la finance<sup>9</sup> (-0,5 %), les activités immobilières (-0,5 %) et l'industrie (-1,6 % en rythme annuel).

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 0,4 % au cours du deuxième trimestre 2015 après avoir baissé de 0,1 % le trimestre précédent. L'évolution trimestrielle du coût salarial moyen est très volatile et fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier, tels que la distribution de primes et l'évolution du volume de travail.

Tableau 4 :

**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				
	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2015
	Industrie, y compris énergie	2,4	-1,2	-0,8	2,3	-2,0	3,8	2,2	-0,5	2,6
Construction	-2,7	0,8	-0,4	0,0	1,0	4,3	4,4	2,2	-2,3	1,5
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,6	-0,2	-0,1	-0,1	0,9	4,6	2,8	1,1	0,1	0,5
Information et communication	-0,8	1,7	-0,5	1,2	1,0	4,1	4,9	1,8	1,6	3,4
Activités financières et d'assurance	0,3	1,2	-1,1	1,2	-1,5	-0,8	0,2	-3,2	1,6	-0,5
Activités immobilières	-0,2	1,7	-3,1	2,2	-1,3	7,2	9,0	3,1	0,8	-0,5
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	1,2	-0,1	-0,5	0,6	-0,1	4,6	2,5	1,2	1,4	0,0
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,1	0,8	-1,1	0,3	2,6	5,5	6,0	2,5	0,0	2,7
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,1	1,3	-2,4	1,4	1,3	4,1	4,9	0,7	0,3	1,6
Coût salarial moyen - économie totale	0,3	0,4	0,1	-0,1	0,4	3,7	3,4	0,7	0,7	0,9

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières.

Source : Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une modération salariale, imputable à la dissipation de l'impact de l'indexation antérieure. La dynamique des salaires est donc exclusivement imputable à l'apport des « autres composantes » dites réelles. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

9 Il convient de rappeler que la progression du coût salarial moyen dans ce secteur est impactée par le versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux dans le secteur bancaire. Rappelons que l'évolution salariale enregistrée dans le secteur bancaire en 2014 s'est expliquée en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013 sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement. Selon le compte de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse de 3,7 % en 2014, après une progression de 5,8 % l'année précédente. Pour 2015, les comptes de profits et pertes révèlent une progression des frais de personnel par tête de 0,6 % au premier trimestre et 1,4 % au deuxième trimestre.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les dernières informations confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 2,7 % en juillet 2015, en légère accélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations, à interpréter donc avec prudence eu égard à leur caractère provisoire, la progression de l'emploi se serait établie à 2,5 % en moyenne au cours des mois suivants.

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, semble se redresser progressivement. Selon les données définitives, l'écart de croissance par rapport à l'emploi résident s'est établi à +1,1pp en moyenne au cours des sept premiers mois de l'année 2015 (en hausse de +0,5pp par rapport à l'écart observé au cours de l'année 2014). En dépit du dynamisme accru observé du côté de l'emploi frontalier, l'emploi national a continué de croître à concurrence de 1,9 %, soit à un rythme équivalent à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>10</sup>.

Tableau 5 :

Evolution de l'emploi et taux de chômage (en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente respectivement en pourcentage de la population active)

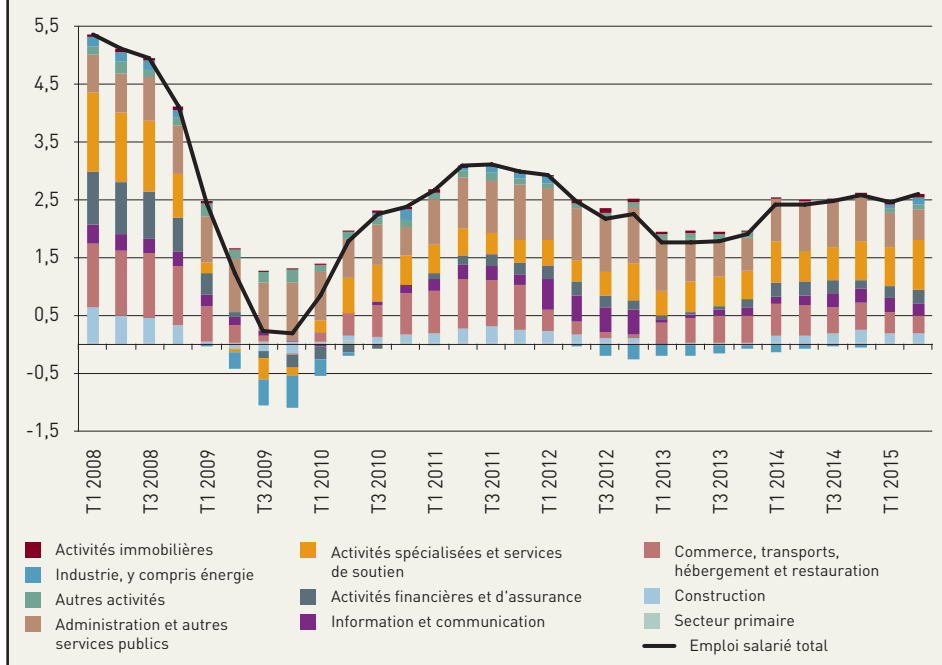
	SALARIÉS FRONTALIERS ENTRANTS	EMPLOI SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON- SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI NON- SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL NATIONAL	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES	POPULATION ACTIVE	TAUX DE CHÔMAGE «STRICT» DÉSAISONNALISÉ
2010	1,9	1,6	1,8	1,1	1,9	1,6	1,8	8,7	2,0	5,8
2011	3,1	2,8	3,0	1,8	2,7	2,7	2,9	-0,3	2,5	5,7
2012	2,1	2,6	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	1,8	1,8	1,8	1,8	2,3	1,8	1,8	15,1	2,6	6,9
2014	2,7	2,1	2,5	2,7	3,0	2,2	2,5	6,5	2,5	7,1
2014 T1	2,7	2,1	2,4	2,8	3,1	2,2	2,5	10,5	2,8	7,1
2014 T2	2,6	2,2	2,4	2,6	2,9	2,2	2,5	7,7	2,6	7,2
2014 T3	2,8	2,0	2,5	2,7	3,0	2,1	2,5	6,0	2,4	7,2
2014 T4	2,9	2,1	2,6	2,7	3,0	2,2	2,6	1,9	2,1	7,1
2015 T1	2,7	2,1	2,5	0,9	1,5	2,0	2,4	-0,9	1,8	6,9
2015 T2	3,3	1,9	2,6	0,8	1,4	1,8	2,5	-2,7	1,5	6,9
2015 T3	3,3	1,9	2,6	1,3	1,8	1,9	2,5	-3,6	1,5	6,8
Jan-15	2,7	2,2	2,5	0,7	1,3	2,0	2,4	-0,5	1,8	7,0
Feb-15	2,6	2,1	2,5	0,9	1,5	2,0	2,4	-0,3	1,9	7,0
Mar-15	2,8	2,0	2,5	1,0	1,6	1,9	2,4	-2,1	1,7	6,9
Apr-15	3,0	1,9	2,5	1,0	1,6	1,9	2,4	-1,8	1,6	6,9
May-15	3,5	1,9	2,7	0,6	1,2	1,8	2,6	-3,3	1,4	6,9
Jun-15	3,4	1,8	2,6	0,8	1,4	1,7	2,5	-3,1	1,4	6,9
Jul-15	3,6	1,8	2,7	1,0	1,6	1,7	2,6	-3,1	1,4	6,9
Aug-15	3,0	1,9	2,4	1,7	2,2	1,9	2,4	-2,4	1,6	6,9
Sep-15	3,3	2,0	2,7	1,1	1,7	1,9	2,6	-5,2	1,4	6,7
Oct-15	3,1	1,9	2,5	0,9	1,5	1,8	2,5	-3,3	1,5	6,8

Remarque : les données relatives aux mois d'août à octobre 2015 sont des estimations.

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

<sup>10</sup> La croissance annuelle moyenne de l'emploi salarié national s'est établie à 1,9 % en moyenne au cours de la période janvier 1996 – août 2008.

Graphique 8  
 Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique  
 (en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Le redressement de l'emploi non-résident témoigne d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et trouve son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires a progressé de 11,6 % (en base annuelle) en moyenne sur les huit premiers mois de 2015<sup>11</sup>.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au deuxième trimestre 2015, la croissance annuelle de l'emploi (2,6 % au total) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et les branches « commerce, transports et horeca ». Il convient par ailleurs de noter que l'industrie a contribué positivement à la

croissance de l'emploi et ce pour le deuxième trimestre consécutif.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence<sup>12</sup>. Entre les deuxièmes trimestres 2014 et 2015, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 9 900 emplois. Selon ces données, deux secteurs se démarquent en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi luxembourgeois. Il s'agit en premier lieu des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec environ 3 300 emplois créés, principalement pourvus par des non-résidents. En second lieu, il s'agit du secteur public au sens large, avec environ 2 100 emplois créés en un an (surtout dans le sous-secteur de la santé) et dont l'essentiel a été pourvu des résidents. Notons par ailleurs que l'emploi résident a poursuivi sa contraction dans l'industrie.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent des anticipations très favorables dans le commerce, les services (non financiers) et dans une moindre mesure la construction. Par ailleurs, tout en demeurant négatives, les anticipations d'évolution de l'emploi dans l'industrie affichent un redressement progressif.

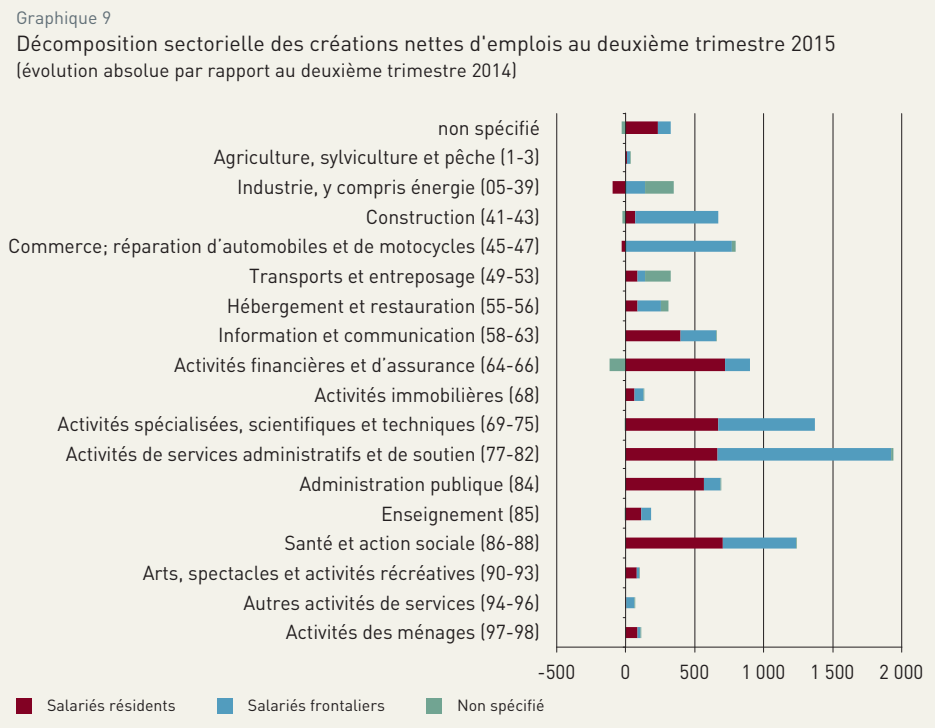
11 Rappelons que l'évolution de l'emploi intérimaire est souvent interprétée, compte tenu de son rôle de facteur d'ajustement, comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. En effet, face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage au travail intérimaire plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

12 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.

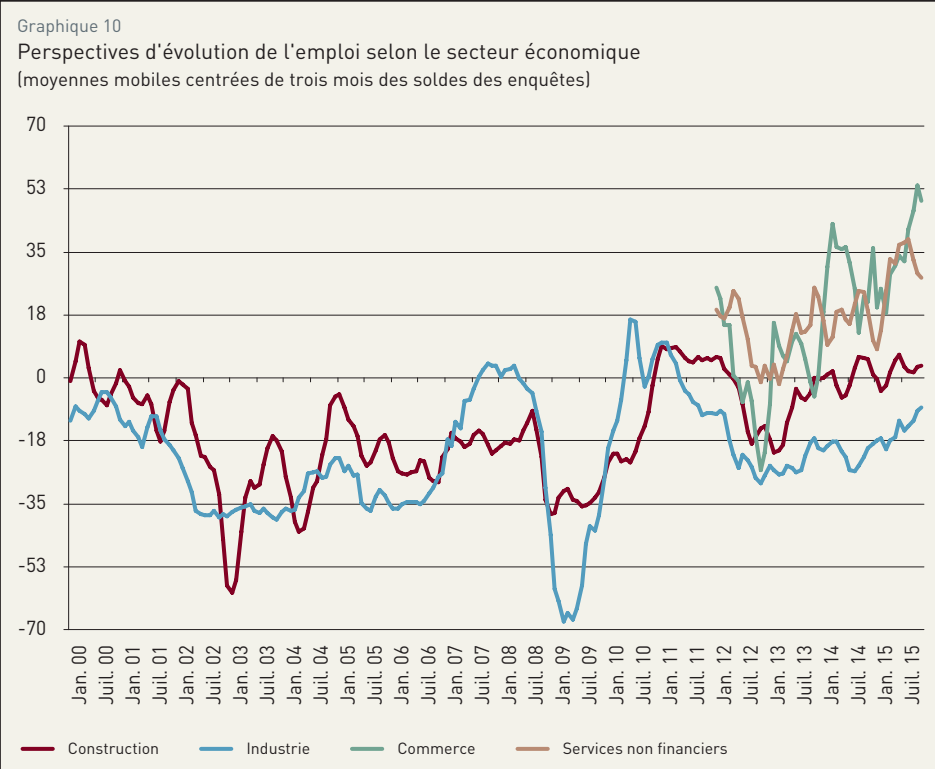
Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle que mesurée par les offres d’emplois non satisfaites déclarées auprès de l’Agence pour le développement de l’emploi (ADEM) – s’est établie à environ 4 900 en moyenne au cours des dix premiers mois de l’année courante, soit une hausse de 38 % par rapport à la période correspondante de 2014. Le taux d’emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, demeure donc largement au-dessus de sa moyenne historique d’avant-crise. Le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l’ADEM (flux) s’est établi à près de 2 700 en moyenne au cours des mois de janvier à octobre 2015, en hausse de 16 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu’au deuxième trimestre 2015, 43,5 % des offres d’emplois proviennent des services aux entreprises et activités immobilières, qui incluent entre autres le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil; ont suivi le secteur public au sens large (10,3 %), les activités financières et d’assurance (9,6 %), les transports et communications (8,8 %) et le commerce (8,7 %). L’horeca, la construction et l’industrie ont compté pour leurs parts respectivement 7,1 %, 5,6 % et 4,3 % des postes vacants.

### 1.2.2.2 Le chômage

Le taux de chômage au sens « strict » s’est établi à 6,8 % en octobre 2015, un taux en hausse par rapport à celui observé le mois précédent mais en baisse par rapport aux taux observés au cours des huit premiers mois



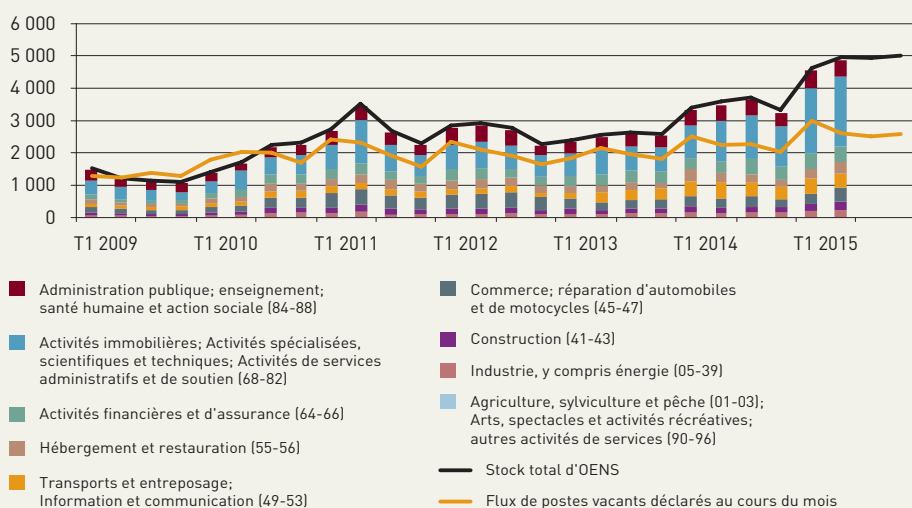
Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.  
Source : IGSS, calculs BCL



Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL



Graphique 11  
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites  
(en nombre)

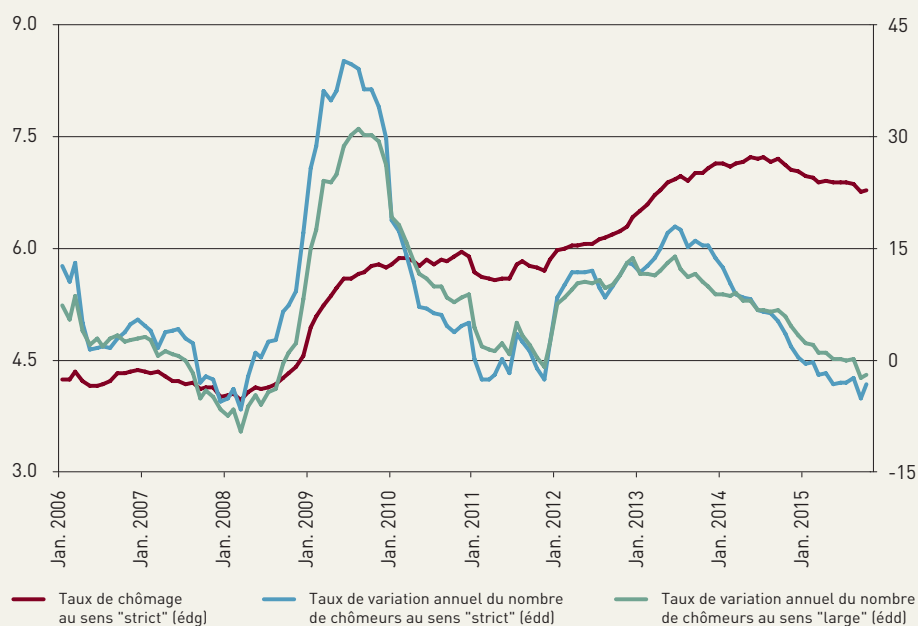


Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

\* 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 les troisième et quatrième trimestres 2015. Par ailleurs, les données relatives au quatrième trimestre font uniquement référence au mois d'octobre 2015.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 12  
Evolution du chômage  
(en pourcentage de la population active respectivement en pourcentage de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

de l'année. Pour le dixième mois consécutif, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles s'est inscrit en retrait en octobre 2015 (-3,3 %, soit l'équivalent de près de 600 chômeurs en moins en une année).

La baisse continue du chômage au sens « strict » s'explique en partie par une augmentation du nombre de chômeurs faisant l'objet d'une mesure d'activation. La trajectoire ascendante observée tout au long de 2014 au niveau des mesures pour l'emploi s'est poursuivie en 2015. Sur les dix premiers mois de 2015, une moyenne de près de 5 500 demandeurs d'emploi ont bénéficié d'une mesure de soutien à l'emploi, soit 9 % de plus qu'il y a un an<sup>13</sup>. Ce redressement est essentiellement imputable aux mesures fournies par des associations sans but lucratif destinées aux demandeurs d'emploi indemnisés, aux mesures de formation ou stages de réinsertion professionnelle ainsi qu'aux contrats d'initiation à l'emploi destinés aux jeunes chômeurs. En tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une telle mesure, on constate que, au mois d'octobre 2015, pour la troisième fois depuis la généralisation de la crise, le nombre de chômeurs au sens « large » s'est inscrit en baisse par rapport au même mois de l'année précédente (-1,9 % en rythme annuel, après -2,4 % le mois précédent).

Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, que la baisse du nombre de demandeurs d'emploi s'explique essentiellement par une

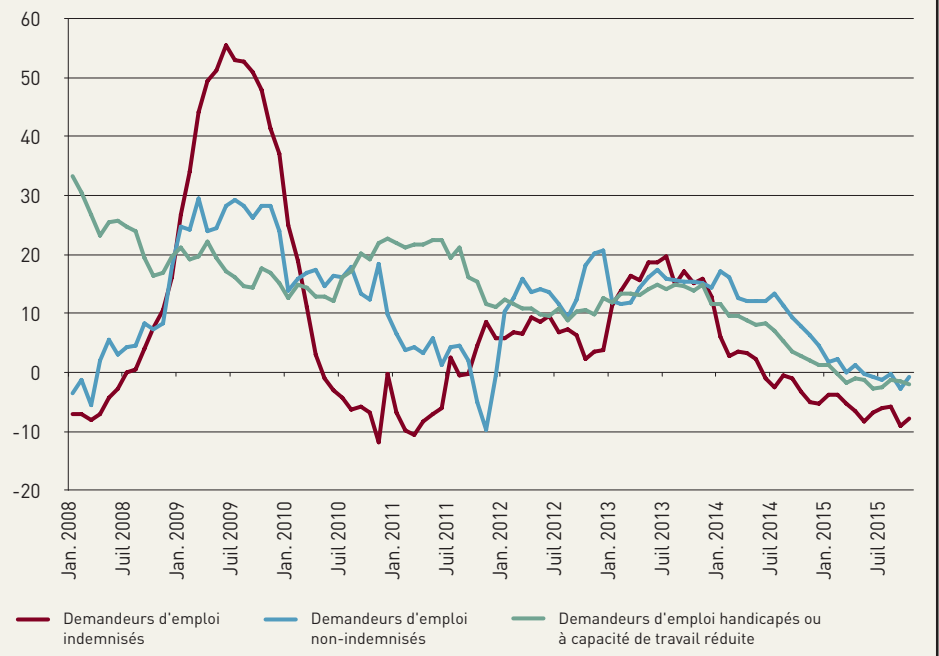
13 Rappelons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur sortie du système scolaire.

baisse du nombre des chômeurs indemnisés. Sur les dix premiers mois de l'année en cours, ce nombre a diminué de 6,3 % en glissement annuel. Durant la même période, le nombre de demandeurs d'emploi non indemnisés s'est inscrit en léger retrait de 0,1 %, tendance qui reflète sans doute également celle des chômeurs de longue durée. De surcroît, le nombre de chômeurs souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle s'est inscrit, sur base annuelle, en retrait de 1,3 % au cours des dix premiers mois de 2015.

Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du chômage partiel, qui après une hausse temporaire vers le tournant de l'année, s'est à nouveau orienté à la baisse. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'établirait à 570 au mois de décembre 2015, soit 78,7 % de moins qu'il y a un an. Il s'agit là du niveau le plus faible observé depuis fin 2008. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit ont montré une baisse du recours à ce dispositif en 2014. Pour 2015, les données demeurent encore provisoires, mais leur évolution suggère la poursuite de cette tendance.

Graphique 13

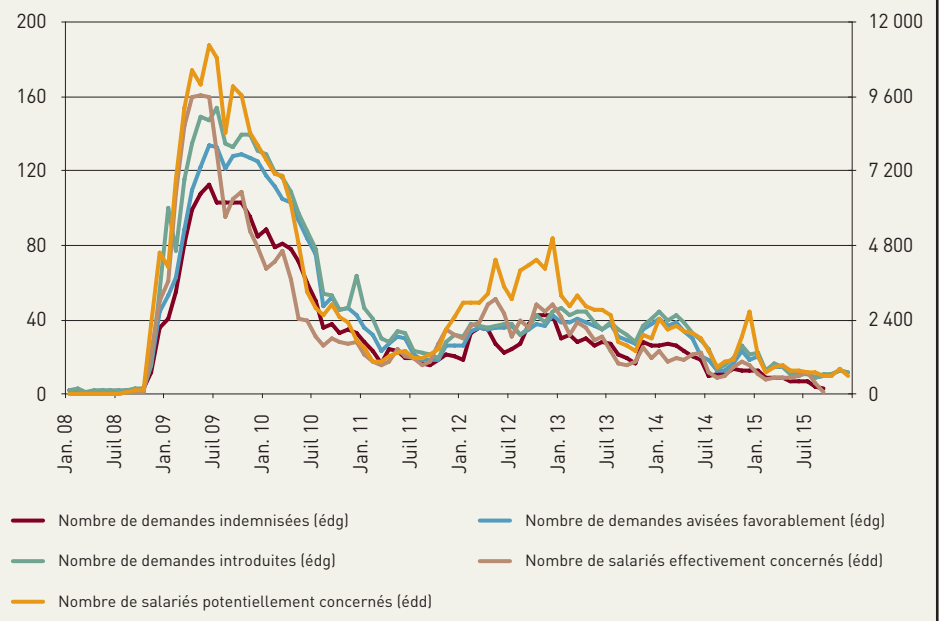
Evolution du nombre de chômeurs selon leur statut  
(en pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : ADEM, calculs BCL

Graphique 14

Evolution du chômage partiel  
(en nombre)



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour l'année 2015.

Source : Comité de conjoncture

Encadré 1 :

## LE RECOURS AUX POLITIQUES ACTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL ET AU CHÔMAGE PARTIEL DURANT LA CRISE : RÉSULTATS D'UNE ENQUÊTE

Cet encadré documente l'évolution, les déterminants et les effets des politiques actives du marché du travail et du dispositif de chômage partiel au cours de la récente crise. L'analyse se base sur les résultats d'une enquête réalisée par la BCL en fin d'année 2014, et qui s'inscrit dans le cadre d'un réseau de recherche du Système Européen de Banques Centrales (SEBC)<sup>14</sup>. Enfin, toutes les données présentées dans cet encadré ont été pondérées afin d'assurer une représentation fiable de la population sous-jacente des entreprises luxembourgeoises<sup>15</sup> dans les branches des activités marchandes<sup>16</sup>.

Les autorités luxembourgeoises ont introduit une série de dispositions afin de contrer les effets néfastes de la crise sur le marché du travail, par exemple sous forme de mesures d'activation des chômeurs, dont l'objectif est d'augmenter les chances de (ré-)emploi et d'améliorer l'appariement entre l'offre et la demande de travail ou sous forme de mesures favorisant le maintien en emploi *via*, par exemple, la flexibilisation des conditions d'accès au chômage partiel.

### 1. LES POLITIQUES ACTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL

L'enquête de la BCL s'est focalisée sur une série de mesures qui ont pour objectif d'augmenter la demande de travail ou de l'orienter vers l'embauche de catégories spécifiques de chômeurs (comme par exemples les jeunes, les chômeurs âgés ou de longue durée). En général, ce type de mesures prennent la forme d'une aide directe (afin de réduire les salaires ou les contributions à la sécurité sociale) ou indirecte (octroi de crédits d'impôts), accordée aux employeurs qui embauchent des personnes de la population-cible. La plupart des mesures d'activation analysées dans le cadre de l'enquête BCL sont administrées par l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM). Le tableau 1 décrit leurs principales caractéristiques.

Tableau 1 :

#### Description et recours aux politiques d'activation

POLITIQUES ACTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL	DESCRIPTION	TAUX D'UTILISATION, EN %	
		2008-2009	2010-2013
(a) Prêt temporaire de main-d'œuvre	Mise à disposition de salariés à d'autres employeurs (pour une durée déterminée et sous certaines conditions).	2	3
(b) Aide à l'embauche de chômeurs âgés ou de longue durée	Remboursement des cotisations de sécurité sociale en cas d'embauche de chômeurs âgés ou de longue durée.	9	13
(c) Aide au réemploi	Aide financière en cas de reclassement dans un emploi comportant un niveau de rémunération inférieur à la rémunération antérieure (garantit 90 % du salaire précédent pour une période de 48 mois).	7	12
(d) Bonification d'impôt pour l'emploi d'un chômeur	Bonification d'impôt en cas d'embauche d'un chômeur assigné par les services de placements de l'ADEM.	8	10
(e) Aides d'apprentissage	Aide à la promotion de l'apprentissage sous forme de remboursement partiel de l'indemnité d'apprentissage et de remboursement des charges sociales.	11	10
(f) Contrat initiation emploi	Contrat destiné aux jeunes de moins de 30 ans et leur assurant une formation pratique. Remboursement partiel indemnités salariales et de la part patronale des charges sociales.	4	6
(g) Déduction des frais de déménagement des salariés hautement qualifiés et spécialisés embauchés ou détachés depuis l'étranger	Possibilité pour l'entreprise bénéficiaire de pouvoir embaucher sur le marché international des salariés hautement qualifiés et spécialisé et de déduire certains frais associés en tant que dépenses d'exploitation.	1	1
Toutes mesures confondues		24	26

*Question 2.11 Au cours des années 2008-2009 ou 2010-2013, votre entreprise a-t-elle bénéficié de mesures publiques (autres que le chômage partiel), telles que des incitations à l'embauche ou des mesures censées éviter / réduire les licenciements de personnel ou les baisses salariales?*

*Remarque : a) les résultats excluent les entreprises qui ont donné des informations partielles sur l'utilisation de mesures individuelles, quelle que soit la sous-période considérée. b) Les résultats excluent également la catégorie de réponses «Autres mesures». c) Le taux d'utilisation fait référence à la proportion d'entreprises luxembourgeoises qui ont eu recours aux politiques actives du marché du travail. d) Tous les résultats sont pondérés et représentatifs de la population des entreprises luxembourgeoises.*

*Sources : ADEM, enquête WDN réalisée par la BCL*

14 Voir l'encadré 2 « Les stratégies d'ajustement des entreprises luxembourgeoises durant la crise : résultats d'une enquête » dans le Bulletin BCL 2015/1 pour plus de détails sur l'enquête.

15 Au 31 décembre 2013.

16 Il s'agit de l'industrie manufacturière, de la construction, du commerce, des services aux entreprises et des activités financières.

## Le recours aux mesures d'activation durant la récente crise

Les résultats de l'enquête révèlent que 25 % des entreprises luxembourgeoises ont utilisé au moins une mesure d'activation (en moyenne) au cours de la période 2008-2013 (voir le tableau 1). Une ventilation par secteur, taille, mesure et par sous-période révèle cependant une image bien plus complexe. La partie qui suit présente une analyse des principaux résultats de l'enquête.

Le taux d'utilisation agrégé de ces mesures (et son évolution) masque le fait qu'une même entreprise peut avoir recours à plusieurs mesures d'activation à la fois. Ainsi, lorsqu'une entreprise augmente le recours à un nombre accru de mesures, la hausse du taux d'utilisation agrégé qui en découle est identique à la hausse qui serait observée lorsque davantage d'entreprises utilisent chacune une seule mesure<sup>17</sup>. Afin de documenter cet aspect, on décompose le taux d'utilisation agrégé en une marge extensive (c'est-à-dire le « nombre d'entreprises participantes ») et une marge intensive (soit le « nombre de mesures par entreprise participante »). Le tableau 2 révèle que les marges extensive et intensive ont augmenté entre les sous-périodes 2008-2009 et 2010-2013 (passant de respectivement 23,7 % du total des entreprises en 2008-2009 à 25,8 % au cours de la période subséquente et 1,8 mesures par entreprise participante à 2,2 en 2010-2013). Sur l'ensemble de la période 2008-2013, 34,3 % des entreprises ont indiqué avoir eu recours aux mesures d'activation<sup>18</sup>.

Tableau 2 :

### Recours aux mesures d'activation (marges extensives et intensives)

	2008-2009		2010-2013		2008-2013	
	TAUX D'UTILISATION, EN %	NOMBRE MOYEN DE MESURES PAR ENTREPRISE	TAUX D'UTILISATION, EN %	NOMBRE MOYEN DE MESURES PAR ENTREPRISE	TAUX D'UTILISATION, EN %	NOMBRE MOYEN DE MESURES PAR ENTREPRISE
<b>Secteur d'activité</b>						
Industrie manufacturière	31,6	2,1	29,7	2,1	43,1	2,1
Construction	26,4	1,8	34,5	2,1	37,3	2,2
Commerce	26,1	1,8	29,2	2,6	31,9	2,7
Services aux entreprises	22,0	1,7	21,2	1,8	34,7	1,7
Intermédiation financière	14,4	2,0	28,6	2,1	29,6	2,2
<b>Classe de taille</b>						
1-4 salariés	16,8	1,3	14,5	1,9	24,7	1,7
5-19 salariés	32,9	2,0	44,0	2,2	49,9	2,3
20-49 salariés	43,2	2,4	53,2	2,5	57,4	2,6
50-199 salariés	56,8	2,3	74,4	2,4	76,6	2,5
200+ salariés	68,5	2,7	77,4	2,9	79,0	2,9
<b>Total</b>	<b>23,7</b>	<b>1,8</b>	<b>25,8</b>	<b>2,2</b>	<b>34,3</b>	<b>2,1</b>

Remarque : a) voir les commentaires sous le tableau 1. b) Le nombre moyen de mesures par entreprise se réfère aux entreprises qui ont indiqué avoir utilisé au moins une mesure.

Source : enquête WDN réalisée par la BCL

Le tableau 2 révèle en outre que le recours à une politique active du marché du travail augmente avec la taille de l'entreprise, quelle que soit la période étudiée<sup>19</sup>. Plusieurs facteurs explicatifs peuvent être avancés : a) la participation à une mesure d'activation implique des coûts fixes. Or, le coût moyen de cette participation par recrutement est plus faible pour

17 Supposons une population de 10 entreprises dont une seule utilise une mesure d'activation. Le taux d'utilisation agrégé s'établit à (1/10 =) 10 %. a) Lorsque cette entreprise augmente le nombre de mesures utilisées, passant de 1 mesure à 5, toutes choses égales par ailleurs, le taux d'utilisation agrégé s'établit à (5/10 =) 50 %. b) Lorsque le nombre d'entreprises recourant (chacune à 1 seule mesure) augmente de une initialement à 5 entreprises, le taux d'utilisation agrégé augmente à (5/10 =) 50 % également.

18 Différentes entreprises ont eu recours à ces mesures pendant les deux sous-périodes ce qui explique que le taux d'utilisation moyen sur l'ensemble de la période 2008-2013 est plus élevé que les taux moyens des deux sous-périodes.

19 Ce résultat est confirmé lorsqu'on régresse la probabilité d'utilisation d'une mesure d'activation sur la taille de l'entreprise.

les grandes entreprises (en supposant que les grandes entreprises recrutent un plus grand nombre de personnes que leurs homologues de plus petite taille). b) Les grandes entreprises attirent davantage de candidats, ce qui augmente la probabilité de trouver un candidat adéquat parmi les chômeurs éligibles aux mesures d'activation.

La probabilité de recourir à des mesures d'activation augmente également lorsqu'une entreprise subit un choc de demande positif. De même, cette probabilité augmente avec la part de salariés sous contrat de travail temporaire dans l'entreprise. Ce résultat révèle, toutes choses égales par ailleurs, le recours accru à des politiques d'activation de la part d'entreprises qui ont une rotation élevée de leur main-d'œuvre et une durée moyenne des relations de travail relativement courte. Par ailleurs, la probabilité de recourir à des mesures publiques pour l'emploi est plus élevée pour les entreprises dont l'activité est principalement orientée vers le marché domestique, pour les entreprises qui ont indiqué faire face à une concurrence sévère ou très sévère et pour celles qui ont signalé que l'évolution du coût du travail constituait un facteur de préoccupation.

Une ventilation sectorielle révèle que sur la période 2008-2013, le nombre d'entreprises participantes (marge extensive) a été le plus important dans l'industrie manufacturière et la construction et le plus faible dans les services aux entreprises et l'intermédiation financière. Au niveau de la marge intensive, on observe que le recours aux politiques actives a été le plus fort dans le commerce (avec en moyenne plus de 2,75 mesures par entreprise), suivi de la construction et du secteur manufacturier. Dans les services aux entreprises en revanche, le nombre moyen de mesures par entreprise s'est inscrit à un niveau comparativement faible (1,7).

En ce qui concerne l'évolution dans le temps des marges extensive et intensive, plusieurs remarques peuvent être formulées : a) les marges extensives et intensives ont augmenté dans la plupart des secteurs et classes de taille. Les exceptions sont tout, d'abord, l'industrie manufacturière, où le nombre d'entreprises participantes et le nombre de mesures utilisées par entreprise a légèrement diminué entre les deux périodes ; de même, dans les services aux entreprises et dans les micro-entreprises (occupant moins de 5 salariés), la part des entreprises ayant recours aux mesures d'activation a légèrement diminué. b) Les taux d'utilisation ont sensiblement augmenté dans le secteur de l'intermédiation financière et de la part des entreprises occupant 5 salariés et plus.

## 2. LE CHÔMAGE PARTIEL

Dans la littérature économique et sur base d'expériences internationales<sup>20</sup>, le chômage partiel se distingue comme un outil efficace pour faire face à un choc temporaire. L'objectif de ce type d'outil est de favoriser le maintien de la main-d'œuvre dans l'entreprise, d'éviter des licenciements coûteux aux entreprises, de préserver le capital humain de la main-d'œuvre<sup>21</sup> et d'éviter un processus onéreux d'embauches lors de la reprise<sup>22</sup>. Le recours au chômage partiel est par définition temporaire<sup>23</sup>.

### Le chômage partiel, un dispositif fort utilisé par les entreprises durant la crise

Les données de source administrative ont montré que le recours au chômage partiel s'était inscrit en hausse au deuxième semestre 2008, en ligne avec la contraction de l'activité économique. Le recours effectif à ce dispositif a atteint son pic au

20 Voir Hijzen, A. et D. Venn (2011). "The role of short-time work schemes during the 2008-09 recession". OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 115, OECD Publishing et Boeri, T. et H. Bruecker (2011). "Short-time work benefits revisited: some lessons from the Great Recession". *Economic Policy* 26(68): 697-765.

21 Il convient de noter qu'on fait référence au capital humain spécifique à l'entreprise qui correspond aux connaissances et compétences acquises à l'intérieur d'une entreprise.

22 Voir Arpaia, A., N. Curci, E. Meyermans, J. Peschner et F. Pierini (2010). "Short-time working arrangements as response to cyclical fluctuation". *European Economy Occasional Papers*.

23 Au contraire, les autres politiques actives du marché du travail ont une vocation plutôt de nature structurelle, à savoir améliorer l'adéquation entre l'offre et la demande de travail.

deuxième trimestre 2009<sup>24</sup> et s'est inscrit en retrait jusqu'au deuxième trimestre 2011 (voir le graphique 14 sous la partie 1.2.2.2). L'émergence de la crise de la dette souveraine en Europe et le repli de la demande qui s'en est suivi ont engendré une nouvelle hausse du recours au chômage partiel (affectant environ 1 % du total des salariés dans l'économie en 2012). En 2014, compte tenu de l'incertitude quant au caractère durable de la reprise, les entreprises ont préféré continuer à avoir recours au chômage partiel par mesure de précaution, ce dont témoigne l'écart important entre le recours maximum potentiel et l'utilisation effective.

Selon les données administratives disponibles, les personnes en chômage partiel l'ont été en moyenne à concurrence de 30 % de leurs heures de travail habituelles (d'un salarié à temps plein). La réduction moyenne du volume de travail par salarié a progressivement augmenté à 40 % en 2014, simultanément à la baisse du nombre de chômeurs partiels. Ces évolutions reflètent une baisse du partage du travail<sup>25</sup> dans le temps.

Les résultats de l'enquête ont révélé que la part des entreprises ayant demandé accès au chômage partiel est restée stable sur les périodes 2008-2009 et 2010-2013 (à 1,5 %-1,6 % de la population totale)<sup>26</sup>. En revanche, la proportion de demandes qui ont été acceptées par les autorités a diminué de près de 30 % entre ces deux sous-périodes (voir le tableau 3).

Sur les deux périodes sous revue, respectivement 11,6 % et 10,3 % des entreprises de l'industrie manufacturière ont déclaré avoir sollicité du chômage partiel. Ce secteur se démarque donc comme étant le principal utilisateur de ce dispositif. De plus, ses demandes ont rarement été refusées, contrairement aux secteurs de la construction, des services aux entreprises et du commerce qui ont enregistré des taux de rejet plus élevés (ce dernier toutefois uniquement sur la période 2010-2013). Ceci reflète sans doute les dispositions légales qui régissent le chômage partiel (et définissent son champ d'application). L'enquête révèle aussi que les demandes de chômage partiel tendent à augmenter avec la taille de l'entreprise, tandis que les taux de rejet tendent à diminuer avec celle-ci.

**Tableau 3 : Recours au chômage partiel (en % des entreprises)**

Secteur d'activité	(OUI,) NOTRE ENTREPRISE A SOLLICITÉ DU CHÔMAGE PARTIEL...		... MAIS LA DEMANDE A ÉTÉ REFUSÉE		... ET LA DEMANDE A ÉTÉ ACCEPTÉE	
	2008-2009	2010-2013	2008-2009	2010-2013	2008-2009	2010-2013
Industrie manufacturière	11,6	10,3	1,3	1,4	10,4	8,9
Construction	3,9	3,2	2,5	1,6	1,4	1,6
Commerce	0,7	1,6	0	1,6	0,7	0
Services aux entreprises	0,8	0,5	0,6	0,3	0,2	0,1
Total	1,6	1,5	0,7	0,9	0,9	0,6

*Remarque : résultats pondérés représentatifs de la population des entreprises. Le secteur de l'intermédiation financière n'est pas repris au tableau, car ce secteur n'a pas eu recours au chômage partiel.*

*Question 3.3b Votre entreprise a-t-elle sollicité du chômage partiel depuis début 2008?*

*Source : enquête WDN réalisée par la BCL*

24 Avec près de 4 % des salariés concernés (sont exclus les secteurs suivants : l'agriculture, l'administration publique, l'éducation, la santé humaine et l'action sociale, la branche « arts, spectacles et activités récréatives », les autres activités de services, les activités des ménages en tant qu'employeurs, les activités indifférenciées des ménages en tant que producteurs de biens et services pour usage propre et les activités extra territoriales).

25 Le partage du travail désigne la distribution de la réduction du temps de travail au sein du personnel d'une entreprise (en définissant par exemple un nombre minimum de travailleurs concernés ou en imposant un seuil minimum ou maximum à la réduction du volume de travail par salarié).

26 Selon les données administratives disponibles, environ 1,4 % des entreprises luxembourgeoises ont eu recours au chômage partiel sur la période 2008-2009. Sur la période subséquente 2010-2013 en revanche, les données officielles font état d'une baisse de ce recours (à 1 % environ).

Une analyse de régression (logistique) a révélé que la probabilité<sup>27</sup> du recours au chômage partiel augmente avec la proportion de contrats de travail permanents et de salariés de longue date (ancienneté supérieure à 5 ans) dans l'entreprise. Ces résultats témoignent de l'importance de la durée des relations de travail et du niveau de capital humain de la main d'œuvre comme déterminants du recours au chômage partiel. Les entreprises qui ont dû faire face à une volatilité élevée de la demande et qui sont davantage orientées vers les marchés étrangers ont été plus enclines à recourir à ce dispositif. Ce résultat traduit la nature même du dispositif du chômage partiel en tant qu'outil d'aide aux entreprises lors d'un essoufflement temporaire de la conjoncture. De même, l'environnement dans lequel une entreprise opère (en termes de flexibilité ou de rigidité des conditions de travail) semble avoir joué un rôle dans le recours au chômage partiel : en effet, la probabilité de recourir au chômage partiel s'est révélée plus élevée en présence d'une convention collective de travail (généralement contraignante) et lorsqu'une entreprise est constituée d'un seul établissement<sup>28</sup>.

### Impact du chômage partiel sur l'emploi

Dans l'enquête de la BCL, les entreprises participantes ont également été interrogées sur l'efficacité du dispositif de chômage partiel en termes de prévention de pertes d'emplois. Plus précisément, les entreprises ont été priées d'indiquer le nombre de salariés travaillant à horaire réduit pendant la crise et le nombre de salariés qui auraient perdu leur emploi si l'entreprise n'avait pas pu recourir au chômage partiel. Les résultats de l'enquête révèlent que, sur la période 2008-2009 (2010-2013) et en moyenne dans les entreprises qui ont effectivement recouru au chômage partiel, 30 (34) salariés ont travaillé à horaire réduit. De surcroît, selon les résultats de l'enquête, entre 20 % et 25 % des salariés concernés auraient perdu leur emploi en l'absence du chômage partiel. Ces chiffres témoignent de l'importance de cet outil durant la récente crise.

Tableau 4 :

**Emplois qui auraient été perdus en l'absence du dispositif de chômage partiel (nombre moyen d'emplois par entreprise utilisatrice)**

PÉRIODE	2008-2009	2010-2013
Nombre de salariés en chômage partiel	30	34
Nombre de salariés qui auraient, sinon, perdu leur emploi	8	7

*Remarque : résultats pondérés représentatifs de la population des entreprises.*

*Question 3.3b Si vous avez eu recours à du chômage partiel, veuillez indiquer combien de salariés ont bénéficié de ce dispositif et combien auraient été licenciés si vous n'aviez pas pu recourir à du chômage partiel.*

*Source : enquête WDN réalisée par la BCL*

### CONCLUSION

Cet encadré analyse les résultats d'une enquête réalisée auprès des entreprises luxembourgeoises concernant le recours aux politiques actives du marché du travail et au chômage partiel suite à la récente crise. Il apparaît que près d'un quart des entreprises luxembourgeoises ont eu recours à des mesures d'activation au cours de la période 2008-2009. Sur la période 2010-2013 on a observé une hausse du nombre d'entreprises ayant recours à ces mesures et du nombre de mesures utilisées par entreprise. L'enquête révèle en outre que la probabilité d'utiliser des mesures d'activation a augmenté avec la volatilité de la demande, le degré d'orientation de l'entreprise vers le marché domestique, le caractère temporaire de sa main-d'œuvre, son exposition à un degré élevé de concurrence sur les marchés des produits et les coûts de la main-d'œuvre.

27 Dans un modèle *logit*, la variable dépendante peut prendre deux valeurs : 0 si l'entreprise n'a pas eu recours au chômage partiel au cours de la période sous revue et 1 si l'entreprise a demandé à accéder au chômage partiel.

28 En effet, les groupes d'entreprises ou entreprises constituées de plusieurs établissements ont la possibilité de transférer des salariés d'un établissement à l'autre en cas de choc temporaire.

La récente crise a vu une hausse du recours au chômage partiel. La probabilité de recourir à cet outil a augmenté avec la volatilité de la demande, la part (élevée) de contrats de travail permanents et de salariés « anciens », la présence d'une convention collective et le degré d'orientation à l'exportation. En outre, les entreprises interrogées ont déclaré que 20 % à 25 % des chômeurs partiels auraient perdu leur emploi si ce dispositif n'avait pas existé. L'enquête a par ailleurs confirmé que le chômage partiel a été largement confiné à l'industrie manufacturière.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

Sur l'ensemble de l'année 2014, la **production industrielle** avait progressé de 4,4 %. Seule la production de biens de consommation avait légèrement reculé alors que la production de biens intermédiaires et dans la sidérurgie avait fortement progressé. Lors des deux premiers trimestres de 2015, la production industrielle a progressé mais a été pénalisée par la chute de la production sidérurgique. La production industrielle hors sidérurgie a ainsi progressé de façon bien plus marquée que la production de l'industrie dans son ensemble. La tendance baissière dans la sidérurgie a impacté négativement la production de biens intermédiaires qui a également reculé. Au troisième trimestre, la baisse conséquente de la production sidérurgique a engendré un recul de la production de l'industrie dans son ensemble. Sur les trois premiers trimestres de 2015, la production industrielle progresserait de 1,2 % par rapport aux trois premiers trimestres de 2014.

Tableau 6 :

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

	2013	2014	2015-T1	2015-T2	2015-T3
Total Industrie	-3,2	4,4	3,5	0,8	-0,8
Industrie sidérurgique	-6,8	12,1	-3,8	-19,2	-24,4
Total industrie hors sidérurgie	-2,6	3,0	4,1	2,6	1,2
Biens intermédiaires	-0,8	7,0	-1,5	-2,3	-5,8
Biens d'équipement	-6,7	4,8	9,2	5,1	4,6
Biens de consommation	-2,1	-0,6	4,8	4,2	3,8
Biens énergétiques	-8,2	2,2	12,8	-1,7	2,1

Sources : STATEC, calculs BCL

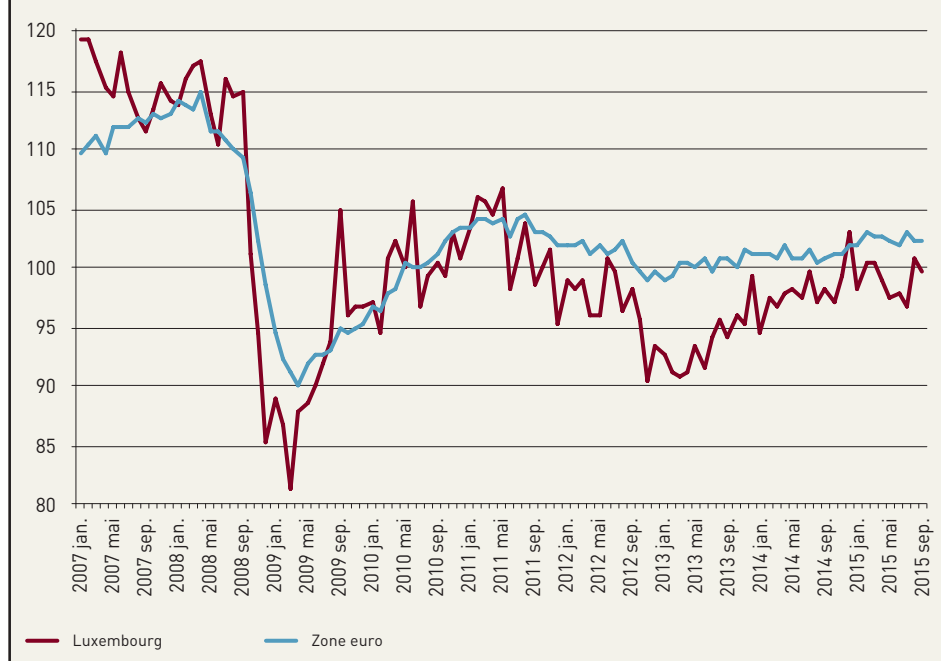
Depuis fin 2008, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro a été caractérisée par une forte baisse. Ce recul a été plus marqué au Luxembourg, qui a connu un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010. Toutefois, en 2013, alors que la production industrielle de la zone euro connaissait une certaine stabilisation, la progression de celle-ci au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. La production industrielle au Luxembourg semble désormais se stabiliser à un niveau légèrement inférieur à celui de la zone euro.

L'indicateur de confiance dans l'industrie s'est amélioré en novembre, atteignant -26 contre -27,1 en octobre. Selon cette enquête de novembre 2015 et par rapport au mois précédent, plus de répondants ont estimé la tendance récente de la production stable et moins d'entre eux l'ont vue en hausse ou en baisse. Les perspectives futures de la production ont en revanche dénoté une tendance négative, avec plus de sondés s'attendant à une diminution de la production. L'état du carnet de commandes total est



Graphique 15

Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010=100), corrigé pour les variations saisonnières



Source : Eurostat

apparu relativement stable alors que l'état du carnet de commandes étrangères s'est détérioré fortement. Les perspectives d'emploi ont quant à elles été relativement stables. Lors des questions trimestrielles posées en octobre, par rapport au mois de juillet, la plupart des composantes avaient été relativement stables. Néanmoins, plus de répondants avaient estimé les entrées de commandes comme stables et ils avaient été moins nombreux à les voir en augmentation. Le degré d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a continué de s'améliorer en atteignant 72 % (contre 70 % en juillet). Cette embellie s'est également retrouvée dans le secteur de la métallurgie qui, depuis la fin 2012, avait présenté un taux d'utilisation très faible au Luxembourg, la production dans la métallurgie ayant fortement diminué entre 2011 et 2014.

Sur l'ensemble de l'année 2014 la production dans la **construction** avait progressé de 3,4 % et le nombre d'heures travaillées avait augmenté de 3,7 %. Les données des trois premiers trimestres de 2015 indiquent en revanche un recul de la production dans la construction. Le premier trimestre a été le plus défavorable, la production baissant de 3,3 % et les heures travaillées de 2,8 %. Au deuxième trimestre la production a continué de baisser mais de manière moins marquée alors que le nombre d'heures travaillées était quasiment stable. Le troisième trimestre a confirmé cette tendance, la production a diminué mais dans une moindre mesure et le nombre d'heures travaillées a été en légère hausse.

Alors que le nombre total de permis de bâtir accordés avait connu une très forte progression en 2014 (+75,2 %), les données du premier trimestre de 2015 ont, comme on pouvait s'y attendre, fait état d'un important recul (-34,9 %). Le deuxième trimestre a en revanche été positif. La hausse observée en 2014 était attendue suite à la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui a pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le secteur de la construction bénéficie en effet d'une mesure transitoire permettant d'appliquer le taux super-réduit de 3 % jusqu'au 31 décembre 2016, sous condition qu'une demande d'application de ce taux ait été introduite avant le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le quatrième trimestre de 2014 avait notamment connu une hausse spectaculaire du nombre de permis accordés de 163,5 % par rapport au trimestre correspondant de l'année 2013. Les effets de l'augmentation du nombre de permis de bâtir accordés ne se font cependant pas encore ressentir dans l'activité de la construction.

Tableau 7 :

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

	2013	2014	2015-T1	2015-T2	2015-T3
Production par jour ouvrable (pjo) – Total	-4,3	3,2	-3,3	-1,1	-0,7
Heures travaillées	-4,0	3,6	-2,8	-0,2	0,2
Permis de bâtir	-15,0	75,2	-34,9	6,2	-

Sources : STATEC, calculs BCL.

Les enquêtes de conjoncture laissent, néanmoins, entrevoir une embellie et s'améliorent depuis le mois de mai. Lors de l'enquête la plus récente du mois de novembre, plus de répondants considéraient l'activité en augmentation ou stable par rapport au mois précédent. Ils étaient également plus nombreux à estimer qu'aucun facteur ne limitait l'activité (55 %). Plus de sondés estimaient l'état du carnet de commande normal et ils étaient moins nombreux à l'estimer faible. Les perspectives d'emploi étaient en revanche parfaitement stables.

### 1.2.3.2 Secteur financier

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

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 25 844 personnes fin septembre 2015, soit une baisse de 211 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a augmenté de 187 par rapport au 30 juin 2015.

La baisse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre septembre 2014 et septembre 2015 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 62 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 56 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été négatif.

Si ces développements s'expliquent en partie par le fait que le nombre de banques a diminué suite à des fermetures et des reprises, il convient toutefois de rappeler que l'évolution de l'effectif dans les banques est à interpréter avec précaution en raison de plusieurs effets statistiques d'envergure. Ainsi, des effets de substitution interviennent régulièrement entre la population des établissements de crédit et celle des Professionnels du Secteur Financier (PSF). Si l'effectif dans les établissements de crédit a été en baisse entre septembre 2014 et septembre 2015, le nombre de personnes employées dans les PSF a enregistré une hausse annuelle de 415 emplois pour atteindre 15 164 personnes à la fin du troisième trimestre 2015. Par ailleurs, un nouveau rapport statistique concernant l'emploi dans les établissements de crédit est entré en vigueur au mois de décembre 2014. Cette refonte a été l'occasion pour de nombreux établissements de crédit de revoir leurs modalités de recensement du personnel. Cet effet « refonte statistique » s'est également répercuté sur la collecte trimestrielle relative à l'effectif dans les établissements de crédit et a accentué la baisse du nombre d'emplois entre septembre 2014 et décembre 2014.

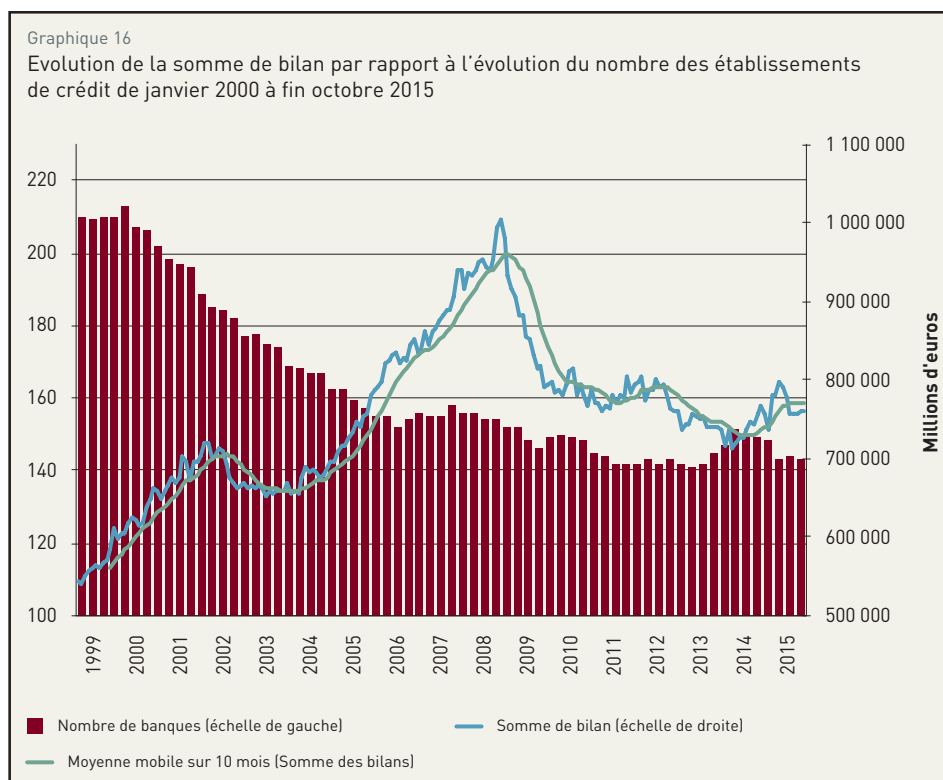
#### 1.2.3.2.2 Les établissements de crédits

#### Evolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 143 unités au 31 octobre 2015, soit cinq unités de moins qu'au mois d'octobre 2014. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 26 unités présentes. On a également dénombré 15 banques françaises, 12 banques suisses, 10 banques italiennes, 10 banques chinoises, et cinq banques luxembourgeoises.

Graphique 16

Evolution de la somme de bilan par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 2000 à fin octobre 2015



Source : BCL

## Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2015, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des banques présentes sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 761 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une baisse annuelle cumulée de 5,1 milliards d'euros, soit 0,7 %, par rapport au 31 octobre 2014.

## Evolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté environ la moitié (49,3 %) du total de l'actif fin octobre 2015. Ces créances ont diminué de 25,3 milliards d'euros pour porter l'encours à 375,2 milliards d'euros, soit une baisse de 6,3 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 25,5 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 48,1 milliards d'euros fin octobre 2015. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 27 octobre 2015, le montant de ces réserves a été de 4,4 milliards d'euros auxquelles s'ajoutent des réserves excédentaires de 16,7 milliards d'euros. Tant les réserves excédentaires que les montants placés à la facilité de dépôt ont augmenté sur un an et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif depuis juin 2014.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 19,4 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 11 %, pour atteindre un encours de 195,9 milliards d'euros fin octobre 2015. Ce montant correspond à une légère hausse de 0,4 % par rapport au mois de septembre 2015. Entre octobre 2014 et octobre 2015, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 10,6 milliards d'euros, soit un accroissement de 21,7 %. Néanmoins, cette hausse est partiellement induite par une reclassification de certaines opérations du secteur des autres intermédiaires financiers (AIF) vers le secteur des sociétés non financières (SNF). En neutralisant cette reclassification, la hausse effective du crédit envers les SNF de la zone euro ne serait que de 5,8 milliards d'euros, soit une hausse de 11,8 % sur douze mois. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) a augmenté de 1,4 milliard d'euros sur douze mois, soit une hausse de 6,2 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 159 millions d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 163,8 milliards d'euros fin octobre 2015, soit une hausse de 0,1 %. Ce portefeuille a représenté 21,5 % du total de l'actif en fin de période et se composait à 91,3 % de titres de créances à revenus fixes et à 8,7 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2015, le portefeuille

obligataire a atteint un montant de 149,6 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 528 millions d'euros ou de 0,4 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation et des transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été favorables et se sont élevés à 4,1 milliards d'euros, en raison essentiellement des effets de change. Néanmoins, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 4,6 milliards d'euros entre octobre 2014 et octobre 2015.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 707 millions d'euros en rythme annuel pour s'établir à 26,1 milliards d'euros fin octobre 2015, soit 3,4 % de l'actif.

Tableau 8 :

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

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	10-2014	09-2015	10-2015	10-2014 - 10-2015		09-2015 - 10-2015		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	10-2015
Créances interbancaires	400 482	374 351	375 158	-25 324	-6,3	807	0,2	49,3
Créances sur la clientèle	176 563	195 236	195 923	19 360	11,0	687	0,4	25,7
Portefeuille titres	163 685	164 606	163 844	159	0,1	- 762	-0,5	21,5
Autres actifs	25 374	25 476	26 081	707	2,8	605	2,4	3,4
Total de l'actif	766 104	759 669	761 006	-5 098	-0,7	1 337	0,2	100,0

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

Source : BCL

**Evolution des principaux postes du passif**

Le financement interbancaire a diminué de 22,6 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 282,5 milliards d'euros fin octobre 2015. A titre informatif, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 1,4 milliard d'euros sur la même période, alors que les dettes envers les autres établissements de crédit ont diminué de 24 milliards sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoires interbancaires à concurrence de 46,9 milliards d'euros fin octobre 2015.

Au 31 octobre 2015, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 6,6 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 336,8 milliards d'euros. Elles correspondent ainsi à 44,3 % du total du passif et ont représenté la principale source de financement des banques fin octobre 2015. L'augmentation des dépôts des AIF luxembourgeois explique en grande partie cette hausse. Notons aussi que les dépôts des ménages et ISBLM luxembourgeois ont augmenté de 701 millions d'euros sur un an, soit une progression de 2,3 %. Les dépôts des ménages et ISBLM des autres pays membres de la zone euro ont, quant à eux, diminué de 1,2 %.

Le financement par émission de titres a régressé par rapport à octobre 2014 et a représenté 53,1 milliards d'euros en fin de période, soit 7 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Tableau 9 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	10-2014	09-2015	10-2015	10-2014 - 10-2015		09-2015 - 10-2015		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	305 053	283 691	282 498	-22 555	-7,4	-1 193	-0,4	37,1
Dettes envers la clientèle	316 023	335 743	336 824	20 801	6,6	1 081	0,3	44,3
Dettes représentées par un titre	55 800	52 623	53 140	-2 660	-4,8	517	1,0	7,0
Autres passifs	89 229	87 612	88 544	- 685	-0,8	932	1,1	11,6
Total du passif	766 104	759 669	761 006	-5 098	-0,7	1 337	0,2	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

**L'enquête sur la distribution du crédit bancaire**

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter, d'une part des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques et d'autre part des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de crédit<sup>29</sup>. Lors de l'édition d'octobre 2015, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

Dans l'édition d'octobre 2015, les questions rétrospectives font référence au 3<sup>e</sup> trimestre 2015, tandis que les questions prospectives couvrent le 4<sup>e</sup> trimestre 2015.

Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

*Crédits accordés aux entreprises*

Au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré avoir assoupli les critères d'octroi<sup>30</sup> des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux grandes entreprises au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015. Cet assouplissement s'applique tant aux crédits à court terme qu'aux crédits à long terme.

Au Luxembourg, les banques ont attribué cet assouplissement au 3<sup>e</sup> trimestre 2015 à une augmentation de leur tolérance au risque, à une diminution des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan, à une augmentation de la pression concurrentielle et à une amélioration des perspectives sectorielles (voir Graphique 17). Quant à la zone euro, l'assouplissement des critères d'octroi a aussi été favorisé par ces trois derniers facteurs, tandis qu'une réduction de tolérance au risque des banques a exercé un effet inverse.

29 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante: [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201504.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf)

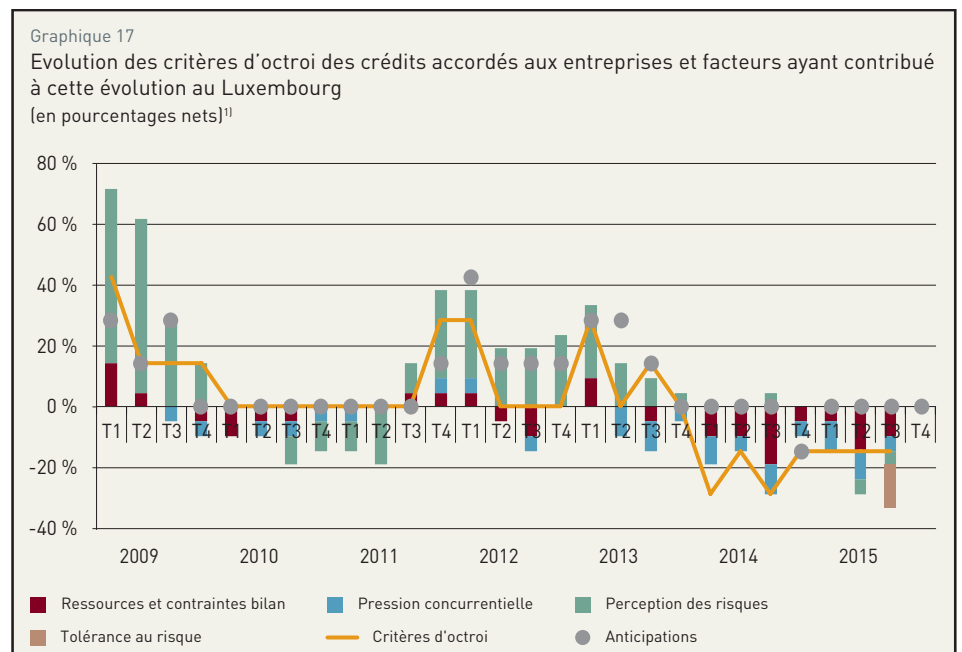
30 Les critères d'octroi des crédits sont définis comme étant « les directives ou les critères internes selon lesquels une banque octroie les crédits. Ils sont fixés préalablement à la négociation relative aux conditions du crédit et à la décision d'octroi ou de refus ».

Concernant les conditions d'octroi<sup>31</sup>, les banques au Luxembourg et dans la zone euro ont indiqué un assouplissement tant pour les crédits aux PME que pour les prêts aux grandes entreprises. Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, l'amélioration des conditions globales d'octroi des crédits s'est traduite par une diminution des marges sur les prêts de risque moyen et, à un degré moindre, sur les prêts plus risqués. Cet assouplissement s'est également manifesté par l'application de conditions plus favorables en termes de demandes de garanties et de clauses dans les contrats de crédit. Les banques ont cependant indiqué une légère augmentation d'autres frais en relation avec les contrats de crédit. Selon les banques, l'amélioration des conditions d'octroi est soutenue par une augmentation de la pression concurrentielle. Ces évolutions sont globalement en accord avec celles mises en évidence pour la zone euro. Cependant, au niveau de la zone euro les marges pour les prêts plus risqués ont légèrement augmenté et la tolérance au risque des banques a diminué.

La part des demandes de prêt des entreprises qui ont été totalement rejetées par les banques a légèrement diminué au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015, au Luxembourg ainsi que dans la zone euro.

Les banques ont rapporté une augmentation de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises, au Luxembourg comme dans la zone euro. Selon les banques luxembourgeoises, plusieurs éléments ont concouru à cet accroissement de la demande, principalement l'augmentation des besoins pour les investissements en capital fixe, mais aussi le bas niveau des taux d'intérêt et la progression des besoins en fonds de roulement (voir Graphique 18).

Pour la zone euro, les banques ont attribué l'augmentation de la demande au faible niveau des taux d'intérêt, mais aussi à l'augmentation des besoins pour les investissements en capital fixe, à celle des besoins en fonds de roulement et à d'autres éléments. En revanche, l'augmentation de la demande de crédits a été mitigée par le fait que les entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement.



<sup>11</sup> Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

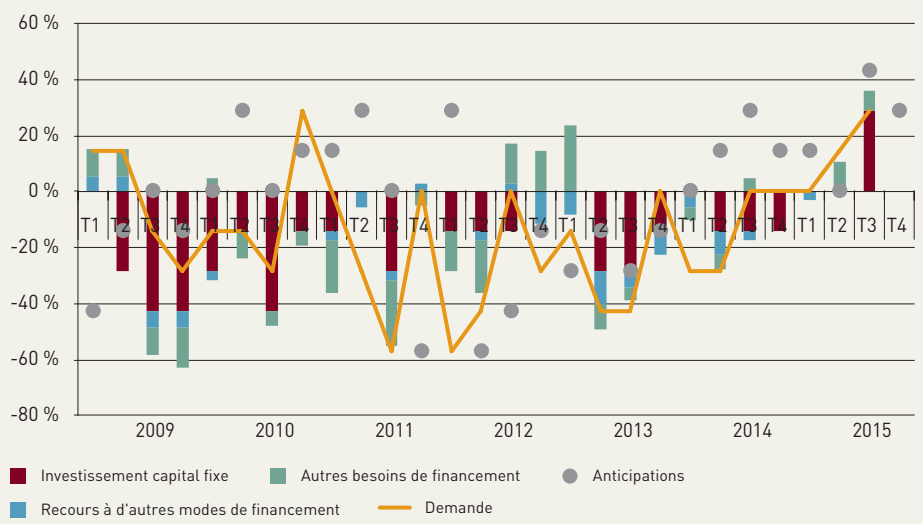
Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques », « Concurrence d'institutions non bancaires » et « Concurrence des financements de marché ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises » et « Risques relatifs aux garanties requises ». Source : BCL.

31 Les conditions d'octroi des crédits « se rapportent aux conditions d'un crédit que la banque est prête à octroyer, c'est-à-dire les conditions du crédit réellement approuvées ainsi que déterminées dans le contrat de prêt qui avait été conclu entre la banque (le prêteur) et l'emprunteur ».

Graphique 18

Evolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg

(en pourcentages nets<sup>11</sup>)



<sup>11</sup> Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et la somme des pourcentages des réponses indiquant que la demande a « diminué quelque peu » et « sensiblement diminué ». Quant aux facteurs affectant la demande de crédits, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à une hausse de la demande et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à une baisse de la demande.

Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Emission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Gestion des stocks et fonds de roulement », « Fusions/acquisitions et restructurations d'entreprise », « Niveau général des taux d'intérêt » et « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes ».

Source : BCL.

### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Les banques au Luxembourg ont déclaré avoir assoupli leurs critères d'octroi concernant les crédits à l'habitat aux ménages (voir Graphique 19), tandis que les banques dans la zone euro ont indiqué un léger durcissement de ces critères. Selon les banques au Luxembourg, plusieurs facteurs ont contribué à l'assouplissement, notamment une diminution des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques, ainsi qu'une augmentation de la tolérance au risque des banques et de la pression concurrentielle. Au niveau de la zone euro, le durcissement a été attribué à un changement de réglementation nationale concernant le marché immobilier aux Pays-Bas, tandis que d'autres facteurs ont exercé un effet opposé, y compris la concurrence bancaire et les perspectives concernant le développement du marché de l'immobilier.

Concernant les conditions d'octroi pour les crédits à l'habitat, les banques ont indiqué un léger assouplissement au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro. Selon les banques luxembourgeoises, cet assouplissement s'est traduit par une augmentation du ratio prêt-valeur (quotité d'emprunt). Dans la zone euro, l'amélioration des conditions globales d'octroi s'est manifestée surtout par une réduction des marges sur les prêts de risque moyen, tandis que les marges sur les prêts plus risqués ainsi que d'autres conditions d'octroi ont évolué en sens opposé.

Selon les banques au Luxembourg, cet assouplissement est attribuable à une réduction du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques, une augmentation de la pression concurrentielle ainsi qu'un accroissement de la tolérance au risque des banques. Dans la zone euro, des facteurs similaires ont contribué à un assouplissement. Cependant, les banques ont diminué leur tolérance au risque, ce qui a eu un effet inverse.

La part des demandes de prêts à l'habitat des ménages qui ont été totalement rejetées par les banques a légèrement diminué au Luxembourg au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015, tandis qu'elle a légèrement augmenté dans la zone euro.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à l'habitat a légèrement augmenté au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015. Les banques ont attribué l'évolution favorable de la demande au faible niveau des taux d'intérêt, à la confiance des consommateurs et aux perspectives sur le marché

de l'immobilier résidentiel (voir Graphique 20). La même évolution se dessine au niveau de la zone euro et cela pour les mêmes facteurs explicatifs.

*Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages*

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques luxembourgeoises ont déclaré avoir laissé inchangés leurs critères d'octroi au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015, tandis qu'au niveau de la zone euro les banques ont indiqué un léger assouplissement de ces critères. Celui-ci a été favorisé par une augmentation de la pression concurrentielle ainsi que par une amélioration de la situation et des perspectives économiques globales au niveau de la zone euro.

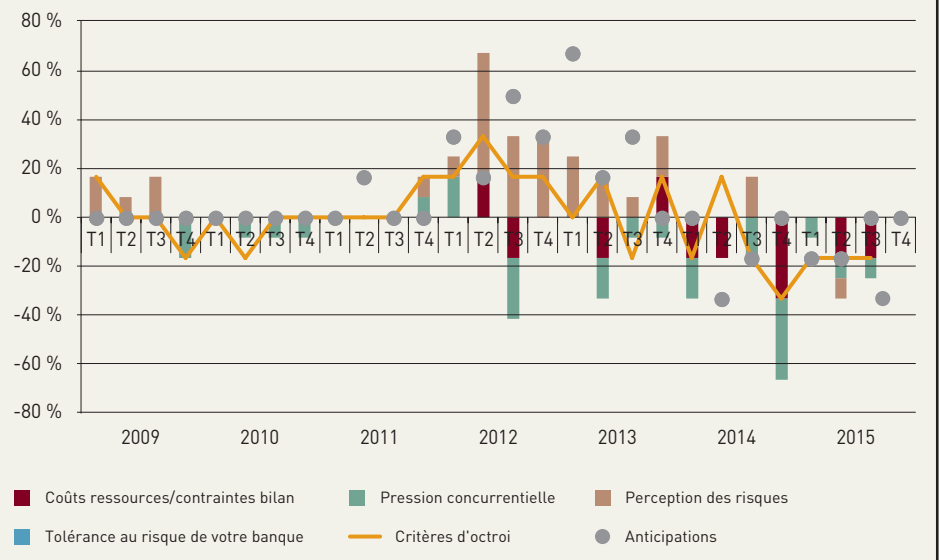
Les conditions d'octroi de crédits à la consommation n'ont pas changé au Luxembourg, tandis qu'elles ont été légèrement assouplies au niveau de la zone euro, évolution attribuée à une augmentation de la pression concurrentielle. Cet assouplissement s'est traduit essentiellement par une baisse des marges sur les prêts de risque moyen et, dans une moindre mesure, sur les prêts plus risqués.

La part des demandes de crédits à la consommation (et autres prêts) qui ont été totalement rejetées par les banques est restée inchangée au Luxembourg au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015, tandis qu'elle a légèrement augmenté dans la zone euro dans son ensemble.

Graphique 19

Evolution des critères d'octroi des crédits à l'habitat accordés aux ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg

(en pourcentages nets)

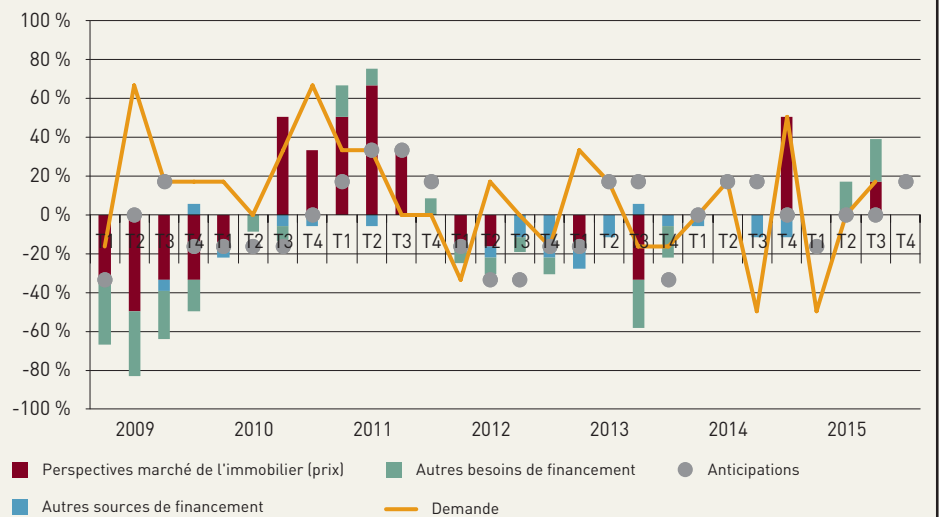


Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, y compris en matière de prix » et « Solvabilité de l'emprunteur ». Source : BCL.

Graphique 20


Evolution de la demande de crédits à l'habitat provenant des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg

(en pourcentages nets)



Note : « Autres sources de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financement propre d'un achat de bien immobilier résidentiel par recours à l'épargne ou à l'apport personnel », « Prêts d'autres banques » et « Autres sources de financement externe ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Confiance des consommateurs », « Niveau général des taux d'intérêt », « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes » et « Régime réglementaire et fiscal applicable au marché immobilier résidentiel ». Source : BCL.





La demande pour ces crédits est restée stable au Luxembourg durant le 3<sup>e</sup> trimestre 2015 alors qu'elle a augmenté dans la zone euro. Cette augmentation a été attribuée à une augmentation des dépenses en biens durables, à une amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

#### *Questions ad hoc*

Outre les questions régulières, le questionnaire d'octobre comprenait quatre questions *ad hoc*. La première concernait l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Au cours du 3<sup>e</sup> trimestre 2015, les conditions d'accès au financement de détail sont restées inchangées au Luxembourg. Cependant, au niveau de la zone euro elles se sont légèrement améliorées pour les dépôts à court terme (d'une durée inférieure ou égale à un an) et se sont légèrement détériorées pour les dépôts à long terme.

Par ailleurs, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont enregistré une faible détérioration de leurs conditions d'accès au financement sur le marché monétaire à court terme. En revanche, les banques de la zone euro ont fait part d'une amélioration de ces conditions.

Les trois dernières questions portaient sur l'incidence du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Les banques luxembourgeoises ont fait part d'une légère amélioration de leur position de liquidité au cours des six derniers mois, tout en notant une légère dégradation de leur rentabilité suite à la diminution de leurs marges nettes d'intérêt. Pour la zone euro dans son ensemble, les banques ont fait part d'une hausse de leurs actifs totaux et d'une amélioration de leur position de liquidité et de leurs conditions de financement de marché. Comme au Luxembourg, les banques de la zone euro ont constaté une diminution de leurs marges nettes d'intérêt, partiellement compensée par des plus-values réalisées à la suite de ventes d'actifs négociables.

Une autre question concernait l'utilisation que les banques ont faite de la liquidité supplémentaire issue du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, cette liquidité résultant de la vente d'actifs négociables au cours des six derniers mois a été utilisée à des fins d'octroi de crédits mais aussi pour remplacer des crédits interbancaires. Les banques de la zone euro ont déclaré avoir utilisé la liquidité supplémentaire à des fins d'octroi de crédits et, à un degré moindre, à des fins de refinancement et d'achat d'actifs.

La dernière question avait trait à l'effet du programme étendu d'achat d'actifs de l'Eurosystème sur le comportement des banques en matière de prêts. Au Luxembourg et pour la zone euro, les banques ont déclaré avoir de ce fait légèrement assoupli leurs critères et leurs conditions d'octroi de crédits tant aux entreprises qu'aux ménages au cours des six derniers mois.

#### **L'évolution des crédits au secteur privé**

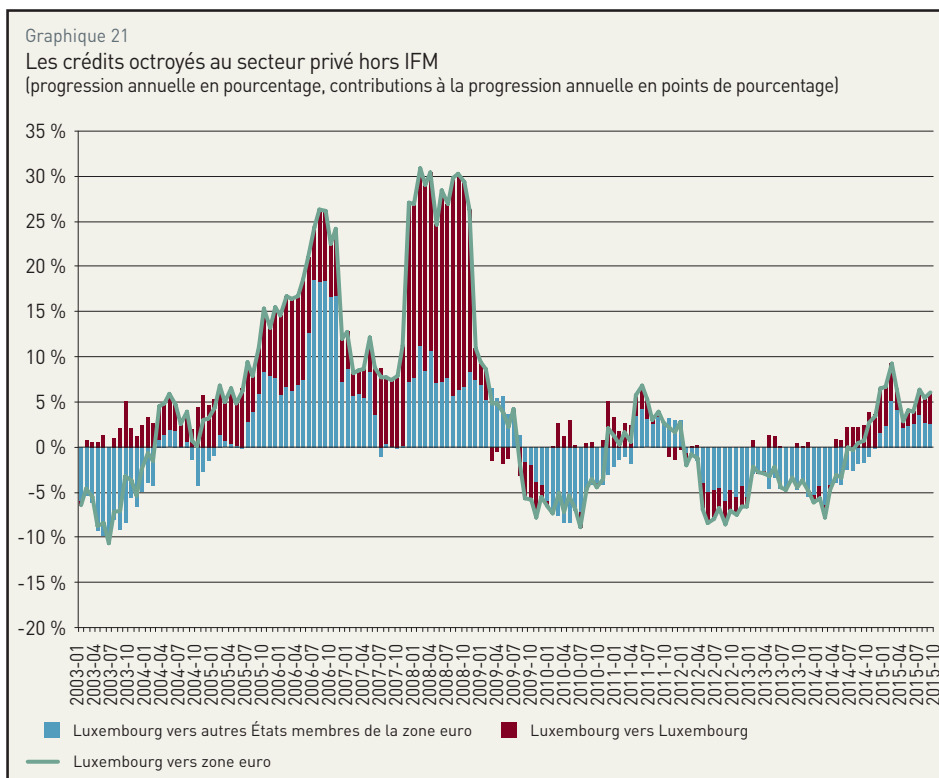
Les crédits accordés au secteur privé par les banques luxembourgeoises ont continué leur progression entre août et octobre, en accélération par rapport au deuxième trimestre. Les crédits octroyés au secteur privé de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de +6,2 % en octobre, soutenus par des contributions positives des crédits octroyés tant aux contreparties résidentes que non-résidentes (voir Graphique 21).

Selon les données d'octobre 2015, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro est destinée au secteur non financier : 44 % des encours sont destinés aux entreprises,

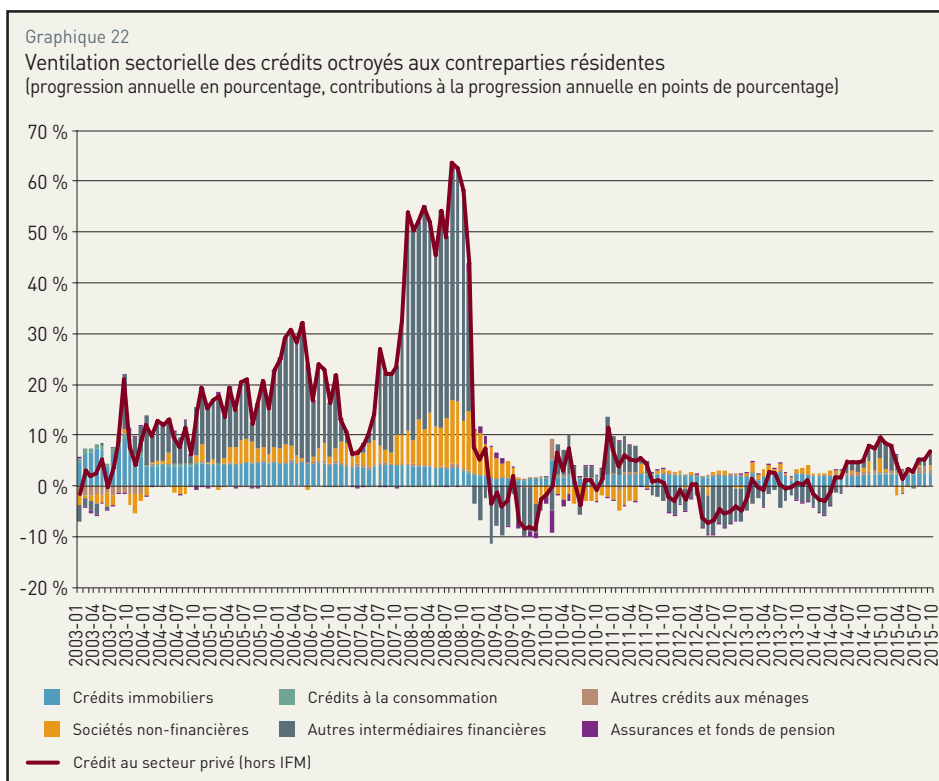
alors que 20 % des crédits sont octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Des montants relativement limités sont destinés aux crédits à la consommation. Quant au secteur financier, 25 % des encours de crédits octroyés au secteur privé sont destinés aux autres intermédiaires financiers (AIF), secteur majoritairement composé de holdings financiers et de fonds d'investissement non monétaires. La part des crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension dans le total des crédits au secteur privé est faible.

Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 6,8 % en octobre (voir Graphique 22). Cette dynamique est largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés aux AIF implantés au Luxembourg et aux crédits immobiliers octroyés aux ménages, qui ont contribué respectivement à concurrence de 2,6 et 2,4 points de pourcentage à la croissance annuelle en octobre. La contribution des crédits aux sociétés non financières (SNF) implantées au Luxembourg a été de 0,7 point de pourcentage. Finalement, les crédits accordés aux assurances et fonds de pension ont contribué pour 0,1 point de pourcentage.


Eu égard aux différents secteurs non financiers résidents, on constate une croissance annuelle assez stable des crédits immobiliers accordés aux ménages, croissance qui s'est établie à 6,9 % en octobre en rythme annuel. Les crédits à la consommation ont progressé à un taux de croissance annuel de 10,9 % en octobre. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la



Source : BCL



Source : BCL



consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La croissance annuelle des crédits accordés aux SNF au Luxembourg s'est établie à 1,7 % en octobre après des variations annuelles tournant autour de 0 % entre juin et septembre, et faisant suite à des variations fortes en début d'année (allant de +11,1 % en janvier à -8,0 % en avril). Ces variations sont principalement attribuables à un nombre limité de banques qui ont fortement varié leurs encours de crédits aux SNF en début d'année.

### **Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit**

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux dernières données disponibles, à savoir celles du mois d'octobre 2015. Les données présentent les taux d'intérêt de détail pour les nouveaux contrats pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. On entend par nouveau contrat tout nouvel accord passé entre le ménage ou la société non financière et l'agent déclarant. Les nouveaux accords comprennent tous les contrats financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

#### *Taux d'intérêt des crédits accordés*

Le taux d'intérêt variable<sup>32</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages n'a guère changé sur un mois, passant de 1,80 % au mois de septembre 2015 à 1,79 % en octobre 2015. En comparaison avec le mois d'octobre 2014, ce taux a baissé de 4 points de base. La baisse des taux de détail est toutefois plus perceptible pour les taux d'intérêt fixes<sup>33</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages. En effet, en comparaison annuelle, ce taux a baissé de 28 points de base, pour s'inscrire à 2,03 %. Cependant, le taux d'intérêt fixe accordé aux ménages est resté relativement stable par rapport au mois précédent, passant de 2,02 % au mois de septembre 2015 à 2,03 % en octobre 2015.

Le coût des crédits à la consommation s'est également inscrit à la baisse. Ainsi, en comparaison annuelle, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans a diminué de 31 points de base pour atteindre 3,69 % en fin de période. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité et sont influencées par des événements externes tels que le festival de l'automobile, période pendant laquelle les banques octroient des crédits à taux préférentiels. A titre d'exemple, ce même taux s'établissait à 2,19 % fin février 2015.

Il en est de même pour la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation. Ces derniers ont vu leurs coûts diminuer de 46 points de base entre octobre 2014 (1,65 %) et octobre 2015 (1,19 %). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a baissé de 43 points de base, par rapport à octobre 2014, pour atteindre son plus bas niveau historique de 1,53 %. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 31 points de base.

<sup>32</sup> Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

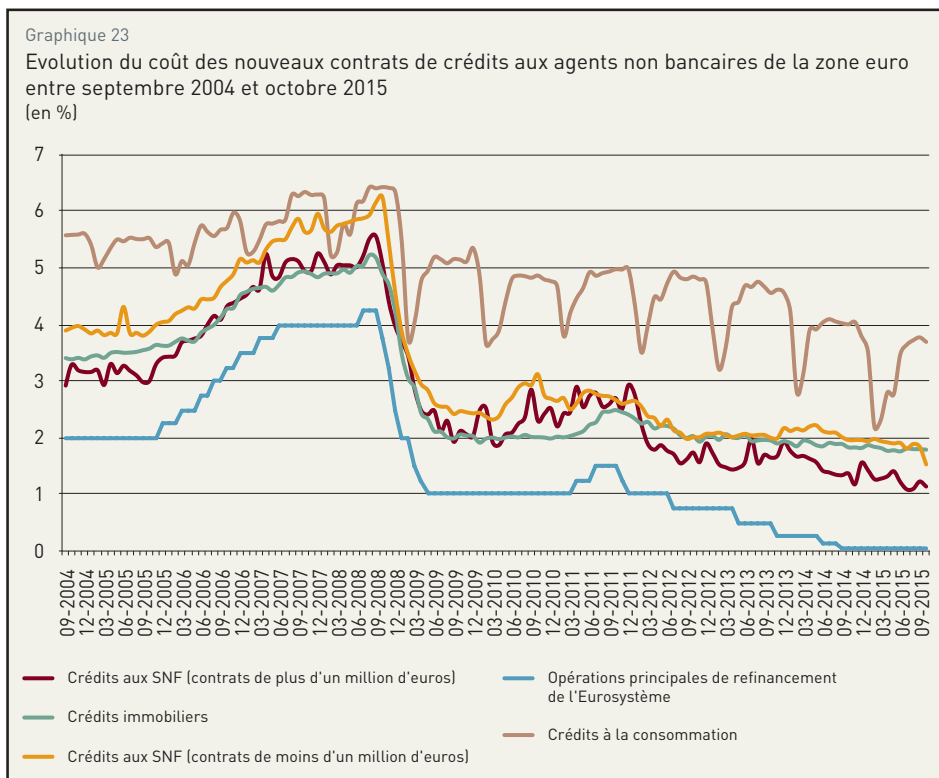
<sup>33</sup> Taux d'intérêt fixe pondéré par les montants des contrats pour tous les crédits immobiliers accordés indépendamment de la durée de fixation initiale du taux. Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a diminué de 23 points de base par rapport au mois d'octobre 2014 pour s'élever à 1,14 % fin octobre 2015. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 9 points de base.

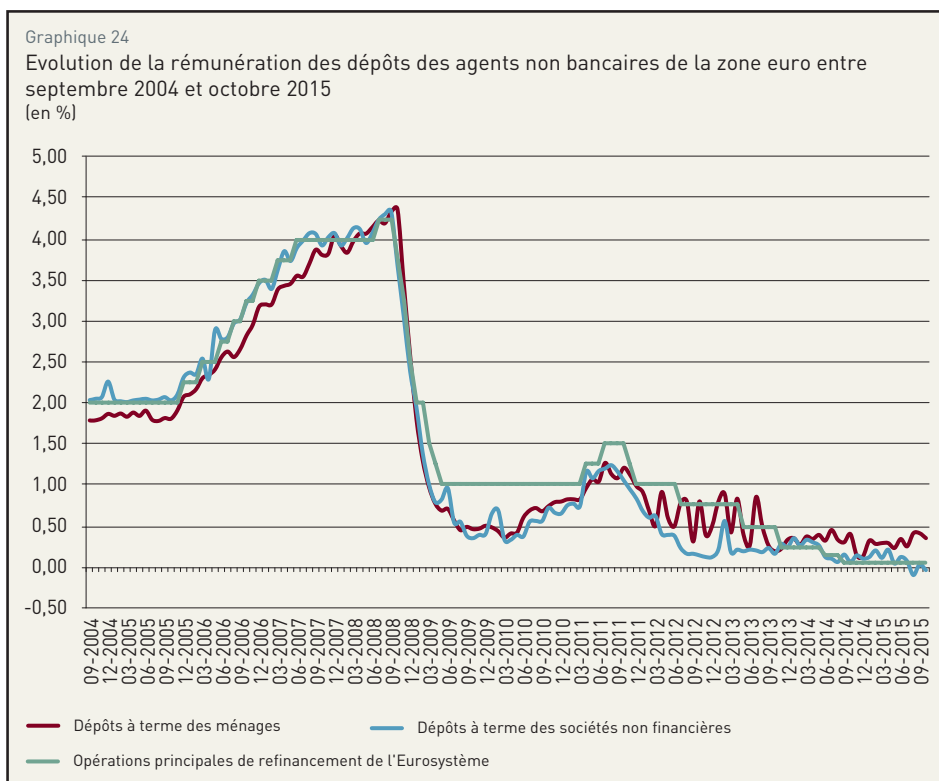
*Taux d'intérêt des dépôts*

La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an a diminué de 5 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,40 % à 0,35 % en octobre 2015. Néanmoins, cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer des ajustements considérables dans les pondérations appliquées. Par exemple, un taux favorable accordé à un client fortuné qui dépose une somme importante auprès d'un établissement de crédit peut avoir un impact important sur les données agrégées. Effectivement, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats sont pondérés au sein des catégories d'instruments concernées par les montants des contrats individuels. Or, ces pondérations sont particulièrement volatiles pour les dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an.


S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt évolue de nouveau en terrain négatif pour atteindre -0,04 % en octobre 2015.



Source : BCL



Source : BCL



Il convient toutefois d'interpréter cette évolution avec précaution car les pondérations des contrats individuels sont très volatiles pour cette catégorie d'instruments.

### **Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit**

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères, s'est contracté de 6,1 % par rapport à l'année précédente pour s'élever à 4 012 millions d'euros fin septembre 2015.

Au niveau des revenus d'intérêt, les intérêts perçus ont baissé de 7,6 % (ou 673 millions d'euros en termes bruts) par rapport au troisième trimestre de l'année précédente pour afficher un encours de 8 176 millions d'euros pour la période sous revue tandis que les intérêts bonifiés ont diminué de 12,2 % (soit 695 millions d'euros) pour s'élever à 5 015 millions d'euros. Partant, la marge sur intérêts a légèrement augmenté de 0,7 % en rythme annuel pour atteindre 3 161 millions d'euros. Cette quasi-stabilisation de la marge sur intérêts reflète le tassement de la somme des bilans bancaires (en hausse de 0,2 % seulement durant cette période d'observation) et des taux directeurs à des niveaux historiquement bas.

Autre élément structurel des revenus récurrents, les revenus nets sur commissions ont profité des développements favorables sur les marchés financiers et de la hausse de la valeur nette d'inventaire des OPC entre septembre 2014 et septembre 2015. Les commissions nettes se sont établies à 3 090 millions d'euros fin septembre 2015, en hausse de 2,1 % en glissement annuel.

Les autres revenus nets, qui reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles de titres détenus par les banques, ont diminué de 60,8 % sur un an, passant de 1 021 millions d'euros à 400 millions d'euros. Cette forte baisse provient essentiellement d'une banque de la place financière.

Partant, le produit bancaire qui regroupe les revenus bancaires précités a diminué de 3,1 % sur un an pour s'établir à 7 788 millions d'euros en fin de période.

L'évolution des principaux postes de dépenses a été marquée par une augmentation sensible des frais d'exploitation (en hausse de 92 millions d'euros sur un an) qui a compensé la baisse des frais de personnel, plaçant les frais généraux à 3 562 millions d'euros fin septembre 2015.

Il en résulte que le résultat avant provisions, dépréciations et impôts a diminué de 6,1 % par rapport au mois de septembre 2014.

Tableau 10 :

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des banques luxembourgeoises (en millions d'euros, données brutes)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	201409	201509	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	8 849	8 176	- 673	-7,6
2	Charges d'intérêts	5 710	5 015	- 695	-12,2
3	Marge sur intérêts (1+2-3)	3 139	3 161	22	0,7
4	Revenus nets sur commissions	3 026	3 090	64	2,1
5	Revenus nets sur opérations de change	128	212	84	65,6
6	Dividendes reçus	721	925	204	28,3
7	Autres revenus nets	1 021	400	- 621	-60,8
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	4 895	4 627	- 268	-5,5
9	Produit bancaire (4+8)	8 034	7 788	- 246	-3,1
10	Frais de personnel	2 013	1 915	- 98	-4,9
11	Frais d'exploitation	1 555	1 647	92	5,9
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 568	3 562	- 6	-0,2
13	Amortissements sur immobilisé non financier	194	214	20	10,3
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 272	4 012	- 260	-6,1

Source : CSSF

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

### 1.2.3.2.3 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

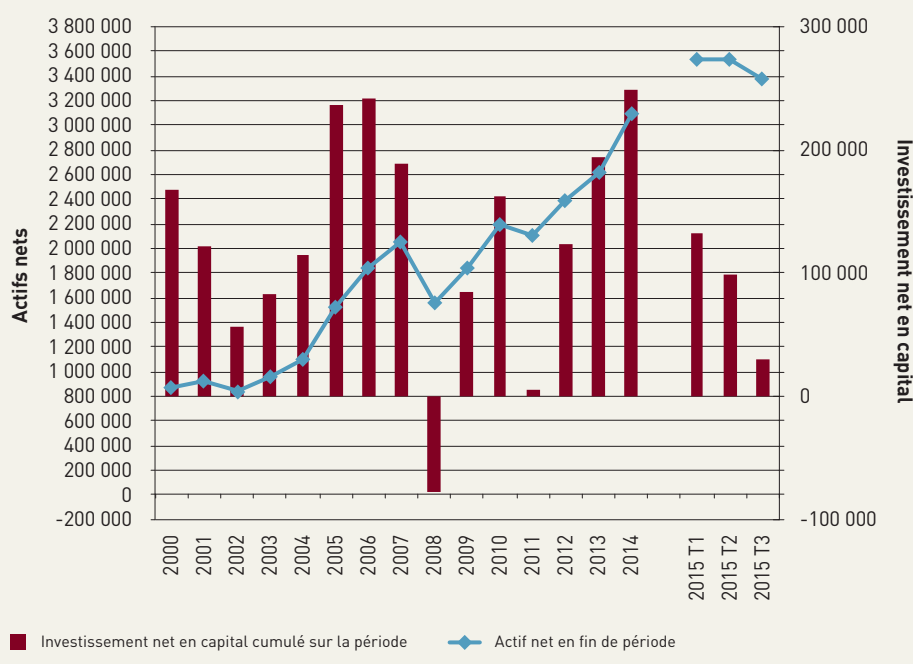
Depuis la fin du mois de juin 2015, le nombre des fonds d'investissement a baissé de 7 unités, pour s'établir à un total de 3 894 unités à la fin du mois de septembre 2015. Le nombre de compartiments a, quant à lui, augmenté de 66 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 015 à 14 081 unités.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a diminué de -4,6 % pour s'établir, à la fin du mois de septembre, à 3 366 826 millions d'euros. En dépit de la hausse des investissements nets (+30 365 millions d'euros), la VNI a décliné en raison de l'évolution défavorable des marchés financiers, qui s'est traduite par d'importants effets de revalorisation négatifs (-191 670 millions d'euros). Cependant, sur une année, cette VNI est restée, avec près de 12 % de croissance, largement en hausse.

Graphique 25

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



Source : CSSF

Tableau 11 :

**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 COMPARTS	DONT NOMBRE DE COMPARTS. 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		
2013	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	175	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015										
jan.	3 885	13 864	174	3 277 013	35 402	146 624	653 177	24,9	182 023	5,9
fév.	3 893	13 902	174	3 403 866	46 052	80 801	724 355	27,0	126 853	3,9
mars	3 888	13 910	175	3 524 793	49 926	71 001	815 592	30,1	120 927	3,6
avr.	3 894	13 966	175	3 538 586	42 662	-28 869	796 378	29,0	13 793	0,4
mai	3 901	13 998	174	3 601 525	31 249	31 690	785 656	27,9	62 939	1,8
juin	3 901	14 015	173	3 528 131	25 076	-98 470	673 491	23,6	-73 394	-2,0
juillet	3 895	14 036	173	3 583 110	21 935	33 044	678 974	23,4	54 979	1,6
août	3 891	14 063	172	3 422 987	254	-160 377	452 467	15,2	-160 123	-4,5
sep.	3 894	14 081	172	3 366 826	8 176	-64 337	360 064	12,0	-56 161	-1,6

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux 2011 et 2012.

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

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 12 :

**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	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014	1 186 401	1 033 491	810 225	52 285	33 577	92 900
2015						
janvier	1 265 557	1 111 983	864 047	53 378	35 502	97 916
février	1 341 453	1 180 953	900 405	53 279	35 874	105 460
mars	1 365 767	1 224 350	945 961	53 727	36 871	104 888
avril	1 362 975	1 227 523	956 995	54 362	36 336	107 857
mai	1 380 002	1 257 573	973 482	54 955	36 677	108 929
juin	1 339 398	1 210 181	949 238	54 701	36 894	103 656
juillet	1 365 284	1 233 251	976 301	57 970	37 099	105 257
août	1 324 321	1 127 348	946 615	57 421	36 031	102 301
septembre	1 329 938	1 102 352	935 174	57 296	35 916	98 579

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 de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de -0,7 % par rapport au deuxième trimestre 2015. Le bilan des fonds investis principalement en actions a, quant à lui, baissé de -8,9 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 102 352 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2015. Les actifs des fonds mixtes ont connu une diminution de -1,5 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de respectivement +4,7 %, -2,7 % et -4,5 % au cours du troisième trimestre de 2015.

**Les OPC monétaires***Le nombre de compartiments*

Fin septembre 2015, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 172 unités, un effectif relativement stable par rapport au mois de juin 2015 (173 unités).



Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition<sup>34</sup>.

#### *La somme des bilans*

Entre la fin du deuxième trimestre 2015 et la fin du troisième trimestre 2015, la somme des bilans a légèrement augmenté de 2,1 %, passant de 242 896 millions d'euros à 248 046 millions d'euros. Cette augmentation est principalement due à une augmentation des émissions nettes de parts.

#### *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 septembre 2015, le portefeuille de titres représentait 82,9 % de l'actif, soit 205 694 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 15,7 %, soit 38 947 millions d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une augmentation du portefeuille de titres (+2,3 %).

Tableau 13 :

#### **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>
	2014/09	2015/06	2015/09	2014/09 - 2015/09		2015/06 - 2015/09		2015/09
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	36 944	38 643	38 947	2 003	5,4	304	0,8	15,7
Portefeuille titres	173 450	201 025	205 694	32 244	18,6	4 669	2,3	82,9
Autres actifs	2 871	3 228	3 405	534	18,6	177	5,5	1,4
Total de l'actif	213 265	242 896	248 046	34 781	16,3	5 150	2,1	100,0

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

Source : BCL

En fin de période, ce portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (95 508 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (52 338 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (52 632 millions d'euros).

Entre la fin du deuxième trimestre 2015 et la fin du troisième trimestre 2015, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de +2,2 %. Au cours de cette période, la hausse de la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a évolué de respectivement +4,0 %, +1,1 % et +2,5 %.

<sup>34</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Tableau 14 :

**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>
	2014/09	2015/06	2015/09	2014/09 - 2015/09		2015/06 - 2015/09		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2015/09
Etablissements de crédit	87 728	94 437	95 508	7 780	8,9	1 071	1,1	47,6
Administrations publiques	38 581	50 324	52 338	13 757	35,7	2 014	4,0	26,1
Autres secteurs	43 128	51 356	52 632	9 504	22,0	1 276	2,5	26,3
Total	169 437	196 117	200 478	31 041	18,3	4 361	2,2	100,0

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits

Source : BCL


**1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers**

Le secteur du commerce dans son ensemble (commerce de gros, commerce de détail et commerce et réparations d'automobiles et de motocycles), dont le chiffre d'affaires en valeur avait évolué positivement en moyenne annuelle sur l'ensemble de l'année 2014, a commencé à montrer des signes de faiblesse dès le premier trimestre 2015 (voir tableau).

Dans le commerce de gros, le chiffre d'affaires (CA) a marginalement progressé en 2014, après une année 2013 décevante. Ensuite, sur les huit premiers mois de l'année 2015, il s'est inscrit en baisse de 7,9 % par rapport aux huit premiers mois de l'année 2014 ; cette baisse a été particulièrement forte en août 2015.

Dans le commerce de détail, comprenant la vente de carburants en magasins spécialisés (VMCS) et la vente par correspondance (VPC), les statistiques pour les huit premiers mois de l'année 2015 indiquent une baisse de 8,9 % du CA. Ces évolutions défavorables font suite à une année 2014 relativement dynamique, avec une progression du CA s'établissant autour de 9 %. Notons que les données infra-annuelles ont montré que, dès le mois de juillet 2014, la croissance du CA dans le commerce de détail (y compris VMCS et VPC) a amorcé sa baisse, soit bien avant l'instauration de la nouvelle loi sur le commerce électronique. En variation annuelle, le taux de croissance du CA dans le commerce de détail est passé de 15,8 % en juin 2014 à -0,7 % en novembre 2014 avant de se redresser en décembre 2014 (+9,1 %). Entre janvier et août 2015, la baisse du CA a été quasiment continue à l'exception du mois de juillet, qui a vu une progression de 0,5 %. Notons aussi que le recul enregistré en août 2015 (-2,9 %) apparaît relativement modéré par rapport aux chutes conséquentes des premier et deuxième trimestres 2015.

Deux sous-secteurs du commerce de détail ont bénéficié des achats « anticipés » par les ménages effectués en fin d'année 2014, soit avant la hausse de TVA. Il s'agit du commerce de détail d'équipements de l'information et de la communication et d'autres équipements du foyer en magasin spécialisé. Dans ces deux secteurs, les hausses du CA ont atteint respectivement 11,5 % et 42,3 % en décembre 2014 (et respectivement +8 % et +18,5 % pour l'ensemble du quatrième trimestre 2014). Les statistiques disponibles pour le troisième trimestre 2015 indiquent que le sous-secteur des équipements de l'information et de la communication se distingue des autres catégories du commerce de détail avec une nette progression de son CA sur le bimestre juillet-août 2015 (+10,1 %) et surtout, une hausse de 5,3 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2015.



Le commerce électronique a largement contribué à la forte croissance du CA du commerce de détail au cours de ces dernières années<sup>35</sup>. Les statistiques disponibles pour les huit premiers mois de l'année 2015 montrent que le CA dans le commerce de détail corrigé de la VCMS et de la VPC n'a progressé que de 0,4 % (par rapport à la même période de l'année 2014). Il apparaît donc que l'entrée en vigueur au premier janvier 2015 de la nouvelle législation concernant la TVA sur le commerce électronique a pesé négativement sur les ventes au détail depuis le début de l'année 2015.

Le CA dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles s'est redressé en 2014 (après deux années de baisse). La dynamique de court terme du secteur de l'automobile au tournant de l'année 2014/2015 semble aussi avoir été fortement influencée par la hausse de la TVA entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le CA a ainsi crû de 22 % en décembre 2014, avant d'enchaîner deux trimestres consécutifs de baisse. Ces évolutions font écho à celles des immatriculations automobiles. En effet, les ventes de véhicules ont largement bénéficié de la hausse programmée de la TVA en 2015, grâce aux achats « anticipés » effectués au cours de la seconde moitié de l'année 2014. Le mois de décembre a ainsi été particulièrement fructueux, avec une hausse des immatriculations automobiles de 42,3 % sur un an. Par contre, sur les dix premiers mois de l'année 2015, les immatriculations automobiles ont enregistré une baisse annuelle moyenne de 5,3 %. De ce fait, le Luxembourg se distingue de l'Union européenne qui a affiché des statistiques d'immatriculations pour le moins satisfaisantes avec une hausse de 8,2 % sur les dix premiers mois de l'année. Ces statistiques ont été très favorables dans les pays de la zone euro ayant bénéficié d'un plan d'aide internationale et, dans une moindre mesure, chez la plupart de nos partenaires économiques. Ainsi, la reprise des immatriculations a été très forte en Espagne (+20,5 %), en Irlande (+29,9 %), en Grèce (+5,5 %), au Portugal (+27,5 %) et à Chypre (+20,1 %). En Allemagne et en France, les immatriculations ont progressé de respectivement 5,1 % et 5,7 % sur les dix premiers mois de l'année 2015, alors qu'elles n'ont que faiblement augmenté (+1,4 %) en Belgique.

Dans le secteur des services, on note que l'évolution du CA en valeur a été globalement positive sur les huit premiers mois de l'année. Les progressions du CA se sont ainsi élevées à respectivement 2,3 % dans le secteur de l'hôtellerie-restauration et 1,4 % dans les services auxiliaires des transports<sup>36</sup>. Dans le secteur du transport par eau<sup>37</sup>, le CA s'est nettement redressé sur cette période après une mauvaise année 2014, la hausse atteignant 20,0 %. Dans le transport terrestre, le CA a poursuivi sa progression au cours des huit premiers mois de l'année 2015 (+4,8 %), de même que le secteur du transport aérien avec une progression de 6,0 % sur la même période.

35 Sur la période 2000-2009, le CA dans le commerce de détail, incluant la VCMS et la VPC, a progressé en moyenne de 6,2 % par an. Sur les cinq années suivantes (2010-2014), le CA dans le commerce de détail (y compris VMCS et VPC) a progressé en moyenne de 17,1 % par an. Corrigé de la VMCS et de la VPC, la croissance moyenne du CA dans le commerce de détail se réduit à 3,8 % entre 2001 et 2009 et à 2,8 % entre 2010 et 2014.

36 Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.

37 Les données relatives aux transports par eau doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée et des révisions notables dont elles peuvent parfois faire l'objet.

Tableau 15 :

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

	2013	2014	2014-T3	2014-T4	2015-T1	2015-T2	2015-T3
Immatriculations de voitures	-7,5	6,8	14,4	9,9	-3,7	-6,8	-6,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-0,3	6,2	7,1	6,3	-4,2	-0,2	--
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	0,0	1,1	4,0	2,0	-4,3	-4,2	--
Commerce de détail	14,4	9,1	5,3	4,0	-11,9	-10,9	--
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	2,1	1,5	0,00	2,7	-0,2	0,7	--
Hôtels et restaurants	4,9	2,9	2,2	3,4	1,5	1,9	--
Transports aériens	7,5	8,7	6,9	14,7	14,3	0,7	--
Transports par eau	24,9	-22,8	-19,2	-10,2	22,7	19,0	--
Transports terrestres	0,3	2,6	3,6	1,3	3,5	8,1	--
Services auxiliaires des transports	-9,9	0,9	2,5	2,6	-0,2	2,5	--

\* En valeur

Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (détaillé ci-dessus), des transports et de l'entreposage (transports aériens, par eau et terrestres ; et services auxiliaires des transports) et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2013 près de 35 % de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu moins que les 37 % du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale.

Source : Statec, calculs BCL

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

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg, après correction des variations saisonnières, s'est redressé en novembre 2015.

Toutes les composantes de l'indicateur ont évolué de manière favorable, à l'exception des anticipations des ménages concernant leur situation financière qui se sont détériorées. En novembre, les ménages ont révisé à la hausse leurs anticipations relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur capacité d'épargner. L'inquiétude des ménages relative au chômage au Luxembourg a pour sa part sensiblement diminué en novembre. Au final, l'indicateur de confiance des consommateurs – qui résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes – s'est inscrit en hausse en novembre 2015, après trois mois consécutifs de baisse.

Tableau 16 :

**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
2013	novembre	0	-10	33	1	41
	décembre	-2	-11	32	-2	39
2014	janvier	-2	-11	34	-4	42
	février	-1	-9	32	-6	42
	mars	-2	-11	31	-7	42
	avril	-6	-20	35	-7	39
	mai	-4	-14	36	-6	40
	juin	0	-8	29	-2	41
	juillet	-4	-9	38	-9	40
	août	-7	-18	38	-7	37
	septembre	-9	-20	42	-9	37
	octobre	-4	-15	33	-7	39
	novembre	-5	-20	31	-8	39
	décembre	-4	-25	29	-4	41
2015	janvier	-4	-23	25	-7	41
	février	1	-15	21	-4	42
	mars	-3	-18	24	-5	36
	avril	1	-6	25	-2	35
	mai	3	-7	19	1	36
	juin	1	-9	21	-2	36
	juillet	3	-9	23	-3	45
	août	2	-8	26	-1	41
	septembre	0	-11	27	-3	41
	octobre	-1	-12	29	0	35
	novembre	1	-10	22	-1	38

*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.*

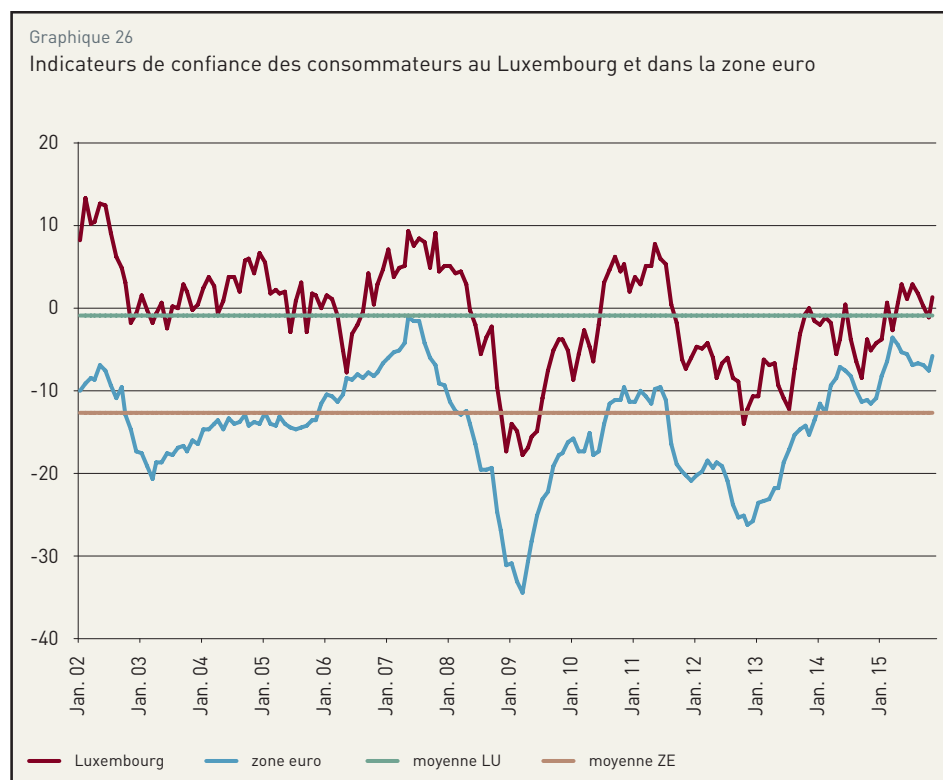
*Source : BCL*

La confiance des consommateurs au Luxembourg est apparue relativement volatile depuis le début de l'année 2015. Malgré le rebond affiché en novembre, elle n'est pas parvenue à retrouver son niveau de mai 2015. Ce niveau correspondait au point le plus élevé de la confiance des consommateurs depuis août 2011. La plupart des composantes de l'indicateur se sont sensiblement améliorées au deuxième trimestre de cette année pour ensuite se dégrader. C'est le cas des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg qui, en avril dernier, atteignait le niveau le plus élevé depuis août 2011. L'inquiétude des ménages face au chômage a pour sa part atteint en mai dernier son niveau le plus bas depuis juillet 2011. En mai 2015, les anticipations des ménages relatives à leur situation financière ont pour leur part retrouvé leur niveau de novembre 2013 avant de replonger par la

suite. Finalement, les anticipations des ménages relatives à leur capacité d'épargner, après un rebond marqué en juillet 2015, se sont inscrites en baisse les trois mois suivants.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs s'est redressée en novembre, après sept mois consécutifs de baisse. L'amélioration de la confiance des consommateurs a été particulièrement notable en France (+5,8 points), en Belgique (+4,9 points), au Pays-Bas (+4,4 points) et a été plus modeste en Allemagne (+0,1 point). Dans ces pays tout comme au Luxembourg, les ménages ont été interrogés avant les attentats perpétrés le 13 novembre 2015 à Paris.

Dans le cadre de l'enquête mensuelle de conjoncture, les ménages sont également interrogés sur l'opportunité de faire des achats importants (meubles, électroménagers, etc) compte tenu de la situation économique générale<sup>38</sup>. Les consommateurs du Luxembourg avaient manifesté un intérêt record pour de tels achats au quatrième trimestre 2014 (le maximum historique avait été atteint en novembre 2014), avant de revoir fortement à la baisse cette opportunité en janvier 2015. Au troisième trimestre 2015, la proportion des ménages jugeant opportun de faire des achats importants s'est nettement redressée, avec un point culminant en septembre. Soulignons qu'en écho à ces résultats d'enquêtes, la croissance du chiffre d'affaires dans le commerce de détail d'équipements de l'information et de la communication et d'autres équipements du foyer en magasin spécialisé avait nettement progressé en décembre 2014 (voir section précédente) avant de se normaliser en début d'année 2015. Par ailleurs, les données disponibles relatives aux mois de juillet et août 2015 ont indiqué des évolutions relativement favorables des ventes dans ces deux sous-secteurs. Selon les dernières enquêtes de conjoncture, la proportion des ménages jugeant opportun de faire des achats importants a sensiblement baissé en octobre et novembre 2015, ce qui n'est pas de bon augure pour les futures ventes d'équipements de ce type.



Sources : BCL, Commission européenne

38 Les réponses à cette question ne sont pas intégrées au calcul de l'indicateur de confiance des consommateurs.

## 1.2.5 La croissance économique

### Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels, publiée en octobre 2015, apporte des révisions conséquentes aux données historiques publiées en juillet dernier<sup>39</sup>. Plus précisément, la progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à +4,1 % en 2014 (contre +5,6 % dans la version précédente). Notons que la forte révision à la baisse du PIB réel en 2014 s'explique essentiellement par une performance du commerce extérieur qui s'est révélée moins favorable que prévue. En effet, la révision à la hausse de la progression des exportations a été plus que compensée par une révision à la hausse des importations (principalement de biens). De même, la progression du PIB réel est désormais estimée à 4,3 % en 2013 (contre +4,4 % auparavant) et à -0,8 % en 2012 (contre -0,7 % précédemment).

En 2014, les composantes de la demande ont évolué de manière homogène. Les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 3,7 % et 4,5 %. La formation brute de capital fixe s'est inscrite en hausse de 9,9 %, après la baisse de 7,2 % l'année précédente (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). Les exportations ont progressé de 6,8 % tandis que les importations ont augmenté de 8,0 %, dans les deux cas essentiellement via le commerce extérieur de services.

Tableau 17 :

#### Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(en pourcentage par rapport à l'année précédente respectivement en points de pourcentage)

	COMPTES NATIONAUX OCTOBRE 2015				RÉVISIONS APPORTÉES À LA CROISSANCE PAR RAPPORT AUX COMPTES NATIONAUX DE JUILLET 2015 (EN P.P.)			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Consommation privée	2,2	2,7	0,9	3,7	0,7	-0,0	0,4	1,0
Consommation publique	1,1	3,6	3,9	4,5	-0,1	0,0	0,3	-0,2
Formation brute de capital fixe	17,2	-0,3	-7,2	9,9	3,8	-1,7	-4,6	5,6
Exportations	5,4	0,2	6,9	6,8	0,2	-0,2	0,1	1,1
Importations	7,5	1,5	5,7	8,0	0,9	-0,4	-0,4	3,0
Exportations nettes	-4,2	-6,1	13,1	1,0	-2,9	0,5	2,4	-7,9
Produit intérieur brut	2,6	-0,8	4,3	4,1	-0,0	-0,1	-0,1	-1,5

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près)

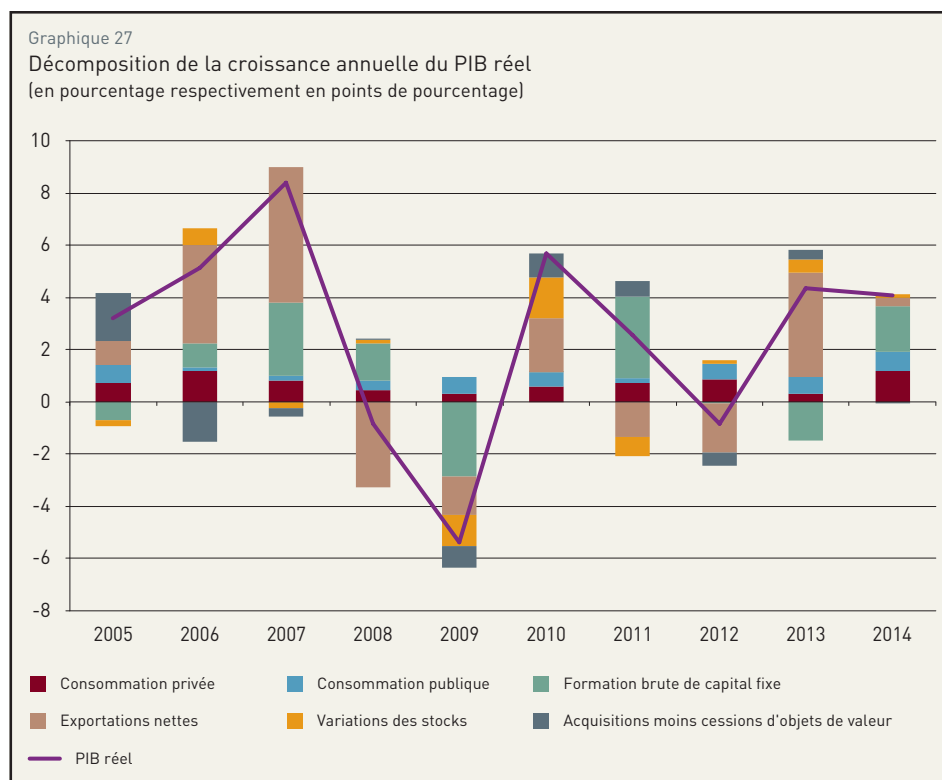
La bonne performance de l'économie luxembourgeoise en 2014 est par ailleurs principalement imputable à la formation brute de capital fixe et aux consommations privée et publique, dont les contributions à la croissance économique se sont établies à hauteur de respectivement 1,7 p.p., 1,2 p.p. et 0,8 p.p. en 2014. En revanche, la contribution des exportations nettes à la croissance économique s'est limitée à 0,3 p.p. (après 4,0 p.p. l'année précédente).

39 Rappelons que la publication des comptes nationaux annuels pour l'année 2014 (et celle relative aux comptes nationaux trimestriels du dernier trimestre 2014), initialement prévue pour le 1er avril 2015, a été reportée par le STATEC au 16 juillet 2015 pour des raisons techniques.

### Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2015 a fait ressortir une baisse du PIB réel de 0,9 % par rapport au trimestre précédent (après -0,3 % au premier trimestre 2015). En glissement annuel, le PIB a cependant affiché une progression de 3,1 %.

Il convient aussi de noter que les estimations relatives aux trimestres précédents ont fait l'objet de révisions, impliquant les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : +3,6 % au lieu de +5,2 % pour le troisième trimestre 2014 et +6,8 % au lieu de +8,5 % pour le quatrième trimestre. Au premier trimestre 2015, le PIB en volume a connu une progression de +5,3 % (au lieu de +4,9 %) en rythme annuel.



Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près), calculs BCL

Tableau 18 :

### 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			
	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2015
Consommation privée	0,1	2,0	-3,2	1,4	3,6	4,3	-0,2	0,3
Consommation publique	0,4	-0,6	4,8	-0,6	1,3	0,5	6,0	3,9
Formation brute de capital fixe	7,5	3,7	0,5	-12,4	6,2	22,2	5,3	-1,9
Exportations	2,3	2,2	1,2	-0,2	8,1	8,2	8,8	5,7
Importations	3,9	3,3	0,1	-1,1	8,2	11,9	7,4	6,2
PIB réel	1,5	2,8	-0,3	-0,9	3,6	6,8	5,3	3,1

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près)

Sur base de ces chiffres, l'économie luxembourgeoise aurait été en récession technique au premier semestre 2015. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2015 aurait atteint 2,1 % à l'issue du deuxième trimestre 2015. Notons que les projections macroéconomiques de la BCL de juin 2015 font état d'une croissance de 3,5 % pour l'année 2015.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2015 et en glissement annuel, la consommation publique aurait progressé de 3,9 % alors que la consommation privée aurait progressé de 0,3 % en base annuelle. La formation brute de capital fixe se serait contractée de 1,9 % (après la hausse de +5,3 % le trimestre précédent). Les exportations auraient pour leur part enregistré



une augmentation de 5,7 % au cours du trimestre sous revue alors que les importations auraient progressé de 6,2 %.

En glissement trimestriel, toutes les composantes du PIB se seraient contractées au deuxième trimestre 2015, à l'exception de la consommation privée qui aurait augmenté de +1,4 % après un repli de 3,2 % le trimestre précédent. L'évolution de la consommation privée telle qu'observée au tournant de l'année 2014/2015 s'explique sans doute par des achats d'anticipation des ménages compte tenu de la hausse annoncée de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2015.

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans le secteur primaire (+25,3 %), la branche « information et communication » (+19,4 %), le secteur financier (+10,2 %) et le secteur public au sens large (+4,9 %). En revanche, la valeur ajoutée aurait diminué dans le secteur commercial au sens large (-5,6 %).

En glissement trimestriel, la valeur ajoutée se serait inscrite en baisse dans le commerce (-3,3 %), les services aux entreprises (-3,1 %), le secteur primaire (-2,1 %) et la finance (-0,1 %), tandis que tous les autres secteurs auraient enregistré une progression positive.

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions au fur et à mesure que de nouvelles informations deviennent disponibles.

Tableau 19 :

**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			
	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2015
Agriculture, sylviculture et pêche	10,3	9,7	5,8	-2,1	19,8	36,0	23,4	25,3
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-0,1	-0,2	0,1	0,7	-1,4	-3,9	-2,5	0,5
Construction	-0,7	4,7	-4,3	2,0	-0,5	5,1	-4,1	1,4
Commerce, transports, hébergement et restauration	0,2	-1,0	-1,6	-3,3	5,7	2,1	0,6	-5,6
Information et communication	7,0	4,3	5,3	1,6	-1,9	0,4	25,7	19,4
Activités financières et d'assurance	5,2	4,6	0,3	-0,1	4,2	11,0	12,6	10,2
Activités immobilières	0,7	1,0	-2,9	1,0	7,4	6,7	0,3	-0,2
Services aux entreprises et location	-2,8	4,1	-0,7	-3,1	3,7	11,5	2,7	-2,6
Administrations publiques, éducation et santé	0,8	1,5	1,5	1,0	2,5	3,3	4,4	4,9
Autres activités de services	1,2	0,8	-0,2	0,5	4,4	2,0	3,5	2,2
Valeur ajoutée totale	1,5	2,2	0,6	-0,9	3,5	5,6	5,7	3,5
PIB réel	1,5	2,8	-0,3	-0,9	3,6	6,8	5,3	3,1

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près)

### 1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2015

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel porteur, datent de juin 2015<sup>40</sup>. L'annonce par l'Eurosystème au tournant de l'année 2014/2015 d'assouplir sa politique monétaire à travers de nombreuses mesures non-conventionnelles a eu des répercussions favorables sur les taux d'intérêt et les taux de change. Le prix du pétrole a également continué de chuter au début de l'année 2015. De plus, la croissance économique dans la zone euro s'est accélérée au premier semestre 2015 à un rythme qui n'avait plus été observé depuis l'année 2010. Au Luxembourg, dans le sillage de l'évolution favorable des marchés financiers et de la croissance dans la zone euro, les indicateurs à court terme suggéraient une expansion dans la plupart des secteurs de l'économie. Ainsi, la BCL prévoyait une accélération de la croissance du PIB réel de 3,3 % en 2014 à 3,9 % en 2015 et une poursuite de la croissance autour de ce niveau jusqu'en 2017.

#### Evolutions récentes


Depuis les projections de juin 2015, le diagnostic conjoncturel a connu une évolution mitigée. Au niveau national, les publications en juillet et octobre 2015 des comptes nationaux annuels pour l'année 2014 ont dans leur ensemble été favorables. L'ampleur des révisions entre les publications de juillet et octobre 2015 a néanmoins surpris, au point de brouiller quelque peu les pistes. Si la première publication, en juillet 2015, suggérait encore une croissance du PIB réel de 5,6 % pour l'année 2014, le STATEC a revu à la baisse ce taux de croissance à 4,1 % lors de la deuxième estimation publiée en octobre 2015. Cependant, ces deux estimations du PIB réel pour l'année 2014 ont en commun d'être supérieures aux projections de toutes les institutions nationales et internationales pour 2014.

L'évolution de l'activité au début de l'année 2015, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels publiés en octobre, serait défavorable. Le recul du PIB réel sur deux trimestres consécutifs suggérerait que l'économie ait été en récession technique à cette période. L'adaptation des taux de TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2015 a sans doute provoqué un changement temporaire du comportement des consommateurs. Afin de ne pas être pénalisés par la hausse de la taxation, vers la fin de l'année 2014, les consommateurs ont sans doute avancé certains achats, ce qui expliquerait aussi une diminution de la consommation privée au début de l'année 2015. Or, les biens durables, qui font notamment l'objet de ces achats avancés, sont largement importés, ce qui tend à réduire l'impact des achats avancés sur le PIB réel. De plus, l'environnement international, européen et notamment l'évolution sur les marchés financiers, ont été très favorables pendant cette période. Ces facteurs se sont répercutés sur le secteur des fonds d'investissement et devraient également s'être répercutés sur les exportations de services financiers. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2015, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, ne se chiffrerait qu'à 2,1 %. Cependant, puisque le recul du PIB réel en début d'année serait principalement lié à ce phénomène temporaire d'achats avancés de biens durables et non pas à un affaiblissement structurel des fondamentaux de l'économie luxembourgeoise, il n'impliquerait pas un affaiblissement durable de la croissance. Il convient aussi de ne pas donner trop d'importance aux estimations préliminaires des comptes trimestriels, car celles-ci sont fragiles et sujettes à des révisions à la hausse<sup>41</sup>.

S'agissant de la deuxième moitié de l'année, les évolutions sur les marchés financiers ont été moins favorables. Après la forte progression au premier semestre, les marchés boursiers ont fléchi en juillet et août. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a chuté de 3 % au troisième trimestre 2015, enregistrant ainsi sa première baisse depuis deux ans. Les revenus sur commissions des banques ont également été affectés sur cette même période. Si le rebond des bourses en octobre

40 Voir Bulletin 2015/1, pp.68-77.

41 Voir Note de Conjoncture 2015/2, pp.19 et 25.



et novembre a permis de redresser l'évolution négative du trimestre précédent, il pourrait toutefois, compte tenu du mouvement boursier en décembre, s'avérer insuffisant pour hisser la moyenne trimestrielle de la VNI des OPC au-dessus du sommet du deuxième trimestre. Il en résulte que le secteur des fonds d'investissement devrait plutôt stagner au deuxième semestre de l'année 2015.

En ce qui concerne le secteur non financier, le ralentissement dans les économies émergentes ne s'est pas encore répercuté sur l'économie luxembourgeoise. Au troisième trimestre 2015, l'expansion de l'activité dans la zone euro s'est poursuivie même si sa progression trimestrielle a légèrement ralenti. Les trois pays limitrophes ont d'ailleurs connu une croissance de leur PIB, ce qui, au vu des relations commerciales avec ces pays, devrait avoir eu des répercussions favorables sur le secteur exportateur du Luxembourg. Pour le quatrième trimestre 2015, peu de données sont disponibles à l'heure actuelle. On observe toutefois que les demandes de chômage partiel, hormis un rebond au mois de novembre, ont reculé de manière continue depuis le mois de juin.

Concernant l'économie domestique et suite à l'annonce de l'abolition d'un avantage fiscal pour les résidences secondaires à partir de 2015, les ventes de nouveaux logements, qui restent largement à construire, ont connu une dynamique très importante à la fin de l'année 2014. Ce carnet de commandes bien rempli devrait assurer un volume d'activité soutenu pour le secteur de la construction, ce dont témoigne aussi le sentiment de confiance positif des entreprises du bâtiment. La construction de nouveaux logements et les nettes améliorations constatées au niveau du marché du travail devraient également se répercuter sur les ventes du commerce de détail. Or, contrairement à ces attentes, le chiffre d'affaires de cette branche (à l'exclusion des ventes du commerce électronique et des ventes de carburants) ne progresse guère.

Au total, sur base de ces constats, l'activité économique devrait avoir décéléré au cours du second semestre 2015.

#### Hypothèses techniques et environnement international

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté au tableau 20.

Après un rebond des prix du pétrole fin de l'été, ceux-ci ont amorcé un nouveau recul au quatrième trimestre. Les hypothèses pour ces prix ont dès lors été revues en nette baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection. Ceux-ci devraient rester sous les 55\$ le baril en 2015 et 2016 avant de dépasser légèrement ce seuil en 2017. Ce recul des prix du pétrole reflète notamment une demande mondiale en berne, pénalisée par le ralentissement observé dans les pays émergents. Aussi, le commerce mondial est supposé progresser de manière nettement moins dynamique qu'anticipé en juin, avec une croissance de seulement 0,5 % pour 2015, avant de s'accélérer par la suite. Cette révision à la baisse des échanges commerciaux implique aussi des révisions à la baisse du PIB mondial.

Cette décélération se répercutera aussi sur la demande internationale adressée au Luxembourg, qui progressera moins fortement qu'anticipé antérieurement. Cette demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur synthétique de l'impact de la dynamique des économies mondiale et européenne pour l'économie luxembourgeoise. Elle est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne de 12,1 % en 2015, en baisse de 2,3 p.p. par rapport aux hypothèses de juin 2015. Les marchés boursiers devraient ensuite reculer en 2016 et 2017 à un rythme similaire à celui prévu lors de l'exercice précédent. La poursuite du programme étendu d'achat d'actifs mis en place par l'Eurosystème a fait baisser les taux d'intérêt. Les hypothèses sur le taux de change de l'euro sont quant à elles restées relativement stables. L'euro, devrait se situer aux alentours de 1,10 dollars US sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Par rapport à l'exercice de juin 2015, les hypothèses techniques sont dans l'ensemble moins favorables. La nouvelle baisse des prix du pétrole est symptomatique d'un ralentissement de la demande internationale. Le commerce mondial, moins dynamique, devrait impacter négativement le Luxembourg. Même en tenant compte de l'effet positif de la baisse des prix du pétrole sur le revenu disponible, les nouvelles hypothèses techniques plaideraient pour un scénario de croissance moins porteur pour l'économie luxembourgeoise.

Tableau 20 :

**Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques  
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>42</sup>**

	2014	2015	2016	2017
Prix du pétrole en \$/bl	98,9	53,8 (-10,0)	52,2 (-18,8)	57,5 (-15,6)
Taux de change \$/€	1,33	1,11 (-0,01)	1,09 (-0,03)	1,09 (-0,03)
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,2	0,0 (-)	-0,2 (-0,2)	-0,1 (-0,3)
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	2,0	1,2 (-0,1)	1,4 (-0,3)	1,7 (-0,2)
Eurostoxx (évolution en %)	12,7	12,1 (-2,3)	-1,8 (-0,2)	-2,6 (-0,1)
Commerce mondial	3,2 (+0,5)	0,5 (-1,5)	2,9 (-1,9)	3,8 (-1,4)
PIB mondial (hors zone euro)	3,7	3,1 (-0,3)	3,6 (-0,5)	3,9 (-0,2)
PIB zone euro	0,9	1,5 (-)	1,7 (-0,2)	1,9 (-0,1)
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,0 (+0,6)	3,7 (-0,7)	4,1 (-1,3)	4,9 (-0,8)

Source : BCE

Au-delà des hypothèses purement techniques, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail au chapitre 1.1.8 de ce bulletin (voir aux pages 17-18) et prévoit la continuation et l'accélération de la croissance sur la période 2015 – 2017.

### Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2015 font état d'une progression du PIB réel en 2015 de l'ordre de 3,5 %, soit 0,4 p.p. de moins qu'anticipé. Cette révision à la baisse est surtout le résultat de l'affaiblissement conjoncturel observé au deuxième semestre de l'année 2015. Couplé à la surprise positive d'une croissance en 2014 plus forte qu'anticipée, ce constat implique aussi que, contrairement aux projections de juin, l'activité économique ralentirait en 2015 par rapport à 2014. La projection de croissance pour les années 2016 et 2017 se situe désormais autour de 3,6 %, soit respectivement 0,4 p.p. et 0,1 p.p. de moins qu'anticipé. Compte tenu de l'hypothèse faite au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des prix du pétrole, qui se maintiendraient durablement à des niveaux plus favorables, des effets positifs sur la croissance devraient se manifester au cours de la période de projection, par le biais notamment de la demande domestique. Ceci explique le maintien d'une croissance robuste,

<sup>42</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2015. Celles-ci sont calculées en pourcentage pour les variables en niveau, en différence pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise postcrise.

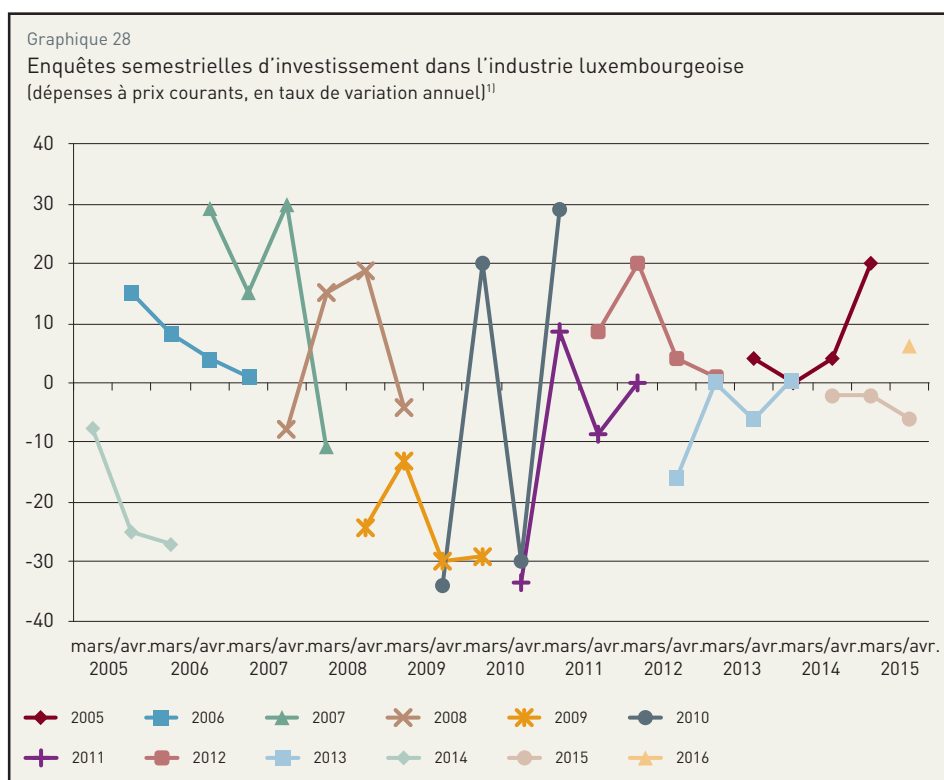
En 2014, la croissance était particulièrement favorable puisque toutes les composantes du PIB ont connu une accélération, hormis les exportations qui ont maintenu leur rythme de 2013. Avec une progression de 5,6 %, la demande domestique a notamment connu une évolution qui, hormis l'année 2011, n'avait plus été observée depuis l'an 2000.

L'année 2015 devrait être marquée par un ralentissement de toutes les composantes et en particulier des dépenses de consommation privée et publique. Si la consommation privée a été particulièrement dynamique en 2014 à cause des avancements d'achats de biens durables dans le contexte de la hausse des taux de TVA, ces dépenses ne devraient guère progresser en 2015. Les mesures décidées dans le cadre du « Paquet pour l'avenir » devraient atténuer la croissance de la consommation publique. L'investissement public serait toutefois plus expansif qu'en 2014. Les exportations ralentiraient dans le contexte de l'affaiblissement de la demande mondiale.

En 2016, lorsque les effets de la hausse des taux de TVA sur la consommation privée se dissiperont, la croissance économique s'équilibrerait à nouveau. Puisque le commerce mondial ne s'accélérait que modérément par rapport à 2015, le rythme de croissance des exportations changerait à peine. Le maintien de la croissance à des taux élevés repose entièrement sur le scénario macroéconomique dans lequel nos projections s'insèrent, à savoir une croissance dans la zone euro qui se maintient, une hausse

de la demande mondiale qui s'approche progressivement de sa moyenne historique, des taux d'intérêt qui demeurent bas, un taux de change et un prix du pétrole nettement plus bas qu'admis antérieurement. La politique budgétaire serait globalement neutre dans la mesure où, sur base des informations actuellement disponibles, peu de nouvelles mesures seraient mises en œuvre au-delà de l'horizon 2015.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont demeurés prudents pour leurs projets d'investissement en 2015 (voir le graphique). Les dépenses d'investissement reculeraient légèrement par rapport à l'année passée, ce qui constitue un scénario inchangé par rapport aux enquêtes précédentes. Au regard des taux d'utilisation des capacités de production qui, malgré leur évolution récente à la hausse, persistent à des niveaux très bas, ce résultat



<sup>11</sup> Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence : les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.  
Source : Commission Européenne

n'est guère surprenant. Pour l'année 2016 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient progresser, mais à un rythme assez faible. La reprise de la demande européenne devrait néanmoins créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production, ceci d'autant plus que les conditions de financement demeurent favorables. Ainsi, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises ont été assouplies au cours des derniers trimestres, sous l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles décidées par l'Eurosystème. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt officiels s'est également répercuté sur les taux des crédits bancaires. Etant donné que ces crédits sont pour la plupart octroyés à taux variable, les emprunteurs bénéficient de la faiblesse des taux tant sur les nouveaux crédits, que sur l'encours existant. La baisse des taux ainsi que sa persistance à des niveaux bas implique que les débiteurs, tant entreprises que consommateurs, ont bénéficié d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible grâce à une charge d'intérêts amoindrie.

Tableau 21 :

**Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à juin 2015**

(en % de variation annuel et en points de pourcentage)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2015				RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2015			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
PIB réel	4,1	3,5	3,6	3,6	0,7	-0,4	-0,4	-0,1
IPCH	0,7	0,1	1,1	2,3	-	-0,1	-0,9	0,2
IPCN	0,6	0,5	1,1	2,0	-	-	-0,7	0,1
IPCN excluant l'énergie	1,2	1,5	1,6	2,0	-	0,2	-0,2	-
IPCN énergie	-4,6	-9,1	-4,3	2,2	-	-1,1	-6,7	1,1
Echelle mobile des salaires	1,9	0,0	1,5	1,9	-	0,0	-0,6	-
Coût salarial moyen	2,9	1,3	1,9	3,0	0,4	-	-0,7	-
Emploi salarié	2,5	2,6	2,6	2,7	-	0,1	-0,1	-
Taux de chômage	7,1	6,9	6,8	6,6	-	-	0,1	-
Solde public	1,4	0,6	0,8	1,1	0,8	0,8	0,2	0,3
Dettes publiques	23,0	21,9	23,5	23,5	-0,2	-2,0	-0,8	-0,4


Source : STATEC, BCL

Les caractéristiques structurelles du Luxembourg n'ont pas connu une évolution particulièrement favorable durant la crise financière<sup>43</sup>. Le recul relatif du secteur exportateur au profit du secteur public en particulier et du secteur domestique en général n'est pas synonyme d'une allocation efficiente des ressources, car il suggère que les ressources sont détournées des secteurs capables d'exporter des biens et services vers des activités domestiques, dont notamment les activités sur la propriété existante.

Par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à des ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent néanmoins favorables. A la fin de l'année 2015, la Commission européenne (CE) a aussi conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ». Elle a néanmoins retenu que trois indicateurs du tableau de bord de la CE dépassaient leur seuil d'alerte, à savoir le taux d'endettement du secteur privé, la progression des passifs (non-consolidés) du secteur financier<sup>44</sup> et le taux de chômage des jeunes.

43 Voir par exemple BCL (2015) Avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2016 et la programmation financière pluriannuelle pour la période 2015-2019, pp.23-26.

44 Les engagements du secteur financier mesurent l'évolution de l'ensemble des engagements (comprenant monnaies et dépôts, titres autres qu'actions, crédits, actions et autres participations, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer) du secteur financier. L'indicateur est exprimé en taux de variation annuelle.



La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés – soit l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée – s'est repliée en 2014, mais demeure assez proche de la moyenne historique. Sur base des projections, la part des profits devrait croître fortement en 2015 et dépasser sa moyenne historique par la suite, ce qui traduit un mouvement normal pour un indicateur de nature procyclique. A court terme, ce résultat est la conséquence de la modération projetée des salaires réels et nominaux. A moyen terme, cette progression des profits devrait ensuite donner lieu à une progression plus importante des salaires réels. Pour l'économie dans son ensemble, le redressement de la rentabilité des entreprises sera propice à une progression de l'emploi et à plus d'autofinancement des investissements par les entreprises.

### Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le redressement graduel de la conjoncture a déjà engendré une amélioration sur le marché du travail. La progression annuelle de l'emploi est actuellement de quelque 2,6 %, tirée essentiellement par les services aux entreprises, le secteur public au sens large (en particulier la santé) et l'ensemble du secteur commercial. De plus, l'emploi dans l'industrie et le secteur bancaire a repris un tournant légèrement ascendant et le taux de vacance d'emplois demeure au-dessus de sa moyenne historique. La poussée du travail intérimaire (généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi) ainsi que le repli du recours au dispositif de chômage partiel (révélateur d'un regain d'activité) constituent autant de signaux positifs d'une forte demande de travail. Les perspectives d'embauches telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises sont demeurées orientées à la hausse dans le commerce, les services non financiers et la construction et se sont graduellement redressées dans l'industrie (tout en demeurant cependant négatives). Dans une optique prospective, l'emploi devrait évoluer de manière positive sur l'ensemble de l'horizon de projection, de concert avec l'embellie conjoncturelle. La progression de l'emploi demeurerait cependant modeste d'un point de vue historique, ce qui peut s'expliquer par la thésaurisation encore importante de la main-d'œuvre, de sorte que la reprise de l'activité se répercuterait en partie sur la marge intensive du travail.

Le chômage devrait donc progressivement se réduire. A cette reprise conjoncturelle s'ajoute la relance des mesures d'activation<sup>45</sup> qui soutiendrait l'emploi national et contribuerait à réduire le chômage au sens « restreint ». La baisse du taux de chômage au sens « large » demeurerait en revanche plus contenue. En effet, les caractéristiques des chômeurs, en partie peu qualifiés, âgés et souffrant d'une incapacité de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion rapide sur le marché du travail (primaire). La hausse du chômage de longue durée témoigne de la nature structurelle d'une partie du chômage. La résorption de ce chômage structurel est par définition un processus lent. Au final et sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens « strict » reculerait à 6,9 % en 2015, 6,8 % en 2016 et 6,6 % l'année suivante.

Cette réaction de la composante « volume » du marché du travail sera accompagnée d'une réaction sur le volet du coût du travail. En ce qui concerne les salaires réels, l'embellie des perspectives économiques devrait contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Notre scénario de base tient également compte de la hausse du point indiciaire (et du paiement d'une prime unique) dans la fonction publique et de l'accord salarial signé dans le secteur bancaire, ce dernier prévoyant un gel des salaires barémiques jusqu'en 2016. Les projections se basent en outre sur l'ajustement probable du salaire social minimum en janvier 2017, eu égard à l'évolution projetée des salaires réels en 2014 et 2015. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 1,3 % en 2015 avant d'augmenter à 1,9 % en

<sup>45</sup> Rappelons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie «jeunesse» assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur inscription auprès de l'ADEM. S'y ajoute l'accord conclu entre le gouvernement et le patronat qui prévoit l'embauche de 5 000 demandeurs d'emplois additionnels (soit une hausse de 15 % par rapport aux recrutements usuels via l'ADEM), essentiellement par l'intermédiaire de mesures pour l'emploi.

2016 et 3,0 % en 2017. Notons que ces chiffres intègrent l'impact de l'indexation. Bien que le mécanisme d'indexation, tel qu'il prévalait avant la récente modulation, ait été réintroduit en 2015, aucun ajustement n'a eu lieu durant cette année. Sur base des projections d'inflation actuelles, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'en juin 2016 et septembre 2017. Le retardement de trois mois du paiement de la prochaine tranche indiciaire par rapport aux projections de juin 2015 induit une révision à la baisse de 0,7 p.p. de la contribution de l'indexation à l'évolution des salaires en 2016.

### Prix à la consommation

Le scénario d'inflation a principalement évolué en réponse à la chute recensée et anticipée du prix du pétrole. Au-delà des effets directs sur les prix de l'énergie, le recul du prix du pétrole aurait également des effets indirects et de second tour sur les prix des autres biens et services.

L'effet direct du recul du prix du pétrole est un ajustement à la baisse des projections des prix de l'énergie. En 2016, ces prix se replieraient pour la quatrième année consécutive. L'ampleur du recul, de l'ordre de 4,3 %, est moins importante qu'en 2015. Par rapport aux projections de juin, qui tablaient encore sur une remontée des prix en 2016, la révision est de 6,7 p.p.. Le rebond anticipé de l'inflation pour l'année 2017 est entièrement lié à l'hypothèse technique d'une légère remontée du prix du pétrole. Il est cependant marginal et les niveaux projetés pour les prix des produits pétroliers demeureraient inférieurs à ceux observés en 2015.


L'effet indirect de la chute du prix du pétrole correspond à un impact favorable sur les coûts et les prix des autres biens et services. Ces effets devraient se traduire par une modération des prix des biens industriels non énergétiques, qui progresseraient moins vite que prévu en 2016. Enfin, en termes d'effets de second tour, le report du paiement de la tranche indiciaire devrait engendrer un ralentissement plus important de l'inflation des services. Dans leur ensemble, l'inflation de l'indice des prix à la consommation (IPCN) excluant les prix de l'énergie progresserait moins vite en 2016 qu'anticipé lors des projections de juin. Le taux d'inflation projeté ne serait plus que de 1,6 %, soit 0,2 p.p. de moins par rapport aux projections de juin. Dans un contexte de normalisation de l'évolution des salaires, l'inflation devrait s'approcher de 2 % en 2017. Ce taux de 2 % serait néanmoins encore inférieur à la moyenne historique observée.

L'inflation globale, qui a rebondi depuis son minimum de -0,6 % en décembre 2014 à +0,8 % en novembre 2015, devrait se maintenir à des niveaux proches de 1 % jusqu'en août 2016 avant de s'accélérer<sup>46</sup>. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN, qui s'était replié à 0,6 % en 2014, reculerait à nouveau à 0,5 % en 2015 avant de remonter à 1,1 % en 2016. L'inflation ne s'approcherait de 2 % qu'à la fin de l'horizon de projection. En raison des facteurs précités, les projections d'inflation ont été fortement revues à la baisse pour l'année 2016, indiquant un repli de l'IPCN de l'ordre de 0,7 p.p.. Cependant, elles demeurent quasiment inchangées pour les années 2015 et 2017.

La dynamique de l'inflation globale en 2015 a été largement influencée par les mesures de taxation indirecte introduites au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Ces mesures ont nécessairement eu un effet haussier sur l'inflation moyenne en 2015, qui devrait se dissiper graduellement en 2016. Sans l'augmentation de la taxation indirecte, le recul de l'inflation globale aurait été nettement plus important en 2015 et le taux de variation annuel moyen de l'IPCN aurait été négatif. Si on corrigeait les données de 2015 pour l'effet

<sup>46</sup> Cette évolution relativement monotone de l'inflation globale serait toutefois interrompue par une hausse importante, mais temporaire, au mois de décembre 2015. Cette hausse du taux de variation annuel est liée à des effets de base, donc des mouvements de prix observés en décembre 2014. Au mois de décembre 2014, les prix de l'énergie avaient fortement baissé sur une base mensuelle à cause de l'important recul du prix du pétrole. Les prix à l'exclusion de l'énergie, notamment les prix des services et les biens alimentaires, avaient reculé.





de la taxation indirecte, l'accélération de l'inflation globale et de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie serait bien plus importante en 2016.

Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire, prévu pour le premier trimestre 2016, serait reporté vers le deuxième trimestre de l'année 2016. De ce fait, le temps écoulé depuis le paiement précédent serait porté à plus de deux ans et demi. Un tel espacement entre deux tranches indiciaires serait le plus long depuis l'introduction de l'euro en 1999. Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait alors due pour la deuxième moitié de l'année 2017.

### Finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2014 de 1,4 % du PIB, en nette hausse par rapport à 2013 (surplus de 0,7 % du PIB). Ce solde de 1,4 % est également plus favorable, à concurrence de 0,8 % du PIB, que le solde inclus dans la notification d'avril 2015. Pour 2015, la BCL projette un surplus de l'ordre de 0,6 % du PIB. La dégradation du solde des administrations publiques s'expliquerait par la baisse des recettes provenant du commerce électronique, qui n'est que partiellement compensée par les mesures de consolidation budgétaire. Par la suite, le solde budgétaire s'améliorerait sensiblement pour atteindre 1,1 % du PIB en 2017.

Les projections de finances publiques sont décrites en détail dans la partie 4 de l'Avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2016 et la programmation pluriannuelle pour la période 2015-2019.

### Analyse des risques

Il convient de noter que la projection du PIB réel pour l'année 2015 n'intègre pas mécaniquement les dernières données des comptes nationaux trimestriels. Une telle projection impliquerait une variation du PIB réel nettement plus basse et assez proche de l'acquis de croissance observé à la fin du deuxième trimestre 2015 (voir point suivant). La projection plus élevée dans le scénario de base repose donc sur les indicateurs cités précédemment et qui indiquent une évolution plus favorable de l'activité économique. Si les comptes nationaux trimestriels et la récession technique au premier semestre 2015 étaient par contre confirmés dans les publications de données subséquentes, il conviendrait alors de revoir le scénario de croissance à la baisse.

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité qui intègre, d'une part, les dernières informations conjoncturelles disponibles mais se base, d'autre part, sur les comptes nationaux trimestriels, le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à +1,9 % au troisième trimestre 2015 et à -0,9 % au quatrième trimestre 2015. Le taux de croissance pour l'ensemble de l'année 2015 serait dès lors de 2,3 %, soit seulement légèrement plus élevé que l'acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre.

Les risques géopolitiques se sont accrus au cours des dernières semaines. Ils sont susceptibles d'avoir un impact sur les échanges mondiaux de biens et services et de ralentir le commerce mondial. Ces aspects n'ont pas été intégrés dans le scénario de base, mais leurs répercussions éventuelles constituent des facteurs de risques.

A l'issue de sa réunion du 3 décembre, le Conseil des gouverneurs a annoncé un certain nombre de mesures non conventionnelles pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire. Les effets de ces mesures, prises après la finalisation des projections, ne sont pas intégrés dans les

projections, ni de l'Eurosystème pour la zone euro, ni de la BCL pour le Luxembourg.

Les mesures décidées le 3 décembre 2015 prolongent, voire s'ajoutent, aux mesures non conventionnelles annoncées au tournant de l'année 2014/2015. Au vu du caractère inédit de telles mesures, il est difficile d'évaluer leur impact sur l'économie à moyen et long terme.

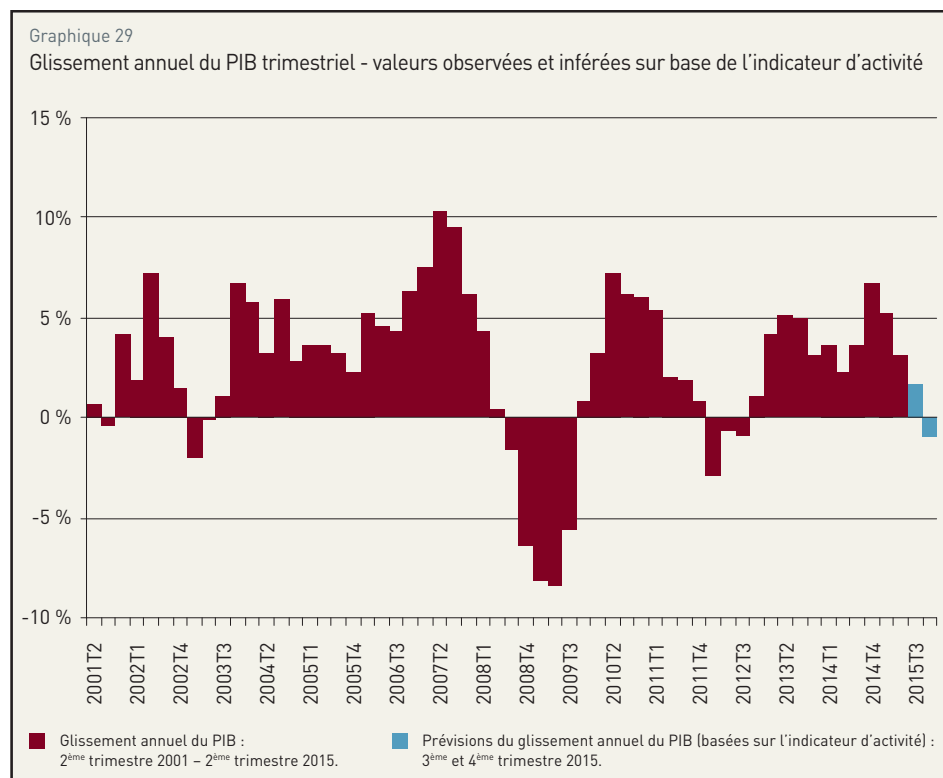
Les projections supposent aussi, qu'à terme, la mise en œuvre de mesures non conventionnelles décidées au tournant de l'année 2014/2015 portera ses fruits et redynamisera la demande domestique privée dans la zone euro, entre autres à travers la vigueur des crédits bancaires. Cependant, ces canaux de transmission de la politique monétaire échappent à l'influence directe de l'Eurosystème. Les effets positifs des mesures de politique monétaire sur les économies de la zone euro pourraient être surestimés ou se manifester à un horizon plus lointain qu'escompté dans les projections.

De manière générale, le secteur bancaire fait face au renforcement de sa régulation et de sa supervision. Les mesures introduites visent à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais se soldent aussi par des coûts de mise en œuvre ainsi que par une hausse du coût du capital, ce qui entrave la rentabilité des banques et risque par conséquent de peser sur l'emploi.


Le secteur des services non financiers sera confronté à des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits. Le programme BEPS (« *Base erosion and profit shifting* ») de l'OCDE pourrait notamment peser sur la performance de ce secteur au Luxembourg. Ce risque porte cependant davantage sur la fin de la période de projection et accroît ainsi l'incertitude qui existe déjà à cet horizon. Les projections n'intègrent pas d'impact de ces nouvelles mesures réglementaires sur l'activité économique, faute d'une estimation de ses effets potentiels.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2014, les exportations de biens du Luxembourg étaient reparties à la hausse (+8 % à 11,4 milliards d'euros) après avoir été négativement affectées par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro sur les deux années précédentes. Les exportations avaient en effet reculé de 3 % à 10,6 milliards sur toute l'année 2013, après une chute de 9 % en 2012 (à 11 milliards d'euros). Cette tendance à la baisse s'était donc inversée sur l'ensemble de l'année 2014, malgré des ralentissements successifs sur les quatre trimestres (+14 % au premier trimestre 2014, +9 % au deuxième trimestre 2014, +6 % au troisième trimestre et seulement +2 % au quatrième trimestre 2014). Les exportations



Source : BCL



ont par la suite baissé (-2 %) au premier trimestre 2015, avant de renouer avec une hausse au deuxième (+4 %) et au troisième trimestre 2015 (+6 %, voir le tableau 22). Elles se sont ainsi globalement accrues de 3 % sur les trois premiers trimestres 2015. De leur côté, les importations ont relativement stagné, voire légèrement baissé au cours de l'année 2014 et sur les trois premiers trimestres de 2015.

Au vu des évolutions des importations comparativement aux exportations de biens, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 6 % sur les trois premiers trimestres 2015 (à 4,4 milliards d'euros), après avoir déjà baissé de 11 % en 2014 (à 6,7 milliards d'euros). Les indices des valeurs unitaires montrent une baisse des prix à l'importation en 2014 (-2,5 %) et au premier semestre 2015 (-3 %) suite à la baisse des prix de l'énergie. En revanche, les prix unitaires à l'exportation ont affiché une stabilisation au premier semestre 2015, après avoir légèrement diminué en 2014 (-1 %). Par conséquent, les termes de l'échange se sont améliorés en 2014 et au premier semestre 2015, contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

Au cours des années 2012 et 2013, les produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, avaient été en recul de respectivement 14 % et 6 %, suite à une contraction de la demande émanant des pays de la zone euro. Pendant l'année 2014, les livraisons de produits sidérurgiques avaient repris leur progression (+7 %) avant de rechuter sur les trois premiers trimestres 2015 (-3 %). Toutes les autres catégories de biens exportés se sont toutefois bien portées, à l'exception des matières brutes non comestibles, huiles et graisses ainsi que de divers articles manufacturés. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont progressé au même rythme de 4 % en 2014 et sur les trois premiers trimestres 2015. Les ventes vers les autres pays d'Europe (7 % du total) ont largement baissé sur les trois premiers trimestres 2015 (-34 %) alors qu'elles s'étaient améliorées en 2014 (+42 %). Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, avaient progressé de 12 % en 2014, pour chuter de 12 % sur les trois premiers trimestres 2015. Les livraisons vers l'Asie (environ 5 % du total) ont en revanche intensifié leur progression sur les trois premiers trimestres 2015 (+57 %) après une hausse de 11 % en 2014.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers avaient reculé de 13 % sur toute l'année 2014, après avoir déjà baissé de 9 % en 2013. Alors que la baisse a atteint 26 % sur les trois premiers trimestres 2015, ces importantes contractions s'expliquent par la chute des prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés dans les autres matières premières. Les importations de matériel de transport (avions notamment) ont en revanche largement progressé (+12 %) sur les trois premiers trimestres 2015. Par ailleurs, après s'être contractées de 3 % en 2013, les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations) avaient stagné en 2014. Elles ont à nouveau rechuté de 6 % sur les trois premiers trimestres 2015. Les livraisons des États-Unis (5 % de toutes les importations) ont, de leur côté, fortement augmenté sur les trois premiers trimestres 2015, suite à l'acquisition d'avions, tout comme les importations en provenance d'Asie.

Tableau 22 :

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 EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
2005	10 178	4	14 399	5	-4 222	8
2006	11 144	9	15 715	9	-4 571	8
2007	11 946	7	16 471	5	-4 525	-1
2008	11 988	0	17 516	6	-5 528	22
2009	9 250	-23	13 799	-21	-4 549	-18
2010	10 785	17	16 422	19	-5 637	24
2011	12 091	12	18 902	15	-6 811	21
2012	10 951	-9	19 056	1	-8 106	19
2013	10 613	-3	18 213	-4	-7 600	-6
2014	11 431	8	18 174	0	-6 743	-11
2015						
1 <sup>er</sup> trim.	2 910	-1	4 555	0	-1 644	3
2 <sup>e</sup> trim.	3 041	5	4 353	1	-1 313	-7
3 <sup>e</sup> trim.	2 901	6	4 358	-1	-1 457	-13

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

D'après les données mensuelles provisoires, la balance courante s'est soldée par un excédent de 2,2 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015, contre 2,6 milliards sur la même période de l'année 2014, soit une baisse de 24 %. Cette réduction du surplus courant provient d'une aggravation du déficit des revenus primaires qui s'est accru de 19 % pour atteindre 13,8 milliards d'euros sur les dix premiers mois de 2015. L'évolution défavorable du solde des revenus primaires s'explique en grande partie par une baisse du revenu net d'intérêts dans un contexte de faiblesse généralisée des taux de rendement. A cela s'ajoutent la progression des dividendes attribués aux investisseurs non résidents et la légère hausse (+3 %) du solde négatif de la rémunération des frontaliers, qui s'est établi à 6,7 milliards d'euros sur les dix premiers mois 2015.

Le creusement du déficit des revenus primaires a été partiellement compensé par un retournement du solde des marchandises et par une amélioration du surplus des services. Le solde de la balance des biens s'est en effet retourné en dégageant un excédent de 334 millions d'euros sur les dix premiers mois de 2015, comparé à un déficit de 500 millions d'euros sur la même période de 2014. La hausse des exportations (+3 %) combinée à la légère contraction (-1 %) des importations de biens du commerce général, ainsi que l'accroissement (+10 %) du surplus du négoce international, ont été à la base de ce retournement du solde des marchandises.

L'excédent des échanges internationaux de services s'est quant à lui accru de 6 % pour atteindre 15,3 milliards d'euros sur les dix premiers mois de 2015. En dégageant un surplus en hausse de 9 % à 12 milliards d'euros, les services financiers ont largement contribué à cette amélioration. Cette embellie s'explique essentiellement par l'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception de commissions financières. Plusieurs autres catégories de services ont également enregistré une hausse de leurs excédents : les services de télécommunication, d'informatique et d'information. Toutefois, le transport et les voyages ont connu une évolution défavorable.

Encadré 2 :

## COMMENT LIRE LES REVENUS DES INVESTISSEMENTS DU LUXEMBOURG?

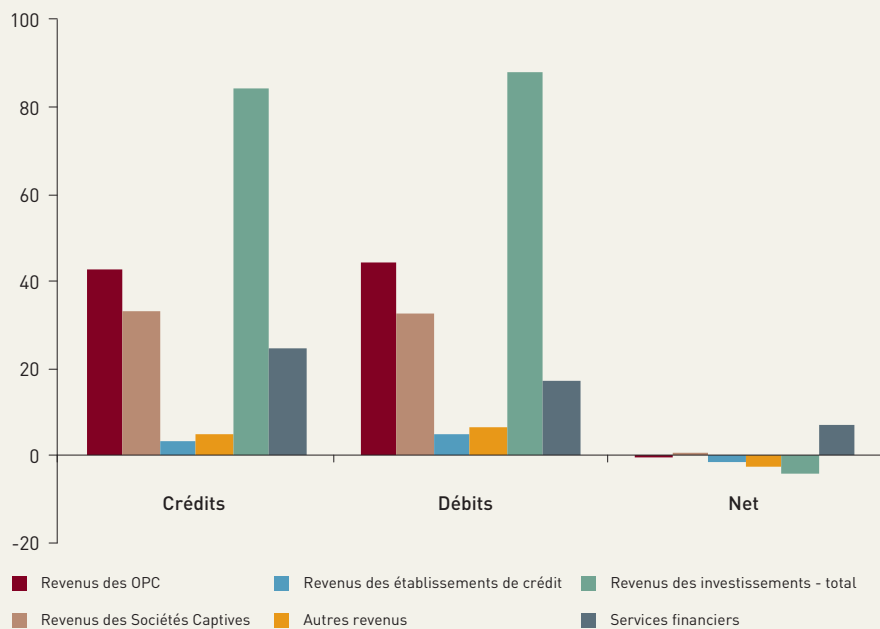
Le compte courant du Luxembourg laisse apparaître en premier lieu un déficit des revenus des investissements largement compensé par un excédent relatif aux échanges de services financiers. En second lieu, la présentation de la balance des paiements d'après le standard international du FMI complique la lecture de ce compte courant. En effet, les grands acteurs du secteur financier contribuent à plusieurs rubriques des revenus des investissements (investissements directs, de portefeuille, autres investissements). Cet encadré vise à décrire succinctement cette double articulation.

### 1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF (OPC)

Il convient préalablement de préciser comment les revenus des OPC sont estimés. Le calcul se fait d'abord sur le volet « actif ». Les OPC détiennent essentiellement des titres de créance, des actions cotées et des parts d'autres OPC. En premier lieu, les obligations génèrent des revenus, qui se basent sur le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission du titre<sup>47</sup>. Les actions cotées génèrent des dividendes et les parts d'OPC des revenus. En second lieu, ce revenu total sur tous les instruments financiers est intégralement et immédiatement attribué aux porteurs de parts. La contribution des OPC au crédit des revenus des investissements, reprise dans la balance des paiements (42,9 milliards d'euros), représente les revenus sur les seuls actifs détenus par les non-résidents. Pour obtenir les débits (43,6 milliards), on soustrait au revenu total des OPC (46,8 milliards sur actifs résidents et non-résidents) les 3,2 milliards attribués aux investisseurs résidents<sup>48</sup>. Ces investisseurs luxembourgeois en OPC résidents sont essentiellement d'autres OPC, mais également des banques, des sociétés d'assurances, etc. Le faible solde négatif sur les investissements de portefeuille est largement compensé par un solde largement positif d'échanges de services financiers<sup>49</sup>. Comme les détenteurs de parts d'OPC luxembourgeois sont surtout non-résidents, une grande partie des commissions et charges que payent les OPC est implicitement facturée à ces détenteurs non-résidents au travers d'exportations de services (crédits). D'autres commissions payées par les OPC sont, quant à elles, versées à l'étranger, ce que reflètent des importations de services ainsi que, dans une moindre mesure, des débits d'investissements directs liés aux investissements de promoteurs étrangers via des sociétés de gestions. Le secteur des OPC dégage finalement un solde extérieur positif de 4,3 milliards d'euros.

Graphique 1

Revenus des investissements et échanges de services financiers  
(Premier semestre 2015 - milliards d'euros)



Sources : BCL, STATEC, données provisoires

<sup>47</sup> Plus exactement, ce revenu est la somme du coupon couru et de la différence amortie entre le prix de remboursement et le prix d'émission.

<sup>48</sup> L'approche dite « résiduelle », décrite ici sur les émissions de parts d'OPC, est également appliquée pour les émissions obligataires et les émissions d'actions : pour chaque instrument, le passif vis-à-vis du reste du monde (comme le revenu associé) n'est autre que le passif total net des détentions résidentes.

<sup>49</sup> Pour plus de détails sur les services financiers liés aux OPC, voir *Regards | 05 sur les échanges internationaux de services financiers*, STATEC, Avril 2015

Tableau 1 :

## Les OPC luxembourgeois dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

	INSTRUMENT FINANCIER	TYPE DE REVENU	TOTAL	DONT LU	DONT RESTE DU MONDE
REVENUS D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	Titres de créances	Revenu couru	25,4	1,0	24,4
	Actions hors OPC	Dividende	17,7	0,2	17,5
	OPC	Revenu couru	3,7	2,7	1,0
	Ensemble	attribué aux investisseurs :	46,8	3,9	42,9
		<i>résidents</i>	3,2		
		<i>non-résidents</i>	43,6		
	Crédit	Débit	Net		
	42,9	43,6	-0,7		
SERVICES FINANCIERS	20,8	15,0	5,8		
REVENUS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS	0	0,8	-0,8		
ENSEMBLE	63,7	59,4	4,3		
DONT REVENUS DES INVESTISSEMENTS	42,9	44,4	-1,5		

Source : BCL, STATEC, données provisoires

## 2 LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT HORS BCL

Les établissements de crédit se refinancent en partie par l'émission de titres de créances et détiennent par ailleurs un portefeuille obligataire. Cependant, comme pour les OPC, les revenus des banques ne peuvent pas se lire indépendamment des flux de services financiers : les intérêts comptabilisés sur les prêts octroyés au reste du monde s'élèvent à 2,8 milliards d'euros. Cependant, seul 1,7 milliard est enregistré en revenus d'investissements (intérêts « purs »), le reste (1,1 milliard) représentant un service implicite (Service d'Intermédiation Financière Indirectement Mesuré - SIFIM) exporté par les banques. De même, les 2,9 milliards d'euros d'intérêts comptabilisés versés au reste du monde en rémunération de leurs dépôts bancaires au Luxembourg sont le solde d'intérêts « purs » de 3 milliards nets de 0,1 milliard de frais d'intermédiation financière implicitement facturés aux déposants. Seuls les intérêts « purs » sont pris en compte dans les revenus des investissements. Enfin, les banques étrangères versent des dividendes d'investissements directs à leur maison-mère (1,3 milliard d'euros).

Tableau 2 :

## Les établissements de crédit dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	TYPE DE REVENU	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	Revenus courus sur titres de créances	1,6	0,4	1,2
SIFIM	Sur les prêts (actif)	1,1	0	1,1
	Sur les dépôts (passif)	0,1	0	0,1
Revenus des autres investissements	Intérêts "comptables"	2,8	2,9 = 3 - 0,1	-0,1
	Intérêts "purs"	1,7 = 2,8 - 1,1	3	-1,3
Revenus d'investissements directs	Dividendes	0	1,3	-1,3
Ensemble		4,5	4,7	-0,2
dont rev. des inv		3,3	4,7	-1,6

Source : BCL, STATEC, données provisoires

### 3 LA BCL

La BCL perçoit des revenus sur son portefeuille obligataire et sur ses avoirs de réserves. Elle perçoit également des intérêts sur sa créance TARGET (0,03 milliard d'euros). Enfin, la BCL émet une part plus importante de billets que sa part dans le capital de la BCE. En conséquence, la BCL verse un intérêt de 0,02 milliard d'euros au titre de cet engagement envers l'Eurosystème.

Tableau 3 :

#### La BCL dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	0,1	0	0,1
Revenus des autres investissements	0,03	0,02	0,01
Revenus des avoirs de réserve	0,001	0	0,001
Ensemble	0,1	0	0,1

Source : BCL

### 4 LES SOCIÉTÉS CAPTIVES

Les institutions financières captives telles que définies par le Système européen des comptes (secteur institutionnel S.127) réalisent essentiellement des opérations financières internes au groupe d'entreprises dont elles font partie. Certaines d'entre elles lèvent sur les marchés financiers des fonds destinés à être utilisés par d'autres filiales du groupe. Les actifs et passifs d'autres sociétés captives ne font quant à elles l'objet d'aucune opération sur les marchés financiers. Ces positions en investissements de portefeuille (surtout au passif) et en investissements directs (actif et passif, opérations en capital et prêts intra-groupe) génèrent des revenus d'investissements élevés.

Tableau 4 :

#### Les sociétés captives dans le compte courant

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	TYPE DE REVENU	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus des investissements directs	Dividendes sur actions	18,3	13,1	5,2
	Intérêts sur prêts intra-groupe	12,4	7,7	4,7
Revenus d'investissements de portefeuille	Intérêts sur titres de créances	0,9	11,6	1,3
	Dividendes sur actions	1,4	0,1	1,3
Ensemble		33,0	32,5	0,5

Source : BCL, STATEC, données provisoires

### 5 LES AUTRES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Les autres intermédiaires financiers, tels que définis par le Système européen des comptes (secteur institutionnel S.125), fournissent des services d'intermédiation financière autres que ceux décrits précédemment. Au Luxembourg, ils incluent entre autres les sociétés de titrisation, ainsi que le Fonds européen de stabilité financière (FESF), qui est une société anonyme luxembourgeoise. Leurs créances et dettes ne sont pas comptabilisées en « investissements directs » comme celles des sociétés captives, mais en « autres investissements ». Les intérêts comptabilisés sur les dépôts (0,5 milliard) sont les intérêts « purs » (0,7 milliard) nets des importations de SIFIM (0,2 milliard). De même, les intérêts versés sur les emprunts (0,1 milliard) sont la somme des intérêts « purs » (0,03 milliard) et des importations de SIFIM (0,1 milliard). Comme dans

le cas des banques, seuls les intérêts « purs » sont pris en compte dans les revenus des investissements. Les flux sont moins élevés que ceux des sociétés captives.

Tableau 5 :

**Les autres intermédiaires financiers dans le compte courant**

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	TYPE DE REVENU	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	Revenus sur titres de créances	0,4	2	-1,6
	Dividendes sur actions	0,2	0,1	0,1
SIFIM	Sur les emprunts (passif)	0	0,1	-0,1
	Sur les dépôts (actif)	0	0,2	-0,2
Revenus des autres investissements	Intérêts "comptables"	0,5 = 0,7 - 0,2	0,1 = 0 + 0,1	0,9
	Intérêts "purs"	0,7	0	0,7
Ensemble		1,3	2,4	-1,1
<i>dont revenus des investissements</i>		1,3	2,1	-0,8

Source : BCL, STATEC, données provisoires

**6 LES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES**

Le revenu que les sociétés d'assurances tirent du placement de leurs réserves techniques est, comme dans le cas des OPC, attribué aux assurés (débits des autres investissements).

Tableau 6 :

**Les sociétés d'assurances dans le compte courant**

Premier semestre 2015 - Milliards d'euros

RUBRIQUE	CRÉDIT	DÉBIT	NET
Revenus d'investissements de portefeuille	0,8	0	0,8
Revenus des autres investissements	0,2	1	-0,8
Ensemble	1	1	0

Source : BCL, STATEC, données provisoires

**1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements**

Dans le compte financier, les flux d'investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 59 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015. Ces entrées nettes ont été compensées entièrement par des sorties nettes dans les flux d'investissements directs (13 milliards) et dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques à concurrence de 51 milliards).

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille se sont poursuivies sur les dix premiers mois de 2015 en atteignant 59 milliards d'euros contre 70 milliards sur la même période de l'année 2014. Les investisseurs non-résidents ont accru leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 258 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015, un montant quasi identique à celui enregistré sur la même période de 2014. Par contre, les émissions de titres de créance ont baissé en rapportant 19 milliards d'euros sur les dix premiers mois 2015 contre 31 milliards sur la même période de 2014. Les transactions sur titres luxembourgeois



se sont globalement traduites par des entrées de 277 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015 contre 291 milliards sur la même période de 2014. Sur les dix premiers mois de 2015, les résidents ont de leur côté placé globalement 218 milliards dans les titres étrangers (dont 108 milliards en actions) contre 220 milliards sur la même période de 2014.

Les flux d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger se sont établis à 161 milliards d'euros sur les dix premiers mois de l'année 2015, contre 72 milliards sur la même période de 2014. Les flux d'investissements directs en provenance de l'étranger se sont également largement accrus, en atteignant 148 milliards sur les dix premiers mois de 2015, contre 53 milliards sur la même période de 2014. Comme pour les années antérieures, 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).

Sur les dix premiers mois de 2015, les sorties nettes de 51 milliards d'euros dans les autres investissements s'expliquent à la fois par la hausse des créances de la BCL sur l'Eurosystème (solde TARGET à concurrence de 32 milliards) et par la baisse des engagements des autres secteurs.

Tableau 23 :

**Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros)**

	JANVIER - OCTOBRE 2014			JANVIER - OCTOBRE 2015		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>258 240</b>	<b>255 595</b>	<b>2 645</b>	<b>231 368</b>	<b>229 168</b>	<b>2 200</b>
Biens	15 061	15 560	-500	15 807	15 473	334
Marchandises générales (yc «or non-monnaire»)	10 712	15 560	-4 849	11 012	15 473	-4 461
Négoce international (exportations nettes)	4 349		4 349	4 795		4 795
Services	61 030	46 596	14 434	70 445	55 108	15 337
Revenu primaire	175 689	187 295	-11 606	138 450	152 212	-13 762
Revenu secondaire	6 461	6 143	318	6 666	6 375	290
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>15</b>	<b>827</b>	<b>-813</b>	<b>28</b>	<b>816</b>	<b>-788</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>1 834</b>			<b>1 402</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	72 350	53 255	19 095	161 362	148 392	12 970
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	29 982	42 880	-12 897	137 036	103 930	33 106
Autres capitaux	42 368	10 375	31 992	24 326	44 462	-20 136
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	220 108	290 762	-70 654	217 602	277 179	-59 577
Titres de participation	89 335	259 384	-170 049	108 241	257 874	-149 634
Titres de créance	130 774	31 378	99 396	109 361	19 305	90 057
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			12 881			-3 527
AUTRES INVESTISSEMENTS	109 281	68 702	40 579	20 573	-31 015	51 588
AVOIRS DE RESERVE			-68			-51
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>1</b>			<b>-9</b>

Source : BCL/STATEC

### 1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre 2015, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont réduits de 191 milliards d'euros (-2 %) pour atteindre 8 717 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2015. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté baissé de 179 milliards en s'établissant à 8 712 milliards d'euros fin juin 2015. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi réduite de 13 milliards d'euros en atteignant 4 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2015 contre 17 milliards à la fin du premier trimestre 2015. Cette détérioration de la position extérieure nette résulte d'un effet négatif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est contracté de 22 milliards à 544 milliards d'euros fin juin 2015. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) et celui des produits dérivés se sont par contre accrus respectivement de 5 milliards et de 4 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille est resté presque stable à 83 milliards d'euros fin juin 2015.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 3 905 milliards d'euros fin juin 2015, après avoir subi un ajustement négatif (-87 milliards) amplifié par un effet flux négatif (désinvestissement de 33 milliards). Le stock d'engagements d'investissements directs a pour sa part atteint 3 361 milliards d'euros fin juin 2015, soit une baisse de 98 milliards, résultant d'un effet négatif de valorisation (-105 milliards) compensé partiellement par un effet-flux positif (+7 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90 % sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, ne s'est réduite que très légèrement pour atteindre 883 milliards d'euros fin juin 2015. Les effets négatifs de valorisation (-18 milliards) ont en effet compensé en grande partie l'impact positif des flux financiers nets (+19 milliards). L'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est établi à 3 473 milliards d'euros fin juin 2015 contre 3 493 milliards fin mars 2015. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille a atteint, pour sa part, 4 356 milliards fin juin 2015, contre 4 377 milliards d'euros fin mars 2015.

L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir) a progressé de 5 milliards à 324 milliards d'euros fin juin 2015. Cette amélioration résulte d'un effet « flux » positif (+28 milliards) compensé partiellement par un effet négatif de valorisation (-22 milliards). L'encours de créances, qui a atteint 1 141 milliards d'euros fin juin 2015, s'est réduit globalement de 77 milliards d'euros après un ajustement négatif (-77 milliards) et un effet « flux » négatif (-43 milliards). En atteignant 819 milliards d'euros fin juin 2015, l'encours d'engagements s'est globalement réduit de 83 milliards suite à un ajustement négatif (-12 milliards) et un effet « flux » négatif (-70 milliards d'euros).

Tableau 24 :

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

	ENCOURS FIN 2015Q1 <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 FIN 2015Q2 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>17</b>	<b>1</b>	<b>-13</b>	<b>4</b>
Avoirs extérieurs bruts	8 908	13	-205	8 717
Engagements extérieurs bruts	8 891	13	-192	8 712
<b>Investissements directs</b>	<b>566</b>	<b>-40</b>	<b>17</b>	<b>544</b>
Avoirs	4 025	-33	-87	3 905
Engagements	3 459	7	-105	3 361
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-884</b>	<b>19</b>	<b>-18</b>	<b>-883</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>3 493</b>	<b>95</b>	<b>-114</b>	<b>3 473</b>
Titres de participation	1 641	49	-49	1 641
Titres de créance	1 852	45	-66	1 832
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>4 377</b>	<b>76</b>	<b>-97</b>	<b>4 356</b>
Titres de participation	3 363	85	-105	3 343
Titres de créance	1 015	-9	9	1 014
<b>Produits dérivés</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>19</b>
Avoirs	169	0	26	194
Engagements	154	0	22	176
<b>Autres investissements</b>	<b>319</b>	<b>28</b>	<b>-22</b>	<b>324</b>
Avoirs	1 221	-43	-35	1 143
Engagements	902	-70	-12	819
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,74</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,02</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

