



**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   | 11 |
| 1.1.3 | Les marchés d'actions  | 11 |
| 1.1.4 | Les marchés de changes   | 12 |
| 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      | 14 |
| 1.1.7 | La balance des paiements de la zone euro                                 | 14 |
| 1.1.8 | Les projections macroéconomiques pour la zone euro                       | 16 |
| 1.2   | La situation économique au Luxembourg                                    | 17 |
| 1.2.1 | Les prix et les coûts  | 17 |
| 1.2.2 | Le marché du travail   | 21 |
| 1.2.3 | Les activités sectorielles   | 27 |
| 1.2.4 | L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs              | 50 |
| 1.2.5 | La croissance économique   | 52 |
| 1.2.6 | Projections macroéconomiques de décembre 2016                            | 55 |
| 1.2.7 | Le commerce extérieur  | 64 |
| 1.2.8 | La balance des paiements   | 66 |
| 1.2.9 | La position extérieure globale   | 67 |

# 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 8 décembre 2016, de maintenir le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Selon le Conseil des gouverneurs, ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ses achats au titre du programme d'achats d'actifs (APP) au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017. Les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si, au cours de cette période, les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs envisage d'accroître le volume et/ou d'allonger la durée du programme. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis antérieurement dans le cadre de l'APP.

Afin d'assurer la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse des achats d'actifs de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a également décidé de modifier certains paramètres de l'APP à compter du 2 janvier 2017. D'une part, il a été décidé d'élargir la gamme d'échéances du programme d'achats de titres du secteur public à travers la diminution de la durée résiduelle minimale des titres éligibles de deux ans à un an. D'autre part, les achats de titres assortis d'un rendement à l'échéance inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt ont été autorisés dans la mesure où cela s'avère nécessaire.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé que les banques centrales de l'Eurosystème auront la possibilité d'accepter également des espèces en garantie de leurs facilités de prêts de titres dans le cadre du programme d'achats de titres publics sans avoir à les réinvestir pour neutraliser leur incidence en termes de liquidité. La limite globale maximale de prêts de titres contre des garanties espèces s'établit à 50 milliards d'euros pour l'ensemble de l'Eurosystème. Afin d'éviter d'entraver l'activité du marché des pensions, le taux applicable à l'utilisation à titre optionnel d'une garantie espèces correspondra au taux le plus bas entre celui de la facilité de dépôt, diminué de 30 points de base, et celui observé sur le marché des pensions.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, les valeurs moyennes des taux EONIA et EURIBOR 1 mois sont restées stables à respectivement -0,35 % et -0,38 % en novembre 2016. Les taux EURIBOR 3 mois et EURIBOR 12 mois ont diminué d'un point de base par rapport au mois précédent. Ils se sont établis à, respectivement, -0,32 % et -0,08 % en novembre 2016.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes ont indiqué un ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a été de 4,4 % en octobre 2016. L'expansion annuelle de M3 est restée principalement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 7,9 % en octobre 2016.

L'évolution des crédits a poursuivi son redressement observé depuis le début de 2014. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 2,1 % en octobre 2016, après s'être établi à 2,0 % en septembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté stable en octobre 2016 à 1,8 %.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

Aux États-Unis, le taux obligataire à 10 ans a connu une progression sur la période allant du 9 septembre 2016 au 19 décembre 2016, pour s'établir à un niveau de 2,6 % en fin de période. Cette hausse du rendement obligataire a reflété l'amélioration de l'activité économique et l'anticipation du relèvement, réalisé le 14 décembre 2016, d'un quart de point des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine. Les taux des fonds fédéraux se situent désormais dans une fourchette comprise entre 0,5 % et 0,75 %.

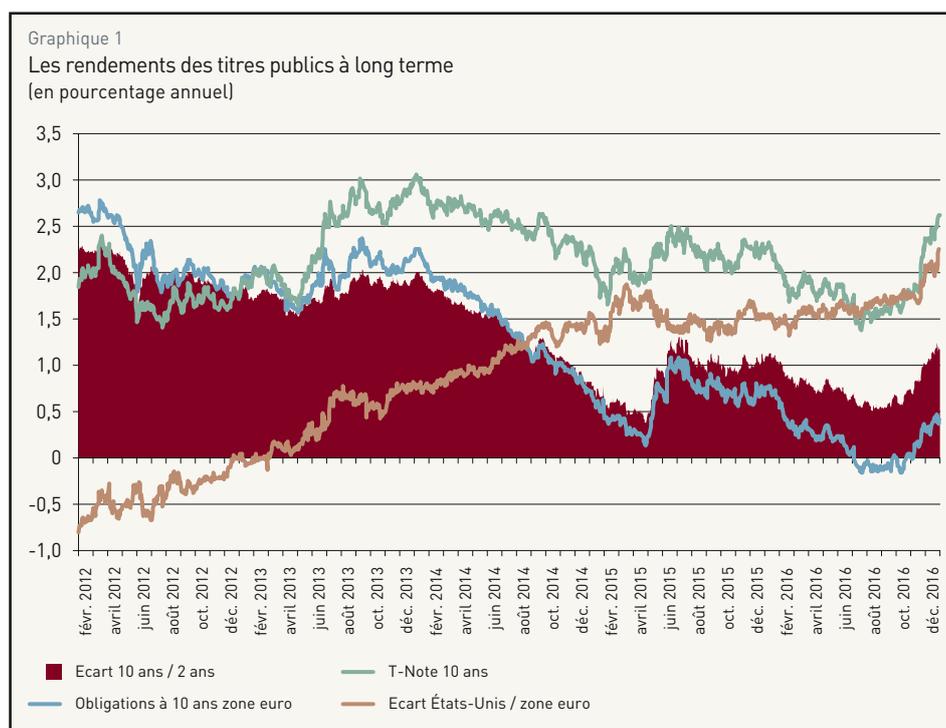
Dans la zone euro, le rendement des titres publics à 10 ans s'est également accru pour se fixer à 0,36 % en fin de période. En revanche, le rendement des titres publics à 2 ans s'est détérioré pour atteindre -0,80 % à la fin de la période analysée, de sorte que le différentiel de rendement entre les taux obligataires à 10 ans et ceux à 2 ans s'est creusé durant cette période.

### 1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 9 septembre 2016 et le 19 décembre 2016, l'indice Standard & Poor's 500 a connu une hausse de 6,1 % aux États-Unis. Cet accroissement est survenu après l'élection du candidat Donald Trump à la présidence des États-Unis, dont le programme économique prévoit, entre autres, un allègement de la fiscalité, la conduite de grands travaux d'infrastructure et l'abrogation de la loi Dodd-Frank concernant la réglementation des institutions financières. C'est sur fond de cette dernière proposition que l'indice bancaire KBW a connu une augmentation de près de 30 % par rapport à son niveau d'il y a 3 mois.

En parallèle, l'Euro Stoxx 50 a enregistré une augmentation de 6,6 % dans la zone euro, tandis que l'indice Stoxx Europe 600 Banks a connu une hausse de 18 % sur une période de 3 mois.

Au Japon, le Nikkei 225 a affiché une progression de 14,3 % malgré la révision à la baisse des chiffres de la croissance économique au troisième trimestre de 2016. Cette progression est probablement alimentée par la perspective d'un programme de travaux publics à hauteur de 7 500 milliards de yens (soit 61,3 milliards d'euros) et par la dépréciation du yen.



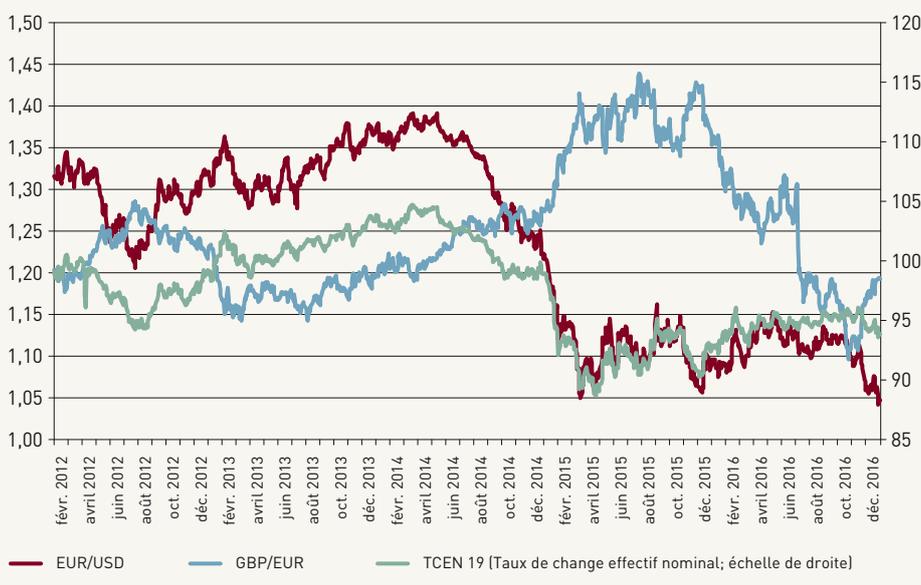
Sources : BCE, Bloomberg

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

### 1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 9 septembre au 19 décembre 2016, le taux de change effectif nominal de l'euro<sup>1</sup> s'est déprécié de près de 2 %. Sur la même période, l'euro s'est déprécié de 6,8 % vis-à-vis du dollar américain. Cette dépréciation de l'euro peut notamment s'expliquer par des évolutions divergentes de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis.

Concernant les autres principales devises mondiales, et sur la même période, l'euro s'est déprécié de 1 % vis-à-vis de la livre sterling. Il s'est apprécié de 6,6 % vis-à-vis du yen japonais dans le sillage de l'annonce d'une politique monétaire plus accommodante au Japon avec un contrôle de la courbe des rendements. Enfin, il s'est déprécié de 11,2 % vis-à-vis du rouble russe, de 2 % face au franc suisse et de 3,2 % par rapport au renminbi chinois.

S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, depuis septembre, l'euro s'est apprécié de 0,9 % face au forint hongrois, de 1,8 % face au zloty polonais et de 2,4 % face à la couronne suédoise, pour demeurer stable face à la couronne danoise.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avait reculé en 2015 pour la qua-

trième année consécutive. Le taux d'inflation annuel moyen n'avait été que de 0,0 %, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Cette évolution s'est poursuivie au courant de

<sup>1</sup> 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.

l'année 2016, puisque le taux d'inflation moyen sur la période de janvier à novembre 2016 n'a été que de 0,2 %, donc très proche du taux moyen de 2015. Cette variation moyenne est le résultat d'une évolution à la baisse de l'inflation au courant de la première moitié de l'année, au cours de laquelle l'inflation est passée de 0,3 % en janvier à -0,2 % en mai, suivie d'une remontée par la suite pour atteindre 0,6 % en novembre.

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 | 2016 T1 | 2016 T2 | 2016 T3 | OCT-16 | NOV-16 |
|--|------|------|------|---------|---------|---------|--------|--------|
| IPCH global  | 1,4  | 0,4  | 0,0  | 0,0     | -0,1    | 0,3     | 0,5    | 0,6    |
| Produits alimentaires non transformés                      | 3,5  | -0,8 | 1,6  | 1,1     | 1,4     | 2,1     | 0,2    | 0,7    |
| Produits alimentaires transformés                          | 2,2  | 1,2  | 0,6  | 0,6     | 0,5     | 0,5     | 0,5    | 0,7    |
| Produits manufacturés hors énergie                         | 0,6  | 0,1  | 0,3  | 0,6     | 0,5     | 0,3     | 0,3    | 0,3    |
| Energie  | 0,6  | -1,9 | -6,8 | -7,4    | -7,7    | -5,1    | -0,9   | -1,1   |
| Services   | 1,4  | 1,2  | 1,2  | 1,1     | 1,0     | 1,1     | 1,1    | 1,1    |
| IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie | 1,3  | 0,9  | 0,8  | 0,9     | 0,8     | 0,8     | 0,7    | 0,8    |

Source : Eurostat

La composition de l'inflation est restée inchangée entre 2015 et les onze premiers mois de 2016. En effet, les taux d'inflation moyens des cinq principales composantes de l'IPCH n'ont guère évolué. Ainsi, le taux d'inflation global de 0,2 % en 2016 a résulté de la combinaison d'un taux d'inflation négatif de - 5,7 % pour les prix de l'énergie, d'un taux d'inflation de 1,3 % pour les produits alimentaires non transformés et d'un taux d'inflation positif mais faible de 0,8 % pour les composantes les plus stables. En ce qui concerne les sous-composantes de l'IPCH à l'exclusion des produits volatils, l'inflation des produits alimentaires transformés et des services s'est stabilisée à respectivement 0,5 % et 1,1 %.

La stabilisation à des niveaux différents des taux d'inflation des différentes composantes confirme une poursuite de l'hétérogénéité des dynamiques de prix. Cette hétérogénéité n'est pas anormale dans un contexte où les principaux facteurs déterminants de l'inflation se caractérisent par des évolutions divergentes. Ainsi, malgré son rebond de plus de 60 % depuis le début de l'année, le prix du pétrole n'a pas encore dépassé son niveau observé vers la mi-2015. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, sont soit toujours en recul, soit nettement inférieurs à leurs sommets atteints durant les dernières années. Ces dynamiques de prix sont à l'origine de la faible inflation des biens alimentaires transformés ainsi que de l'inflation négative des prix de l'énergie. Après la dépréciation observée vers la fin de l'année 2014, le taux de change de l'euro par rapport au dollar est resté globalement stable depuis janvier 2015, hormis la période la plus récente. La stabilisation du taux de change a donc freiné, voire arrêté, la tendance au renchérissement des biens importés et n'a ainsi plus contribué à la hausse de l'inflation des biens manufacturés hors énergie. L'environnement macroéconomique de la zone euro s'est nettement amélioré depuis la fin du deuxième trimestre 2014 et la croissance trimestrielle moyenne du PIB réel s'est établie à des niveaux situés entre 0,3 % et 0,4 %. Une poursuite de ce scénario devrait contribuer à une inflation plus élevée. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande c'est sans doute à cause d'une dynamique des salaires qui reste encore fort atténuée.

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

Selon l'estimation d'Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3 % au cours du troisième trimestre 2016 par rapport au trimestre précédent. Au cours du deuxième trimestre 2016, le PIB avait également augmenté de 0,3 %. Au troisième trimestre 2016, la croissance ne s'est établie qu'à 0,2 % pour les trois pays voisins du Luxembourg (Allemagne, Belgique et France). Le PIB a en revanche fortement progressé dans plusieurs pays de la zone euro : la croissance trimestrielle s'est ainsi établie à 1,0 % en Slovaquie ; à 0,8 % en Grèce et au Portugal ; et à 0,7 % en Espagne, à Chypre, au Pays-Bas et en République tchèque.

Au troisième trimestre 2016, la croissance du PIB de la zone euro a été essentiellement tirée par le dynamisme des dépenses de consommations privée et publique ainsi que par un léger restockage, faisant suite à deux trimestres consécutifs de déstockage. La contribution des stocks à la croissance s'est établie à 0,1 p.p., comme celle de la consommation publique. La contribution de la consommation privée à la croissance s'est elle établie à 0,2 p.p.. De leur côté, les contributions de l'investissement et des exportations à la croissance ont été nulles, tandis que les importations ont pesé sur la croissance à hauteur de 0,1 p.p..

Les statistiques de l'emploi font quant à elles état d'une croissance de l'emploi de 0,2 % au troisième trimestre 2016 par rapport au deuxième trimestre 2016 (après 0,4 % au deuxième trimestre 2016 par rapport au premier trimestre 2016). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs des activités immobilières (0,8 % au troisième trimestre 2016, après 0,2 % au deuxième trimestre 2016), de l'agriculture et de l'information-communication (0,4 % dans ces deux secteurs, après respectivement 0,2 % et 0,6 %).

Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 9,8 % dans la zone euro en octobre 2016, en baisse par rapport au taux de 9,9 % enregistré en septembre 2016 et à celui de 10,6 % d'octobre 2015. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis juillet 2009. Eurostat a estimé qu'en octobre 2016, 15,9 millions d'hommes et de femmes étaient au chômage dans la zone euro. Par rapport à septembre 2016, le nombre de chômeurs a diminué de 178 000 dans la zone euro, alors qu'il a baissé de 1,1 million de personnes par rapport à octobre 2015.

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

Sur les trois premiers trimestres 2016, la zone euro a dégagé un excédent courant de 234 milliards d'euros (soit l'équivalent de 2,9 % du PIB), comparé à un excédent de 219 milliards (2,8 % du PIB) sur la période correspondante de 2015. Cette légère amélioration a été le reflet de la hausse du surplus des biens (voir graphique 4). En effet, l'excédent des marchandises, étant d'ordinaire la contribution positive la plus importante à la balance courante, n'a cessé de croître pour égaler 374 milliards d'euros (3,3 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2016, comparé à un surplus de 356 milliards d'euros (3,2 % du PIB) sur la même période en 2015. Cette amélioration s'explique toutefois par un recul de 2 % des importations de biens, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les exportations de biens n'ont, de leur côté, progressé que très légèrement (0,2 %) sur les trois premiers trimestres 2016.

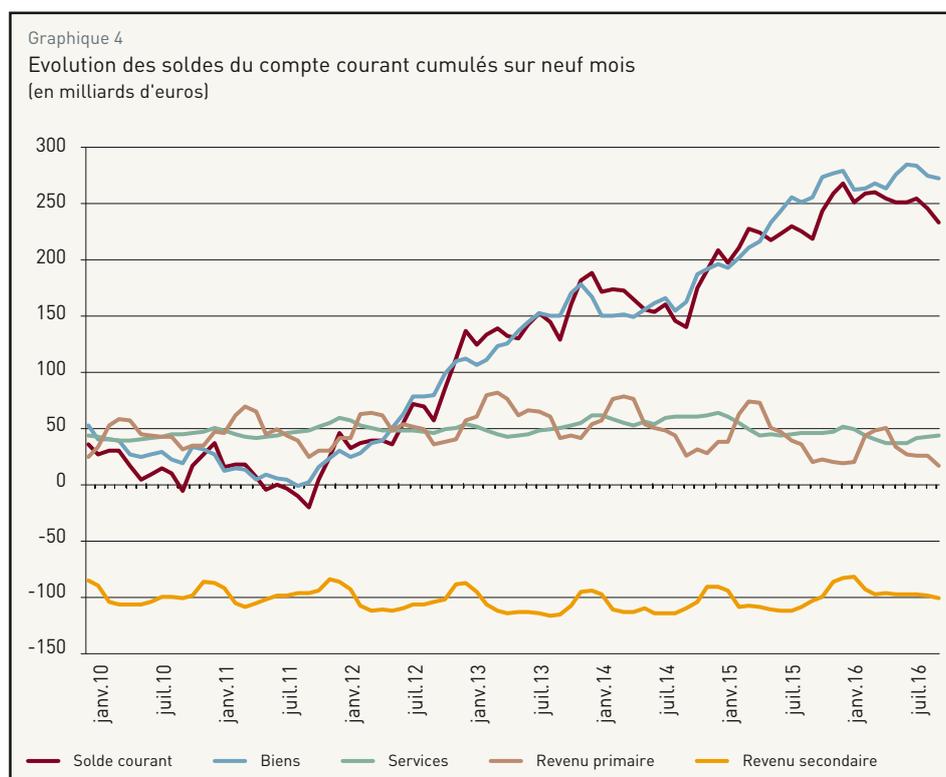
Concernant les autres composantes de la balance courante, la baisse de 3 % du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aide au développement, etc.) a été totalement compensée par une réduction de l'excédent du revenu primaire (rémunération des salariés et revenu d'investissements). Avec un taux de croissance des importations (3,4 %) supérieur à celui des exportations (2,2 %), la balance des services s'est détériorée, son surplus ayant atteint 44 milliards d'euros.

sur les trois premiers trimestres 2016, comparé à un surplus de 46 milliards sur la période correspondante de 2015.

S'agissant du compte des transactions financières, les investisseurs non-résidents ont délaissé les placements en titres émis par la zone euro. En particulier, les titres de dette à long terme de la zone euro ont subi d'importantes ventes nettes, atteignant 214 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, comparées à des achats nets à hauteur de 127 milliards d'euros sur la même période en 2015. Ces ventes nettes s'expliquent notamment par la demande accrue de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de la mise en œuvre de sa politique monétaire. Les titres de dette à court terme de la zone euro ont, quant à eux, fait l'objet d'achats nets à concurrence de 86 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres en 2016. Au niveau des marchés des titres de participation, les non-résidents ont réduit leurs achats nets à 108 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 180 milliards sur la même période en 2015. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des sorties nettes de 19 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, comparées à des entrées nettes de 307 milliards sur la même période en 2015.

De leur côté, les résidents de la zone euro ont fortement réduit leurs placements en titres de participation étrangers, tout en investissant davantage dans les titres de dette étrangers. Sur les trois premiers trimestres de 2016, les transactions sur titres de participation étrangers se sont ainsi soldées par des achats nets de 7 milliards d'euros contre 19 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, les achats de titres de dette étrangers ont augmenté pour atteindre 378 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 373 milliards sur la même période en 2015. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 405 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, comparées à des entrées nettes de 14 milliards sur la même période en 2015.

En ce qui concerne les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont réduites à 92 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, contre 224 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, au niveau des flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la hausse des engagements des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème) a occasionné des entrées nettes de 289 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, contre 103 milliards d'euros sur la même période en 2015.



Source : BCE

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2016 de l'Eurosystème, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre de façon globalement conforme aux anticipations formulées dans les projections de septembre 2016. Favorisés par l'orientation très accommodante de la politique monétaire, par les progrès accomplis en matière de désendettement dans les différents secteurs et par les améliorations constantes de la situation sur les marchés du travail, le redressement attendu de l'économie mondiale et la vigueur escomptée de la demande intérieure devraient soutenir la reprise sur l'horizon de projection. Sur une base annuelle, la croissance du PIB en volume serait de 1,7 % en 2016 et 2017 et de 1,6 % en 2018 et 2019.

Selon les projections de l'Eurosystème, la dynamique de croissance des dépenses de consommation privée devrait globalement se maintenir sur l'horizon de projection. Renforcée par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires devrait soutenir la croissance de la consommation privée. Si le bas niveau des taux d'intérêt affecte les intérêts reçus et versés par les ménages, il tend à redistribuer les ressources des épargnants nets vers les emprunteurs nets. Ces derniers ayant généralement une propension marginale à consommer plus forte que les premiers, cette redistribution devrait favoriser la consommation privée agrégée. De plus, les progrès accomplis en matière de désendettement et l'accroissement attendu du patrimoine financier net des ménages, qui reflète de nouvelles hausses des prix de l'immobilier, devraient également soutenir la consommation.

La hausse de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre. L'accélération anticipée de la croissance du revenu disponible nominal, le très bas niveau des taux hypothécaires et le moindre attrait d'autres investissements devraient favoriser une reprise soutenue de l'investissement résidentiel. L'investissement des entreprises devrait quant à lui afficher une progression constante. Néanmoins, la reprise de l'investissement des entreprises restera entravée par des rigidités sur les marchés des produits et par les anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé.

Les exportations hors zone euro devraient s'accélérer sur l'horizon de projection, globalement en phase avec la demande extérieure. La demande étrangère augmenterait à partir de la fin 2016 à la faveur des hausses de la demande d'importations émanant aussi bien des économies avancées que des pays émergents (dont la Russie et le Brésil). La croissance modérée des importations au Royaume-Uni devrait toutefois empêcher une augmentation plus marquée de la demande étrangère adressée à la zone euro. Globalement, les taux de croissance prévus de la demande étrangère demeureront bien en deçà des niveaux d'avant la crise. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient croître légèrement et plus rapidement que les exportations hors zone euro.

Sur l'horizon de projection, tant le déficit budgétaire des administrations publiques que les ratios de dette publique devraient s'inscrire en baisse. En 2016, la baisse des paiements d'intérêts et l'évolution positive de la composante conjoncturelle feraient plus que compenser la détérioration du solde primaire corrigé du cycle. De 2017 à 2019, la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que l'amélioration de la composante conjoncturelle impliqueraient une nouvelle réduction du déficit budgétaire. La réduction progressive de la dette publique sur l'horizon de projection serait principalement soutenue par l'écart favorable entre taux de croissance et taux d'intérêt, au regard des anticipations de reprise économique et de faiblesse des taux d'intérêt.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse.

Tableau 2 :

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

(taux de variation annuels en pourcentages)

|  | PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2016 |             |             |             | PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2016 |             |             |
|--|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------------|-------------|-------------|
|  | 2016                         | 2017        | 2018        | 2019        | 2016                          | 2017        | 2018        |
| PIB réel   | 1,7                          | 1,7         | 1,6         | 1,6         | 1,7                           | 1,6         | 1,6         |
|  | [1,6 - 1,8]                  | [1,1 - 2,3] | [0,6 - 2,6] | [0,4 - 2,8] | [1,5 - 1,9]                   | [0,7 - 2,5] | [0,4 - 2,8] |
| Consommation privée  | 1,7                          | 1,5         | 1,5         | 1,4         | 1,7                           | 1,6         | 1,5         |
| Consommation publique  | 2,0                          | 1,3         | 1,1         | 1,1         | 1,7                           | 0,9         | 1,0         |
| Investissement   | 3,0                          | 3,1         | 3,1         | 2,7         | 3,1                           | 3,3         | 3,3         |
| Exportations   | 2,7                          | 3,7         | 3,9         | 4,0         | 2,6                           | 3,7         | 4,1         |
| Importations   | 3,3                          | 4,1         | 4,3         | 4,1         | 3,3                           | 4,4         | 4,7         |
| Emploi   | 1,4                          | 1,1         | 0,8         | 0,8         | 1,3                           | 0,8         | 0,7         |
| Taux de chômage (en pourcentage de la population active)               | 10,0                         | 9,5         | 9,1         | 8,7         | 10,1                          | 9,9         | 9,6         |
| Solde budgétaire des administrations publiques (en pourcentage du PIB) | -1,8                         | -1,6        | -1,5        | -1,2        | -1,9                          | -1,7        | -1,5        |
| Dette brute des administrations publiques (en pourcentage du PIB)      | 89,4                         | 88,5        | 87,3        | 85,7        | 89,5                          | 88,4        | 87,0        |
| IPCH   | 0,2                          | 1,3         | 1,5         | 1,7         | 0,2                           | 1,2         | 1,6         |
|  | [0,2 - 0,2]                  | [0,8 - 1,8] | [0,7 - 2,3] | [0,9 - 2,5] | [0,1 - 0,3]                   | [0,6 - 1,8] | [0,8 - 2,4] |
| IPCH ex énergie  | 0,9                          | 1,1         | 1,4         | 1,7         | 0,9                           | 1,2         | 1,5         |

Source : BCE

En ce qui concerne l'inflation, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est poursuivie pour s'établir à 0,6 % en novembre 2016, après 0,5 % en octobre et 0,4 % en septembre. Cette évolution traduit, dans une large mesure, l'augmentation des prix de l'énergie en rythme annuel, alors qu'aucun signe majeur de remontée de l'inflation sous-jacente n'a été observé jusqu'à présent. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait continuer de s'accroître sensiblement au tournant de l'année, essentiellement en raison d'effets de base dans le rythme annuel de variation des prix de l'énergie. Confortés par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, la reprise économique attendue et la résorption progressive correspondante de la sous-utilisation des capacités productives devraient continuer à pousser les taux d'inflation à la hausse.

Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017, de 1,5 % en 2018 et de 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'inflation globale demeurent dans l'ensemble inchangées.

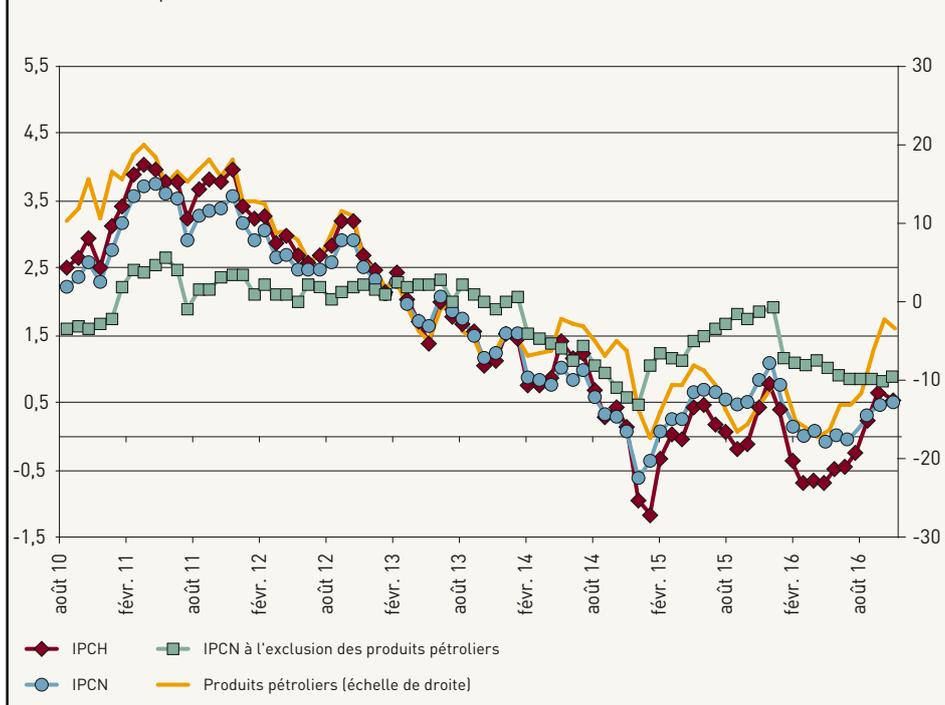
## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

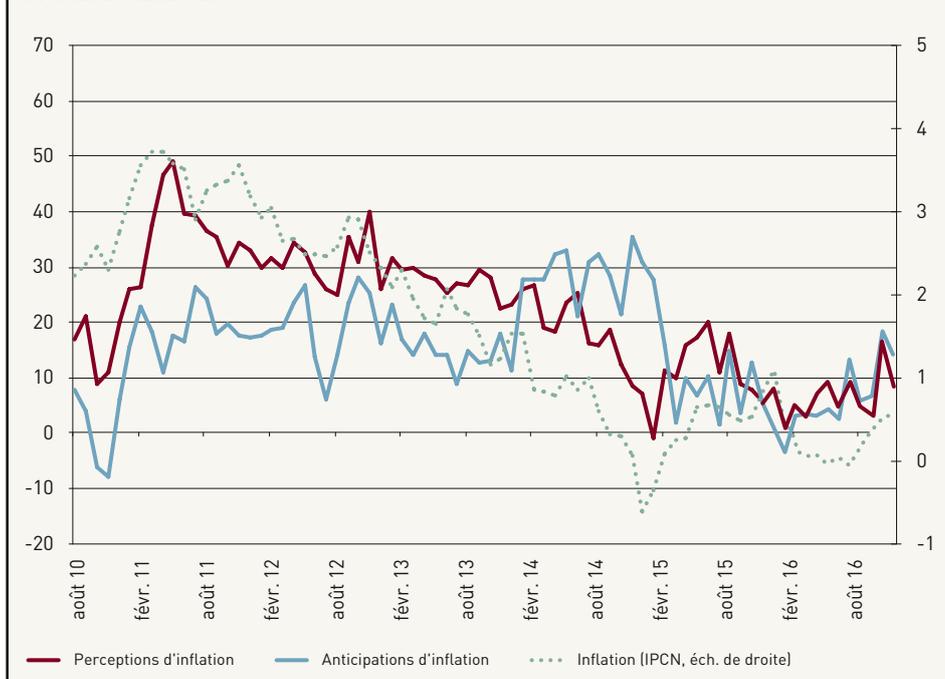
Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) avait reculé en 2015, pour la quatrième année consécutive. La dynamique de l'inflation au Luxembourg était ainsi en phase avec l'inflation de la zone euro. Cependant, avec une hausse de 0,5 % en 2015, le taux d'inflation de l'IPCN avait été plus élevé que le taux d'inflation de l'IPCH dans la zone euro (0,0 %). De janvier à

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



Source : STATEC

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



Sources : BCL et STATEC

novembre 2016, le taux d'inflation moyen n'a été que de 0,2 % (voir graphique 5). Le différentiel par rapport à la zone euro a lui aussi reculé lors des deux premiers trimestres avant de devenir légèrement négatif lors du troisième trimestre (-0,1 p.p.).

Ce repli de l'inflation est le résultat d'un recul de l'inflation de la composante des prix des autres biens et services. Le taux d'inflation des services a, par exemple, été de 1,0 % de janvier à novembre de l'année 2016, contre 1,7 % en moyenne en 2015. Le recul des prix des produits pétroliers a, en revanche, été de même intensité en 2015 et 2016, notamment suite à la remontée des prix (en taux de variation mensuel) observée depuis la fin de l'été 2016. L'inflation des prix à l'exclusion des produits pétroliers a pour sa part fortement reculé depuis décembre 2015 et n'a plus été que de 1,0 % en moyenne de janvier à novembre 2016 contre 1,5 % en 2015. L'évolution du prix du pétrole et la dissipation des effets liés à la hausse de la taxation indirecte en 2015 (effet de base négatif) ont notamment contribué à ralentir l'inflation globale. Abstraction faite de ces deux éléments, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des prix à taxation indirecte constante et en excluant les prix de l'énergie, le taux d'inflation aurait en effet nettement progressé en 2016 par rapport à sa moyenne de 2015.

Ainsi, le taux d'inflation au Luxembourg a été très proche, même si légèrement plus faible au troisième trimestre que celui observé

dans la zone euro<sup>2</sup>. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a exceptionnellement été négatif et ceci à concurrence de -0,4 p.p. sur les trois premiers trimestres de 2016. Les taux d'inflation en France et en Allemagne ont été proches du taux au Luxembourg. Néanmoins, en Belgique, s'élevant à 1,7 %, le taux d'inflation a été un des taux les plus élevés de la zone euro. Les différentiels du Luxembourg cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2016 ont atteint, respectivement, +9,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +6,4 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>3</sup>, les perceptions d'inflation, après avoir reculé vers la fin de l'année 2015, se sont stabilisées à un niveau très bas depuis le début de l'année 2016 (voir graphique 6). Les anticipations d'inflation se sont stabilisées depuis le début de l'année 2016 et se sont également établies à un niveau relativement bas. Ces deux mouvements semblent logiques dans la mesure où les effets de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation se sont dissipés et que le taux d'inflation global est demeuré à un niveau bas. Les anticipations se sont néanmoins situées à un niveau nettement plus élevé en octobre et en novembre, vraisemblablement en réaction à la remontée des prix des produits pétroliers.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient reculé de 1,1 % en 2015. Lors du premier trimestre de 2016, les prix à la production ont à nouveau été en légère baisse (-0,4 %) et ce, pour l'ensemble des catégories de biens à l'exception des biens de consommation, qui ont fortement progressé (9,7 %). Lors du deuxième trimestre, les prix pour l'ensemble de l'industrie ont été en très légère baisse de 0,1 %. Lors de ce trimestre, seuls les prix à la production des biens d'équipements ont nettement progressé, alors que les prix des autres biens ont légèrement reculé. Le troisième trimestre a quant à lui connu une nette progression des prix à la production (1,1 %) suite à la forte augmentation des prix des biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, des biens de consommation, tandis que les prix à la production des biens énergétiques ont fortement reculé.

Tableau 3 :

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

|                                   | 2014 | 2015 | 2016-T1 | 2016-T2 | 2016-T3 |
|-----------------------------------|------|------|---------|---------|---------|
| Ensemble des produits industriels | -3,0 | -1,1 | -0,4    | -0,1    | 1,1     |
| Biens intermédiaires              | -3,0 | -1,0 | -2,0    | -0,3    | 4,2     |
| Biens d'équipement                | 0,1  | -1,3 | -0,5    | 0,8     | -0,1    |
| Biens de consommation             | 0,5  | 0,6  | 9,7     | -0,2    | 0,4     |
| Biens énergétiques                | -8,1 | -2,7 | -4,5    | -0,3    | -8,0    |

Source : STATEC, calculs BCL

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

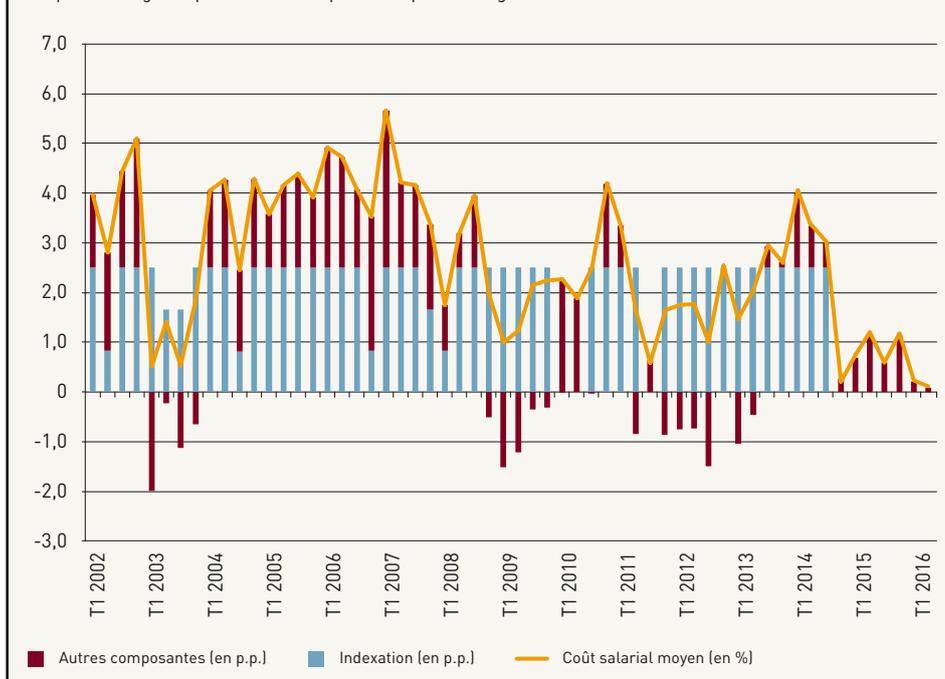
La plus récente estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 0,2 % au deuxième trimestre 2016, après une baisse de 0,1 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée a révélé que cette progression était entièrement imputable à la contribution des « autres composantes », qui incorporent les éléments « réels », telles que les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail. L'apport de l'indexation des salaires a été nul depuis le

2 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 du Luxembourg a été mesurée par l'IPCH.

3 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.

Graphique 7

### Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen (en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC, calculs BCL

moyen a été la plus dynamique dans les « activités immobilières » (5,5 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2016), l'industrie (1,9 %) et la branche « information et communication » (1,6 %). Au contraire, le coût salarial moyen s'est inscrit en baisse dans le secteur public au sens large (-1,9 %), le secteur financier (-1,1 %)⁵, les autres activités de services (-0,5 %) et le secteur primaire (-0,2 %). En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,2 % au cours du trimestre sous revue. 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.

dernier trimestre 2014, compte tenu du fait qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée depuis la fin de l'année 2013.

Notons que l'indicateur de court terme, calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale, a reflété 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 0,9 % au cours du trimestre sous revue. 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 méthodologique⁴.

L'analyse sectorielle révèle que la progression du coût salarial

4 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.

5 Il convient de mentionner que la progression du coût salarial moyen dans ce secteur peut être impactée par le versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux dans le secteur bancaire. Selon le compte de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse de 2,0 % au deuxième trimestre 2016 en comparaison annuelle.

Tableau 4 :

## Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

|  | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT<br>AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT |        |        |         |         | POURCENTAGE DE VARIATION<br>PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE<br>DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE |        |        |         |         |
|--|--|--------|--------|---------|---------|--|--------|--------|---------|---------|
|  | 2015T2   | 2015T3 | 2015T4 | 2016 T1 | 2016 T2 | 2015T2   | 2015T3 | 2015T4 | 2016 T1 | 2016 T2 |
| Secteur primaire   | 0,0  | 0,3    | 0,9    | -0,4    | -0,8    | 0,5  | -0,6   | 1,4    | 1,0     | -0,2    |
| Industrie, y compris énergie   | -1,9   | 1,5    | -1,1   | 1,3     | 0,3     | -2,1   | 0,9    | -0,4   | -0,2    | 1,9     |
| Construction   | 0,6  | 0,6    | 0,3    | -0,0    | 0,4     | 2,4  | 1,2    | 1,5    | 1,4     | 1,2     |
| Commerce; réparation d'automobiles<br>et de motocycles; transports et<br>entreposage; hébergement et<br>restauration | 0,9  | 0,5    | -0,1   | 0,2     | 0,3     | 1,6  | 2,3    | 1,9    | 1,4     | 0,9     |
| Information et communication   | 0,2  | -0,0   | 0,9    | -2,2    | 2,9     | 2,8  | 0,6    | 2,5    | -1,3    | 1,6     |
| Activités financières et d'assurance   | 0,6  | -0,2   | 0,0    | -0,5    | -0,5    | -0,0   | -0,9   | 1,6    | -0,0    | -1,1    |
| Activités immobilières   | -2,8   | 0,8    | 0,2    | 0,5     | 3,8     | 4,3  | 2,8    | 6,4    | -1,1    | 5,5     |
| Activités spécialisées, scientifiques<br>et techniques; activités de services<br>administratifs et de soutien        | -0,7   | -0,2   | 0,8    | -0,5    | 0,9     | 1,0  | 0,5    | 0,3    | -0,6    | 1,3     |
| Administration publique, défense,<br>éducation, santé humaine et action<br>sociale                                   | 1,4  | -1,3   | -0,3   | 0,3     | -0,8    | 2,1  | -0,2   | 0,6    | 0,0     | -1,9    |
| Arts, spectacles et activités<br>récréatives; autres activités de<br>services  | 1,5  | -0,4   | -1,5   | 1,4     | -0,0    | 3,5  | 2,1    | 2,2    | 0,9     | -0,5    |
| Coût salarial moyen - économie totale  | 0,4  | -0,1   | 0,0    | -0,1    | 0,2     | 1,2  | 0,6    | 1,2    | 0,2     | 0,1     |

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 certaine modération salariale. La dynamique des salaires a été 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.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les dernières informations ont confirmé le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 3,1 % en août 2016, en glissement annuel, une croissance stable par rapport au mois précédent. Selon des estimations du STATEC, à interpréter donc avec prudence au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi aurait décéléré à 3,0 % en moyenne au cours des mois suivants allant jusqu'à novembre 2016.

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 |
|---------|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------------------|-------------------|---|
| 2012    | 2,1                           | 2,6                     | 2,5                      | 1,2                         | 1,9                          | 2,4                   | 2,4                    | 10,9                              | 2,9               | 6,1                                       |
| 2013    | 1,7                           | 2,0                     | 1,8                      | 1,9                         | 2,3                          | 2,0                   | 1,8                    | 15,1                              | 2,8               | 6,9                                       |
| 2014    | 2,7                           | 2,3                     | 2,5                      | 4,2                         | 4,3                          | 2,4                   | 2,6                    | 6,5                               | 2,7               | 7,1                                       |
| 2015    | 3,2                           | 2,1                     | 2,6                      | 2,0                         | 2,5                          | 2,1                   | 2,6                    | -2,6                              | 1,8               | 6,8                                       |
| 2015 T1 | 2,6                           | 2,3                     | 2,5                      | 2,0                         | 2,5                          | 2,3                   | 2,5                    | -0,9                              | 2,0               | 6,9                                       |
| 2015 T2 | 3,3                           | 2,1                     | 2,6                      | 2,1                         | 2,6                          | 2,1                   | 2,6                    | -2,7                              | 1,8               | 6,8                                       |
| 2015 T3 | 3,4                           | 2,1                     | 2,6                      | 2,0                         | 2,6                          | 2,1                   | 2,6                    | -3,6                              | 1,7               | 6,8                                       |
| 2015 T4 | 3,7                           | 2,2                     | 2,8                      | 1,9                         | 2,5                          | 2,1                   | 2,8                    | -3,1                              | 1,8               | 6,7                                       |
| 2016 T1 | 4,2                           | 2,0                     | 3,0                      | 1,2                         | 1,8                          | 1,9                   | 2,9                    | -5,3                              | 1,4               | 6,5                                       |
| 2016 T2 | 4,1                           | 2,1                     | 3,0                      | 1,2                         | 1,9                          | 2,0                   | 2,9                    | -4,8                              | 1,6               | 6,4                                       |
| 2016 T3 | 3,9                           | 2,3                     | 3,1                      | 1,6                         | 2,2                          | 2,3                   | 3,0                    | -4,3                              | 1,8               | 6,4                                       |
| 2016 T4 | 3,9                           | 2,2                     | 3,0                      | 1,2                         | 1,9                          | 2,1                   | 2,9                    | -4,5                              | 1,7               | 6,3                                       |
| nov-15  | 3,5                           | 2,0                     | 2,7                      | 2,1                         | 2,7                          | 2,0                   | 2,7                    | -3,5                              | 1,7               | 6,7                                       |
| déc-15  | 3,6                           | 2,1                     | 2,8                      | 1,8                         | 2,4                          | 2,1                   | 2,8                    | -2,6                              | 1,8               | 6,7                                       |
| jan-16  | 4,5                           | 2,2                     | 3,3                      | 0,8                         | 1,5                          | 2,1                   | 3,1                    | -5,7                              | 1,5               | 6,5                                       |
| fév-16  | 4,0                           | 1,9                     | 2,9                      | 1,3                         | 2,0                          | 1,8                   | 2,8                    | -6,0                              | 1,3               | 6,5                                       |
| mars-16 | 4,2                           | 1,8                     | 2,9                      | 1,4                         | 2,0                          | 1,8                   | 2,8                    | -4,1                              | 1,4               | 6,5                                       |
| avr-16  | 4,3                           | 2,0                     | 3,0                      | 1,0                         | 1,7                          | 1,9                   | 2,9                    | -3,9                              | 1,5               | 6,5                                       |
| mai-16  | 3,9                           | 2,1                     | 2,9                      | 1,2                         | 1,9                          | 2,0                   | 2,9                    | -5,2                              | 1,5               | 6,4                                       |
| juin-16 | 4,1                           | 2,2                     | 3,0                      | 1,3                         | 2,0                          | 2,1                   | 3,0                    | -5,2                              | 1,6               | 6,4                                       |
| juil-16 | 3,8                           | 2,4                     | 3,1                      | 1,6                         | 2,2                          | 2,4                   | 3,0                    | -5,1                              | 1,9               | 6,4                                       |
| août-16 | 3,9                           | 2,3                     | 3,1                      | 1,7                         | 2,3                          | 2,3                   | 3,0                    | -4,6                              | 1,8               | 6,4                                       |
| sep-16  | 4,0                           | 2,3                     | 3,1                      | 1,3                         | 2,0                          | 2,2                   | 3,0                    | -3,1                              | 1,9               | 6,3                                       |
| oct-16  | 3,9                           | 2,2                     | 2,9                      | 1,1                         | 1,8                          | 2,1                   | 2,9                    | -4,1                              | 1,7               | 6,3                                       |
| nov-16  | 4,0                           | 2,3                     | 3,0                      | 1,3                         | 2,0                          | 2,2                   | 3,0                    | -4,9                              | 1,7               | 6,2                                       |

Remarque : les données relatives aux mois de septembre à novembre 2016 sont des estimations.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a poursuivi son redressement. Selon les données définitives, l'écart de croissance par rapport à l'emploi résident s'est établi à +2,0 p.p. au cours des huit premiers mois de l'année 2016, après +1,8 p.p. en moyenne au cours du deuxième semestre 2015. L'accélération de la progression de l'emploi national au cours des mois allant de mai à juillet 2016 a cependant quelque peu réduit l'écart de croissance entre emploi résident et frontalier (par rapport à celui observé en début d'année courante)<sup>6</sup>.

Le redressement de l'emploi non résident a témoigné d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et notamment du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires a progressé, en base

6 Au cours de cette période, l'emploi national a progressé de 2,2 % en moyenne, en comparaison annuelle, soit à un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise (soit une croissance de 1,9 % en moyenne au cours de la période de janvier 1996 à août 2008).

annuelle, de 12 % au cours des huit premiers mois de 2016<sup>7</sup>.

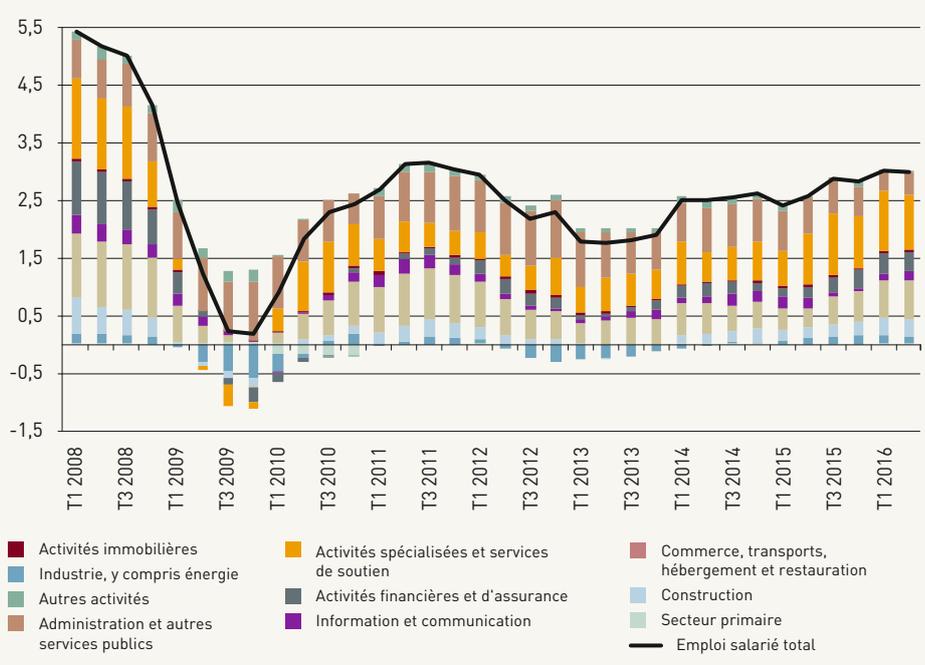
L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au deuxième trimestre 2016, la progression annuelle de l'emploi salarié (3,0 % au total) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et horeca » et le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation). Notons par ailleurs la poursuite du redressement de l'emploi dans l'industrie.

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>8</sup>. Sur l'année séparant les deuxièmes trimestres 2015 et 2016, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé près de 11 300 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de

7 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.

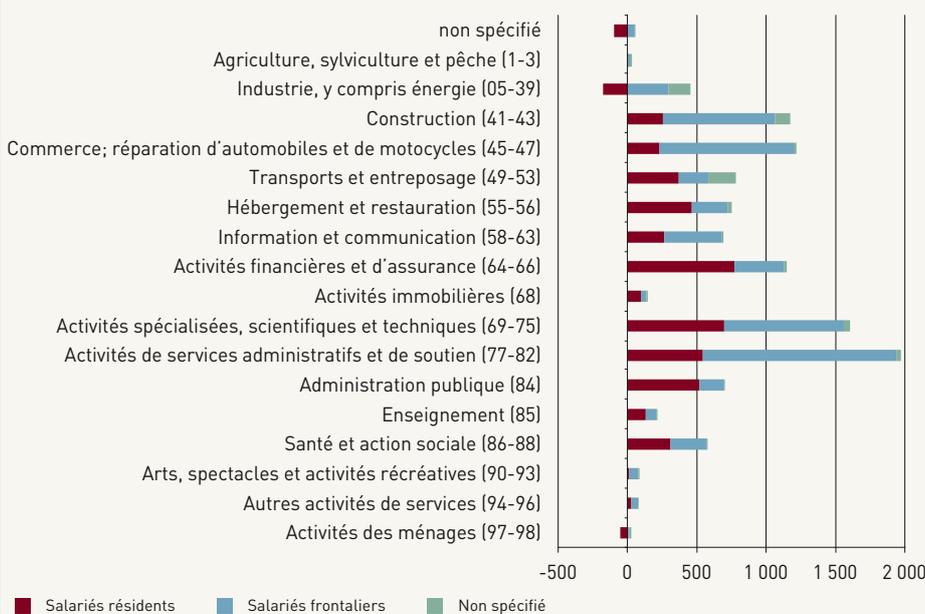
8 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique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

Graphique 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

Graphique 9  
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au deuxième trimestre 2016 (évolution absolue par rapport au deuxième trimestre 2015)



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

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 10

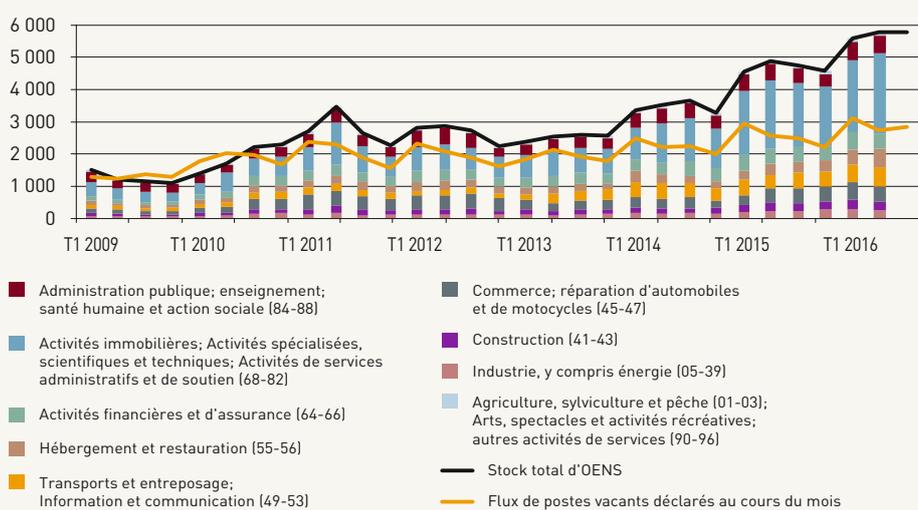
Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique  
(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



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 2016. Par ailleurs, les données relatives au quatrième trimestre font uniquement référence aux mois d'octobre et novembre 2016.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

l'emploi au Luxembourg. Il s'agissait, en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec environ 3 500 emplois créés, principalement occupés par des non résidents. En second lieu, il s'agissait du secteur commercial au sens large (y compris transports et horeca), avec environ 2 700 emplois créés en un an et dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, il s'agissait du secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation) et du secteur financier, avec environ, respectivement, 1 500 et 1 100 emplois créés par chaque secteur, principalement occupés par des résidents.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – ont révélé des anticipations favorables dans le commerce et les services (non financiers). Par ailleurs, les anticipations d'évolution de l'emploi dans la construction et l'industrie ont affiché un redressement progressif.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à près de 5 800 en moyenne au cours des onze premiers mois de l'année courante, soit une hausse de près de 18 % par rapport à la période correspondante de 2015. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, est donc demeuré largement au-

dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Le nombre de postes vacants, déclarés au cours du

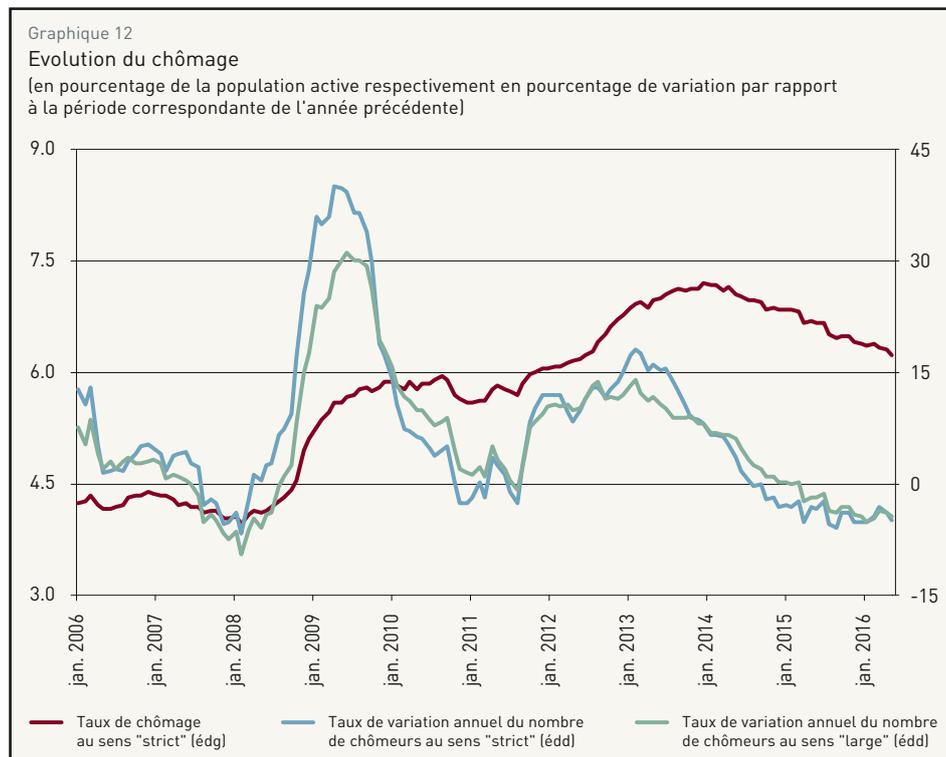
mois auprès de l'ADEM (flux), s'est établi à plus de 2 800 en moyenne au cours des mois de janvier à novembre 2016, en hausse de 8 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes ont indiqué qu'au deuxième trimestre 2016 43 % des offres d'emplois provenaient des services aux entreprises et activités immobilières, incluant, entre autres, le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil; suivis par les branches « transports et entreposage ; information et communication » (10 %), l'horeca (10 %), le secteur public au sens large (9 %) et les secteurs financier et commercial, avec une part de, respectivement, 8 % du total des offres d'emplois. La construction et l'industrie ont contribué, pour leurs parts, avec, respectivement, 5 % et 4 % aux postes vacants.

### 1.2.2.2 Le chômage

L'embellie de l'emploi a continué à se répercuter favorablement du côté du chômage. Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 6,2 % en novembre 2016, un taux en baisse par rapport à celui observé le mois précédent et par rapport au taux observé au cours du mois correspondant de l'année précédente (-0,5 p.p.). Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a poursuivi sa diminution en novembre 2016 (-4,1 % en glissement annuel, soit l'équivalent de près de 900 chômeurs de moins en une année).

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi s'est inscrit sur une trajectoire descendante depuis le mois d'avril 2016, pour s'établir à 5 264 en octobre 2016, soit 3,3 % de moins qu'il y a un an<sup>9</sup>. En outre, et en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une mesure d'activation, le nombre de chômeurs au sens « large » a poursuivi sa tendance baissière.

Une analyse détaillée a par ailleurs révélé qu'au cours des onze premiers mois de l'année en cours la baisse du chômage, au sens « strict », a bénéficié à presque toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque en particulier une diminution de près de 6 % du nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap, un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis

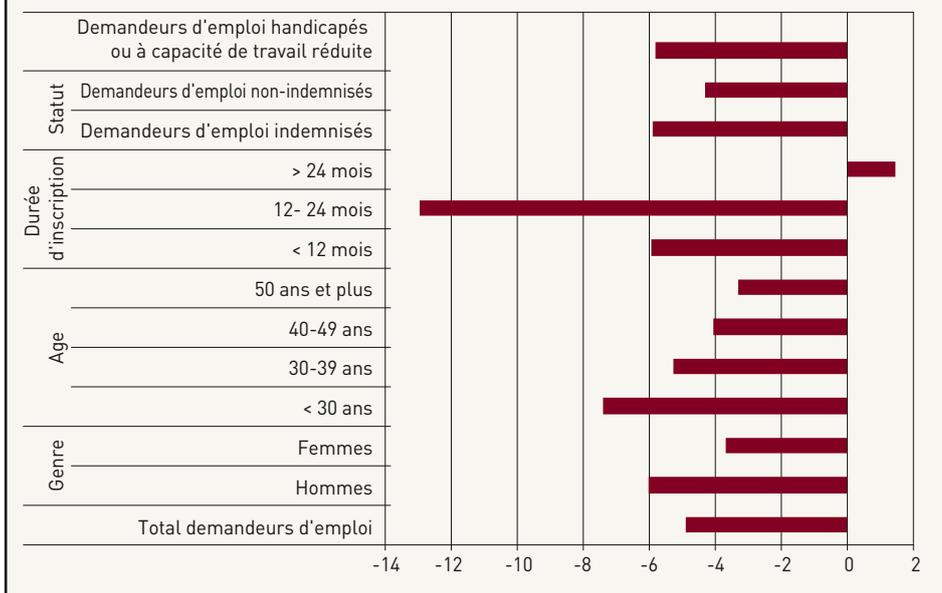


Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

<sup>9</sup> Cette baisse s'explique principalement par l'abolition, en janvier 2016, du « Stage de réinsertion professionnelle ». Ce dernier a été remplacé par deux nouvelles mesures de soutien à l'emploi : le « Contrat de réinsertion-emploi » qui alterne formation pratique et formation théorique et le « Stage de professionnalisation ». Ces deux mesures ont été spécialement conçues pour les demandeurs d'emploi âgés de 45 ans ou plus, les salariés à capacité de travail réduite et les salariés handicapés.

Graphique 13

Evolution du nombre de chômeurs selon leurs caractéristiques  
(variation de pourcentage par rapport aux onze premiers mois de l'année 2015)

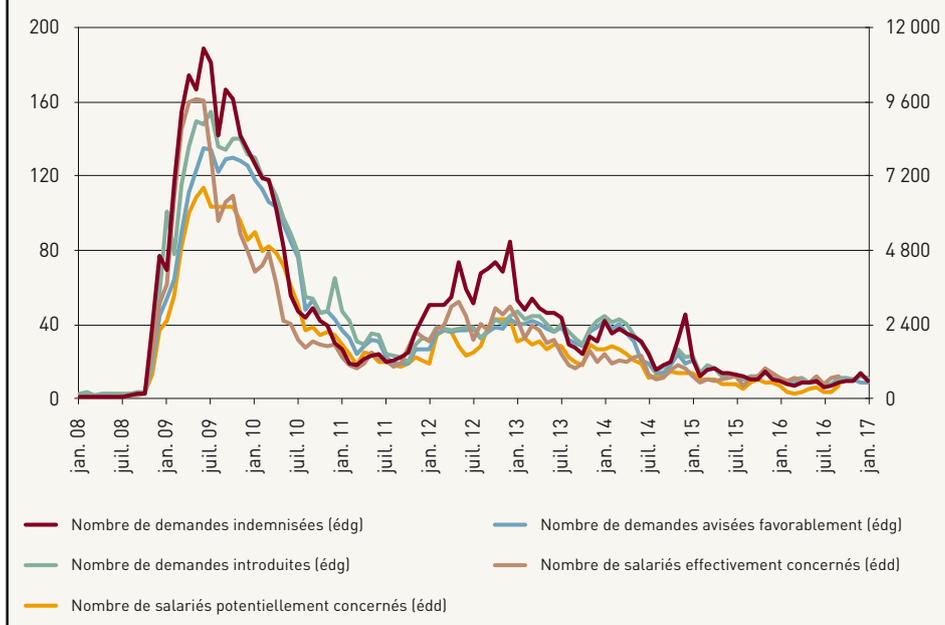


Sources : ADEM, calculs BCL

près de quinze ans<sup>10</sup>. De plus, le nombre de demandeurs d'emploi au chômage depuis, respectivement, moins de 12 mois et entre 12 et 24 mois a sensiblement diminué en une année. En revanche, le chômage de très longue durée (> 24 mois) a poursuivi sa tendance ascendante. Par ailleurs, il convient de noter que, suite à des modifications d'ordre méthodologique (ayant entraîné une rupture de série statistique), il n'est pas possible d'analyser l'évolution annuelle du nombre de chômeurs ventilés par niveau de formation. Les nouvelles données disponibles pour 2016 indiquent cependant une tendance clairement baissière du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation inférieur ou moyen (et un recul moins prononcé des chômeurs hautement qualifiés).

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 2016.  
Source : Comité de conjoncture

Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du chômage partiel. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 466 en moyenne mensuelle en 2016, soit une réduction de près d'un tiers

10 Cette baisse est probablement liée à la réforme de la loi sur le reclassement professionnel qui est entrée en vigueur en janvier 2016 et dont le principal objectif est de favoriser le reclassement des salariés à capacité réduite à l'intérieur des entreprises (et non via l'ADEM).

sur une année<sup>11</sup>. Il s'agit des niveaux les plus faibles observés depuis fin 2008. Il convient cependant de noter la hausse du nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit au mois de janvier 2017 (537 contre 502 un an auparavant). Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit avaient montré une légère hausse en fin d'année 2015. Pour 2016, les données sont encore provisoires, mais leur évolution a suggéré une légère hausse du nombre de salariés en chômage partiel sur les neuf premiers mois de l'année 2016 par rapport à la période correspondante de 2015 mais une baisse par rapport à fin 2015.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

En 2015, la **production industrielle** avait progressé de 1,1 %. Elle avait été soutenue par la production de biens d'équipement et de biens de consommation mais avait été pénalisée par l'industrie sidérurgique ainsi que par la production de biens intermédiaires.

Lors du premier trimestre de 2016, la production a progressé dans l'industrie dans son ensemble. Elle a néanmoins été pénalisée par la forte baisse de la production de biens énergétiques, alors que la production de biens intermédiaires et la production de biens de consommation ont nettement progressé. L'évolution de la production industrielle au deuxième et au troisième trimestre a en revanche été négative. Lors de ces deux trimestres, la production industrielle a été tirée vers le bas par la production de biens d'équipement et de biens de consommation. L'industrie sidérurgique a toutefois connu un rebond important. Cette évolution est à mettre en perspective avec le très faible niveau de production dans la sidérurgie observé lors de l'année 2015. Sur les trois premiers trimestres de 2016, la production industrielle aurait progressé de seulement 0,2 % par rapport aux mêmes trimestres de 2015.

Tableau 6 :

#### Indicateurs relatifs à l'industrie, production par jours ouvrés (en taux de variation annuel)

|                                 | 2014 | 2015  | 2016-T1 | 2016-T2 | 2016-T3 |
|---------------------------------|------|-------|---------|---------|---------|
| Total Industrie                 | 4,4  | 1,1   | 1,5     | -0,6    | -0,4    |
| Industrie sidérurgique          | 12,3 | -15,2 | 0,5     | 28,4    | 22,7    |
| Total industrie hors sidérurgie | 3,0  | 2,4   | 1,6     | -2,4    | -2,1    |
| Biens intermédiaires            | 7,2  | -1,6  | 5,0     | 6,2     | 6,5     |
| Biens d'équipement              | 4,3  | 4,4   | 2,1     | -8,9    | -7,8    |
| Biens de consommation           | -0,5 | 4,9   | 4,1     | -8,2    | -6,7    |
| Biens énergétiques              | 2,2  | -0,4  | -16,5   | 2,3     | -1,9    |

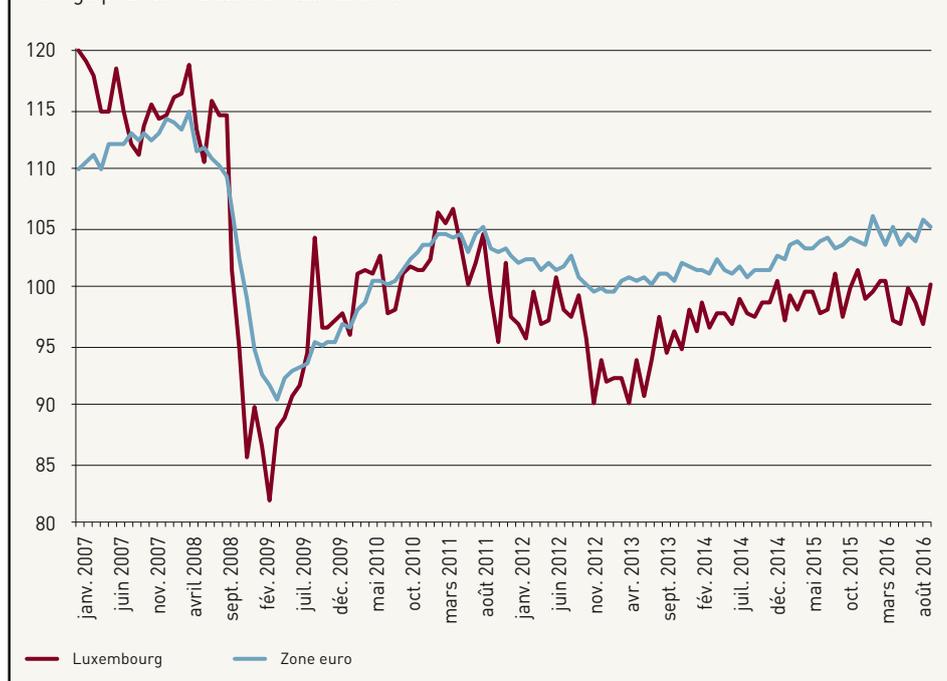
Source : STATEC, calculs BCL

Entre fin 2008 et début 2009, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro avait été caractérisée par une forte baisse. Ce recul avait été plus marqué au Luxembourg, qui avait connu un décrochage par rapport à la zone euro au 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 avait permis une réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. Ce différentiel a semblé se stabiliser en 2016, voire se creuser à nouveau, la production industrielle au Luxembourg étant, en effet, restée inférieure à celle de la zone euro.

11 Le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit correspond au nombre de salariés pour lesquels les entreprises ont introduit une demande de chômage partiel. Rappelons cependant que les entreprises qui ont obtenu une autorisation de chômage partiel, peuvent, *a posteriori*, décider de ne pas recourir à ce dispositif. Par conséquent, le nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit est susceptible d'être inférieur au nombre de salariés potentiellement concernés.

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, calculs BCL

Lors du mois de novembre 2016, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est établi à -13,2, en baisse par rapport au mois de juillet (-12,4). La tendance récente de la production a été en forte progression par rapport au mois d'octobre. De même, l'état du carnet de commandes s'est amélioré par rapport au mois précédent, tant au niveau des commandes domestiques qu'étrangères. Les perspectives d'évolution de la production ont, en revanche, été moins encourageante, puisqu'il y a désormais davantage d'entreprises revoyant leur production future à la baisse qu'à la hausse. Les perspectives d'emplois ont, quant à elles, été relativement stables. Par ailleurs, une majorité de répondants ont déclaré s'attendre à une hausse des prix. A l'occasion des questions trimestrielles posées lors de l'enquête du mois d'octobre, davantage de

sondés ont estimé qu'aucun facteur ne limitait l'activité. Ils ont également été plus nombreux à considérer que la capacité de production était suffisante. Le degré d'utilisation des capacités de production a été en légère hausse, passant de 78 % à 81 %. Enfin selon la perception des sondés, la position concurrentielle dans l'industrie s'est améliorée.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production dans la **construction** avait reculé de 1,6 % et le nombre d'heures travaillées de 0,4 %. Néanmoins, lors de la deuxième moitié de l'année 2015, le nombre d'heures travaillées avait connu une évolution positive. Le premier trimestre de 2016 a confirmé l'embellie amorcée fin 2015 puisque à la fois les heures travaillées et la production ont progressé. Le rebond de la production a été très important, alors que les heures travaillées ont progressé de manière moins marquée. Au deuxième trimestre, la tendance a toujours été positive avec pour différence notable que les heures travaillées ont connu une progression plus accentuée. Le troisième trimestre a confirmé la tendance observée lors de la première moitié de l'année. Sur les trois premiers trimestres de 2016, la production a ainsi progressé de 3,4 %, alors que le nombre d'heures travaillées a été en hausse de 3,1 %.

Le nombre de permis de bâtir accordés a progressé, en variation annuelle, de manière modérée au premier trimestre, alors que cette progression a été très forte au deuxième trimestre. Rappelons toutefois que l'année 2015 avait vu le nombre de permis de bâtir accordés chuter très fortement et ce, suite à la hausse spectaculaire des permis accordés lors du dernier trimestre de 2014, en anticipation à la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui prenait effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015.

Tableau 7 :

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

|  | 2014 | 2015  | 2016-T1 | 2016-T2 | 2016-T3 |
|--|------|-------|---------|---------|---------|
| Production par jour ouvrable (pjo) - Total | 3,8  | -1,6  | 5,7     | 1,6     | 3,0     |
| Heures travaillées                         | 3,6  | -0,4  | 2,4     | 6,0     | 2,6     |
| Permis de bâtir                            | 75,2 | -37,4 | 4,5     | 60,1    |         |

Source : STATEC, calculs BCL

L'indicateur de confiance dans la construction s'est fortement amélioré au mois de novembre, atteignant 7,3 contre -0,7 en octobre. Si l'évolution de l'activité récente a été stable, l'état du carnet de commande a en revanche été orienté à la hausse, tout comme les perspectives d'emplois qui se sont améliorées de façon significative.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 Les établissements de crédit

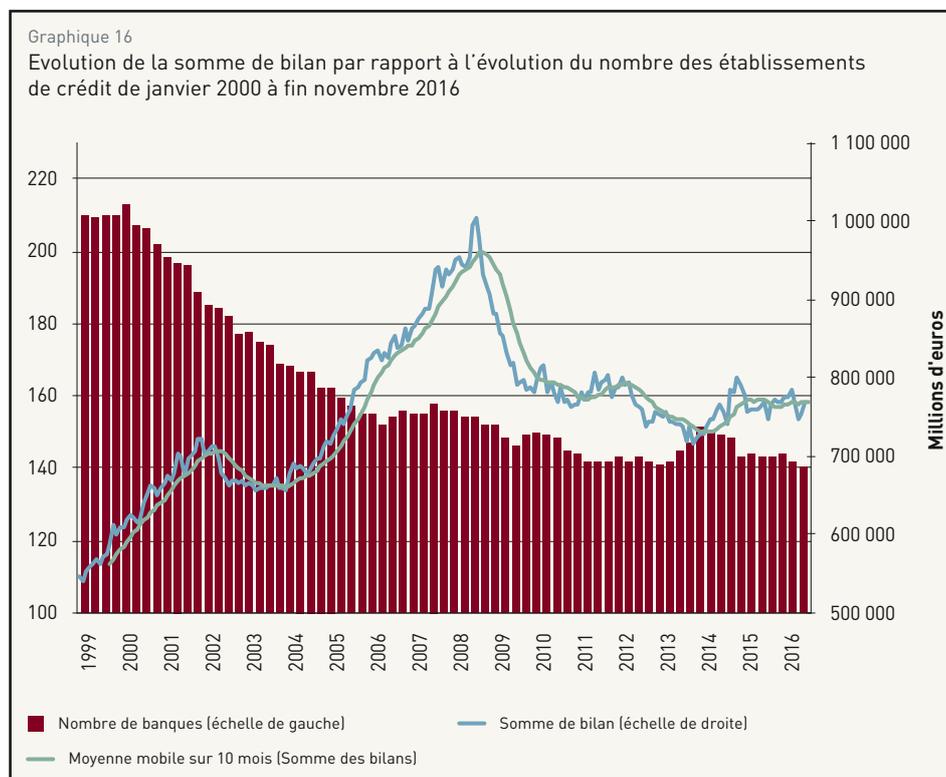
L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 131 personnes fin septembre 2016, soit une hausse de 287 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 97 postes par rapport au 30 juin 2016.

La hausse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre septembre 2015 et septembre 2016 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 76 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 42 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été positif.

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 140 unités au 30 novembre 2016, soit 3 unités en moins qu'au mois de novembre 2015. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 23 unités présentes. On a également dénombré 16 banques françaises, 12 banques suisses, 10 banques italiennes, 10 banques chinoises et cinq banques luxembourgeoises.



Source : BCL



## Le bilan des établissements de crédit

Au 30 novembre 2016, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 768,6 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une hausse annuelle de 1,8 milliard d'euros, soit 0,2 %, par rapport au 30 novembre 2015.

## Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté environ la moitié (48,6 %) du total de l'actif fin novembre 2016. Ces créances ont diminué de 2 milliards d'euros pour porter l'encours à 373,6 milliards d'euros, soit une baisse de 0,5 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 26,8 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 76,2 milliards d'euros fin novembre 2016. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 13 décembre 2016, le montant de ces réserves a été de 4,3 milliards d'euros auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 39 milliards d'euros. Tant les réserves excédentaires que les montants placés à la facilité de dépôt ont augmenté depuis un an et ce, malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 19,3 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 9,7 %, pour atteindre un encours de 218,4 milliards d'euros fin novembre 2016. Une légère hausse de 1,2 % a été enregistrée par rapport au mois d'octobre 2016. Entre novembre 2015 et novembre 2016, 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 9,7 milliards d'euros, soit un accroissement de 16,6 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 1,6 milliard d'euros sur douze mois, soit une hausse de 6,9 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 12,8 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 149,9 milliards d'euros fin novembre 2016, soit une baisse de 7,9 %. Ce portefeuille a représenté 19,5 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 92,3 % de titres de créances à revenus fixes et à 7,7 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin novembre 2016, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 138,4 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 10,8 milliards d'euros ou de 7,3 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation et les transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été défavorables et se sont élevés à -2,7 milliards d'euros, en raison, essentiellement des effets de prix. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 8,1 milliards d'euros entre novembre 2015 et novembre 2016. A noter que le portefeuille de titres à revenus variables a baissé de 2 milliards d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 2,6 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 26,7 milliards d'euros fin novembre 2016, soit 3,5 % 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> |
|---------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|------|---------------------|------|-----------------------------|
|                           | 11-2015                      | 10-2016 | 11-2016 | 11-2015 - 11-2016                     |      | 10-2016 - 11-2016   |      | 11-2016                     |
|                           |                              |         |         | EN MILLIONS D'EUROS                   | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % |                             |
| Créances interbancaires   | 375 633                      | 361 761 | 373 625 | -2 008                                | -0,5 | 11 864              | 3,3  | 48,6                        |
| Créances sur la clientèle | 199 078                      | 215 816 | 218 367 | 19 289                                | 9,7  | 2 551               | 1,2  | 28,4                        |
| Portefeuille titres       | 162 723                      | 151 364 | 149 882 | -12 841                               | -7,9 | -1 482              | -1,0 | 19,5                        |
| Autres actifs             | 29 372                       | 24 214  | 26 723  | -2 649                                | -9,0 | 2 509               | 10,4 | 3,5                         |
| Total de l'actif          | 766 806                      | 753 155 | 768 597 | 1 791                                 | 0,2  | 15 442              | 2,1  | 100,0                       |

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

Source : BCL

**Évolution des principaux postes du passif**

Le financement interbancaire a diminué de 13,3 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 264,7 milliards d'euros fin novembre 2016. A titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 1,7 milliard d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 15 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 36,9 milliards d'euros fin novembre 2016.

Au 30 novembre 2016, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 3,4 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 352,2 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 45,8 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques. Les principaux postes, qui ont influencé l'évolution des dettes envers la clientèle, étaient les dépôts des autres intermédiaires financiers au Luxembourg (+6,5 milliards d'euros), ainsi que les dépôts des sociétés non financières originaires des autres pays membres de la zone euro (+2,5 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a augmenté par rapport à novembre 2015 et a représenté 60,4 milliards d'euros en fin de période, soit 7,9 % 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.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 108 millions d'euros en rythme annuel pour s'établir à 91,4 milliards d'euros fin novembre 2016, soit 11,9 % du passif.

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)

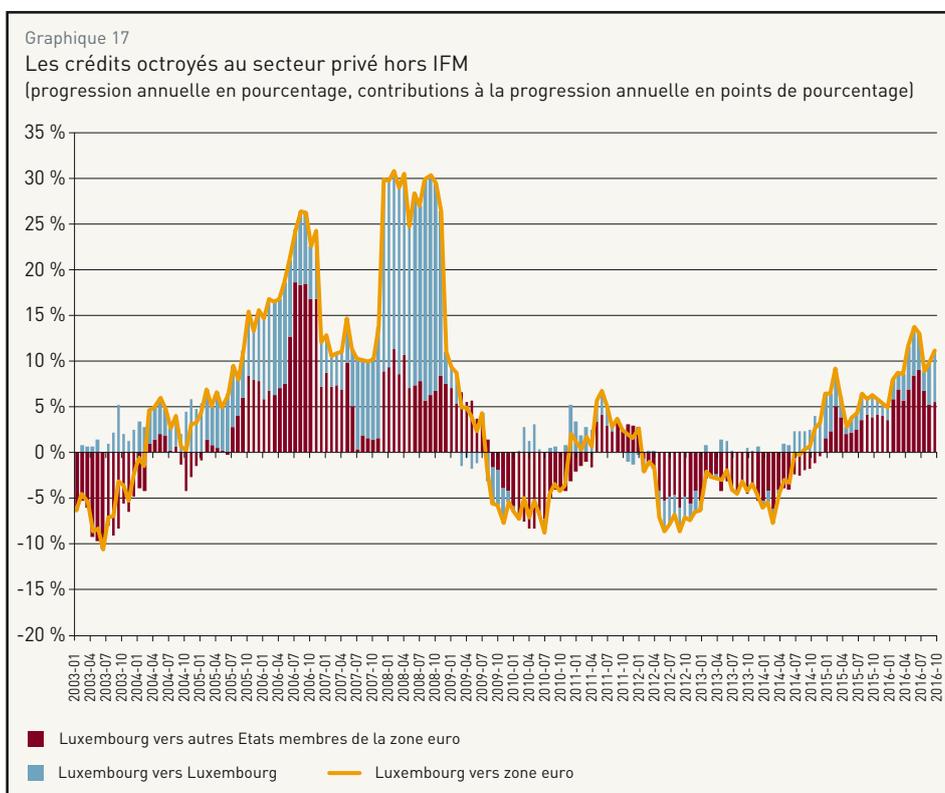
| PASSIFS                          | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS |         |         | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % |      |                     |      | POIDS RELATIF <sup>1)</sup> |
|----------------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|------|---------------------|------|-----------------------------|
|                                  | 11-2015                      | 10-2016 | 11-2016 | 11-2015 - 11-2016                     |      | 10-2016 - 11-2016   |      | 11-2016                     |
|                                  |                              |         |         | EN MILLIONS D'EUROS                   | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % |                             |
| Dettes interbancaires            | 278 019                      | 264 941 | 264 673 | -13 346                               | -4,8 | - 268               | -0,1 | 34,4                        |
| Dettes envers la clientèle       | 340 702                      | 337 735 | 352 162 | 11 460                                | 3,4  | 14 427              | 4,3  | 45,8                        |
| Dettes représentées par un titre | 56 802                       | 59 654  | 60 371  | 3 569                                 | 6,3  | 717                 | 1,2  | 7,9                         |
| Autres passifs                   | 91 283                       | 90 825  | 91 391  | 108                                   | 0,1  | 566                 | 0,6  | 11,9                        |
| Total du passif                  | 766 806                      | 753 155 | 768 597 | 1 791                                 | 0,2  | 15 442              | 2,1  | 100,0                       |

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

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

Les crédits octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de 11,1 % en octobre, soutenus par des contributions positives des crédits octroyés tant aux contreparties résidentes que non résidentes (voir graphique 17).



Source : BCL

Selon les données d'octobre 2016, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 45 % des encours étaient destinés aux entreprises, alors que 18 % des crédits étaient octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Des montants relativement limités étaient destinés aux crédits à la consommation. Quant au secteur financier, 26 % des encours de crédits octroyés au secteur privé sont revenus 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 a été faible.

Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 11,2 % en octobre (voir graphique 18). Cette dynamique a été largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés aux AIF et aux sociétés non financières (SNF) qui ont contribué respectivement à hauteur de 4,5 et 4,2 points de pourcentage à la croissance annuelle en octobre. La contribution des crédits immobiliers octroyés aux ménages a été de 2,4 points de pourcentage.

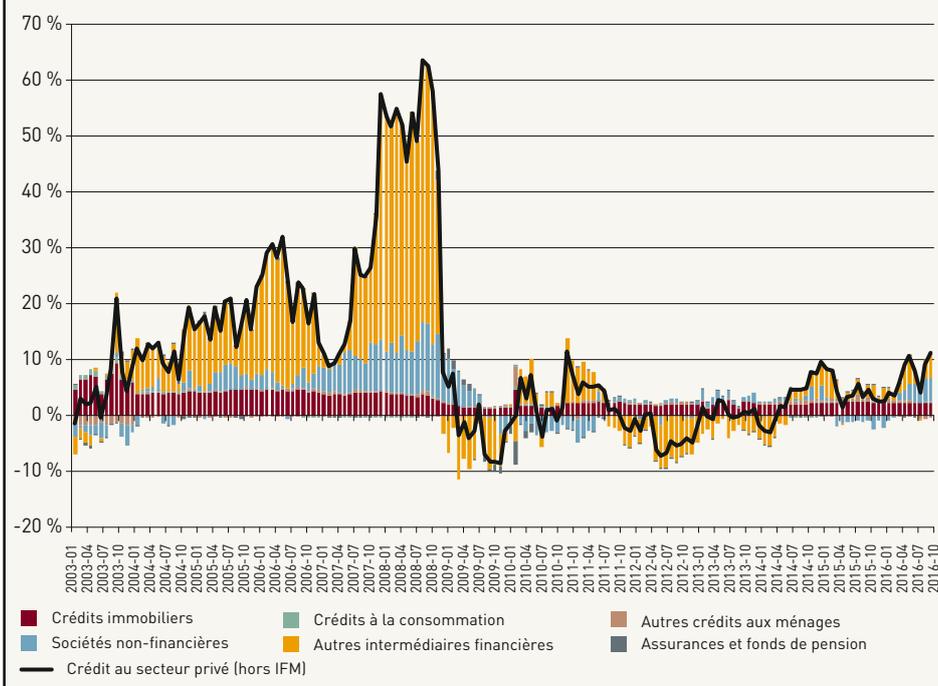
S'agissant des différents secteurs non financiers résidents, une croissance annuelle assez stable des crédits immobiliers accordés aux ménages était observée, croissance qui s'est établie, en rythme annuel, à 6,9 % en octobre. Les crédits à la consommation ont progressé à un taux annuel de 2,7 % en octobre. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la 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 s'est établie à 15,3 % en octobre, faisant suite à de fortes variations négatives en début d'année (allant jusqu'à -6,3 % en janvier). Ces variations, tant positives que négatives, sont principalement attribuables à un nombre limité de banques qui ont fortement modifié leurs encours de crédits aux SNF.

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

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent, pour les données les plus récentes, au mois d'octobre 2016. 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. De plus, des informations sur les encours sont également fournies. On entend par encours, l'ensemble des dépôts placés par les ménages et les sociétés non financières auprès de l'établissement de crédit et l'ensemble des crédits octroyés par l'établissement de crédit aux ménages et aux sociétés non financières.

Graphique 18

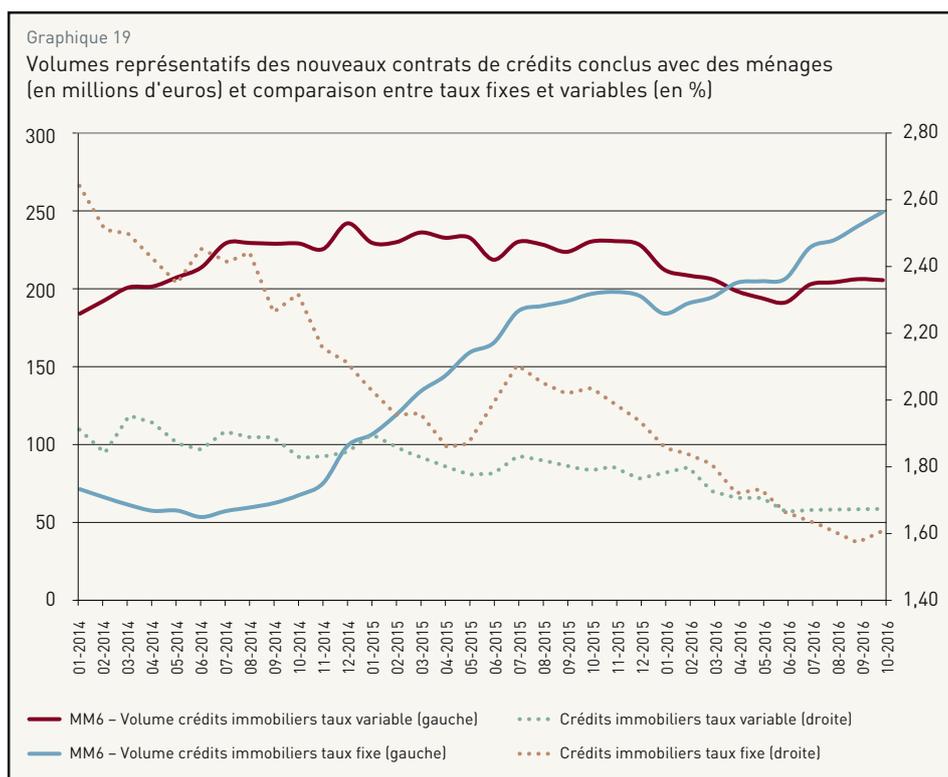
Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes  
(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

## Taux d'intérêt des crédits accordés

Le taux d'intérêt variable<sup>12</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages est resté inchangé à 1,67 % depuis juillet 2016. En comparaison avec le mois d'octobre 2015, ce taux a baissé de 9 points de base. En comparaison mensuelle, les taux d'intérêt fixes<sup>13</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages ont augmenté de 4 points de base pour s'établir à 1,61 % au mois d'octobre 2016. Néanmoins, il convient de noter qu'en comparaison annuelle, ce taux a connu une baisse prolongée et a ainsi diminué de 20 points de base. Le taux d'intérêt sur les encours de crédits immobiliers, avec une échéance initiale supérieure ou égale à 5 ans, s'est également inscrit en baisse pour s'établir à 1,95 % en octobre 2016, soit une diminution de 9 points de base par rapport à octobre 2015. La diminution de l'écart entre taux fixe et taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers a continué de s'accroître. Ce fait a pu encourager les acquéreurs à souscrire à des crédits à taux fixe. En effet, alors que le marché du crédit immobilier luxembourgeois était largement dominé par des crédits à taux variable, le volume des crédits à taux fixe nouvellement accordés est dorénavant supérieur à celui des nouveaux crédits à taux variable. Le graphique ci-dessous, reprenant les moyennes mobiles sur 6 mois des volumes des crédits, met en évidence une tendance haussière marquée pour les crédits à taux fixe ainsi que le rapprochement entre taux fixe et variable.



Source : BCL

En comparaison mensuelle, 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, s'est inscrit en baisse, passant de 2,67 % fin septembre 2015 à 2,36 % fin octobre 2016. En comparaison annuelle, le coût des crédits à la consommation a diminué de 1,33 points de pourcentage. La moyenne mobile sur douze mois de la série sous analyse a d'ailleurs fait apparaître une poursuite de la tendance baissière sous-jacente. Cette baisse se reflète également sur l'encours. En effet, le taux d'intérêt sur les encours de crédits à la consommation, avec une échéance initiale supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans, a atteint 2,94 % en octobre 2016, contre 3,26 % en octobre 2015.

Les autres crédits à taux variable nouvellement accordés, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation, ont vu leurs coûts augmenter de 17 points de base entre octobre 2015

12 Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

13 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 (supérieure à un an). Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

(1,19 %) et octobre 2016 (1,36 %). Il convient de souligner que ces crédits ont souvent été destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits ont majoritairement été offerts à une clientèle non résidente.

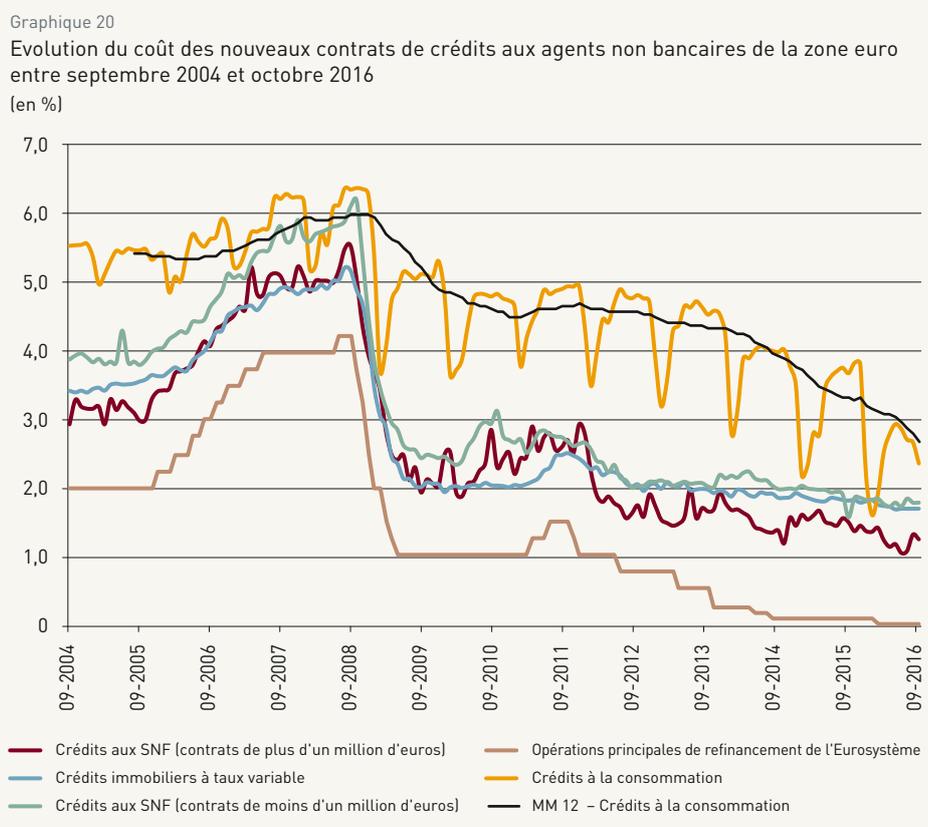
S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros, a augmenté de 22 points de base, par rapport à octobre 2015, pour atteindre 1,76 %. En comparaison mensuelle, ce taux est resté inchangé.

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 22 points de base par rapport au mois d'octobre 2015 pour s'élever à 1,24 % fin octobre 2016. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 7 points de base.

### Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages, d'une durée initiale inférieure ou égale à 1 an, a augmenté de 14 points de base sur douze mois la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,35 % en octobre 2015 à 0,49 % en octobre 2016. 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. De fait, 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. Le taux sur l'encours des dépôts à vue des ménages a atteint 0,16 % en octobre 2016, contre 0,22 % un an plus tôt.

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 a continué d'évoluer en terrain négatif pour atteindre -0,24 % en octobre 2016. Il convient toutefois d'interpréter cette évolution avec précaution car les pondérations des contrats individuels sont également très volatiles pour cette catégorie d'instruments. Le taux sur l'encours des dépôts à vue des sociétés non financières a été de 0,01 % en octobre 2016 contre 0,09 % en octobre 2015.

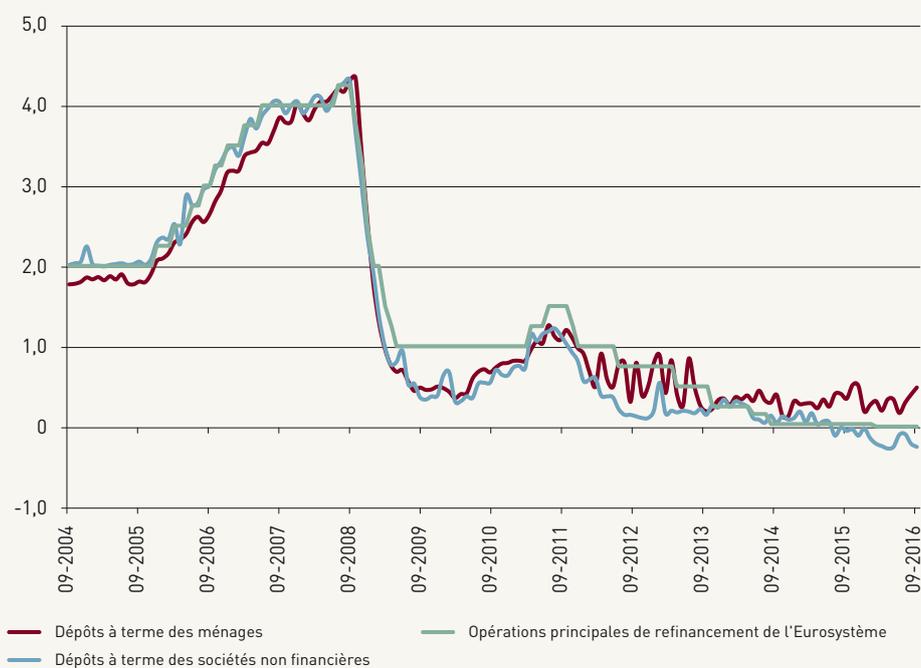


Source : BCL

Graphique 21

Evolution de la rémunération des dépôts des agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et octobre 2016

(en %)



Source : BCL

## Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat net avant provisions et dépréciations s'est inscrit en hausse par rapport au troisième trimestre de l'année précédente pour s'élever à 4 469 millions d'euros fin septembre 2016. Les derniers chiffres trimestriels ont confirmé les tendances observées pour les composantes structurelles du compte de résultats. En effet, le produit bancaire a principalement été soutenu par la marge sur intérêts qui a continué de progresser durant le troisième trimestre de 2016, tandis que les revenus nets sur commissions se sont maintenus aux niveaux précédemment affichés en 2016. Du côté des frais généraux, une stabilisation des frais de personnel et autres frais d'exploitation a été constatée.

Tableau 10 :

Compte de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois, y compris leurs succursales à l'étranger (données ajustées, en millions d'euros)

|    | RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS                            | 2015 09 | 2016 09 | VARIATION EN TERMES BRUTS | VARIATION EN POURCENT |
|----|---|---------|---------|---------------------------|-----------------------|
| 1  | Produits d'intérêts   | 8 450   | 8 352   | - 98                      | - 1,2                 |
| 2  | Intérêts bonifiés   | 5 169   | 4 789   | - 380                     | - 7,4                 |
| 3  | Marge sur intérêts (1-2)                                      | 3 281   | 3 564   | 283                       | 8,6                   |
| 4  | Revenus nets sur commissions                                  | 3 563   | 3 374   | -189                      | - 5,3                 |
| 5  | Revenus sur opérations de change                              | 277     | 259     | - 18                      | - 6,5                 |
| 6  | Dividendes reçus  | 915     | 973     | 58                        | 6,3                   |
| 7  | Autres revenus nets   | 651     | 702     | 51                        | 7,9                   |
| 8  | Revenus hors intérêts (4+5+6+7)                               | 5 406   | 5 308   | - 98                      | - 1,8                 |
| 9  | Produit bancaire (4+8)  | 8 687   | 8 872   | 185                       | 2,1                   |
| 10 | Frais de personnel  | 2 301   | 2 298   | - 3                       | - 0,1                 |
| 11 | Frais d'exploitation  | 1 846   | 1 875   | 29                        | 1,6                   |
| 12 | Frais de personnel et d'exploitation (10+11)                  | 4 148   | 4 173   | 25                        | 0,6                   |
| 13 | Amortissements sur immobilisé non financier                   | 246     | 229     | - 17                      | - 6,9                 |
| 14 | Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13) | 4 293   | 4 469   | 176                       | 4,1                   |

Sources : CSSF, calculs BCL

Les produits d'intérêts générés par les banques de la place financière, y compris leurs succursales à l'étranger, ont augmenté au troisième trimestre de l'année 2016. En comparaison annuelle avec le mois de septembre 2015, les revenus d'intérêts agrégés en cours d'année ont légèrement reculé (de -1,2 %, soit 98 millions d'euros). Les intérêts bonifiés ont diminué de 380 millions d'euros, soit 7,4 % en rythme annuel pour atteindre 4 789 millions d'euros, ayant ainsi permis au secteur bancaire de dégager une marge de 3 564 millions d'euros durant les trois premiers trimestres de 2016 (en hausse de 8,6 % par rapport à l'année précédente).

Il convient de préciser que cette progression de la marge sur intérêts doit être interprétée avec précaution. En effet, la marge s'est stabilisée sur un an pour environ la moitié des établissements de crédit. Ces chiffres ayant été agrégés en cours d'année, les variations annuelles observées ont continué à être fortement influencées par un nombre limité de banques.

Les revenus nets de commissions continuent à se situer en deçà des niveaux affichés durant l'année 2015, qui avait été marquée par une forte croissance de l'activité des fonds d'investissement. Fin septembre 2016, les commissions nettes perçues par les banques se sont élevées à 3 374 millions d'euros, en retrait de 5,3 % par rapport au niveau affiché un an auparavant.

Au niveau des revenus non récurrents, les dividendes perçus sont restés significatifs et ont progressé de 58 millions d'euros sur un an, pour atteindre 973 millions d'euros fin septembre 2016. Il convient également de souligner l'évolution favorable des autres revenus nets qui ont augmenté de 51 millions d'euros sur un an pour s'élever à 702 millions d'euros à la fin du 3<sup>e</sup> trimestre 2016.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus précitées, a progressé de 2,1 % en rythme annuel pour s'élever à 8 872 millions d'euros à la fin du troisième trimestre.

Du côté des charges, tant les frais de personnel que les autres frais d'exploitation ont été relativement stables durant la période d'observation. Ainsi, les frais généraux sont passés de 4 148 millions d'euros au mois de septembre 2015 à 4 173 millions d'euros en septembre 2016.

En conclusion, tenant compte également de la baisse des amortissements sur immobilisations non financières, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts a progressé de 4,1 % sur un an pour atteindre 4 469 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2016.

### 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 crédits<sup>14</sup>. Lors de l'édition d'octobre 2016, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

Dans l'édition d'octobre 2016, les questions rétrospectives faisaient référence au troisième trimestre 2016, tandis que les questions prospectives couvraient le quatrième trimestre 2016.

14 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)

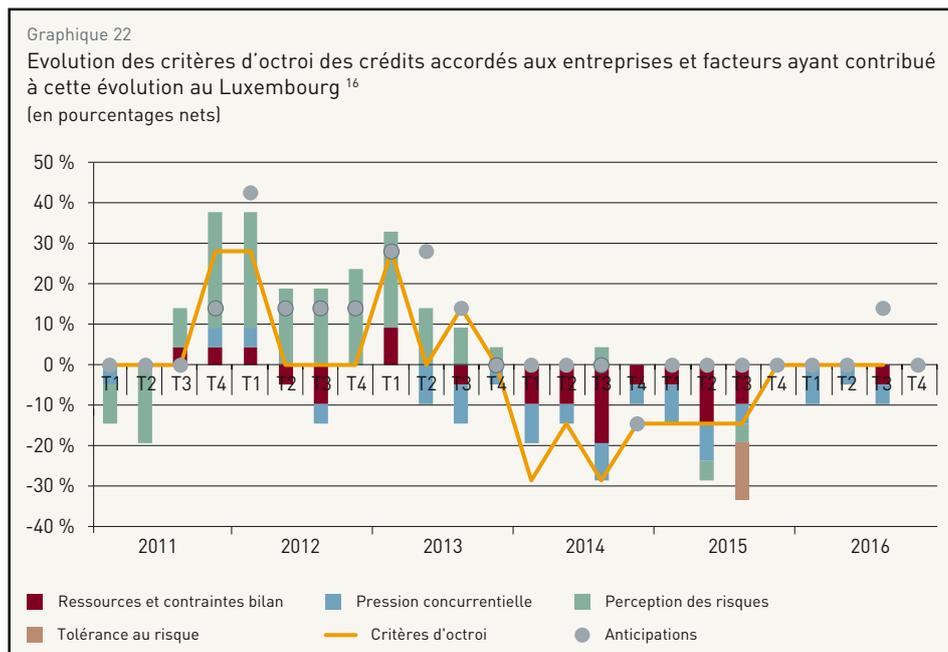
Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

### Crédits accordés aux entreprises

Au troisième trimestre 2016, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères d'octroi<sup>15</sup> de crédits aux entreprises sont restés inchangés, aussi bien pour les PME que pour les

grandes entreprises. Ces critères d'octroi ont seulement connu un léger effet d'assouplissement émanant de la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières et d'une amélioration de la position de liquidité (voir graphique 22). Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont aussi déclaré ne pas avoir modifié les critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. Elles ont également noté l'effet d'assouplissement des critères d'octroi attribuable à la pression concurrentielle, tandis qu'une dégradation de leurs fonds propres a contribué à un durcissement.

Selon les anticipations des banques au Luxembourg, les critères d'octroi devraient rester inchangés lors du quatrième trimestre, alors qu'un léger durcissement était attendu au niveau de la zone euro.



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

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi<sup>17</sup>, qui déterminent les éléments spécifiques du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une diminution des marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. Elles ont également reporté un assouplissement en termes de demandes de garanties et d'autres conditions d'octroi. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi relevé un assouplissement des marges sur les prêts de risque moyen

15 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 ».

16 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, 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.

17 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.

et sur les prêts plus risqués ainsi que d'autres conditions d'octroi de crédits.

Les banques au Luxembourg ont rapporté une diminution de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises. Selon ces banques, cette diminution a été principalement attribuable à une diminution de l'investissement en capital fixe et à une augmentation du recours aux financements internes des entreprises. Néanmoins, un besoin accru en fonds de roulement a eu un effet positif sur la demande de crédits (voir graphique 23).

Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de la demande de crédits, en l'attribuant principalement au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation des besoins en fonds de roulement des entreprises. En revanche, l'augmentation de la demande de crédits a été atténuée par le fait que les entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement.

### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

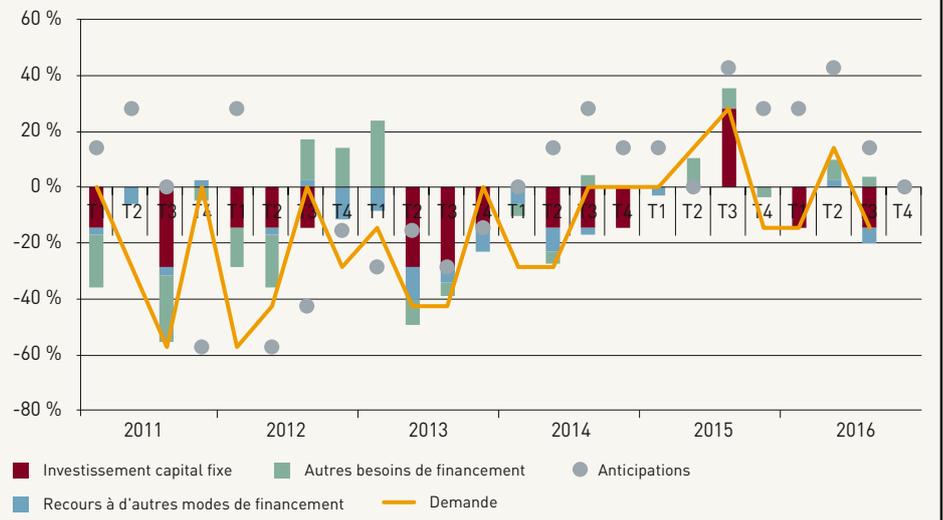
Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les

18 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, 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.

Graphique 23

Evolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg<sup>18</sup>

(en pourcentages nets)



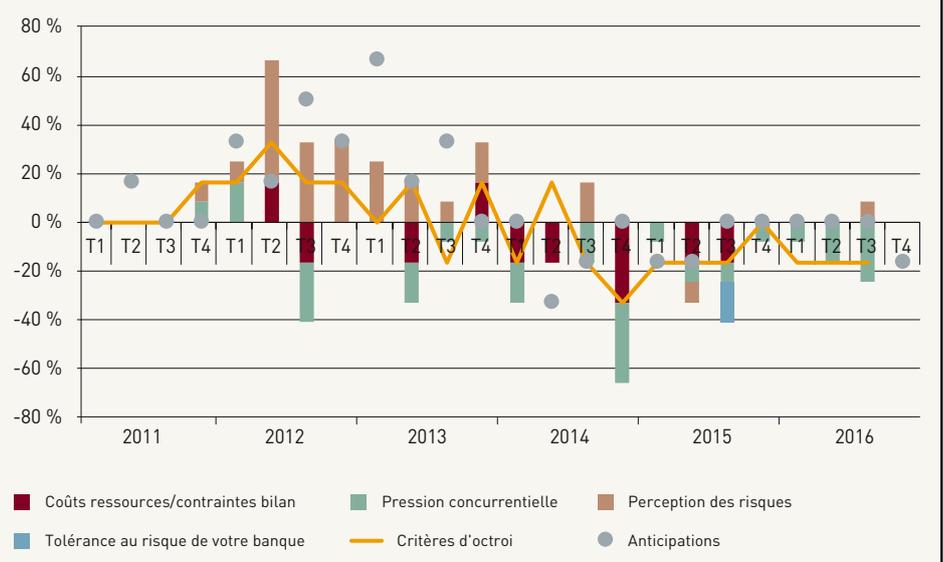
Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Emission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la 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

Graphique 24

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

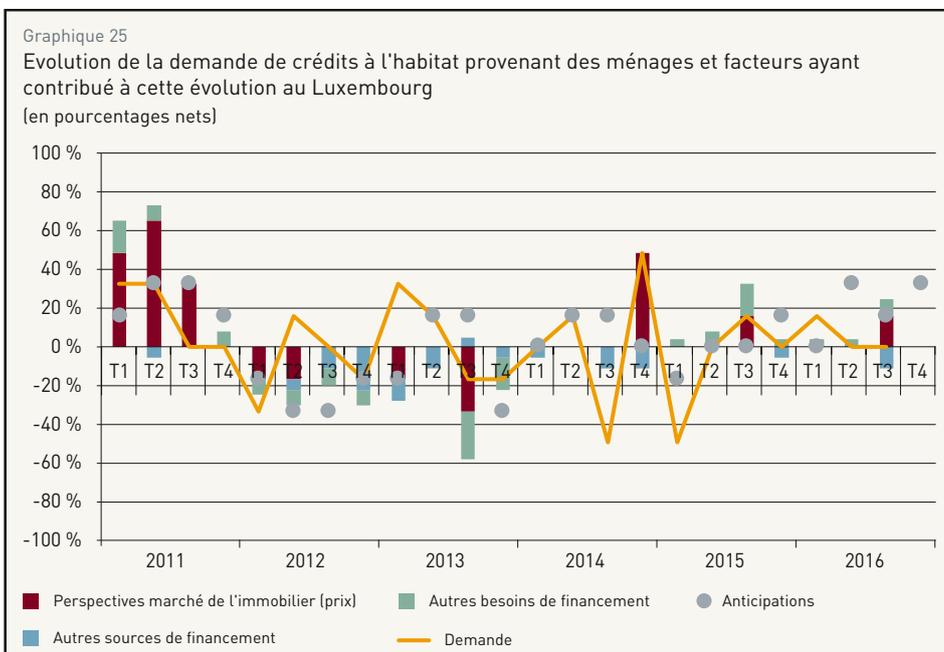
banques au Luxembourg ont rapporté un léger assouplissement des critères d'octroi (voir graphique 24). Cette évolution a été attribuée à une concurrence bancaire plus importante. Dans la zone euro, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli les critères d'octroi, sous l'effet principalement d'une augmentation de la concurrence bancaire et d'une amélioration des perspectives sur le marché du logement.

Les banques au Luxembourg et celles de la zone euro, dans son ensemble, ont déclaré s'attendre à un nouvel assouplissement des critères d'octroi au cours du quatrième trimestre.

En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une réduction des marges sur les prêts de risque moyen et d'une augmentation de leur quotité d'emprunt. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction des marges sur les prêts de risque moyen, mais ont cependant noté un léger resserrement d'autres conditions d'octroi, telle qu'une diminution de la quotité d'emprunt.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à l'habitat a été inchangée au cours du troisième trimestre 2016. Cette demande a été soutenue par le faible niveau des taux d'intérêt ainsi que par des perspectives d'évolution positives du marché immobilier. En revanche, le recours à d'autres modes de financement, notamment une augmentation de l'apport en fonds propres des ménages, a eu une incidence négative sur la demande de crédits (voir graphique 25).

Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, principalement attribuée au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de la confiance des consommateurs.



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

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

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, selon les banques au Luxembourg les critères d'octroi sont restés inchangés au troisième trimestre. Les banques de la zone euro ont indiqué un léger assouplissement des critères d'octroi, favorisé par une augmentation de la pression concurrentielle et par une diminution des coûts des ressources.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ainsi que celles au niveau de la zone euro ont déclaré avoir légèrement diminué les marges sur les prêts de risque moyen. Les marges sur les crédits plus risqués ont toutefois augmenté au niveau de la zone euro.

Selon les banques luxembourgeoises, la demande de crédits à la consommation et d'autres prêts est restée inchangée durant le troisième trimestre. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, attribuée à une hausse 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 cinq questions *ad hoc*. La première question portait sur l'impact de la situation sur les marchés financiers sur les conditions auxquelles les banques ont accès aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont signalé aucun changement des conditions d'accès au financement de détail ou financement de marché. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une légère amélioration des conditions d'accès au financement de détail. Par ailleurs, les banques de la zone euro ont noté une amélioration des conditions d'accès au financement par titres de créances et une détérioration des conditions d'accès au financement par le marché interbancaire.

La deuxième question *ad hoc* concernait l'effet du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème sur les actifs des banques. Au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre avril et septembre ce programme a eu un impact positif sur leur position de liquidité et sur leurs conditions de financement de marché. Toutefois, au Luxembourg, comme au niveau de la zone euro, les banques ont signalé une légère dégradation de leur niveau de rentabilité sur cette période, résultant d'une détérioration des marges nettes d'intérêt.

La troisième question avait trait à la manière dont les banques ont utilisé ou prévoyaient d'utiliser la liquidité supplémentaire issue du programme étendu d'achats d'actifs. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles de la zone euro, ont indiqué que l'augmentation des dépôts de la clientèle a principalement contribué à l'octroi de crédits et à leur refinancement. De plus, au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué que la liquidité supplémentaire a servi pour l'achat d'actifs négociables (autres que les obligations souveraines de la zone euro).

La quatrième question portait sur l'effet du programme étendu d'achat d'actifs sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques au Luxembourg ont indiqué qu'entre avril et septembre les critères et conditions d'octroi n'ont été que marginalement affectés par ce programme. Au niveau de la zone euro, les banques ont signalé que le programme d'achat d'actifs a eu un léger effet d'assouplissement sur les critères d'octroi.

La dernière question s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré que cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. Le taux négatif a aussi quelque peu contribué à baisser les taux d'intérêt ainsi que les marges sur les prêts aux entreprises et aux ménages. Au Luxembourg, les banques ont indiqué que cette mesure n'a que marginalement affecté les volumes de crédits. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre avril et septembre le taux négatif de la facilité de dépôt a eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages.

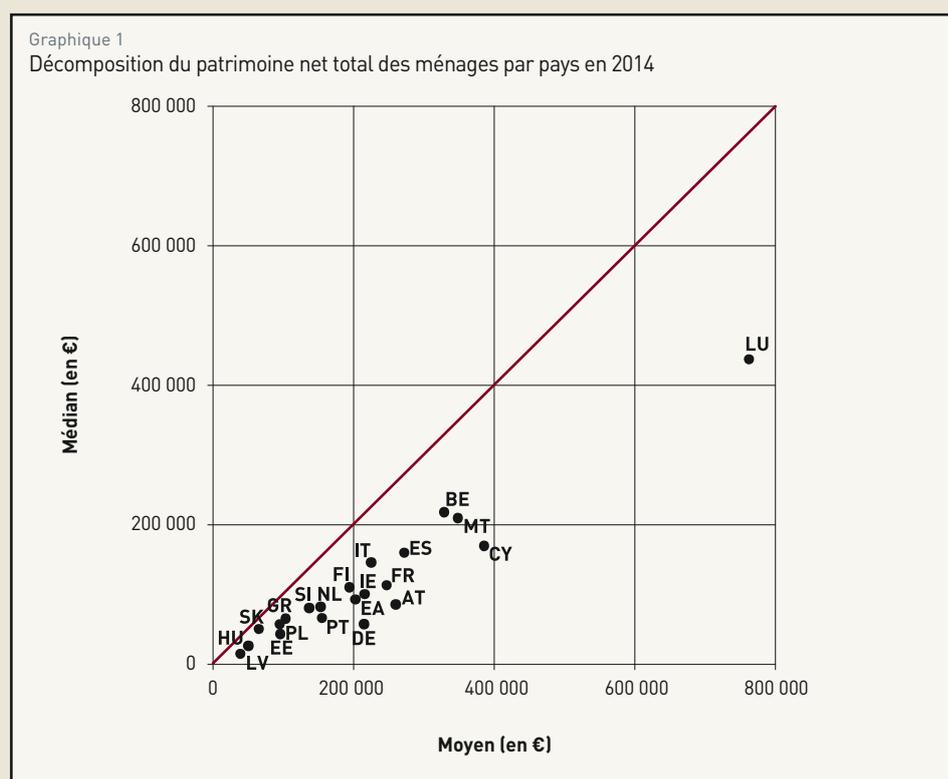
# QUEL EST LE PATRIMOINE DES MÉNAGES LUXEMBOURGEOIS PAR RAPPORT À D'AUTRES MÉNAGES DE LA ZONE EURO ?

## 1 INTRODUCTION

Fin décembre 2016, la Banque centrale européenne (BCE) a publié les résultats de la deuxième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation de ménages, ou « *Household Finance and Consumption Survey* ». Cette enquête coordonnée par la BCE porte sur la répartition des actifs, des passifs, des revenus et de la consommation pour un échantillon de plus de 84 000 ménages, avec des données collectées de manière harmonisée dans 18 États membres de la zone euro, plus la Hongrie et la Pologne.

Les principaux résultats pour le Luxembourg sont parus dans le Bulletin 2016/02 de la BCL. Cet encadré porte plus particulièrement sur une comparaison du patrimoine des ménages luxembourgeois avec la situation patrimoniale des autres ménages de la zone euro.

## 2 COMPARAISON DES PATRIMOINES NETS



Sources : Enquête HFCS vague 2 ; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple

Le graphique 1 illustre que le patrimoine net moyen ou médian des ménages luxembourgeois est plus élevé que ceux des autres pays recensés. En 2014, le patrimoine net médian des ménages luxembourgeois s'établissait à € 437 500 et le patrimoine net moyen était de € 768 400 en termes nominaux.

Une fois corrigé de l'inflation, le patrimoine net des ménages luxembourgeois est resté pratiquement inchangé entre 2010 et 2014. Pendant la même période, le patrimoine net moyen dans la zone euro (corrigé de l'inflation) a baissé d'environ 10 %.

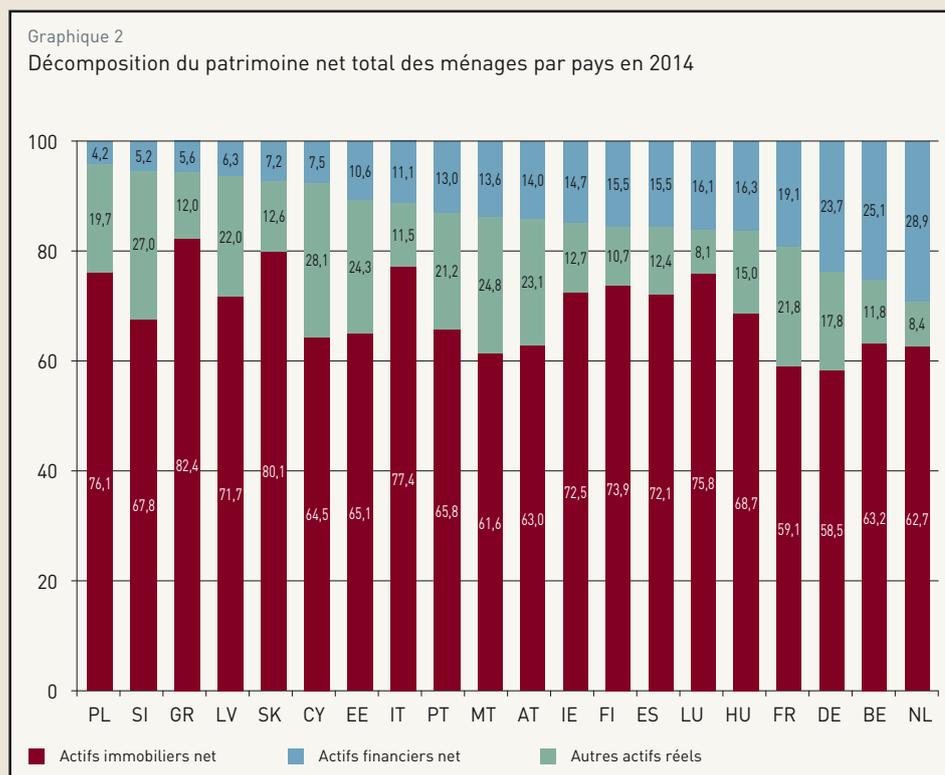
## 3 LE RÔLE DES ACTIFS IMMOBILIERS

Cette évolution divergente des patrimoines nets moyens s'explique largement par l'évolution différente du prix des actifs réels, notamment immobiliers, entre le Luxembourg et les autres pays de la zone euro. Dans certains pays comme la Grèce, Chypre, l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Slovaquie, ou encore la Slovaquie, la réduction des prix de l'immobilier résidentiel a été particulièrement importante entre 2010 et 2014 (HFCN, 2016). Au contraire, le prix des actifs immobiliers au Luxembourg a augmenté d'environ 14 % entre 2010 et 2014.

Comme l'indique le graphique 2, les actifs immobiliers nets ont représenté entre 60 % et 80 % du patrimoine net des ménages européens, devançant largement les actifs financiers nets et les autres actifs réels. Les différences entre les niveaux et les évolutions des prix de l'immobilier d'un pays à l'autre ont donc un effet majeur sur la comparaison du patrimoine des ménages. Compte tenu de la cherté de l'immobilier résidentiel luxembourgeois et de la hausse continue de ces prix, il n'est donc pas étonnant que la différence de patrimoine entre les ménages luxembourgeois et les autres ménages de la zone euro se soit accrue entre 2010 et 2014.

#### 4 LES ACTIFS FINANCIERS NETS

Comme souligné précédemment, les différences significatives dans les variations de la valeur des prix des biens immobiliers entre les pays rendent la comparaison du patrimoine net difficile. Pour cette raison, il semble pertinent d'utiliser les actifs financiers nets, composante plus comparable du patrimoine net des ménages, pour examiner les différences entre pays.<sup>19</sup> Les actifs financiers nets représentent la somme des comptes de dépôt, des fonds d'investissement, des obligations, des actions cotées en Bourse, des montants dus au ménage, des plans de pension privés et d'assurance-vie, et d'autres actifs financiers<sup>20</sup> après déduction de la dette non-hypothécaire. En 2014 au Luxembourg, les actifs financiers nets représentaient 16 % du patrimoine net total des ménages. Pour les autres pays recensés, cette part varie considérablement, de 4 % en Pologne à 29 % aux Pays-Bas.



Sources : Enquête HFCS, vague 2 ; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple

Le niveau moyen des actifs financiers nets détenus par les ménages luxembourgeois était de € 123 700 en 2014 (graphique 3), alors qu'il ne dépassait pas € 100 000 ailleurs. Les différences absolues étaient moins marquées en ce qui concerne les actifs financiers nets médians.

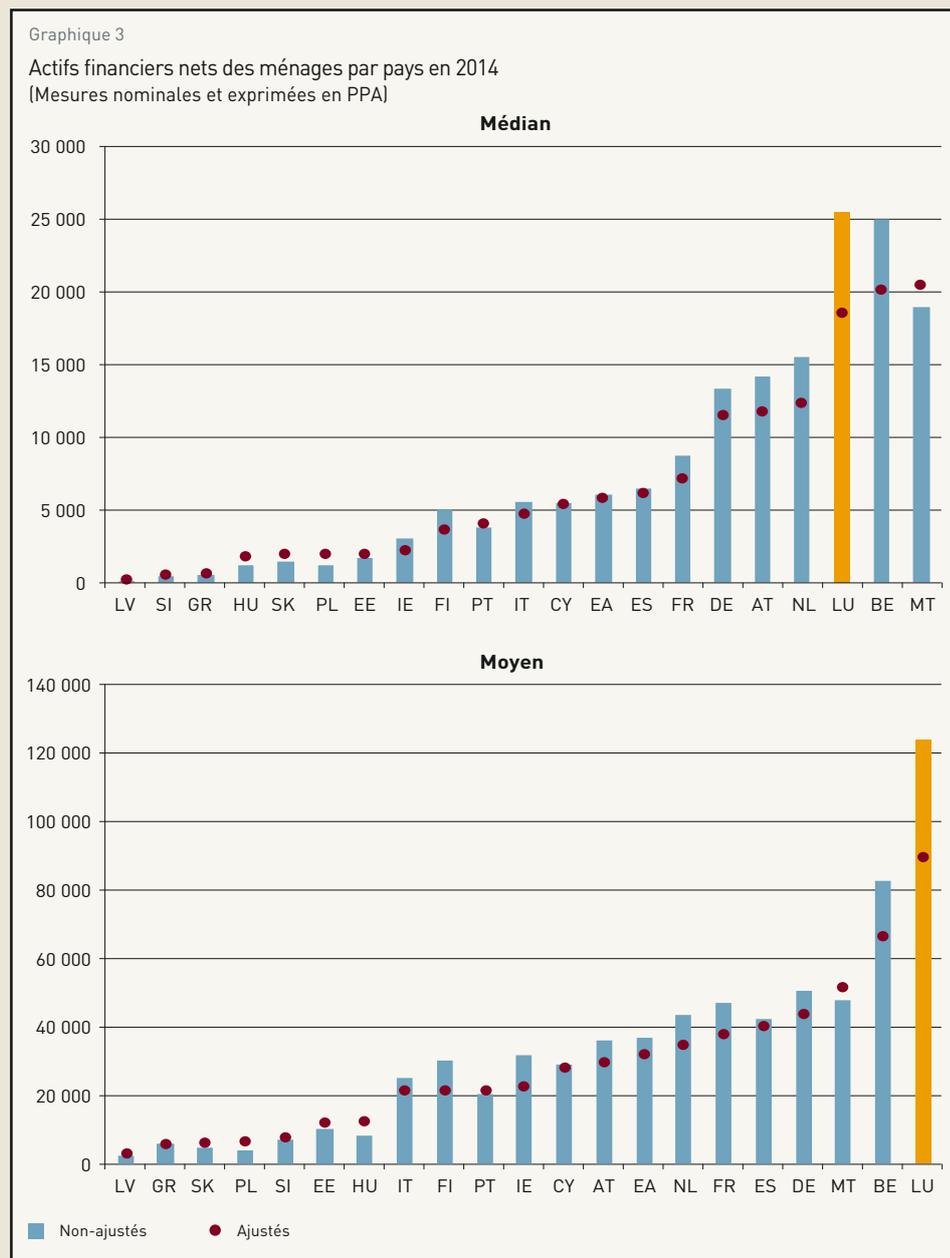
#### 5 MESURES À PARITÉ DE POUVOIR D'ACHAT (PPA)

Le fait qu'un même montant monétaire permet d'acheter différentes quantités de biens et services dans différents pays complique encore les comparaisons des niveaux de patrimoine entre pays. Pour résoudre ce problème, il est courant d'exprimer les montants nominaux en parité de pouvoir d'achat (PPA), ceci afin de mieux comparer le pouvoir d'achat correspondant au patrimoine.

19 Voir également BCL (2013).

20 Participations en entreprises privées non cotées, comptes sous gestion, instruments financiers, etc.

Avec des patrimoines mesurés en PPA, les différences entre pays étaient bien moins marquées en 2014 (graphique 3). Si les ménages luxembourgeois avaient toujours le patrimoine net moyen le plus élevé, les différences avec les autres pays européens étaient réduites. Si les actifs financiers nets moyens des ménages au Luxembourg dépassaient toujours ceux de la zone euro, les actifs financiers nets médians détenus par les ménages luxembourgeois n'étaient plus les plus élevés et étaient inférieurs à ceux des ménages maltais et belges.



Sources : Enquête HFCS vague 2 ; calculs BCL basés sur données pondérées et à imputation multiple

des ménages luxembourgeois et ceux des autres pays recensés s'estompent et, lorsque les actifs financiers nets médians sont comparés à parité de pouvoir d'achat, le Luxembourg ne constitue plus un cas particulier et se trouve comparable à la Belgique et à Malte.

## 6 CONCLUSION

Le patrimoine net total des ménages a, en 2014, été plus élevé au Luxembourg que dans les autres pays participant à cette deuxième enquête HFCS. Cette différence s'explique principalement par le haut niveau des prix immobiliers au Luxembourg, alors que certains pays de la zone euro connaissaient dans le même temps une faiblesse sur le marché de l'immobilier.

Pour tenir compte de ces différentes dynamiques de prix de l'immobilier sur la comparaison des patrimoines, cet encadré se concentre sur les actifs financiers nets dont la valeur est plus comparable d'un pays à l'autre. Il souligne aussi que l'ajustement des parités de pouvoir d'achat est nécessaire pour intégrer les différences de coût de la vie entre pays dans la comparaison.

En tenant compte de ces ajustements, il ressort que les ménages luxembourgeois restent toujours parmi les plus aisés de la zone euro. Cependant, les différences entre les patrimoines

## 7 RÉFÉRENCES

BCL (2013) : Actifs financiers nets des ménages : le Luxembourg est-il plus riche que les autres pays de la zone euro ? BCL Bulletin 2013-02, pages 85-87.

BCL (2016) : L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages - Résultats de la deuxième enquête, BCL Bulletin 2016-02, pages 41-51.

HFCN (2013), The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the first wave, ECB Statistics Paper 2, European Central Bank.

HFCN (2016) : The Household Finance and Consumption Survey -- Results from the second wave, ECB Statistics Paper 18, European Central Bank.

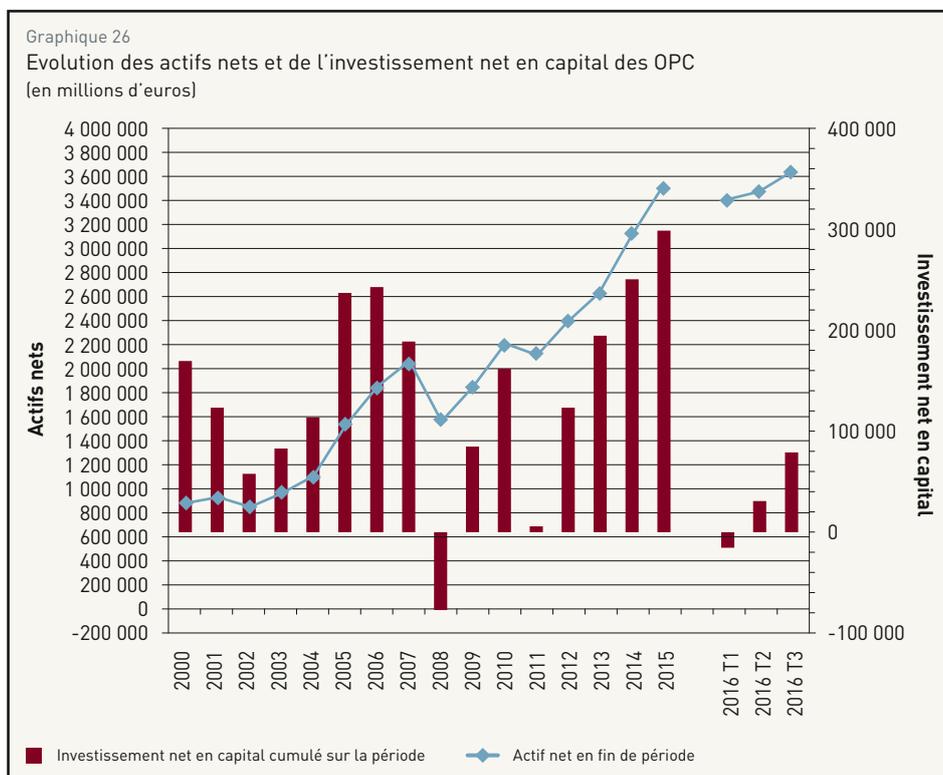
## 1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

## L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de juin 2016, le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 10 unités, pour s'établir à un total de 3 897 fonds à la fin du mois de septembre 2016. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 75 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 208 à 14 283 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 augmenté de 4,6 % pour s'établir, à la fin du mois de septembre, à 3 621 929 millions d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (+81 138 millions d'euros) et les investissements nets ont continué d'alimenter de manière significative la hausse des actifs sous gestion (+78 887 millions d'euros).



Source : CSSF

Tableau 11 :

**Évolution 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              | 176                                 | 3 094 987                 | 3 507   | 8 126  | 479 624                            | 18,3                    |                                     |                          |
| 2015    | 3 878        | 14 108              | 168                                 | 3 506 201                 | 16 032  | -99 502  | 139 375                            | 13,3                    |                                     |                          |
| 2016    |              |                     |                                     |                           |   |  |                                    |                         |                                     |                          |
| jan.    | 3 877        | 14 125              | 168                                 | 3 370 999                 | -20 779                                       | -114 423   | 93 986                             | 2,9                     | -135 202                            | -3,9                     |
| fév.    | 3 869        | 14 137              | 167                                 | 3 358 484                 | -1 383  | -11 132  | -45 382                            | -1,3                    | -12 515                             | -0,4                     |
| mars    | 3 879        | 14 179              | 166                                 | 3 395 404                 | 6 852   | 30 068   | -129 389                           | -3,7                    | 36 920                              | 1,1                      |
| avr.    | 3 880        | 14 165              | 167                                 | 3 442 080                 | 24 499  | 22 177   | -96 506                            | -2,7                    | 46 676                              | 1,4                      |
| mai     | 3 882        | 14 164              | 165                                 | 3 487 980                 | 4 599   | 41 301   | -113 545                           | -3,2                    | 45 900                              | 1,3                      |
| juin    | 3 887        | 14 208              | 165                                 | 3 461 904                 | 1 047   | -27 123  | -66 227                            | -1,9                    | -26 076                             | -0,7                     |
| juillet | 3 888        | 14 242              | 166                                 | 3 565 756                 | 33 743  | 70 109   | -17 354                            | -0,5                    | 103 852                             | 3,0                      |
| août    | 3 893        | 14 244              | 166                                 | 3 602 162                 | 19 276  | 17 130   | 179 175                            | 5,2                     | 36 406                              | 1,0                      |
| sep.    | 3 897        | 14 283              | 166                                 | 3 621 929                 | 25 868  | -6 101   | 255 103                            | 7,6                     | 19 767                              | 0,5                      |

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.

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 détaillé 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 :

**Évolution 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      | 1 163 084          | 1 026 195     | 799 101      | 51 311            | 33 846      | 91 187       |
| 2015      | 1 259 998          | 1 174 259     | 959 551      | 58 632            | 35 601      | 100 045      |
| 2016      |                    |               |              |                   |             |              |
| janvier   | 1 239 743          | 1 103 768     | 937 842      | 59 869            | 36 162      | 100 089      |
| février   | 1 237 172          | 1 099 486     | 941 416      | 59 696            | 37 151      | 100 740      |
| mars      | 1 246 424          | 1 131 452     | 959 045      | 58 429            | 37 454      | 103 088      |
| avril     | 1 281 953          | 1 145 827     | 969 523      | 62 428            | 36 282      | 106 858      |
| mai       | 1 304 277          | 1 169 039     | 983 670      | 64 403            | 37 266      | 109 267      |
| juin      | 1 337 255          | 1 147 433     | 981 803      | 66 417            | 36 219      | 113 440      |
| juillet   | 1 359 677          | 1 186 247     | 999 692      | 66 872            | 35 285      | 115 110      |
| août      | 1 378 617          | 1 189 925     | 996 268      | 60 879            | 33 545      | 115 727      |
| septembre | 1 383 450          | 1 184 150     | 996 096      | 67 141            | 33 258      | 121 335      |

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 hausse de 3,5 % par rapport au deuxième trimestre de 2016. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 3,2 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 184 150 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2016. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 1,5 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 1,1 %, -8,2 % et 7,0 %.

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

Fin septembre 2016, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 166 unités, un effectif stable par rapport au mois de juin 2016.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition<sup>21</sup>.

#### *La somme des bilans*

Entre la fin du deuxième et la fin du troisième trimestre de 2016, la somme des bilans a augmenté de 13,9 %, passant de 246 008 millions d'euros à 280 226 millions d'euros. Cette hausse 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 2016, le portefeuille de titres représentait 78,5 % de l'actif, soit 220 066 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 20,5 %, soit 57 448 millions d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une hausse du portefeuille de titres (+15,0 %).

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> |
|---------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|-------|---------------------|-------|-----------------------------|
|                     | 09-2015                      | 06-2016 | 09-2016 | 09-2015 - 09-2016                     |       | 06-2016 - 09-2016   |       |                             |
|                     |                              |         |         | EN MILLIONS D'EUROS                   | EN %  | EN MILLIONS D'EUROS | EN %  |                             |
| Créances            | 38 947                       | 51 433  | 57 448  | 18 501                                | 47,5  | 6 015               | 11,7  | 20,5                        |
| Portefeuille titres | 205 694                      | 191 368 | 220 066 | 14 372                                | 7,0   | 28 698              | 15,0  | 78,5                        |
| Autres actifs       | 3 405                        | 3 207   | 2 712   | - 693                                 | -20,4 | - 495               | -15,4 | 1,0                         |
| Total de l'actif    | 248 046                      | 246 008 | 280 226 | 32 180                                | 13,0  | 34 218              | 13,9  | 100,0                       |

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

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (112 715 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (45 334 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (55 482 millions d'euros).

Entre la fin du deuxième et la fin du troisième trimestre de 2016, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de 14,7 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement évolué de 13,4 %, 8,8 % et 22,8 %.

21 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>**

| ÉMETTEUR DES TITRES       | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS |         |         | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN % |       |                     |      | POIDS RELATIF <sup>2)</sup> |
|---------------------------|------------------------------|---------|---------|---------------------------------------|-------|---------------------|------|-----------------------------|
|                           | 2015/09                      | 2016/06 | 2016/09 | 2015/09-2016/09                       |       | 2016/06-2016/09     |      |                             |
|                           |                              |         |         | EN MILLIONS D'EUROS                   | EN %  | EN MILLIONS D'EUROS | EN % |                             |
| Établissements de crédit  | 95 508                       | 99 356  | 112 715 | 17 207                                | 18,0  | 13 359              | 13,4 | 52,8                        |
| Administrations publiques | 52 377                       | 41 657  | 45 334  | -7 043                                | -13,4 | 3 677               | 8,8  | 21,2                        |
| Autres secteurs           | 52 593                       | 45 163  | 55 482  | 2 889                                 | 5,5   | 10 319              | 22,8 | 26,0                        |
| Total                     | 200 478                      | 186 176 | 213 531 | 13 053                                | 6,5   | 27 355              | 14,7 | 100,0                       |

<sup>1)</sup> 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**

Les statistiques relatives aux ventes dans le secteur du commerce indiquent pour les neuf premiers mois de l'année 2016 une baisse du chiffre d'affaires (CA) en valeur dans le commerce de gros, des hausses dans les secteurs du commerce de détail et, de manière plus modérée, dans le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles (voir tableau).

Typiquement, la croissance des ventes dans le commerce de détail apparaît nettement plus modeste une fois corrigée des ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et des ventes par correspondance (VPC). Le CA des VCMS s'est inscrit en hausse régulière sur les trois derniers trimestres de l'année 2015 et au cours du premier trimestre de cette année, avant d'enregistrer deux reculs consécutifs aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2016. De fait, le commerce électronique a continué d'évoluer très favorablement et a expliqué la forte croissance du CA dans le commerce de détail (y compris VCMS et VPC) observée.

Les immatriculations automobiles ont pour leur part fortement progressé aux deuxième et troisième trimestres 2016, avant de reculer en octobre (-2,8 % par rapport à octobre 2015). Au total, sur les dix premiers mois de l'année 2016, elles ont affiché une hausse de 8,0 % par rapport à la même période de l'année précédente. Dans l'Union européenne, les immatriculations automobiles ont progressé de 7,2 % sur les dix premiers mois de l'année en cours. Tous les pays ont vu le nombre d'immatriculations augmenter sur cette même période, à l'exception des Pays-Bas (-7,1 %). Les progressions ont été particulièrement fortes dans plusieurs pays dont Chypre (+26 %), l'Irlande (+18 %) et le Portugal (+14 %). Les données plus récentes disponibles pour le Luxembourg, relatives au mois de novembre 2016, indiquent une hausse de 12,5 % des immatriculations automobiles. Cette dernière implique que sur les 11 premiers mois de l'année 2016, les immatriculations automobiles ont enregistré une hausse moyenne de 8,3 % par rapport à la même période en 2015.

L'évolution du CA en valeur a été globalement positive dans le secteur des transports (services auxiliaires des transports<sup>22</sup>, transport par eau<sup>23</sup>, transport terrestre et transport aérien) en 2015. Ensuite,

<sup>22</sup> 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.

<sup>23</sup> 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.

en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année 2016, les CAs dans le transport aérien et les services auxiliaires des transports ont fortement reculé, contrairement aux autres sous-secteurs du transport. Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du CA a été en moyenne contenue depuis le début de l'année 2015.

Tableau 15 :

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

|   | 2014  | 2015 | 2015-T3 | 2015-T4 | 2016-T1 | 2016-T2 | 2016-T3 |
|---|-------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Immatriculations de voitures                              | 6,8   | -6,7 | -6,0    | -10,3   | 0,9     | 11,0    | 7,0     |
| Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles     | 7,7   | -1,1 | 3,6     | -2,6    | 14,7    | 4,4     | -6,7    |
| Commerce de gros hors automobiles et motocycles           | -0,7  | -9,3 | -12,4   | -16,6   | -15,7   | -14,1   | -9,1    |
| Commerce de détail  | 9,2   | 8,6  | 14,1    | 15,4    | 18,7    | 15,9    | 15,4    |
| - dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) | -4,1  | 0,0  | 4,4     | 5,8     | 6,7     | -9,3    | -4,2    |
| Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)       | 1,8   | 2,1  | 1,9     | 0,1     | 1,5     | 0,7     | 0,7     |
| Hôtels et restaurants                                     | 2,8   | 2,1  | 2,6     | 1,6     | 2,3     | 1,9     | 1,0     |
| Transports aériens  | 8,6   | 4,3  | -1,8    | 5,4     | -18,7   | -0,3    | -0,5    |
| Transports par eau  | -23,3 | 28,5 | 28,7    | 42,2    | 7,1     | 14,3    | 1,3     |
| Transports terrestres                                     | 4,2   | 4,3  | 1,6     | 8,1     | 0,9     | 6,1     | 1,1     |
| Services auxiliaires des transports                       | 0,7   | 1,4  | 2,0     | 1,8     | 1,3     | -4,8    | -8,4    |

\* En valeur

Note : Le secteur du commerce se divise 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 (détaillés 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 2014 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.

Sources : 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 s'est établi en novembre 2016 à son niveau le plus élevé de l'année, un niveau qu'il avait déjà atteint en mars, juin et août de cette année-ci. Il s'agit aussi du niveau le plus élevé enregistré depuis juin 2002.

Tableau 16 :

## Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

|      |           | INDICATEUR DE<br>CONFIANCE DES<br>CONSO MMATEURS | ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS           |                          |  |                                       |
|------|-----------|--|--|--------------------------|--|---------------------------------------|
|      |           |  | SITUATION<br>ÉCONOMIQUE<br>GÉNÉRALE AU<br>LUXEMBOURG | CHÔMAGE AU<br>LUXEMBOURG | SITUATION<br>FINANCIÈRE DES<br>MÉNAGES | CAPACITÉ<br>D'ÉPARGNER DES<br>MÉNAGES |
| 2014 | novembre  | -6   | -21  | 31                       | -8                                     | 37                                    |
|      | décembre  | -4   | -25  | 28                       | -5                                     | 41                                    |
| 2015 | janvier   | -3   | -23  | 24                       | -7                                     | 41                                    |
|      | février   | 0  | -15  | 21                       | -4                                     | 42                                    |
|      | mars      | -2   | -17  | 24                       | -4                                     | 36                                    |
|      | avril     | 1  | -7   | 24                       | -2                                     | 35                                    |
|      | mai       | 2  | -7   | 20                       | 0                                      | 36                                    |
|      | juin      | 1  | -8   | 23                       | -2                                     | 36                                    |
|      | juillet   | 2  | -10  | 24                       | -2                                     | 45                                    |
|      | août      | 1  | -9   | 26                       | 0                                      | 41                                    |
|      | septembre | 0  | -10  | 27                       | -2                                     | 41                                    |
|      | octobre   | -1   | -12  | 28                       | 0                                      | 35                                    |
|      | novembre  | 1  | -10  | 21                       | -1                                     | 38                                    |
|      | décembre  | 5  | -10  | 12                       | -1                                     | 43                                    |
| 2016 | janvier   | 6  | -4   | 10                       | 0                                      | 38                                    |
|      | février   | 8  | -6   | 11                       | 1                                      | 46                                    |
|      | mars      | 10   | -3   | 7                        | 5                                      | 45                                    |
|      | avril     | 7  | -5   | 1                        | 3                                      | 32                                    |
|      | mai       | 8  | -1   | 8                        | 1                                      | 41                                    |
|      | juin      | 10   | -1   | 6                        | 2                                      | 45                                    |
|      | juillet   | 7  | 0  | 12                       | 1                                      | 41                                    |
|      | août      | 10   | -3   | 5                        | 5                                      | 44                                    |
|      | septembre | 5  | -2   | 11                       | 1                                      | 34                                    |
|      | octobre   | 5  | -5   | 11                       | 7                                      | 31                                    |
|      | novembre  | 10   | 1  | 2                        | 5                                      | 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

Le niveau atteint par la confiance des consommateurs en novembre 2016 s'explique en grande partie par les évolutions favorables de deux composantes : les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale et au chômage au Luxembourg. La première composante – en dépit de sa relative volatilité depuis le début de l'année – évolue depuis janvier 2016 à des niveaux comparables à ceux atteints sur le second semestre 2007, soit avant le début de crise financière. La seconde composante a rejoint en novembre un niveau proche du minimum historique d'avril 2016. Les anticipations des ménages relatives à leur situation financière sont quant à elles apparues globalement orientées à la hausse depuis octobre 2014. Les niveaux atteints fin 2016, s'ils restent en deçà du maximum historique de juin 2002, sont supérieurs à ceux d'avant-crise. Enfin, les anticipations des ménages relatives à leur

capacité d'épargner évoluent de manière très erratique, rendant toute interprétation délicate. Cette composante a ainsi atteint son creux historique en octobre dernier, alors même que les anticipations des ménages relatives à leur situation financière se situaient à leur niveau le plus élevé depuis avril 2003.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a enregistré en novembre dernier son troisième mois consécutif de hausse. Malgré cela, elle n'est pas parvenue à retrouver son niveau de mars 2015. Les différentes composantes ont évolué de manière contrastée par rapport au Luxembourg au cours de ces derniers mois. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale dans la zone euro et à leur capacité d'épargner n'ont eu de cesse de s'améliorer depuis le mois de juillet, enregistrant ainsi chacune un quatrième mois de hausse en novembre 2016. Les anticipations des ménages relatives à leur situation financière se sont quant à elles quasiment stabilisées en novembre dernier, après trois mois d'amélioration. Enfin, l'inquiétude des ménages relative au chômage dans la

zone euro a diminué en novembre, après quatre mois de hausse.

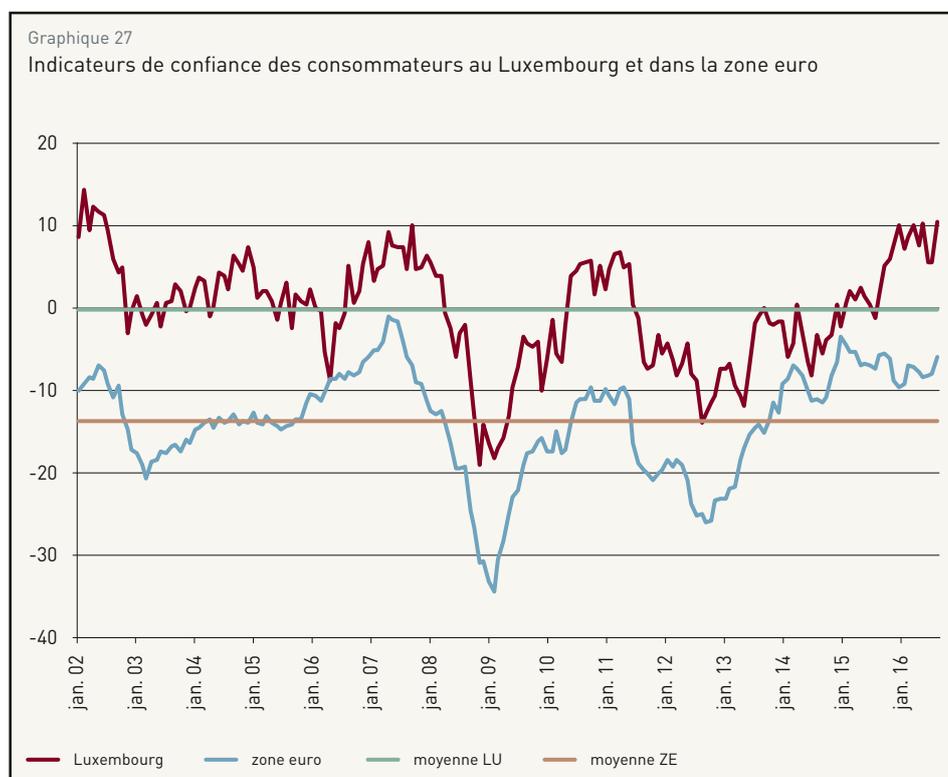
## 1.2.5 La croissance économique

### Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2016 a apporté des révisions aux données publiées en juin 2016. La progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à 3,5 % en 2015, contre 4,8 % dans la version précédente. Cette substantielle révision à la baisse de la croissance économique est principalement expliquée par une performance moins favorable du commerce extérieur, en raison d'importations plus importantes qu'anticipées précédemment.

Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, les

consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 1,8 % et 2,3 % en 2015. Après une hausse de 6,0 % en 2014, la formation brute de capital aurait augmenté de 1,0 % en 2015 (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). De leur côté, les exportations auraient progressé de 12,8 %, tandis que les importations auraient augmenté de 14,0 %, dans les deux cas, essentiellement imputable au commerce extérieur de services.



Sources : BCL, Commission européenne

Tableau 17 :

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

(en pourcentage par rapport à l'année précédente)

|                                 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| Consommation privée             | 2,5  | 2,6  | 2,7  | 1,8  |
| Consommation publique           | 4,7  | 1,9  | -0,1 | 2,3  |
| Formation brute de capital fixe | 6,6  | -2,1 | 6,0  | 1,0  |
| Exportations                    | 2,7  | 6,3  | 12,1 | 12,8 |
| Importations                    | 4,6  | 5,3  | 13,1 | 14,0 |
| Exportations nettes             | -6,1 | 11,3 | 6,9  | 6,0  |
| Produit intérieur brut          | 0,0  | 4,2  | 4,7  | 3,5  |

Sources : STATEC, calculs BCL

Par ailleurs, en 2015, le secteur financier et le secteur commercial au sens large auraient été les principaux contributeurs à la progression en termes réels de la valeur ajoutée.

**Comptes trimestriels**

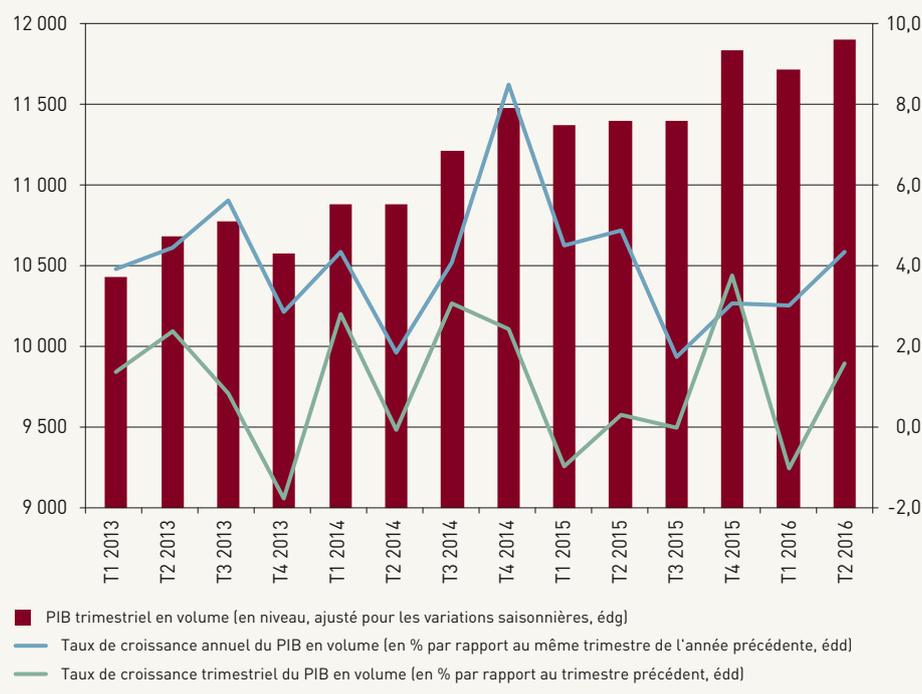
La première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2016, a fait ressortir une hausse du PIB réel de 1,6 % par rapport au premier trimestre 2016. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 4,4 %. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2016 aurait atteint 3,1 % à l'issue du deuxième trimestre 2016<sup>24</sup>.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2016 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 1,3 % et 4,4 %. La formation brute de capital fixe aurait augmenté de 4,5 % (après la baisse de 10,5 % le trimestre précédent). Les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de

Graphique 28

**Niveau et progression du PIB réel**

(en millions d'euros respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Sources : STATEC, calculs BCL

<sup>24</sup> Rappelons que l'acquis de croissance « d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu » (Source : Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité.). Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2016 (N) et par rapport à 2015 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) observé au deuxième trimestre 2016 (soit 11 905 millions d'euros) sur les deux trimestres restants de 2016.

5,0 % au cours du trimestre sous revue alors que les importations auraient progressé de 5,3 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes du PIB se seraient accrues au deuxième trimestre 2016.

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 |            |            |            |            |
|---------------------------------|---|-------------|------------|-------------|------------|--|------------|------------|------------|------------|
|                                 | T2 2015   | T3 2015     | T4 2015    | T1 2016     | T2 2016    | T2 2015  | T3 2015    | T4 2015    | T1 2016    | T2 2016    |
| Consommation privée             | 1,4   | -0,1        | 1,3        | -1,3        | 1,4        | 2,2  | 2,2        | 1,8        | 1,2        | 1,3        |
| Consommation publique           | 0,4   | 1,3         | 0,9        | 1,2         | 0,9        | 1,5  | 2,0        | 2,2        | 3,8        | 4,4        |
| Formation brute de capital fixe | -9,6  | 4,0         | -5,2       | 0,3         | 5,6        | 8,1  | 7,2        | -10,1      | -10,5      | 4,5        |
| Exportations                    | 1,1   | -0,2        | 4,5        | -1,2        | 1,9        | 15,5   | 8,8        | 9,7        | 4,2        | 5,0        |
| Importations                    | 0,8   | 1,0         | 3,8        | -1,8        | 2,3        | 18,7   | 11,2       | 9,2        | 3,8        | 5,3        |
| <b>PIB réel</b>                 | <b>0,3</b>  | <b>-0,0</b> | <b>3,8</b> | <b>-1,0</b> | <b>1,6</b> | <b>4,9</b>   | <b>1,7</b> | <b>3,1</b> | <b>3,0</b> | <b>4,4</b> |

Sources : STATEC, calculs BCL

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+14,5 %), les services aux entreprises (+9,7 %) et la construction (+5,1 %). Dans le secteur financier, la valeur ajoutée aurait augmenté de 1,5 % au deuxième trimestre 2016, après +1,0 % le trimestre précédent. La progression de la valeur ajoutée dans le secteur financier, exprimée en termes réels et telle qu'elle ressort de la plus récente version de la comptabilité nationale, semble ainsi davantage en accord avec d'autres indicateurs. Rappelons en effet que l'environnement international et l'évolution sur les marchés financiers ont été peu favorables au premier semestre de l'année sous revue. Cette période s'est soldée par un repli du patrimoine net des fonds d'investissement avec des répercussions négatives sur les revenus sur commissions des banques. Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, ces développements négatifs se seraient en partie traduits par une baisse de la valeur ajoutée exprimée en termes nominaux. Aussi, on constate que la valeur ajoutée nominale du secteur financier aurait diminué de 2,6 % au deuxième trimestre 2016 en comparaison annuelle, après la baisse de 6,0 % le trimestre précédent. La hausse concomitante de la valeur ajoutée exprimée en termes réels traduirait une baisse des prix implicites (déflateurs), reflétant elle-même le recul des cours sur les marchés financiers.

En glissement trimestriel, la valeur ajoutée se serait inscrite en baisse dans le secteur primaire (-3,6 %), les autres activités de services (-1,4 %) et les services aux entreprises (-0,1 %).

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 |            |            |            |            |
|--|---|-------------|------------|-------------|------------|--|------------|------------|------------|------------|
|  | T2 2015   | T3 2015     | T4 2015    | T1 2016     | T2 2016    | T2 2015  | T3 2015    | T4 2015    | T1 2016    | T2 2016    |
| Agriculture, sylviculture et pêche                 | -5,7  | 4,0         | 2,2        | 1,4         | -3,6       | 15,1   | 16,6       | 18,3       | 1,7        | 3,9        |
| Industrie, y compris énergie et distribution d'eau | 0,5   | 0,4         | 5,7        | -7,5        | 3,8        | 1,0  | -1,3       | 4,1        | -1,4       | 1,9        |
| Construction                                       | 2,0   | 1,5         | 1,3        | -0,2        | 2,4        | -6,0   | -4,9       | -7,8       | 4,7        | 5,1        |
| Commerce, transports, hébergement et restauration  | 0,6   | -0,3        | 4,7        | -5,0        | 2,9        | 5,1  | 3,0        | 6,3        | -0,2       | 2,1        |
| Information et communication                       | -0,5  | -4,6        | 12,4       | -1,0        | 7,9        | 29,6   | 7,7        | 12,3       | 5,5        | 14,5       |
| Activités financières et d'assurance               | 0,8   | 0,4         | 1,5        | -1,7        | 1,3        | 9,4  | 4,5        | 0,6        | 1,0        | 1,5        |
| Activités immobilières                             | 1,2   | 0,4         | 0,8        | 0,1         | 0,5        | 4,6  | 3,7        | 3,9        | 2,5        | 1,8        |
| Services aux entreprises et location               | 0,1   | -3,0        | 8,1        | 4,7         | -0,1       | 3,6  | -2,1       | 7,4        | 9,9        | 9,7        |
| Administrations publiques, éducation et santé      | -0,1  | 0,7         | 0,7        | 1,0         | 1,0        | 2,0  | 1,8        | 2,3        | 2,3        | 3,4        |
| Autres activités de services                       | 1,2   | 0,4         | 2,5        | -1,1        | -1,4       | -5,0   | -2,4       | 0,7        | 3,0        | 0,4        |
| <b>Valeur ajoutée totale</b>                       | <b>0,1</b>  | <b>-0,2</b> | <b>3,8</b> | <b>-1,1</b> | <b>0,9</b> | <b>4,8</b>   | <b>2,3</b> | <b>3,5</b> | <b>2,6</b> | <b>3,5</b> |
| <b>PIB réel</b>                                    | <b>0,3</b>  | <b>-0,0</b> | <b>3,8</b> | <b>-1,0</b> | <b>1,6</b> | <b>4,9</b>   | <b>1,7</b> | <b>3,1</b> | <b>3,0</b> | <b>4,4</b> |

Sources : STATEC, calculs BCL

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la version plus récente des comptes nationaux trimestriels, publiée en octobre 2016, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 4,5 % au lieu de 5,2 % pour le premier trimestre 2015, 4,9 % au lieu de 5,5 % pour le deuxième, 1,7 % au lieu de 5,3 % le troisième et 3,1 % au lieu de 3,6 % pour le quatrième trimestre. Au premier trimestre 2016, le PIB en volume aurait connu une progression de 3,0 % (au lieu de 4,4 %) en rythme annuel<sup>25</sup>.

## 1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2016

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel mitigé, datent de juin 2016<sup>26</sup>. L'activité économique dans la zone euro était bien orientée et le PIB réel avait progressé de 0,4 % en moyenne sur les deux premiers trimestres, soit approximativement au même rythme que lors des cinq trimestres précédents. Au Luxembourg, l'évolution défavorable des marchés boursiers et les indicateurs d'activité suggéraient un ralentissement dans le secteur financier. Par contre, la bonne portée du marché du travail et la baisse du chômage partiel semblaient témoigner d'une expansion dans la plupart des autres secteurs de l'économie. Dans ce contexte, la BCL prévoyait une décélération de la croissance du PIB réel de 4,8 % en 2015 à 3,4 % en 2016. Il était aussi admis que l'hypothèse de l'amélioration de la conjoncture internationale et la mise en œuvre de la réforme fiscale à partir de l'année 2017 allaient contribuer à rehausser la croissance autour de 4 % pour les années 2017 et 2018.

<sup>25</sup> Il convient de noter qu'en ce qui concerne le premier trimestre 2016, les révisions les plus importantes (à la hausse ou à la baisse) ont été enregistrées au niveau de la formation brute de capital fixe, de la consommation publique et du commerce extérieur. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans les services aux entreprises, la branche « Information et communication » et la construction.

<sup>26</sup> Voir BCL, Bulletin 2016/1, pp. 63-71.

### 1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de juin 2016, le diagnostic conjoncturel est resté mitigé. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2015 publiés en octobre 2016, la croissance du PIB réel n'aurait plus été que de 3,5 %, contre 4,8 % estimé initialement par le STATEC. L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2016, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels publiés, aurait aussi montré des signes de ralentissement. Ainsi, le taux de variation trimestriel aurait été négatif au premier trimestre 2016, à concurrence de -1,0 %, pour s'accélérer à 1,6 % au deuxième trimestre. En cumulé, le PIB réel n'aurait donc que faiblement progressé sur la première moitié de l'année. L'acquis de croissance pour l'année 2016, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre 2016 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait toutefois déjà à 3,1 %. Cet acquis relativement élevé est cependant davantage tributaire de la croissance enregistrée au courant de l'année 2015 que de la croissance au début de l'année 2016.

S'agissant de la deuxième moitié de l'année 2016, les évolutions sur les marchés financiers ont été plus favorables que lors de la première moitié de l'année. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, se sont redressés de 4 % entre juin 2016 et novembre 2016, contre un recul de 11 % lors de la première moitié de l'année. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 3,8 % au troisième trimestre 2016. L'acquis de croissance de la VNI fin septembre pour l'année 2016 est de 1 %. L'industrie des fonds d'investissement, après quatre années d'accélération consécutives, connaîtra donc un fort ralentissement de sa croissance en 2016. Le manque de dynamisme dans ce secteur, qui a été un moteur de la croissance au cours des dernières années au Luxembourg, devrait aussi se répercuter sur la progression du PIB réel.

En ce qui concerne le secteur non financier, la poursuite de la croissance au troisième trimestre 2016 dans la zone euro à hauteur de 0,3 % du PIB réel devrait *a priori* avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie se sont d'ailleurs fortement redressés au cours des derniers mois. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble suggère aussi une résilience dans le reste de l'économie.

Au total, sur base de ces constats et après un début d'année difficile pour le secteur financier, il n'y a pas d'indications qui suggéreraient un affaiblissement important et durable de la croissance au Luxembourg. La croissance de l'activité économique devrait donc s'accélérer au second semestre 2016 et rester proche ou au-delà de la croissance tendancielle par la suite.

### 1.2.6.2 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 dans le tableau 20.

La baisse prononcée du prix du pétrole, qui a débuté en juillet 2014, s'est poursuivie jusqu'en janvier 2016 lorsque le cours moyen du baril a atteint un niveau inférieur à 32 dollars. Depuis le premier trimestre 2016, le prix du pétrole a rebondi pour s'établir à 50 dollars en octobre 2016. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait continuer à se redresser progressivement jusqu'en 2019, sans pour autant revenir aux niveaux enregistrés entre 2010 et 2014. Par rapport aux prévisions de juin 2016, les hypothèses concernant le prix du pétrole sont restées globalement inchangées pour les années 2016 et 2017 et ont été légèrement révisées à la hausse pour 2018.

Le commerce mondial devrait progresser de manière modérée en 2016, avec une croissance de seulement 0,9 %, avant d'accélérer par la suite. Parallèlement, la croissance du PIB mondial devrait ralentir en 2016 avant d'accélérer en 2017 et, de manière moins marquée, les deux années suivantes. Elle s'établirait à 3,8 % en 2019, ce qui est nettement inférieur au taux observé en moyenne sur les cinq années précédant la crise (soit 4,9 % en moyenne entre 2003 et 2007).

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, fortement décélérer en 2016 avant de s'accélérer en 2017 et en 2018. Rappelons que la demande internationale adressée au Luxembourg est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Cette demande externe a été révisée à la baisse en 2016, 2017 et 2018.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx, devraient reculer en moyenne de près de 10 % environ en 2016 et de manière plus modérée par la suite. La baisse de cet indice anticipée pour 2016 est quasiment inchangée par rapport à celle qui prévalait dans le cadre des hypothèses de l'exercice de projections de juin 2016. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été légèrement révisées à la baisse : l'euro devrait ainsi s'établir à 1,11 dollars en moyenne annuelle en 2016, puis à 1,09 dollars jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Enfin, les hypothèses techniques portant sur les taux d'intérêt n'ont, en moyenne, que peu varié depuis juin 2016.

Par rapport à l'exercice de juin 2016, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, moins favorables pour les années 2016 à 2018. Des perspectives moins favorables qu'attendu pour la croissance et la demande mondiales devraient affecter négativement le PIB du Luxembourg sur l'horizon de projection.

Tableau 20 :

#### Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques

(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires) <sup>27</sup>

|   | 2015 | 2016         | 2017         | 2018         | 2019 |
|---|------|--------------|--------------|--------------|------|
| Prix du pétrole en \$/bl                      | 52,4 | 43,1 (-0,7)  | 49,3 (+0,4)  | 52,6 (+2,5)  | 54,6 |
| Taux de change \$/€                           | 1,11 | 1,11 (-0,02) | 1,09 (-0,05) | 1,09 (-0,05) | 1,09 |
| Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)         | 0,0  | -0,3 (0,0)   | -0,3 (0,0)   | -0,2 (+0,1)  | 0,0  |
| Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)         | 1,2  | 0,8 (-0,1)   | 1,2 (+0,1)   | 1,5 (+0,1)   | 1,7  |
| Eurostoxx (évolution en %)                    | 11,8 | -10,2 (+0,6) | -0,3 (+1,7)  | -2,3 (+0,1)  | -2,2 |
| Commerce mondial (hors zone euro)             | 0,6  | 0,9 (-0,9)   | 2,8 (-0,8)   | 3,7 (-0,3)   | 3,8  |
| PIB mondial (hors zone euro)                  | 3,2  | 3,0 (-0,1)   | 3,5 (-0,2)   | 3,7 (-0,1)   | 3,8  |
| PIB zone euro                                 | 1,6  | 1,7 (+0,1)   | 1,7 (0,0)    | 1,6 (-0,1)   | 1,6  |
| Demande internationale adressée au Luxembourg | 4,0  | 2,7 (-1,2)   | 3,6 (-0,9)   | 4,0 (-0,6)   | 4,0  |

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. Il prévoit une légère hausse de la croissance du PIB réel de la zone euro à 1,7 % en 2016. La croissance se stabiliserait à 1,7 % en 2017, avant de retomber à 1,6 % en 2018 et 2019.

<sup>27</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2016. 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.

### 1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2016 aboutissent à une progression du PIB réel en 2016 de l'ordre de 3,5 %, soit 0,1 p.p. de plus qu'anticipé auparavant. Couplé à la révision à la baisse de la croissance en 2015, ceci implique que, contrairement aux projections de juin, la croissance de l'activité économique se stabiliserait en 2016 par rapport à 2015. La projection de croissance pour les années 2017 et 2018 se situe désormais autour de 3,9 %. L'accélération de la croissance est en premier lieu le résultat d'une augmentation de la demande domestique suite à une série de mesures relatives à la réforme fiscale prenant effet à partir de l'année 2017. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt et du taux de change et des indices des marchés boursiers, 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. Ceci explique le maintien d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise. La révision à la baisse de la progression du PIB réel en 2017, 0,4 p.p. de moins qu'anticipé précédemment, est principalement attribuable à une accélération moins prononcée de la demande internationale par rapport aux projections de juin.

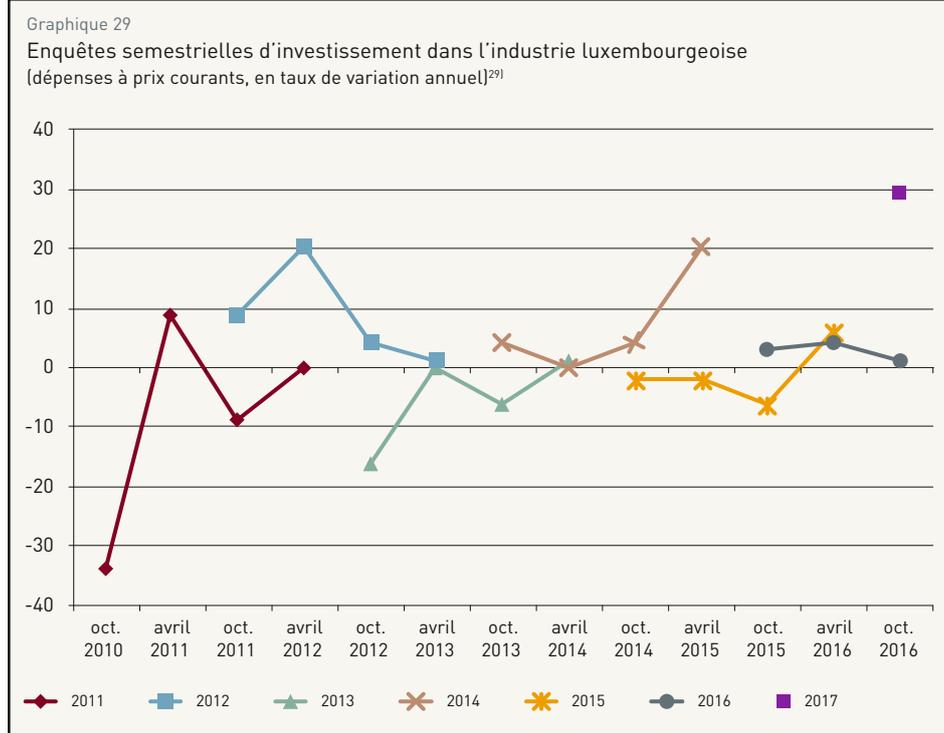
En début d'année, le gouvernement a annoncé une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales. Après leur adoption récente par la Chambre des Députés, ces mesures prendront effet à partir de l'année 2017. Selon les estimations de la BCL, le coût budgétaire de ces mesures se chiffrerait autour de 1,5 % du PIB en 2017 et de 1,7 % du PIB en 2018<sup>28</sup>, dont approximativement les deux tiers bénéficieraient aux personnes physiques. Ces allègements fiscaux augmentent le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera épargnée et n'aura donc pas d'incidence sur l'activité économique. De plus, étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, des parts importantes de la consommation et de l'investissement privés sont importées, ce qui tend à réduire leur impact sur le PIB national. Compte tenu de l'importance de ces « fuites » et selon nos estimations, les allègements fiscaux pourraient avoir un impact cumulé sur 3 années d'environ 0,6 p.p. sur la progression du PIB réel, ce qui correspond à un multiplicateur implicite d'environ un tiers. Dans nos projections, cet impact se concrétise à parts égales de 0,25 p.p. en 2017 et en 2018 avec un effet supplémentaire de 0,1 p.p. en 2019. En effet, dans une petite économie largement ouverte comme celle du Luxembourg, la demande domestique ne pourra être le moteur d'une croissance pérenne, mais elle pourra toutefois exercer une impulsion additionnelle de croissance.

Selon les données de comptabilité nationale, la croissance du PIB réel en 2015 a ralenti à 3,5 %, suite à une décélération de toutes les composantes du PIB. L'estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2015 a été sujette à une importante révision à la baisse de 1,3 p.p. par rapport à une première estimation des comptes nationaux en avril 2016. L'année 2016 devrait être marquée par une stabilisation de la croissance économique. La composition de la croissance devrait très peu changer par rapport à l'année 2015. La croissance garderait une assise très large, puisque toutes les principales composantes de la demande afficheraient des taux de progression positifs en 2016. Quant aux exportations, leur profil serait marqué par un ralentissement de la demande internationale et l'évolution sur les marchés financiers. Leur rythme de progression devrait donc ralentir en 2016 pour rebondir par la suite.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2016, les responsables d'entreprises du secteur manufacturier sont demeurés prudents pour leurs investissements en 2016. Les dépenses d'investissement ne progresseraient que très légèrement par rapport à l'année passée, ce qui constitue un

28 Pour plus de détails, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget dans la deuxième partie de ce bulletin.

scénario inchangé par rapport aux enquêtes précédentes. Pour l'année 2017 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient toutefois progresser fortement. L'expansion telle qu'elle est annoncée à l'heure actuelle serait la plus importante depuis l'année 2010 (voir graphique 29). La reprise de la demande européenne et la hausse du taux d'utilisation des capacités de production depuis 2015 à des niveaux proches de sa moyenne historique devraient créer progressivement de nouveaux besoins en termes d'installations productives. Les conditions de financement de ces dépenses demeurent très favorables. Ainsi, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises sont restées favorables 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. Étant 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. La mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises constitue vraisemblablement aussi une incitation supplémentaire à investir dans des capacités de production au Luxembourg. Au-delà de l'abaissement du taux d'imposition global, le régime de la bonification d'impôt pour investissement devient également plus avantageux à partir de l'année 2017<sup>30</sup>.



Source : Commission Européenne

29 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.

30 Pour les détails, voir chapitre 2.2.5.2 de l'avis de la BCL sur le projet de budget dans la deuxième partie de ce bulletin.

Tableau 21 :

**Projections macroéconomiques générales de décembre 2016 et révisions par rapport à juin 2016**

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

|  | PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2016 |      |      |      |      | RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2016 |      |      |      |
|--|------------------------------|------|------|------|------|-----------------------------------|------|------|------|
|  | 2015                         | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2015                              | 2016 | 2017 | 2018 |
| PIB réel                                 | 3,5                          | 3,5  | 3,9  | 3,9  | 3,6  | -1,3                              | 0,1  | -0,4 | -    |
| IPCH                                     | 0,1                          | 0,0  | 2,0  | 2,1  | 2,2  | -                                 | -    | -    | -    |
| IPCN                                     | 0,5                          | 0,3  | 1,7  | 1,9  | 2,0  | -                                 | -    | -0,1 | -    |
| IPCN excluant l'énergie                  | 1,5                          | 1,0  | 1,7  | 2,0  | 2,1  | -                                 | -    | -0,2 | -    |
| IPCN énergie                             | -9,3                         | -8,8 | 2,3  | 1,4  | 0,8  |                                   | 0,3  | 1,0  | 0,5  |
| Echelle mobile des salaires              | 0,0                          | 0,0  | 2,5  | 1,7  | 1,9  | -                                 | -    | -    | -    |
| Coût salarial moyen                      | 0,9                          | 0,5  | 3,2  | 2,9  | 3,2  | 0,1                               | -    | -0,2 | -    |
| Emploi salarié                           | 2,6                          | 3,0  | 3,1  | 3,1  | 2,8  | 0,1                               | 0,2  | 0,3  | 0,2  |
| Taux de chômage                          | 6,8                          | 6,4  | 6,2  | 6,1  | 6,0  | -0,1                              | -0,1 | -0,2 | -0,2 |
| Solde public (en pourcentage du PIB)     | 1,6                          | 1,5  | -0,1 | 0,4  | 0,3  | 0,3                               | 0,5  | 0,3  | 0,2  |
| Dettes publiques (en pourcentage du PIB) | 22,1                         | 23,2 | 23,6 | 23,8 | 23,8 | 0,7                               | 0,7  | 0,4  | -0,3 |

Source : BCL

La part des profits, telle que mesurée par l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB, a fortement progressé depuis 2014 et dépasse désormais sa moyenne historique. Cette évolution est normale pour un indicateur conjoncturel pro-cyclique et l'amélioration des résultats opérationnels des entreprises devrait avoir des incidences positives sur l'investissement privé, la création d'emplois et la progression des salaires réels.

Par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à des besoins d'ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent relativement favorables. En novembre 2016, avec la publication de son rapport annuel sur le Mécanisme d'alerte en ouverture du Semestre européen 2017, la Commission européenne a 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 Commission européenne dépassaient leur seuil d'alerte, à savoir la dette du secteur privé<sup>31</sup>, les crédits octroyés au secteur privé<sup>32</sup> ainsi que les prix immobiliers<sup>33</sup>.

#### 1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le redressement de la conjoncture a déjà engendré une amélioration de la situation de fond sur le marché du travail. La progression annuelle de l'emploi est actuellement de quelque 3 %, tirée essentiellement par les services aux entreprises, le secteur commercial au sens large et le secteur public (en particulier la santé). Le taux de vacance d'emplois s'est maintenu au-dessus de sa moyenne historique, ce

31 La dette (consolidée) du secteur privé correspond aux encours des passifs des secteurs des sociétés non financières ainsi que des ménages et des instituts sans but lucratif (ISBL). Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.

32 Le flux de crédit du secteur privé correspond aux variations nettes des passifs que les secteurs des sociétés non financières ainsi que des ménages et des ISBL ont contractés au cours d'une année. Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.

33 L'indice déflaté des prix des logements est le ratio entre l'indice des prix des logements (IPL) et le déflateur des dépenses de consommation finale privée. L'IPL d'Eurostat saisit les variations de prix de toutes les résidences immobilières neuves et anciennes achetées par les ménages (appartements, maisons individuelles, maisons mitoyennes, etc.), indépendamment de leur destination finale et de leur propriétaire précédent.

qui témoigne d'une forte demande de travail. De même, la hausse du travail intérimaire (généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi) constitue un signal positif. Les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises, sont largement demeurées orientées à la hausse dans le commerce et les services non financiers et se sont graduellement redressées dans la construction et l'industrie. De même, l'inquiétude des ménages face au chômage s'est inscrite en forte baisse. Dans une optique prospective, l'emploi devrait évoluer sur une voie légèrement ascendante sur les deux prochaines années, de concert avec l'embellie conjoncturelle, avant de décélérer à la fin de l'horizon de projection.

Le chômage devrait progressivement se réduire du fait d'un environnement conjoncturel plus porteur. A cela s'ajoute la relance des mesures d'activation<sup>34</sup> qui devrait soutenir l'emploi national et contribuer à réduire le chômage au sens « strict ». Cependant, la part importante de chômeurs de longue durée témoigne de la nature structurelle d'une partie du chômage. En effet, les caractéristiques des chômeurs, en partie peu qualifiés, âgés ou 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). De plus, l'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale – pourrait davantage bénéficier de la reprise conjoncturelle. Au final, sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens « strict » reculerait pour graviter autour de 6,2 % en 2017, 6,1 % en 2018 et 6,0 % l'année suivante.

Cette réaction de la composante « volume » du marché du travail devrait être 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 compte de l'augmentation du salaire social minimum en janvier 2017. Nos projections se sont en outre basées sur un ajustement de la valeur du point indiciaire dans la fonction publique<sup>35</sup>. A ces facteurs « prix » s'ajoute le redressement graduel du volume de travail. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 0,5 % en 2016 avant d'augmenter pour atteindre 3,2 % en 2017, 2,9 % en 2018 et 3,2 % en 2019. 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'est prévu pour 2016. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'en début d'année 2017, au deuxième trimestre 2018 et au troisième trimestre 2019.

#### 1.2.6.5 Prix à la consommation

Le scénario d'inflation a peu évolué par rapport aux prévisions du mois de juin 2016. La BCL prévoit toujours un important rebond de l'inflation en 2017 suite à la remontée du prix du pétrole et au paiement de la tranche indiciaire qui devrait avoir lieu début 2017. L'inflation devrait ensuite continuer à progresser en 2018 et 2019.

34 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 ajoutent deux nouvelles mesures (le « Stage de réinsertion professionnelle » et le « Contrat de réinsertion-emploi ») introduites en janvier 2016 et ciblant les populations au chômage les plus vulnérables. De même, un accord conclu entre le gouvernement et le patronat 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.

35 Il convient de noter que l'accord salarial signé le 5 décembre entre le ministère de la Fonction publique et la CGFP, qui prévoit la distribution d'une prime unique de 1 % en 2017 et une hausse linéaire de la valeur du point indiciaire de 1,5 % en 2018, a été conclu après la finalisation des projections de la BCL et n'a, par conséquent, pas pu être inclus dans ces projections. Néanmoins, les projections de la BCL se basaient sur l'hypothèse d'un ajustement de la valeur du point indiciaire sur l'horizon de projection.



Le prix du pétrole devrait être supérieur de 14 % en moyenne en 2017 par rapport à 2016. Cette hypothèse, un peu plus élevée que celle de juin, découle de niveaux de prix plus faibles qu'anticipé lors de la deuxième moitié de 2016 et, inversement, d'anticipations révisées à la hausse pour 2017 (notamment pour la deuxième partie de l'année). L'effet direct de la hausse plus importante du prix du pétrole en 2017 consiste en un ajustement à la hausse des projections des prix de l'énergie. Cette composante progresserait désormais de 2,3 % en 2017 après avoir reculé pendant quatre années consécutives. En 2018, le prix du pétrole décélérerait et augmenterait de 1,4 %.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) excluant les prix de l'énergie progresserait en 2017 pour atteindre 1,7 %. Elle serait notamment influencée par le paiement de la tranche indiciaire en début d'année. L'inflation excluant l'énergie accélérerait ensuite pour atteindre 2,0 % en 2018 et 2,1 % en 2019. L'inflation dans les pays limitrophes aurait également un impact à la hausse sur les prix luxembourgeois puisque celle-ci devrait progresser sur l'ensemble de l'horizon de projection bien qu'à un rythme plus faible (la Belgique dérogerait cependant à cette tendance avec un profil d'inflation annuel plat mais à un niveau plus élevé). La dynamique de l'inflation excluant les prix de l'énergie au Luxembourg devrait être similaire à celle projetée pour la zone euro qui évoluerait cependant à un niveau plus faible (voir tableau 2).

L'inflation globale, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) qui, après trois mois d'inflation nulle, est en territoire positif depuis août 2016, se situait à 0,5 % en novembre 2016. Elle devrait ensuite s'accélérer pour atteindre 1,7 % en moyenne en 2017. En 2018, l'IPCN progresserait encore et se situerait à 1,9 %, pour ensuite passer à 2 % en 2019. L'inflation globale devrait donc être largement influencée par l'inflation excluant l'énergie, la composante énergie connaissant des taux de progression moins accentués qu'au cours des dernières années.

Les prévisions concernant l'inflation globale n'ont guère évolué par rapport à celles de juin 2016. L'inflation excluant l'énergie devrait être légèrement plus faible en 2017, notamment en raison d'une inflation dans les services plus faible qu'anticipé.

Le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour début 2017. Le temps écoulé depuis le paiement précédent serait donc de plus de trois ans, ce qui constituerait l'espacement entre deux tranches indiciaires le plus long depuis l'introduction de l'euro en 1999. Selon ce mécanisme et en fonction de l'inflation sous-jacente, les tranches indiciaires subséquentes seraient dues pour le deuxième trimestre de 2018 et le troisième trimestre de 2019.

#### 1.2.6.6 Finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,6 % du PIB, en légère hausse par rapport à celui observé en 2014 (surplus de 1,5 % du PIB). Ce solde de 1,6 % est également plus favorable que le solde inclus dans la notification d'avril 2016, qui s'élevait alors à 1,2 % du PIB.

Pour 2016, la BCL projette un surplus de l'ordre de 1,5 % du PIB. Cette légère dégradation du solde serait attribuable à des surplus légèrement moins favorables au niveau des administrations locales et de la sécurité sociale (-0,1 p.p. pour atteindre respectivement 0,3 % et 1,4 % du PIB). La situation inverse prévaudrait par contre au niveau de l'administration centrale pour laquelle le déficit serait ramené à -0,2 % du PIB, soit une amélioration de 0,1 p.p. par rapport au solde observé en 2015.

En 2017, le solde budgétaire des administrations publiques afficherait un déficit de -0,1 % du PIB. Cette dégradation significative s'expliquerait principalement par la mise en œuvre des mesures incluses dans la réforme fiscale qui, selon les estimations de la BCL, auraient un impact budgétaire négatif de

1,5 % du PIB en 2017. L'impact cumulé de la réforme fiscale atteindrait 1,7 % du PIB en 2018, en raison de la baisse supplémentaire prévue concernant le taux d'imposition du revenu des collectivités. Le solde des administrations publiques serait toutefois en léger surplus en 2018 à concurrence de 0,4 % du PIB.

Le surplus de 0,3 % du PIB des administrations publiques dégagé en 2019 serait quasi similaire à celui enregistré en 2018.

Enfin, le ratio de dette publique serait en légère progression sur l'horizon de projection, passant de 22,1 % en 2015 à 23,8 % du PIB en 2019 sous l'effet des besoins de financement de l'administration centrale.

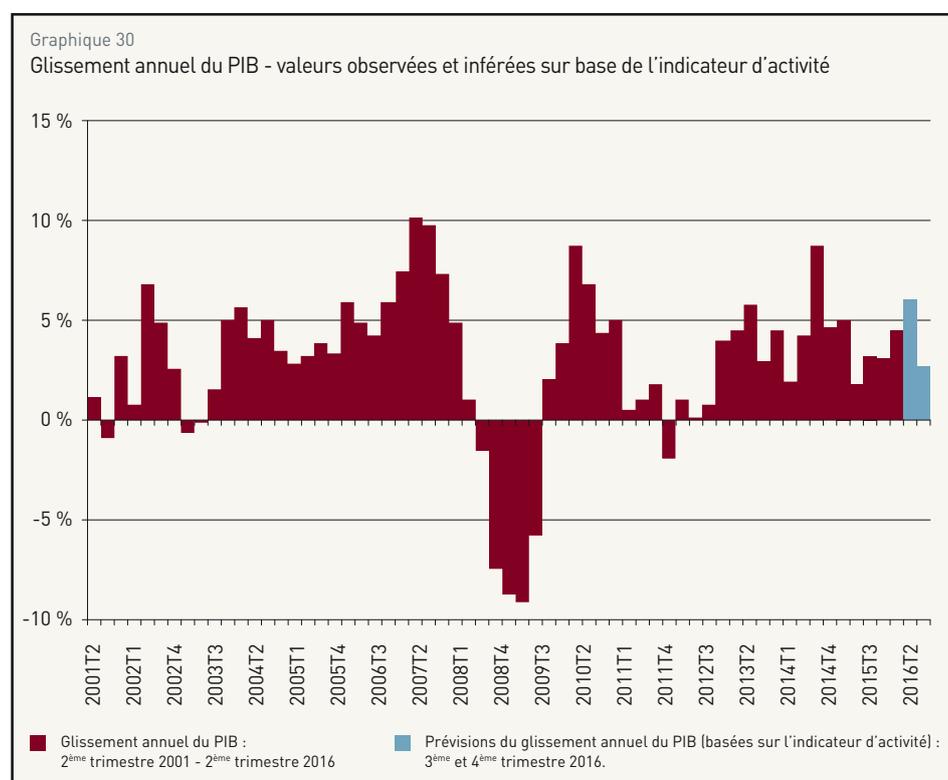
Les projections de finances publiques sont décrites en détail dans la partie 4 de l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2017 et la programmation pluriannuelle pour la période 2016-2020.

### 1.2.6.7 Analyse des risques

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles ainsi que les derniers comptes nationaux), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 5,8 % au troisième trimestre et 2,7 % au quatrième trimestre 2016. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 1,4 % au troisième trimestre et 0,7 % au quatrième trimestre 2016. Il en résulterait un taux de croissance pour l'année 2016 de 4,0 %, donc supérieur aux 3,5 % issus des projections macroéconomiques de décembre 2016.

Depuis la fin de l'année 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé de plusieurs mesures non conventionnelles pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire. Alors que certaines mesures ont déjà été ou sont en train d'être mises en œuvre, d'autres doivent encore l'être ; leur mise en œuvre effective devrait, d'après le Conseil des gouverneurs, contribuer à rééquilibrer les risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro.

Les allègements de la fiscalité directe à partir de l'année 2017 augmenteront le pouvoir d'achat des personnes physiques et des personnes morales et donneront une impulsion supplémentaire à la demande domestique privée du Luxembourg. Sur la base de nos estimations et des hypothèses sous-jacentes, cet impact pourrait atteindre un total cumulé sur trois années de 0,6 % du PIB réel. Ces



Source : BCL



estimations n'incorporent pas des effets dérivés qui pourraient se concrétiser sur base d'un changement du comportement des agents. La baisse de la fiscalité pour les entreprises augmente l'attractivité du Luxembourg et pourrait inciter des entreprises à s'y installer et/ou à y développer de nouvelles activités. De tels effets sont largement imprévisibles, aussi bien en ce qui concerne leur ampleur que la vitesse avec laquelle ils pourraient se concrétiser, de sorte qu'ils ne sont pas intégrés dans nos projections.

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.

Le Comité européen du risque systématique (CERS) a récemment conclu une évaluation des risques pesant sur les marchés immobiliers résidentiels de l'Union européenne. Le 22 septembre 2016, il a lancé des avertissements à huit pays, dont le Luxembourg. Le CERS a jugé que la conjugaison de la forte hausse des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois<sup>36</sup>. Selon le CERS, de telles vulnérabilités présentent un risque pour la stabilité financière et, à terme, sont également susceptibles d'engendrer de sérieuses répercussions négatives sur l'économie réelle.

L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a annoncé le 30 novembre 2016 avoir trouvé un accord avec ses membres ainsi que la Russie pour réduire la production de pétrole en 2017. Suite à cette annonce, le prix du pétrole a fortement rebondi et, vers la mi-décembre, il cotait aux environs de 55\$/bl, soit à un niveau nettement plus élevé que lors de la date d'arrêt des hypothèses sous-jacentes aux projections. Si cette hausse des prix devait se maintenir lors des mois prochains, alors l'inflation des prix de l'énergie et l'inflation globale emprunteraient une trajectoire qui se situe bien au-delà de la projection actuelle. De plus, les marchés financiers ont largement évolué depuis l'arrêt des hypothèses afférentes.

Au début de l'année 2017, d'autres mesures seront mises en œuvre en plus de la réforme fiscale pour les personnes physiques, à savoir le paiement d'une tranche indiciaire ainsi que le relèvement du salaire minimum réel. Suite à ces mesures, la BCL anticipe une accélération rapide de l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie au cours de l'année 2017. L'ampleur de la remontée de l'inflation est néanmoins sujette à incertitude, car elle dépend de beaucoup de facteurs, dont notamment la réaction des prestataires de services à cette augmentation du coût de la main d'œuvre. Leur comportement est aussi susceptible d'être influencé par la mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Les exportations de biens ont atteint près de 9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2016, soit une hausse de 2,5 % par rapport à la même période de l'année 2015. De leur côté, les importations ont chuté de 4 % sur les trois premiers trimestres de 2016 en s'établissant à 12,8 milliards d'euros. Elles s'étaient déjà contractées de 2 % à 17,7 milliards d'euros sur toute l'année 2015. En conséquence, le déficit du commerce extérieur a poursuivi sa résorption sur les trois premiers trimestres de 2016 (-16 %) en atteignant 3,8 milliards d'euros. Le déficit commercial du Luxembourg était déjà en recul

<sup>36</sup> Voir sous <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2016/html/pr161128.en.html> et [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/2016/161128\\_ESRB\\_LU\\_warning.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/2016/161128_ESRB_LU_warning.en.pdf).

successif depuis trois ans (-6 % à 7,6 milliards d'euros en 2013, -12 % à 6,7 milliards en 2014 et -11 % à 6 milliards en 2015, voir le tableau ci-dessous).

Les indices des valeurs unitaires montrent une baisse des prix à l'importation depuis quatre ans (-2,6 % en 2013, -2,3 % en 2014, -4 % en 2015 et -2,2 % au premier semestre 2016) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation ont de leur côté affichés des baisses inférieures à celles des importations (à l'exception du premier semestre 2016), occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange, ce qui a contribué au recul du déficit du commerce extérieur.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont baissé de 5 % en 2015 et de 7 % sur les trois premiers trimestres de 2016 par rapport à la même période de 2015. Toutes les autres catégories de biens exportés ont toutefois bien évolué, à l'exception des produits alimentaires qui ont reculé de 13 % sur les trois premiers trimestres de 2016. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intrazone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont progressé de 4 % sur les trois premiers trimestres de 2016. Les ventes vers les autres pays d'Europe (5 % du total) ont largement baissé (33 %) en 2015, mais sont reparties à la hausse (26 %) sur les trois premiers trimestres de 2016. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, ont progressé de 3 % en 2015 et de 14 % sur les trois premiers trimestres de 2016. Les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont beaucoup progressé en 2015 (38 %) avant de chuter fortement (18 %) sur les trois premiers trimestres de 2016.

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                  | 10 177,6     | 4,0            | 14 399,4     | 5,3            | -4 221,8 | 8,5            |
| 2006                  | 11 144,1     | 9,5            | 15 714,7     | 9,1            | -4 570,6 | 8,3            |
| 2007                  | 11 945,9     | 7,2            | 16 470,5     | 4,8            | -4 524,6 | -1,0           |
| 2008                  | 11 987,5     | 0,3            | 17 515,7     | 6,3            | -5 528,2 | 22,2           |
| 2009                  | 9 250,2      | -22,8          | 13 799,2     | -21,2          | -4 549,0 | -17,7          |
| 2010                  | 10 785,4     | 16,6           | 16 421,9     | 19,0           | -5 636,5 | 23,9           |
| 2011                  | 12 091,1     | 12,1           | 18 902,3     | 15,1           | -6 811,2 | 20,8           |
| 2012                  | 10 950,6     | -9,4           | 19 056,5     | 0,8            | -8 105,8 | 19,0           |
| 2013                  | 10 613,2     | -3,1           | 18 213,0     | -4,4           | -7 599,7 | -6,2           |
| 2014                  | 11 469,5     | 8,1            | 18 142,3     | -0,4           | -6 672,7 | -12,2          |
| 2015                  | 11 730,2     | 2,3            | 17 690,9     | -2,5           | -5 960,7 | -10,7          |
| 2016                  |              |                |              |                |          |                |
| 1 <sup>er</sup> trim. | 2 929,9      | 1,7            | 4 178,8      | -8,1           | -1 248,9 | -25,0          |
| 2 <sup>e</sup> trim.  | 3 119,5      | 3,8            | 4 401,9      | 1,0            | -1 282,4 | -5,2           |
| 3 <sup>e</sup> trim.  | 2 933,2      | 2,0            | 4 180,6      | -4,5           | -1 247,4 | -17,0          |

Source : STATEC

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers étaient déjà en recul de 9 % en 2013, de 13 % en 2014 et de 27 % en 2015. Alors que la baisse a atteint 28 % sur les trois premiers trimestres de 2016, ces importantes contractions s'expliquent par la chute du prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés dans les autres matières premières. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations) ont chuté de 6 % en 2015 et de 2 % sur les trois premiers trimestres de 2016. Les livraisons des États-Unis (4 % de toutes les importations) qui ont



fortement augmenté en 2015 suite à l'acquisition d'avions, se sont largement contractées sur les trois premiers trimestres de 2016. Les importations en provenance d'Asie ont en revanche poursuivi leur forte progression en 2015 (20 %) et sur les trois premiers trimestres de 2016 (46 %).

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

L'excédent courant du Luxembourg a atteint 1 milliard d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 803 millions d'euros sur la même période de l'année 2015. Cette importante amélioration (29 %) provient en grande partie d'une contraction du déficit du revenu des investissements qui a baissé de 16 % en atteignant 5,2 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016. Le solde négatif du revenu des investissements s'était en effet fortement accru au troisième trimestre 2015, sous l'effet de dividendes attribués aux détenteurs non résidents des parts d'OPC. L'amélioration du surplus courant sur les trois premiers trimestres 2016 a également résulté d'une progression de 24 % de l'excédent des services non financiers. Parmi ceux-ci figurent le transport, les services de télécommunication, d'informatique et d'information et les autres services aux entreprises (conseil, audit, leasing, etc.). Le montant relativement faible des émissions nettes de parts d'OPC a en revanche occasionné une baisse de 5 % de l'excédent des services financiers, qui s'est établi à 9,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016.

L'amélioration du solde du revenu des investissements et de celui des services non financiers a été partiellement compensée par une détérioration de la balance de biens. Le déficit des biens a en effet poursuivi son aggravation<sup>37</sup> sur les trois premiers trimestres 2016, suite à une importante réduction (-53 %) du surplus du négoce international. Cette évolution défavorable a résulté d'un changement de mode opérationnel dans les activités d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. Cette entreprise réalise désormais ses activités commerciales à travers des succursales établies à l'étranger à qui la propriété des biens vendus a été conférée. Toutefois ce nouveau mode opérationnel n'a pas eu d'impact significatif sur le solde courant car les importations de certains services ont de ce fait baissé (notamment le transport), ce qui a occasionné en partie une hausse du surplus des échanges internationaux de services.

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

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont enregistré des entrées nettes de 16 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016. Les flux d'investissements de portefeuille et les produits dérivés ont également enregistré des entrées nettes respectives de 55 milliards et de 5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016. Toutes ces entrées nettes ont été globalement compensées par des sorties nettes de 75 milliards d'euros dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques).

Les entrées nettes de capitaux au titre d'investissements de portefeuille ont largement baissé sur les trois premiers trimestres 2016 (55 milliards d'euros), comparées à la même période de 2015 (162 milliards d'euros). La volatilité accrue des marchés financiers au début de l'année 2016 a en effet occasionné une forte baisse des placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 109 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 267 milliards sur la même période en 2015. Les achats de titres de créance

<sup>37</sup> L'évolution divergente observée entre le solde du commerce extérieur et le solde des biens de la balance des paiements provient surtout du négoce international mais aussi des transactions sur or non monétaire et de l'avitaillement qui ne sont pas inclus dans les statistiques du commerce extérieur.

par les non-résidents ont également baissé en atteignant 42 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 142 milliards sur la même période de 2015. Les transactions sur titres luxembourgeois se sont ainsi traduites globalement par des entrées en forte baisse à 151 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2016, contre 409 milliards sur la même période de 2015.

En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont de même fortement réduit leurs placements sur les trois premiers trimestres 2016 qui ont totalisé 96 milliards d'euros contre 247 milliards d'euros sur la même période en 2015.

Tableau 23 :

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

|   | JANVIER - SEPTEMBRE 2015 |                    |             | JANVIER - SEPTEMBRE 2016 |                    |              |
|---|--------------------------|--------------------|-------------|--------------------------|--------------------|--------------|
|   | CRÉDIT                   | DÉBIT              | SOLDE       | CRÉDIT                   | DÉBIT              | SOLDE        |
| <b>COMPTE COURANT</b>                         | <b>235 345</b>           | <b>234 542</b>     | <b>803</b>  | <b>224 811</b>           | <b>223 779</b>     | <b>1 032</b> |
| Biens   | 12 210                   | 13 864             | -1 655      | 10 977                   | 13 308             | -2 331       |
| Marchandises générales (yc «or non-monnaire») | 9 619                    | 13 864             | -4 245      | 9 753                    | 13 308             | -3 555       |
| Négoce international (exportations nettes)    | 2 590                    |                    | 2 590       | 1 224                    |                    | 1 224        |
| Services                                      | 62 598                   | 48 408             | 14 190      | 62 553                   | 47 921             | 14 632       |
| Services financiers                           | 36 954                   | 26 622             | 10 331      | 36 316                   | 26 483             | 9 833        |
| Services non financiers                       | 25 644                   | 21 785             | 3 859       | 26 237                   | 21 438             | 4 799        |
| Revenu primaire                               | 154 234                  | 166 603            | -12 369     | 144 714                  | 156 544            | -11 830      |
| Revenu secondaire                             | 6 303                    | 5 667              | 636         | 6 567                    | 6 006              | 561          |
| <b>COMPTE DE CAPITAL</b>                      | <b>18</b>                | <b>555</b>         | <b>-537</b> | <b>26</b>                | <b>481</b>         | <b>-455</b>  |
|   | <b>AVOIRS</b>            | <b>ENGAGEMENTS</b> | <b>NET</b>  | <b>AVOIRS</b>            | <b>ENGAGEMENTS</b> | <b>NET</b>   |
| <b>COMPTE FINANCIER</b>                       |                          |                    | <b>200</b>  |                          |                    | <b>621</b>   |
| INVESTISSEMENTS DIRECTS                       | 604 802                  | 423 915            | 180 888     | 888                      | 16 090             | -15 202      |
| Opérations en capital et bénéfices réinvestis | 450 034                  | 302 634            | 147 400     | 43 990                   | -16 946            | 60 936       |
| Autres capitaux                               | 154 769                  | 121 281            | 33 488      | -43 102                  | 33 036             | -76 138      |
| INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE               | 246 663                  | 408 957            | -162 294    | 95 887                   | 151 134            | -55 247      |
| Titres de participation                       | 133 211                  | 266 778            | -133 567    | -2 214                   | 109 140            | -111 354     |
| Titres de créance                             | 113 452                  | 142 179            | -28 727     | 98 100                   | 41 994             | 56 107       |
| PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS                   |                          |                    | -5 976      |                          |                    | -4 627       |
| AUTRES INVESTISSEMENTS                        | 2 127                    | 14 497             | -12 370     | 96 601                   | 21 136             | 75 465       |
| AVOIRS DE RÉSERVE                             |                          |                    | -49         |                          |                    | 236          |
| <b>ERREURS ET OMISSIONS</b>                   |                          |                    | <b>-66</b>  |                          |                    | <b>47</b>    |

Source : BCL/STATEC

**1.2.9 La position extérieure globale**

Par rapport au deuxième trimestre 2016, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 62 milliards d'euros (0,6 %) pour atteindre 9 906 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2016. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 58 milliards d'euros en s'établissant à 9 894 milliards d'euros fin septembre 2016. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 4 milliards en atteignant 12 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2016. Cette amélioration a résulté essentiellement d'un effet positif de valorisation.



Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 24 milliards à 497 milliards d'euros fin septembre 2016. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est détérioré de 12 milliards d'euros. Si le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est accru de 18 milliards à 781 milliards d'euros fin septembre 2016, celui des produits dérivés s'est, pour sa part, résorbé de 11 milliards d'euros.

L'encours d'avoires en investissements directs s'est établi à 4 882 milliards d'euros fin septembre 2016, après avoir subi un effet négatif de valorisation (83 milliards d'euros) compensé partiellement par un effet-flux positif (investissements de 23 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 386 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une baisse de 84 milliards d'euros, résultant d'un effet négatif de valorisation (97 milliards), compensé partiellement par un effet-flux positif (13 milliards d'euros). 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, s'est détériorée de 18 milliards à 781 milliards d'euros fin septembre 2016. L'encours d'avoires en investissements de portefeuille s'est établi à 3 568 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une hausse de 148 milliards d'euros, dont 82 milliards correspondent à l'effet-flux. L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 349 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une hausse de 166 milliards d'euros (dont 90 milliards d'euros d'effet-flux).

Dans les autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir), l'encours de créances a atteint 1 247 milliards d'euros fin septembre 2016, soit une baisse de 21 milliards d'euros résultant à la fois d'un effet-flux négatif (9 milliards) et d'un effet négatif de valorisation (12 milliards). De même, en atteignant 952 milliards d'euros fin septembre 2016, l'encours d'engagements s'est globalement réduit de 8 milliards d'euros à la fois suite à un effet-flux négatif et un effet négatif de change.

Tableau 24 :

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

|  | ENCOURS FIN 2016 Q2 <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 2016 Q3 <sup>2)</sup> |
|--|-----------------------------------|---|--|-----------------------------------|
| <b>Position extérieure nette</b>       | <b>7</b>                          | <b>0,29</b>                               | <b>4,15</b>  | <b>12</b>                         |
| Avoirs extérieurs bruts                | 9 843                             | 100                                       | -38  | 9 906                             |
| Engagements extérieurs bruts           | 9 836                             | 100                                       | -42  | 9 894                             |
| <b>Investissements directs</b>         | <b>473</b>                        | <b>10</b>                                 | <b>14</b>  | <b>497</b>                        |
| Avoirs                                 | 4 942                             | 23  | -83  | 4 882                             |
| Engagements                            | 4 469                             | 13  | -97  | 4 386                             |
| <b>Investissements de portefeuille</b> | <b>-763</b>                       | <b>-9</b>                                 | <b>-9</b>  | <b>-781</b>                       |
| <b>Titres étrangers</b>                | <b>3 419</b>                      | <b>82</b>                                 | <b>67</b>  | <b>3 568</b>                      |
| Titres de participation                | 1 559                             | 6   | 58   | 1 622                             |
| Titres de créance                      | 1 861                             | 76  | 9  | 1 945                             |
| <b>Titres luxembourgeois</b>           | <b>4 183</b>                      | <b>90</b>                                 | <b>76</b>  | <b>4 349</b>                      |
| Titres de participation                | 3 254                             | 76  | 67   | 3 397                             |
| Titres de créance                      | 929                               | 14  | 9  | 952                               |
| <b>Produits dérivés nets</b>           | <b>-10</b>                        | <b>5</b>                                  | <b>6</b>   | <b>0,17</b>                       |
| <b>Autres investissements</b>          | <b>307</b>                        | <b>-5</b>                                 | <b>-7</b>  | <b>295</b>                        |
| Avoirs                                 | 1 268                             | -9  | -11  | 1 247                             |
| Engagements                            | 960                               | -4  | -5   | 952                               |
| <b>Avoirs de réserve</b>               | <b>0,95</b>                       | <b>0,00</b>                               | <b>-0,01</b>   | <b>0,95</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