



BULLETIN
2017

1




BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu
Luxembourg, le 24 juillet 2017
Achévé de rédiger le 9 juin 2017

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
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
1.2.1.1	Les prix à la consommation	17
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	19
1.2.1.3	Les coûts salariaux	20
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.2.1	L'emploi	21
1.2.2.2	Le chômage	25
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.3.1	L'industrie et la construction	27
1.2.3.2	Le secteur financier	36
1.2.3.2.1	Les établissements de crédits	36
1.2.3.2.2	Les organismes de placement collectif	50
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	54
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	55
1.2.5	La croissance économique	57
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2017	59
1.2.6.1	Évolutions récentes	60
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	60
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	62
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	68
1.2.6.5	Prix à la consommation	68
1.2.6.6	Analyse des risques	69

1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.8.1	Le compte courant	72
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	73
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les projections de finances publiques	75
1.2.10.1	Les recettes	76
1.2.10.2	Les dépenses	78
1.2.10.3	Les capacités ou besoins de financement	80
1.2.10.4	La dette publique : évolution récente et perspectives	82

Encadré 1 :

Inégalités de revenu et de patrimoine au Luxembourg :	
Résultats de la deuxième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg (LU-HFCS)	29

Encadré 2 :

Enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers :	
Premiers résultats de la deuxième vague	33

Encadré 3 :

Croissance potentielle et écart de production	65
---	----

VUE D'ENSEMBLE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 8 juin 2017.


Il a d'abord décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée et allant 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 confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusque 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. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Au cas où les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs, les mesures de politique monétaire ont continué de préserver des conditions de financement très favorables, afin que les taux d'inflation convergent durablement vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les informations les plus récentes confirment que l'économie de la zone euro se renforce et que son taux de croissance devrait être légèrement plus élevé qu'anticipé antérieurement. Cependant, comme l'expansion économique tarde encore à se traduire par une dynamique d'inflation plus forte et que l'inflation sous-jacente reste faible, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire reste requise afin de soutenir l'inflation globale à moyen terme.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,6 % au premier trimestre 2017, après 0,5 % au quatrième trimestre 2016. Les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, confirment que la croissance dans la période à venir devrait être solide et généralisée, bénéficiant du processus de désendettement en cours, du renforcement de l'investissement, en particulier de la part des entreprises, des créations d'emplois, qui soutiennent le revenu disponible réel et la consommation privée, ainsi que d'une reprise mondiale qui favorise les exportations de la zone euro. Ce scénario ressort, globalement, des projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème et qui reposent sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire. L'expansion du PIB annuel en volume devrait s'élever à 1,9 % en 2017, 1,8 % en 2018 et à 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été revues à la hausse sur l'horizon de projection. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur ces perspectives de croissance de la zone euro sont globalement équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle domestique accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse. D'autre part, des risques à la baisse demeurent, en lien principalement avec des facteurs mondiaux.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mai, après 1,9 % en avril et 1,5 % en mars. Comme cela avait été anticipé, les récentes fluctuations des taux d'inflation sont à attribuer aux cours de l'énergie et à des



hausse temporaire des prix des services pendant la période de Pâques. Alors que l'inflation globale devrait se maintenir au cours des prochains mois autour des niveaux observés actuellement, l'inflation sous-jacente, qui est restée faible, ne devrait progresser que graduellement à moyen terme, confortée par les décisions de politique monétaire, la poursuite de la croissance économique et la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités de production.


Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2017, qui aboutissent à une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019. Par comparaison aux projections antérieures, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison du recul des prix du pétrole.

En ce qui concerne le Luxembourg, les conditions économiques sont demeurées favorables. Selon les premières données de comptabilité nationale, la croissance du PIB réel aurait été de 4,2 % en 2016, en accélération par rapport à l'année 2015 et également au-delà des attentes de la plupart des analystes. Il s'agirait de la quatrième année consécutive au cours de laquelle une croissance supérieure ou égale à 4,0 % serait enregistrée. Le niveau de croissance actuellement chiffré à 4,2 % en 2016 est néanmoins quelque peu surprenant, dans la mesure où aucun indicateur d'activité mensuel ou trimestriel relatif aux secteurs phares de l'économie ne laissait supposer une progression aussi élevée.

S'agissant du début de l'année 2017, les évolutions conjoncturelles ont été très favorables. La forte progression depuis la fin 2016 des marchés boursiers s'est traduite au premier trimestre 2017 par une hausse du patrimoine des fonds d'investissement et des résultats des banques. De manière plus générale, le secteur financier devrait ainsi retrouver en 2017 un dynamisme plus vigoureux, ce qui est important compte tenu du rôle de ce secteur dans l'économie. La croissance européenne qui se généralise et se renforce laisse envisager des évolutions positives dans les autres secteurs de l'économie luxembourgeoise. Selon les enquêtes auprès des chefs d'entreprises, les dépenses d'investissement du secteur manufacturier pourraient progresser fortement en 2017, à un rythme qui n'a plus été observé depuis 2001. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble reflète aussi une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

Les projections de la BCL de juin 2017 aboutissent à une progression du PIB réel en 2017 de l'ordre de 4,6 %, soit un niveau plus élevé qu'anticipé en décembre dernier. L'accélération de la croissance en 2017 résulterait, en premier lieu, d'une augmentation des exportations attribuable à une hausse de la demande internationale et, en second lieu, d'une évolution plus favorable sur les marchés financiers. La demande domestique augmenterait également, bénéficiant tant de la bonne santé du marché de l'emploi que d'une série de mesures relatives à la réforme fiscale mise en œuvre au 1^{er} janvier 2017. Sur base des hypothèses communes de l'Eurosystème portant sur les taux d'intérêt, le taux de change et les indices des marchés boursiers, ceux-ci se maintiendraient à des niveaux plus favorables, influençant de manière positive la croissance au cours de la période de projection. Ceci explique la persévérance d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise. L'expansion de l'économie luxembourgeoise pourrait décélérer légèrement au cours des années 2018 et 2019 pour atteindre respectivement 3,9 % et 3,6 % dans un contexte de stabilisation de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite des marchés boursiers.

Le taux de variation de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a fortement progressé au cours des derniers mois et s'est établi à 1,7 % en mai 2017. Selon les projections de la BCL, l'inflation se situerait aux alentours de 1,8 % en 2017, de 1,7 % en 2018 et de 2,0 % en 2019. La forte accélération en 2017 résulterait de la conjugaison, d'une part, de la dissipation des effets de base



liés au recul du prix du pétrole en début d'année 2016, d'autre part, du paiement de la tranche indiciaire au début de 2017, du relèvement du salaire social minimum qui a pris effet au 1^{er} janvier 2017 et, finalement, de la hausse projetée de l'inflation sous-jacente dans la zone euro. En comparaison avec l'exercice de décembre 2016, les projections d'inflation ont été marginalement ajustées à la hausse pour l'année 2017 et légèrement à la baisse pour l'année 2018.

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
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
1.2.1.1	Les prix à la consommation	17
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	19
1.2.1.3	Les coûts salariaux	20
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.2.1	L'emploi	21
1.2.2.2	Le chômage	25
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.3.1	L'industrie et la construction	27
1.2.3.2	Le secteur financier	36
1.2.3.2.1	Les établissements de crédits	36
1.2.3.2.2	Les organismes de placement collectif	50
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	54
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	55
1.2.5	La croissance économique	57
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2017	59
1.2.6.1	Évolutions récentes	60
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	60
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	62
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	68
1.2.6.5	Prix à la consommation	68
1.2.6.6	Analyse des risques	69
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.8.1	Le compte courant	72
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	73
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les projections de finances publiques	75
1.2.10.1	Les recettes	76
1.2.10.2	Les dépenses	78
1.2.10.3	Les capacités ou besoins de financement	80
1.2.10.4	La dette publique : évolution récente et perspectives	82

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, lors de la réunion du 8 juin 2017, de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Selon le Conseil des gouverneurs, ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP).

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs devraient continuer, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusqu'en 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. 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. Au cas où les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, les valeurs moyennes des taux EONIA et EURIBOR 3 mois ont diminué d'un point de base par rapport à décembre 2016 et se sont établies à respectivement -0,36 % et -0,33 % en mai 2017. Le taux EURIBOR 1 mois est resté stable à -0,38 % entre décembre 2016 et mai 2017. Enfin, le taux EURIBOR 12 mois s'est réduit de cinq points de base par rapport à décembre 2016 pour se fixer à -0,13 % en mai 2017.

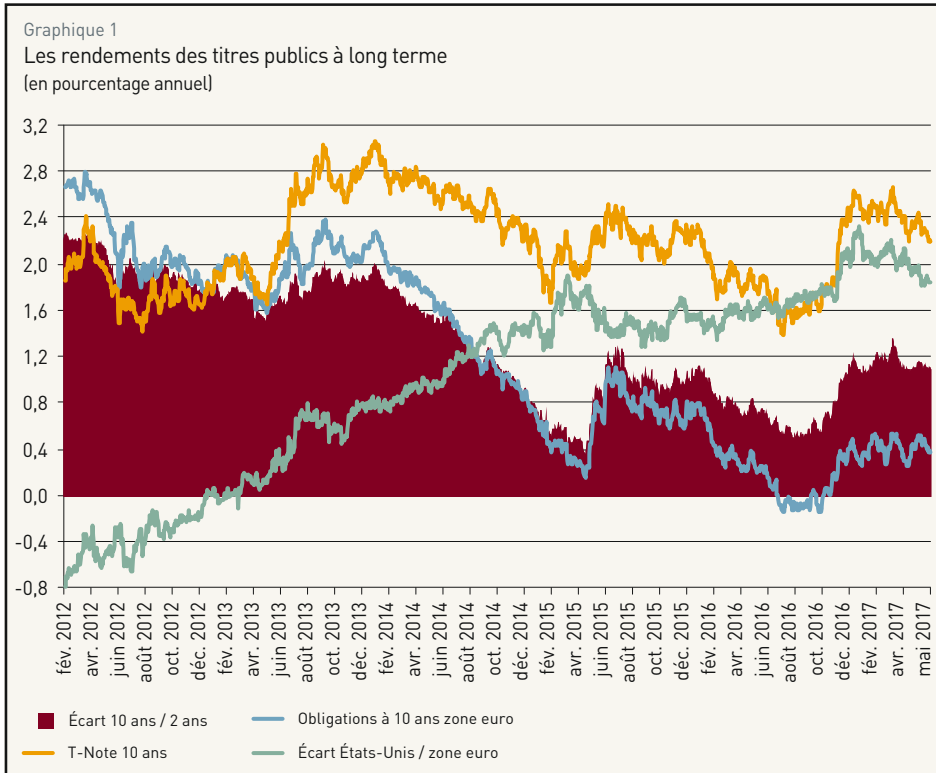
S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes ont indiqué un ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a été de 4,9 % en avril 2017. L'expansion annuelle de M3 est restée principalement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 9,2 % en avril 2017.

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 2,4 % en avril 2017. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est fixé en avril 2017 à 2,4 %.

1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, tant le rendement des titres publics à 10 ans que celui des titres publics à 2 ans se sont légèrement accrus entre le 20 décembre 2016 et le 6 juin 2017 pour se fixer à respectivement 0,35 % et -0,75 % en fin de période. Le différentiel de rendement entre le taux obligataire à 10 ans et celui à 2 ans s'est réduit durant cette période.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a baissé de 40 points de base sur la même période, sur fond de tensions géopolitiques, pour s'établir à un niveau de 2,2 % en fin de période. Ainsi, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est resserré au cours de la période analysée.



1.1.3 Les marchés d'actions

Aux États-Unis, l'indice boursier Standard & Poor's 500 a connu une hausse de 7,3 % entre le 20 décembre 2016 et le 6 juin 2017, porté par de bons résultats des entreprises au premier trimestre. Plus généralement, cette progression intervient dans un contexte de baisse du taux de chômage, d'un raffermissement des investissements des entreprises et d'une évolution de l'inflation à un rythme proche de 2 %, objectif à long terme du Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale, et ce malgré un ralentissement de la croissance économique américaine observé au premier trimestre 2017.

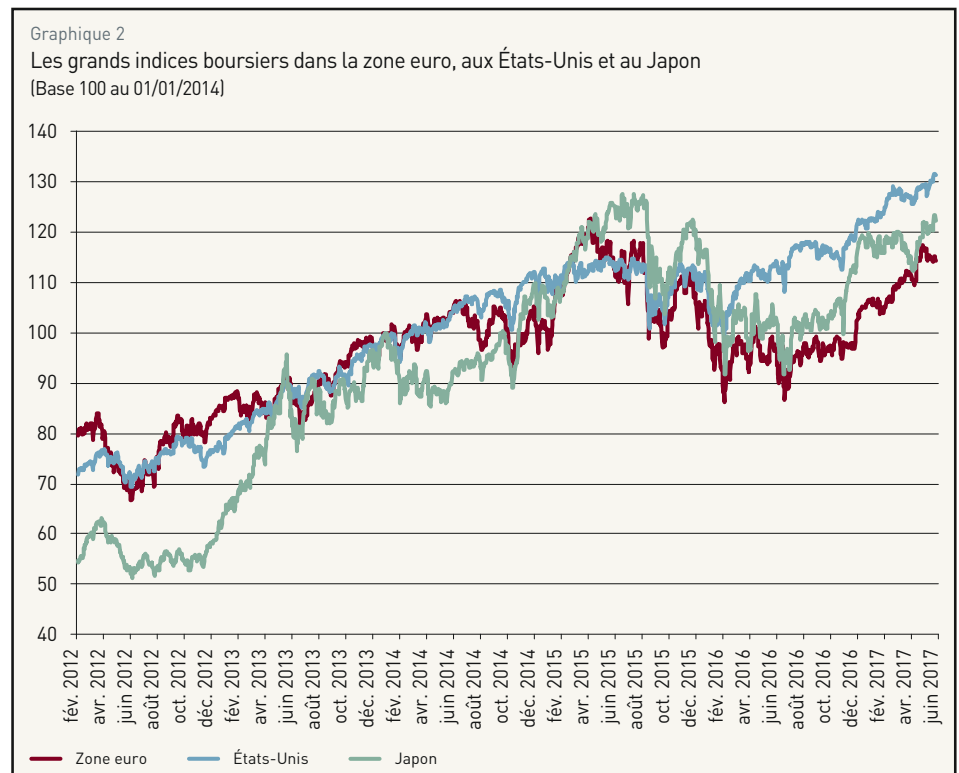
En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a enregistré sur la même période une augmentation de 8,7 %, soutenu tant par des résultats trimestriels favorables des sociétés

Sources : BCE, Bloomberg

européennes que par de bons indicateurs économiques au premier trimestre 2017, tels que la croissance du PIB corrigé des variations saisonnières de 0,6 % et la baisse du taux de chômage à 9,3 % en avril 2017, son plus faible niveau depuis mars 2009.

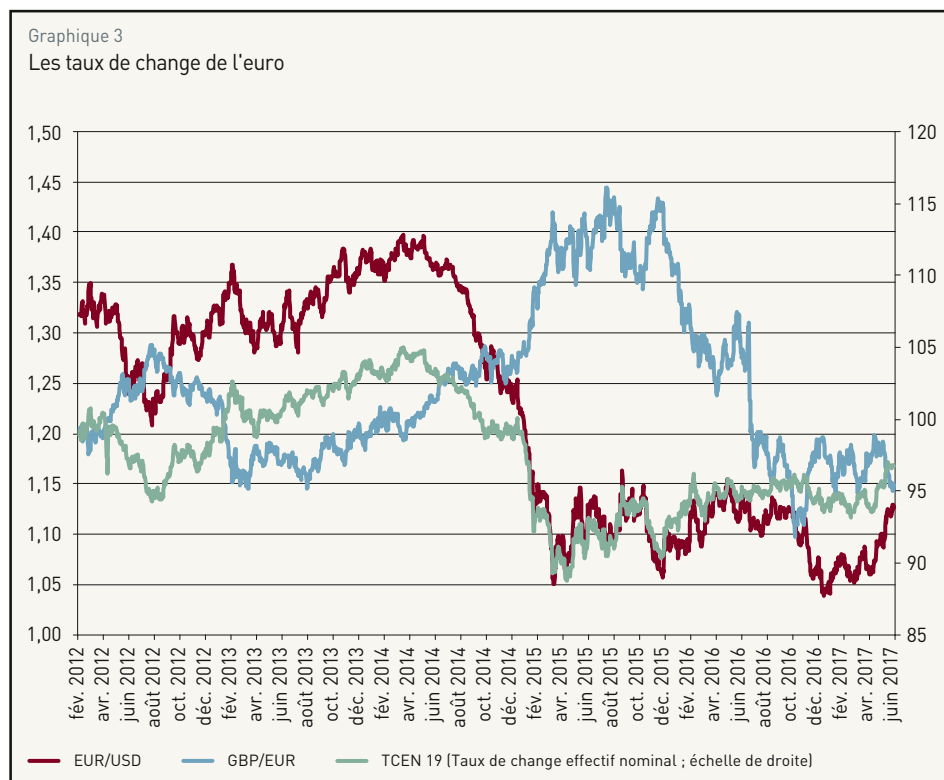
En avril 2017, l'indice composite PMI de la zone euro a atteint son plus haut niveau depuis six ans.

Au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 a connu une légère hausse de 2,5 % sur la même période. Les conditions sur le marché de l'emploi ont été favorables avec un taux de chômage à 2,8 %, son plus bas niveau depuis juin 1994, et un ratio d'offres d'emploi par rapport aux demandes à 1,48 en avril 2017, niveau le plus élevé depuis février 1974. En revanche, en avril, la consommation des ménages a enregistré une baisse de 1,4 % en variation annuelle.



Source : Bloomberg

1.1.4 Les marchés de changes



Source : Bloomberg

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), s'est établie à 0,2 % en 2016. Ce taux constitue une accélération par rapport au taux de 0,0 % observé en 2015, mais il reste à un niveau historiquement bas. Cette évolution moyenne faible cache cependant un profil ascendant marqué de l'inflation au cours de l'année 2016. Le taux d'inflation annuel s'est ainsi accéléré de -0,1 % au deuxième trimestre à +0,7 % au quatrième trimestre 2016. Cette accélération s'est encore accentuée au début de l'année 2017 avec un taux d'inflation qui est remonté à 1,9 % en avril 2017. L'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois de mai est une inflation qui est retombée à 1,4 %.

Le taux de change effectif nominal de l'euro¹ s'est apprécié de 3,4 % entre le 20 décembre 2016 et le 6 juin 2017. L'euro s'est apprécié de 8,3 % vis-à-vis du dollar américain sur la même période.

Concernant les autres devises mondiales, sur la même période, l'euro s'est apprécié de 3,7 % vis-à-vis de la livre sterling et de 0,8 % vis-à-vis du yen japonais. Enfin, il s'est apprécié de 1,4 % face au franc suisse et de 5,9 % par rapport au renminbi chinois, mais s'est déprécié de 0,2 % vis-à-vis du rouble russe. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, depuis décembre, l'euro s'est déprécié de 1,1 % face au forint hongrois et de 4,9 % face au zloty polonais. En revanche, il est demeuré relativement stable face à la couronne suédoise et à la couronne danoise.

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

Tableau 1 :

Évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro

(taux de variation annuels)

				2016				2017		
	2014	2015	2016	T1	T2	T3	T4	T1	AVRIL 17	MAI 17 ²
IPCH global	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,9	1,4
Produits alimentaires non transformés	-0,8	1,6	1,4	1,1	1,4	2,1	1,0	4,0	2,2	1,6
Produits alimentaires transformés	1,2	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,9	1,1	1,5
Produits manufacturés hors énergie	0,1	0,3	0,4	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Énergie	-1,9	-6,8	-5,1	-7,4	-7,7	-5,1	0,2	8,2	7,6	4,6
Services	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	1,1	1,8	1,3
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,0

Source : Eurostat

Les éléments explicatifs de l'inflation sont restés pratiquement inchangés entre 2015 et 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 -5,1 % pour les prix de l'énergie, d'un taux d'inflation de +1,4 % pour les produits alimentaires non transformés et d'un taux d'inflation positif mais faible de +0,8 % pour les composantes les plus stables.

L'accélération de l'inflation globale au cours de l'année 2016 et au début de l'année 2017 s'explique principalement par les prix de l'énergie. Leur taux de variation est d'abord devenu moins négatif, pour s'établir ensuite à un niveau proche de zéro en fin d'année 2016, pour devenir nettement positif au début de l'année 2017. Conjugée à une inflation relativement stable des autres composantes, cette évolution s'est traduite par une hausse du taux d'inflation global.

En avril 2017, toutes les composantes de l'indice global affichent une inflation positive et, à l'exception des biens industriels non-énergétiques, aussi une accélération de leur taux d'inflation annuel par rapport au quatrième trimestre 2016. Ce constat contraste nettement avec les évolutions hétérogènes observées au cours de l'année 2016 et il suggère que le retournement de l'inflation depuis les niveaux très bas au début de l'année précédente a une large assise.

Le prix du pétrole a rebondi de plus de 60 % depuis le début de l'année 2016. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, se sont également redressés de leurs niveaux très bas atteints l'année passée. Ces évolutions sont à l'origine d'une reprise de l'inflation des prix de l'énergie et de l'inflation des biens alimentaires transformés. Néanmoins, aussi bien le prix du pétrole que les prix des autres matières premières demeurent nettement inférieurs à leurs sommets atteints durant les années précédentes. Ceci devrait contribuer à atténuer les effets indirects et de second tour de ces hausses de prix. La forte accélération de l'inflation des biens alimentaires non transformés, principalement les fruits frais et les légumes, s'explique probablement par des conditions météorologiques défavorables au tournant de l'année 2016/2017. Cette forte accélération pourrait donc s'avérer n'être que temporaire. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar est resté globalement stable depuis janvier 2015, ce qui a sans doute contribué à la stabilisation 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 0,4 % et 0,5 %.

2 Estimations préliminaires.

Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande, ceci s'explique par une dynamique des salaires qui reste encore fort atténuée. Les prix des services, intensifs en main d'œuvre et donc sensibles à une variation de leur coût, se sont affichés en forte hausse en avril 2017. Il reste à voir si cette évolution est notamment le résultat d'un redressement de la croissance des salaires ou reflète principalement des effets prix liés au calendrier des fêtes de Pâques, auquel cas elle n'aurait qu'un caractère temporaire.

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

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé de 0,5 % au cours du premier trimestre 2017 par rapport au quatrième trimestre 2016, qui avait connu la même évolution. Au premier trimestre 2017, la croissance a quelque peu accéléré en Belgique et en Allemagne, à respectivement +0,5 % et +0,6 %, après +0,4 % dans les deux pays au quatrième trimestre 2016. En France, la croissance a au contraire légèrement ralenti en s'établissant à +0,3 % après +0,5 % au quatrième trimestre 2016.

Les statistiques de l'emploi font quant à elles état d'une croissance trimestrielle de l'emploi de 0,3 % au quatrième trimestre 2016, après une hausse de 0,2 % au troisième trimestre 2016. Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs de l'information-communication (+0,6 %) et de l'agriculture (+0,4 %). L'emploi a en revanche reculé dans deux secteurs, à savoir les activités financières et d'assurance (-0,2 %) et les activités immobilières (-0,5 %). Les évolutions de l'emploi des principaux partenaires économiques du Luxembourg sont apparues contrastées au cours des derniers trimestres de l'année 2016 : la dynamique de l'emploi est restée stable à +0,2 % en France au quatrième trimestre 2016 ; en Belgique, elle s'est établie à +0,3 % au quatrième trimestre 2016, après +0,4 % au troisième et +0,5 % au second trimestre 2016 ; enfin, en Allemagne, partant d'un niveau de l'emploi élevé, l'évolution au quatrième trimestre 2016 a été contenue avec une hausse de 0,1 %, après avoir stagné au troisième trimestre 2016.

Le taux de chômage de la zone euro, corrigé des variations saisonnières, s'est établi à 9,3 % en avril 2017, en baisse par rapport au taux de 9,4 % enregistré en mars 2017 et à celui de 10,2 % d'avril 2016. Il s'agit du taux le plus faible enregistré depuis mars 2009. En dépit d'une baisse sur une année de 1,5 million de personnes, Eurostat a estimé qu'en avril 2017, 15 millions d'hommes et de femmes étaient encore au chômage dans la zone euro.

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Au cours de l'année 2016, la zone euro a dégagé un excédent courant de 359 milliards d'euros (soit l'équivalent de 3,3 % du PIB), comparé à un excédent de 336 milliards (3,2 % du PIB) en 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 atteindre 375 milliards d'euros (3,5 % du PIB) en 2016, comparé à un surplus de 350 milliards d'euros (3,3 % du PIB) en 2015. Cette amélioration s'explique par un recul de 1,5 % des importations de biens en 2016, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les exportations de biens n'ont, de leur côté, reculé que très légèrement (-0,1 %) au cours de l'année 2016.

Concernant les autres composantes de la balance courante, la hausse de 46 % de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) a été largement compensée par une baisse de 31 % du surplus des services. Avec un taux de croissance des importations (4,7 %) supérieur à celui des exportations (1,4 %), la balance des services s'est détériorée, son surplus ayant atteint 48 milliards d'euros en 2016, contre 70 milliards en 2015. Le déficit du revenu secondaire (contributions

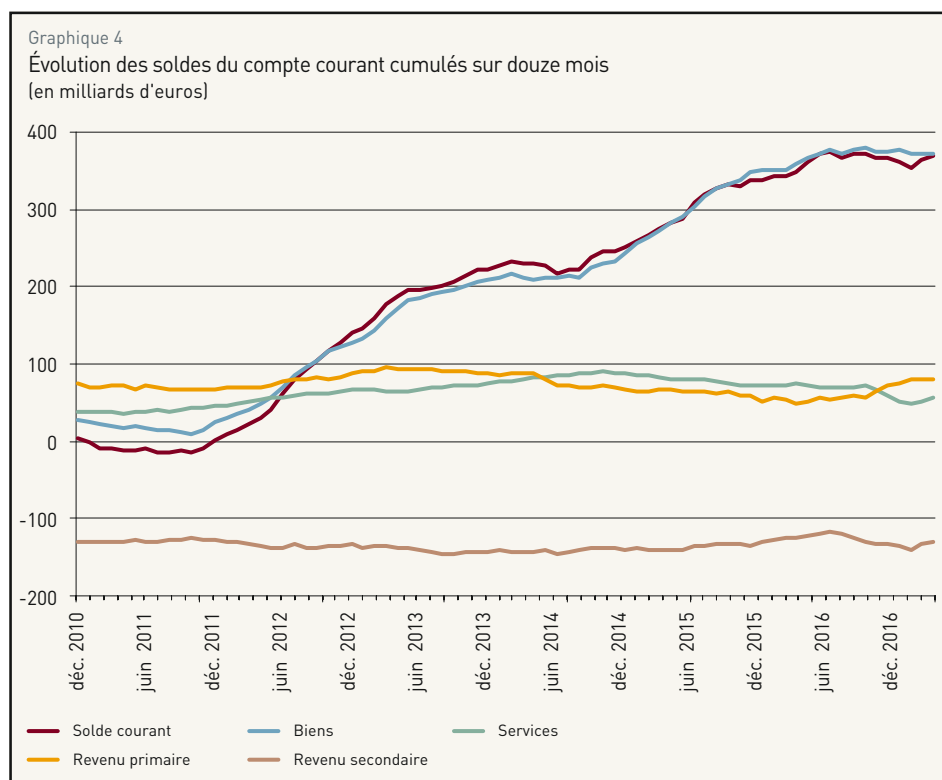
aux institutions internationales, aides au développement, etc.) s'est, pour sa part, réduit de 2 % pour atteindre 137 milliards d'euros en 2016.

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro a poursuivi son amélioration (12 %) au premier trimestre 2017 en atteignant 76 milliards d'euros, contre 67 milliards au premier trimestre 2016. Toutefois, le surplus des biens a reculé de 7 % sous l'effet d'une croissance plus importante des importations (14 %) par rapport aux exportations (10,6 %). Cette dégradation du solde des marchandises a en revanche été plus que compensée par une hausse des surplus du revenu primaire et des services ainsi que par la résorption du déficit du revenu secondaire.

S'agissant du compte des transactions financières, au cours de l'année 2016, 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 286 milliards d'euros en 2016, comparées à des achats nets à hauteur de 99 milliards d'euros en 2015. Ces ventes se sont poursuivies au premier trimestre 2017 à hauteur de 29 milliards d'euros (comparées aux achats de 34 milliards au même trimestre de 2016). Ce comportement s'explique 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 47 milliards d'euros en 2016 et de 33 milliards au premier trimestre 2017.

Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents ont réduit leurs achats nets à 140 milliards d'euros en 2016, contre 222 milliards en 2015. Au premier trimestre 2017, ces achats ont totalisé 29 milliards, comparés à des ventes nettes de 28 milliards au même trimestre en 2016. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des sorties nettes de 99 milliards d'euros en 2016, comparées à des entrées nettes de 277 milliards en 2015. Les mêmes transactions se sont traduites par des entrées nettes de 33 milliards au premier trimestre 2017, comparées à des entrées nettes de 28 milliards d'euros au même trimestre en 2016.

De leur côté, les résidents de la zone euro ont continué à limiter leurs placements en titres de participation étrangers, tout en investissant davantage dans les titres de dette étrangers. En 2016, les transactions sur titres de participation étrangers se sont soldées par des achats nets de 22 milliards d'euros contre 19 milliards en 2015. Au premier trimestre 2017, ces achats se sont accrus pour atteindre 37 milliards, comparés à des ventes nettes de 19 milliards au même trimestre de 2016. De leur côté, les achats de titres de dette étrangers sont restés à des niveaux historiquement élevés, en



Source : BCE

atteignant 373 milliards d'euros en 2016, quoi qu'en baisse par rapport au sommet de 380 milliards d'euros enregistrés en 2015.

Les flux d'investissements de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 494 milliards d'euros en 2016, contre 122 milliards en 2015. Au premier trimestre 2017, ces sorties nettes ont atteint 117 milliards d'euros, contre 104 milliards au même trimestre de 2016. Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont réduites à 165 milliards d'euros en 2016, contre 237 milliards en 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 344 milliards d'euros en 2016, contre 160 milliards en 2015. Au premier trimestre 2017, ces entrées ont atteint 101 milliards d'euros, contre 135 milliards par rapport au même trimestre en 2016.

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2017 de l'Eurosystème, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre, à un rythme de croissance plus dynamique qu'anticipé lors des projections de mars 2017. Sur une base annuelle, les projections tablent désormais sur une croissance du PIB en volume de 1,9 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.

La croissance des dépenses de consommation privée devrait rester positive sur l'ensemble de l'horizon de prévision tout en demeurant moins dynamique qu'en 2016. En effet, la croissance nominale du revenu disponible devrait augmenter progressivement sur l'horizon de projection, mais une inflation plus élevée devrait ralentir la progression du pouvoir d'achat réel des ménages. Néanmoins, la confiance des consommateurs a continué de progresser dans plusieurs pays de la zone euro au cours de ces derniers mois et les améliorations sur le marché du travail se sont poursuivies. De plus, l'amélioration des conditions d'octroi de crédits bancaires, renforcée par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, devrait soutenir la croissance de la consommation privée.

La hausse de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre, comme l'indiquent les évolutions favorables des permis de construire et la demande croissante de prêts pour l'acquisition de logements, dans un contexte d'amélioration des conditions de financement bancaire. L'investissement des entreprises devrait quant à lui poursuivre sa reprise, du fait notamment d'un renforcement de la demande mondiale adressée à la zone euro et des effets des mesures fiscales mises en œuvre dans plusieurs pays de la zone euro. D'autres facteurs devraient favoriser l'investissement des entreprises. Il s'agit notamment des conditions de financement qui devraient rester accommodantes sur l'horizon de projection; du besoin de modernisation du stock de capital après plusieurs années d'investissement contenu; et de l'accroissement des marges de profit dans un contexte où les sociétés non-financières détiennent de fortes liquidités. Néanmoins, les anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé et des capacités d'intermédiation bancaire limitées dans certains pays devraient continuer à peser sur les perspectives de croissance des investissements des entreprises.

Les exportations hors zone euro devraient être soutenues par le dynamisme de la demande étrangère. Celle-ci devrait progresser du fait des importations plus élevées tant au niveau des pays avancés que des économies émergentes. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient de leur côté croître plus rapidement que les exportations hors zone euro, si bien que l'excédent du compte courant de la zone euro serait en moyenne sur l'horizon de projection inférieur à celui observé en 2016.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont globalement équilibrés.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques pour la zone euro

(taux de variation annuels en pourcentages)

	PROJECTIONS DE JUIN 2017				PROJECTIONS DE MARS 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB réel	1,7	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,7	1,8 [1,5 - 2,1]	1,7 [0,7 - 2,7]	1,6 [0,5 - 2,7]
Consommation privée	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Consommation publique	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Formation brute de capital fixe	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Exportations	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Importations	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Emploi	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
Solde budgétaire des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Dette brute des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
IPCH	0,2	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]	0,2	1,7 [1,4 - 2,0]	1,6 [0,9 - 2,3]	1,7 [0,8 - 2,6]
IPCH ex énergie	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
Rémunération moyenne par tête	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Compte courant (en pourcentage du PIB)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

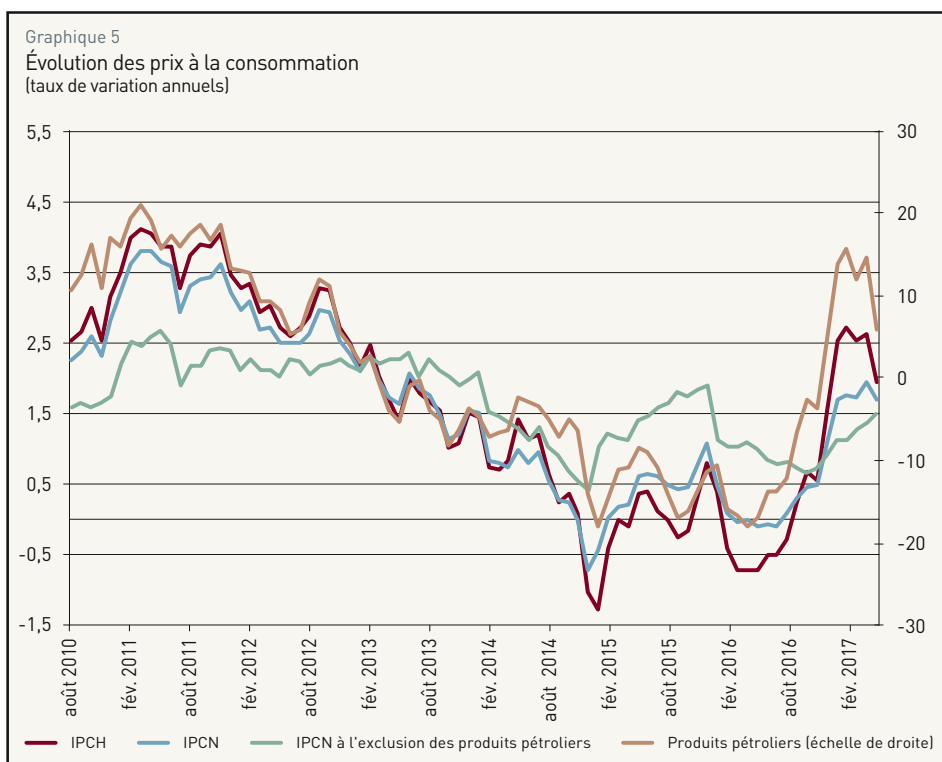
Source : BCE

En ce qui concerne l'inflation, la hausse annuelle de l'IPCH serait de 1,5 % en 2017, de 1,3 % en 2018 et de 1,6 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2017, les perspectives de progression de l'inflation globale ont été révisées à la baisse, reflétant des prix du pétrole plus bas. L'inflation sous-jacente ne devrait pour sa part augmenter que progressivement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, l'expansion économique en cours et la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités productives.

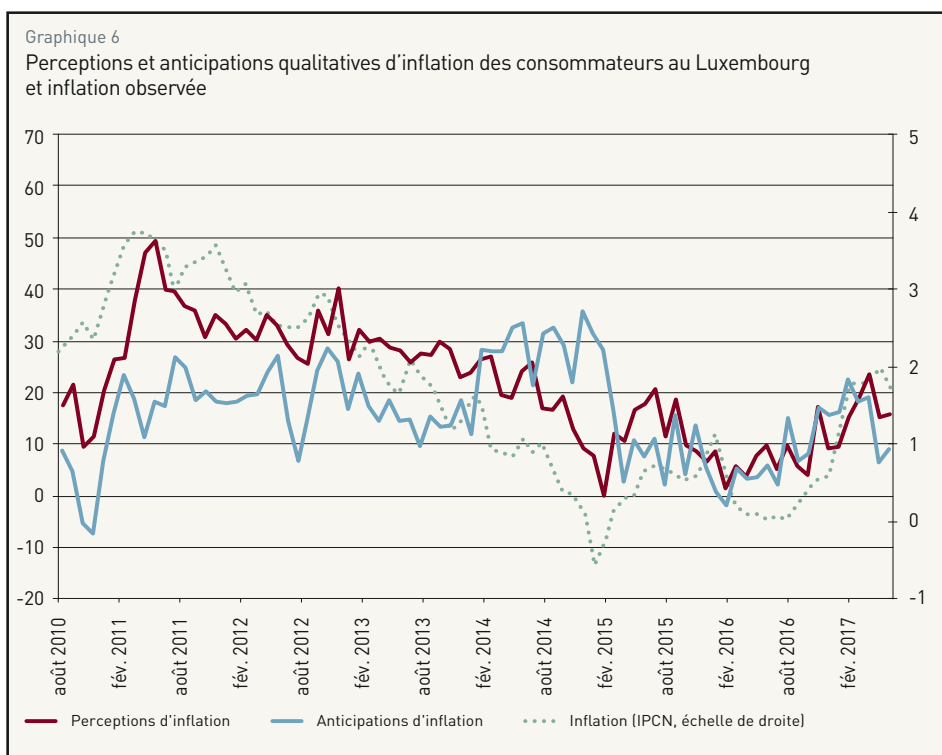
Sur l'horizon de projection, tant le déficit budgétaire des administrations publiques que le ratio de dette publique devraient s'inscrire en baisse. La poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que l'amélioration de la composante conjoncturelle expliquent la réduction du déficit budgétaire de 2017 à 2019. La réduction progressive de la dette publique sur l'horizon de projection serait principalement soutenue par l'écart favorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal de la dette ainsi que par des surplus du solde budgétaire primaire.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG**1.2.1 Les prix et les coûts****1.2.1.1 Les prix à la consommation**

Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a reculé en 2016 par à l'année précédente, pour la cinquième année consécutive, tout en restant positif. L'évolution de



Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : BCL et STATEC, calculs BCL

L'inflation au Luxembourg a ainsi été en phase avec celle de la zone euro.³ S'établissant à 0,3 % en 2016, l'inflation mesurée par l'IPCN a été à peine plus élevée au Luxembourg que dans la zone euro, qui a connu une hausse de 0,2 % de l'IPCH. Les facteurs déterminants ont été l'évolution du prix du pétrole et la dissipation des effets liés à la hausse de la taxation indirecte en 2015 (qui constitue un effet de base négatif) qui ont contribué à ralentir l'inflation globale. En faisant abstraction de ces deux effets, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des prix mais en excluant les prix de l'énergie et en considérant la taxation indirecte constante, le taux d'inflation aurait en effet nettement progressé en 2016 par rapport à sa moyenne de 2015.

Au début de l'année 2017, l'inflation a fortement progressé au Luxembourg, s'établissant à 1,7 % au mois de mai en variation annuelle et présentant un taux moyen de 1,8 % sur les cinq premiers mois de l'année. Cette accélération est le résultat d'une forte progression du prix des produits pétroliers en variation annuelle (12 % sur les cinq premiers mois de 2017) et du paiement de la tranche indiciaire en janvier 2017. L'indexation a en effet soutenu l'inflation des autres biens et services (1,3 % lors des cinq premiers mois de 2017).

Comme signalé ci-dessus, en 2016 l'inflation au Luxembourg a été très proche de celle observée dans la zone euro. Alors que l'inflation au Luxembourg a été légèrement

3 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

plus faible au troisième trimestre 2016, lors du quatrième trimestre 2016 et du premier trimestre 2017 le différentiel avec la zone euro a été nul. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a exceptionnellement été négatif et ceci à concurrence de -0,4 p.p. en 2016 et -0,2 p.p. au premier trimestre 2017. Les taux d'inflation en France et en Allemagne ont été proches du taux au Luxembourg. Néanmoins, en Belgique, avec 1,8 % en 2016, le taux d'inflation a été un des taux les plus élevés de la zone euro et continue sur cette tendance en 2017 (3,0 % au premier trimestre). Les différentiels du Luxembourg cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2016 ont atteint respectivement +8,1 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +5,9 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL⁴, les perceptions d'inflation ont été en forte hausse au début de l'année 2017 après une année 2016 au cours de laquelle ces perceptions ont été à un niveau très bas (voir graphique 6). Les anticipations d'inflation ont également atteint des niveaux plus élevés au premier trimestre de 2017, mais ont ensuite fortement reculé en avril et mai.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont à nouveau reculé en 2016 et ce, à concurrence de 1,3 % (faisant suite à une baisse de 1,1 % en 2015). Cette tendance s'observe sur l'ensemble de l'année à l'exception du troisième trimestre qui a été positif. Lors du premier trimestre de 2016, les prix à la production ont été en légère baisse (-0,4 %) et cela pour l'ensemble des catégories de biens, à l'exception des biens de consommation dont les prix à la production ont fortement progressé (9,8 %). 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 progression des prix des biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, des biens de consommation. Les prix à la production des biens énergétiques ont quant à eux fortement reculé. Au quatrième trimestre, les prix à la production ont nettement baissé et ce dans tous les secteurs.

Au premier trimestre de 2017, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont connu une dynamique positive, portés par le secteur des biens intermédiaires, alors que les prix à la production dans les autres secteurs ont été en recul.

Tableau 3 :

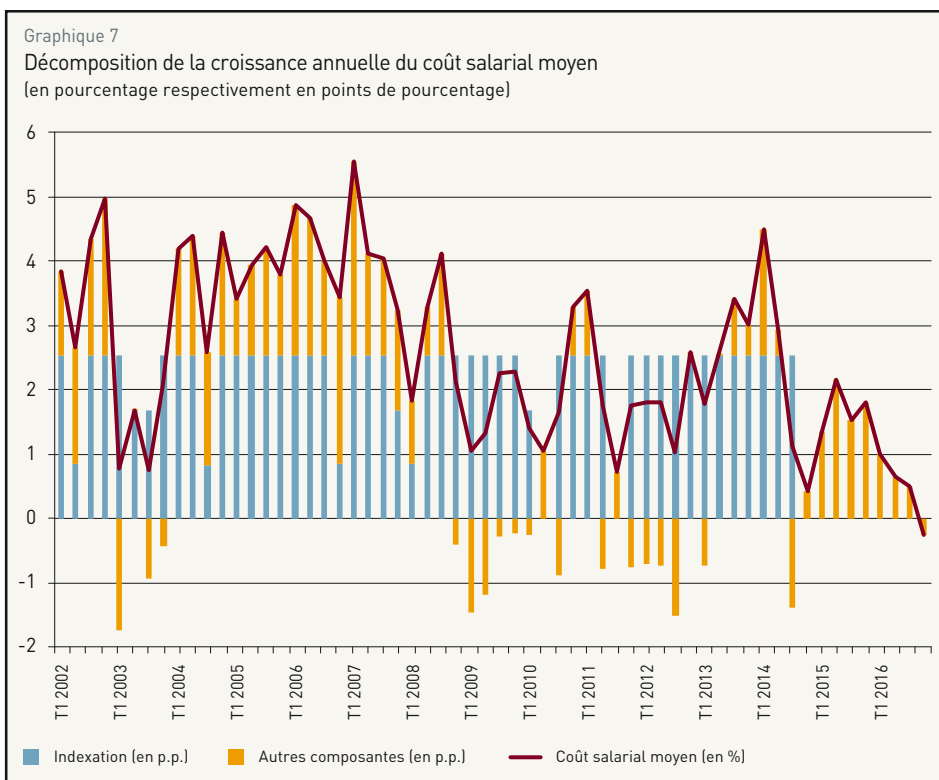
Prix à la production industrielle

(en variation par rapport à la période précédente)

	2016	2016-T1	2016-T2	2016-T3	2016-T4	2017-T1
Ensemble des produits industriels	-1,3	-0,4	-0,1	1,1	-1,1	1,9
Biens intermédiaires	-2,6	-2,1	-0,3	4,2	-1,6	4,0
Biens d'équipement	0,6	-0,5	0,8	-0,1	-0,6	-0,6
Biens de consommation	10,0	9,8	-0,2	0,4	-0,2	-0,6
Biens énergétiques	-9,3	-4,5	-0,3	-8,0	-0,4	-0,6

Sources : STATEC, calculs BCL

4 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.



Sources : STATEC, calculs BCL

rité sociale a témoigné d'une progression plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur la base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'environ 0,4 % au cours du trimestre sous revue (en décélération par rapport à la progression annuelle de 1 % enregistrée au cours des trois trimestres précédents)⁵. 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 méthodologique⁶.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, révèle que la baisse du coût salarial moyen a été particulièrement importante dans les autres activités de services (-2,1 %), l'industrie (-1,1 %) et la construction (-1,1 %)⁷. En revanche, le coût salarial moyen a continué de progresser dans les services aux entreprises (1,0 %) et la branche « information et communication » (0,6 %). En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,1 % au cours du trimestre sous revue.

5 Selon les données mensuelles de l'IGSS, cette décélération s'expliquerait par une progression plus faible des primes et gratifications distribuées.

6 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.

7 En ce qui concerne le secteur public, la baisse du coût salarial moyen au deuxième trimestre 2016 s'est expliquée par un effet de base négatif suite au paiement d'une prime unique en juin 2015. Les baisses observées aux troisième et quatrième trimestres 2016 s'expliqueraient, en partie du moins, par un recul du volume de travail.

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une diminution annuelle du coût salarial moyen de 0,3 % au quatrième trimestre 2016, après une hausse de 0,5 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression a été 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 dernier trimestre 2014, étant donné qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée entre fin 2013 et décembre 2016.

Notons que l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécu-

Tableau 4 :

Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

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

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

Sources : STATEC, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une certaine modération salariale. La dynamique des salaires est exclusivement imputable à l'apport des « autres composantes » dites réelles qui s'est révélé négatif au dernier trimestre 2016. Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions au cours de publications ultérieures. Rappelons de surcroît que 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. De même, on peut s'attendre à une accélération de la progression annuelle du coût salarial moyen au premier trimestre 2017, sous l'effet de l'ajustement du salaire social minimum (de 1,4 %) et du paiement d'une tranche indiciaire le 1^{er} janvier 2017.

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 3,0 % en janvier 2017, en glissement annuel, une croissance en décélération 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 atteint 3,5 % en moyenne au cours des mois suivants allant jusqu'à avril 2017.

Tableau 5 :

Évolution 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 RÉSIDENT	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON SALARIÉ RÉSIDENT	EMPLOI NON SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL RÉSIDENT	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	1,8	2,3	2,0	1,8	15,1	2,8	6,8
2014	2,7	2,3	2,5	2,8	3,2	2,3	2,6	6,5	2,6	7,1
2015	3,2	2,1	2,6	2,0	2,6	2,1	2,6	-2,6	1,8	6,8
2016	4,1	2,2	3,1	1,4	2,1	2,2	3,0	-4,6	1,7	6,4
2016 T1	4,1	1,9	2,9	1,4	2,0	1,9	2,8	-5,3	1,4	6,5
2016 T2	4,1	2,0	3,0	1,3	2,0	2,0	2,9	-4,8	1,5	6,4
2016 T3	3,9	2,4	3,1	1,6	2,3	2,3	3,0	-4,3	1,9	6,4
2016 T4	4,2	2,6	3,3	1,3	1,9	2,5	3,2	-4,2	2,0	6,2
2017 T1	3,8	2,8	3,3	0,7	1,4	2,7	3,2	-4,1	2,2	6,1
avr. 16	4,2	1,9	2,9	1,4	2,0	1,8	2,9	-3,9	1,4	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	2,1	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	2,4	3,1	1,6	2,2	2,3	3,1	-3,1	1,9	6,3
oct. 16	3,9	2,5	3,1	1,1	1,8	2,3	3,1	-4,1	1,9	6,3
nov. 16	4,2	2,6	3,4	1,5	2,2	2,5	3,3	-4,9	2,0	6,2
déc. 16	4,3	2,7	3,4	1,2	1,9	2,6	3,3	-3,6	2,1	6,2
jan. 17	3,7	2,4	3,0	1,5	2,1	2,3	2,9	-3,1	2,0	6,2
fév. 17	4,0	3,0	3,5	0,4	1,3	2,8	3,4	-3,9	2,3	6,1
mars 17	3,8	3,1	3,5	0,1	0,9	2,9	3,3	-5,3	2,3	6,0
avr. 17	3,8	3,2	3,5	0,2	1,1	2,9	3,3	-5,9	2,3	6,0

Remarque : les données relatives aux mois de février à avril 2017 sont des estimations.

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

L'emploi frontalier, qui a été particulièrement affecté par les effets du ralentissement conjoncturel antérieur en raison de sa répartition sectorielle, a continué de croître à un rythme plus soutenu que l'emploi résident. L'accélération de la progression de l'emploi résident observée depuis l'été 2016 a cependant réduit l'écart de croissance entre emploi résident et frontalier⁸.

L'emploi intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers, a progressé, en base annuelle, de 10,4 % au cours du deuxième semestre 2016 avant de s'inscrire en baisse de 5,7 % en janvier 2017. Si ce mouvement à la baisse venait à se confirmer, cela pourrait signaler une diminution de l'incertitude à laquelle font face les entreprises : en effet, dans un contexte d'incertitude réduite, les entreprises optent davantage pour des embauches définitives plutôt que de recourir au travail intérimaire.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle qu'au quatrième trimestre 2016, la progression annuelle de l'emploi salarié (3,3 % au total) a reposé essentiellement

⁸ Selon les données définitives disponibles, l'emploi national a progressé de 2,5 % au cours du deuxième semestre 2016, en comparaison annuelle, soit à un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise (une croissance de 1,9 % en moyenne au cours de la période de janvier 1996 à août 2008).

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). De son côté, le secteur financier au sens large a contribué à hauteur de 0,4 p.p. à la progression annuelle de l'emploi⁹.

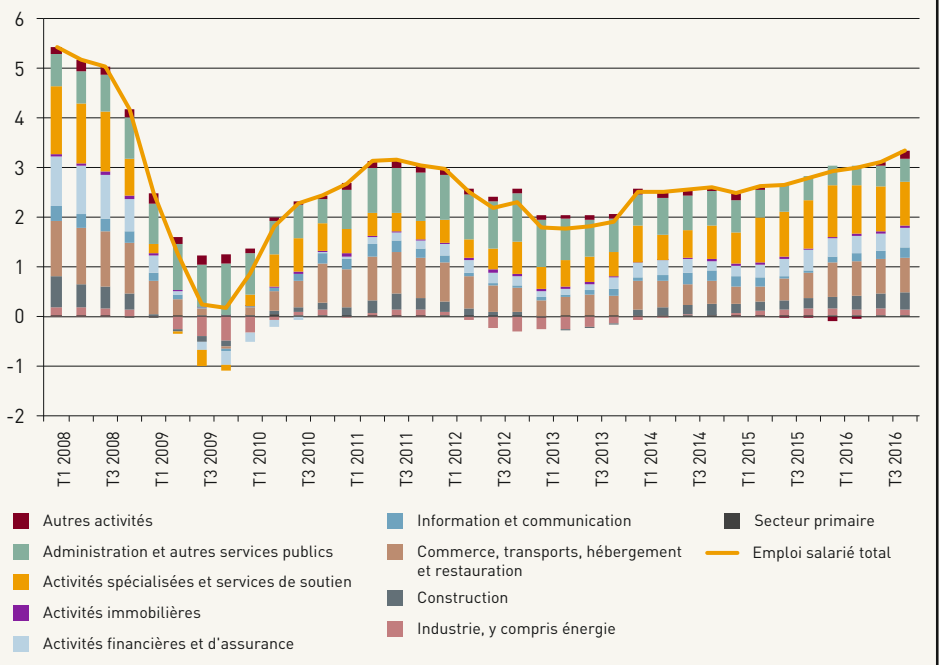
Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence¹⁰. Sur l'année séparant les quatrièmes trimestres 2015 et 2016, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 12 700 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de 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 près de 3 600 emplois créés, principalement occupés par des non résidents. En second lieu, il s'agissait du secteur commercial au sens large (y compris

9 La hausse de l'emploi dans le secteur financier s'est principalement expliquée par la progression observée dans le sous-secteur des « Activités auxiliaires de services financiers et d'assurance » qui incluent par exemple les activités de gestion de fonds ou encore le courtage de valeurs mobilières et de marchandises.

10 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

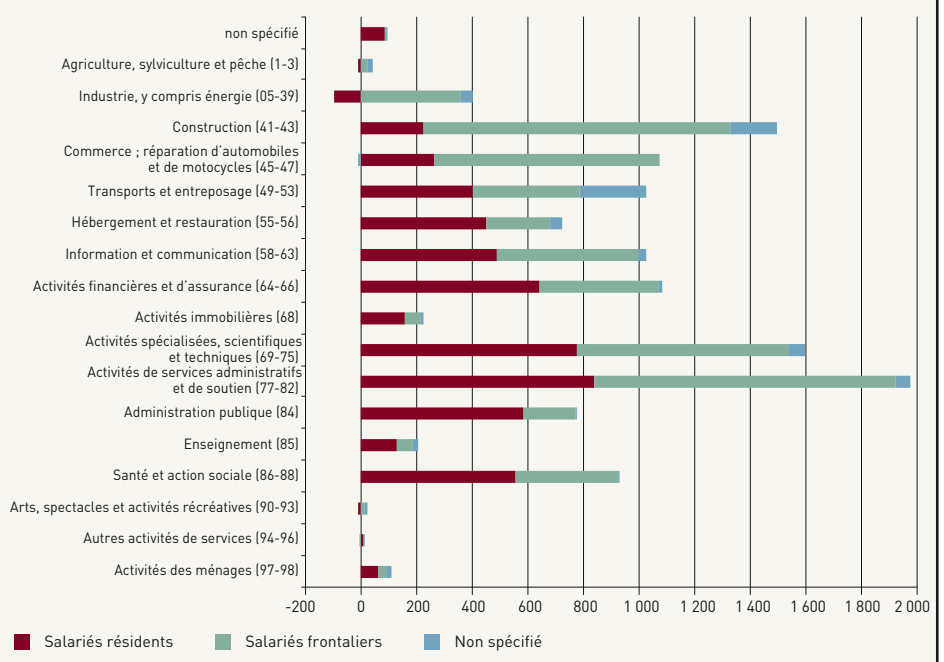
Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique (en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

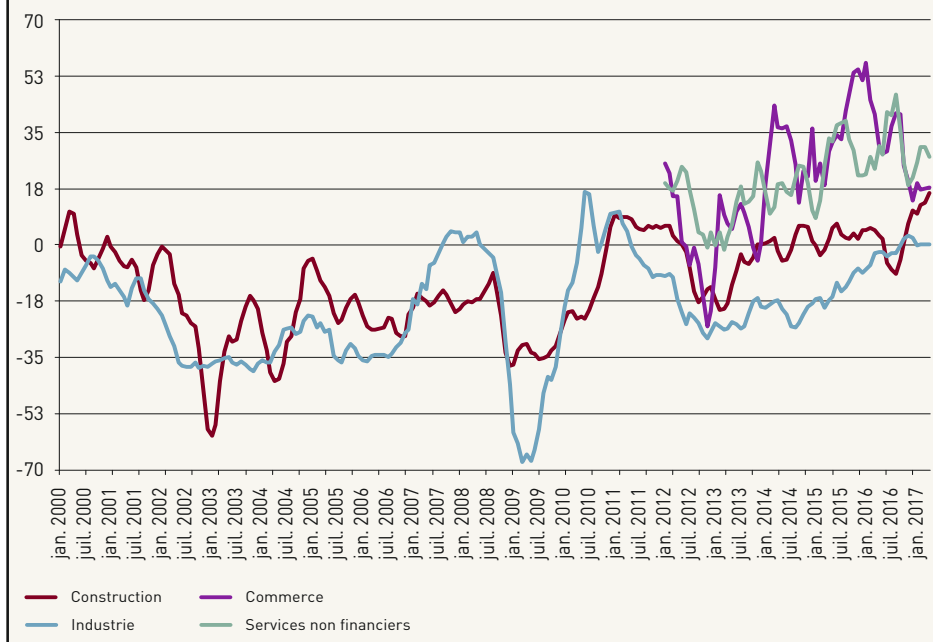
Graphique 9

Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au quatrième trimestre 2016 (évolution absolue par rapport au quatrième 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)



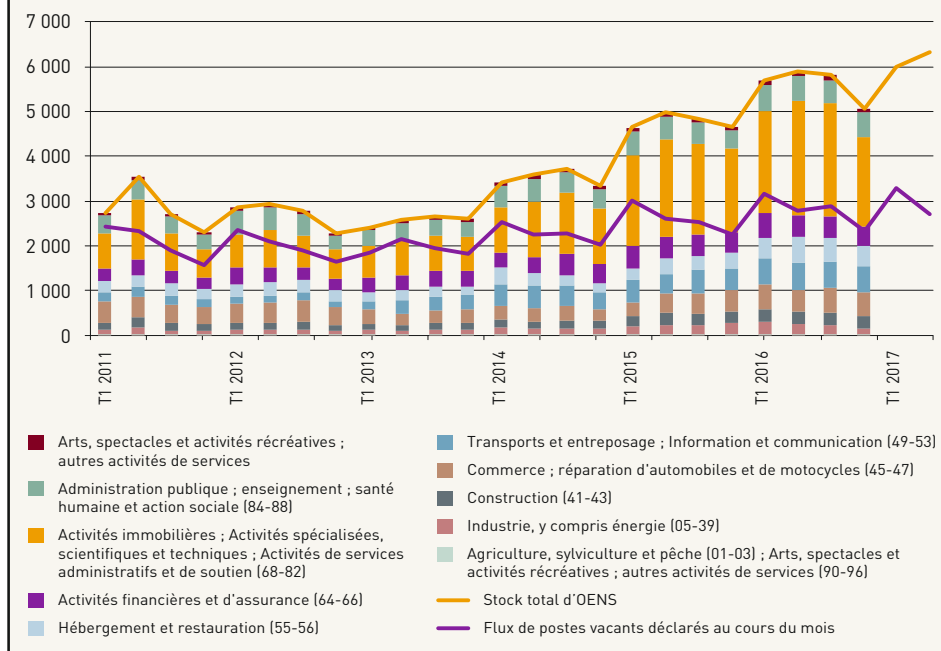
Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

transports et horeca), avec environ 2 800 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 de la construction, avec des hausses respectives d'environ 1 900 et 1 500 emplois créés par chaque secteur, principalement occupés par des résidents dans le premier et par des frontaliers dans le deuxième.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent des anticipations favorables dans les services (non financiers), le commerce et la construction. Par ailleurs, les anticipations d'évolution de l'emploi dans 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 6 050 unités en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année courante, soit une hausse d'environ 4 % par rapport à la période correspondante de 2016. 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 3 100 en moyenne au cours des mois de janvier à avril 2017, en hausse de 3 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les

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



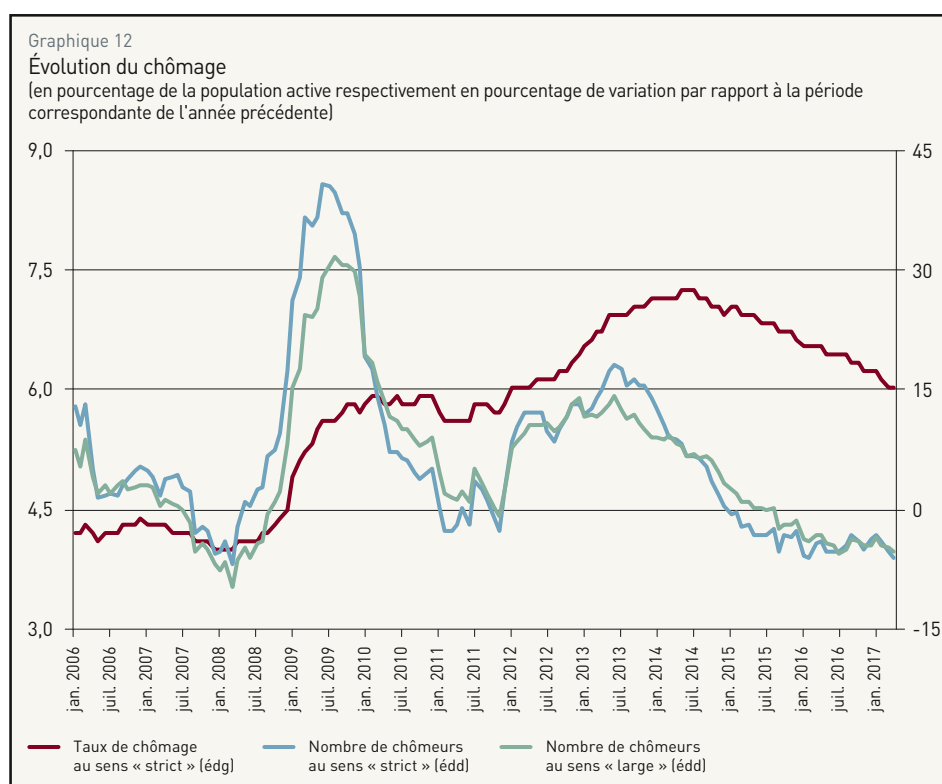
Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.
La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne les premier et deuxième trimestres 2017. Par ailleurs, les données relatives au deuxième trimestre 2017 font uniquement référence au mois d'avril 2017.
Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

données les plus récentes indiquent que 40 % des offres d'emplois provenaient au quatrième trimestre 2016 des services aux entreprises et des 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 », le secteur public au sens large et le secteur commercial, qui chacune ont contribué à concurrence de 11 % du total des offres d'emplois. Les apports en provenance du secteur financier et de l'horeca se sont chiffrés à 9 % postes vacants dans les deux cas.

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 6,0 % en avril 2017, un taux stable par rapport à celui observé le mois précédent mais en baisse par rapport au taux observé au cours du mois correspondant de l'année précédente (-0,5 p.p.). Le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a poursuivi sa diminution en avril 2017 (-5,9 % en glissement annuel, soit l'équivalent de 1 000 chômeurs de moins en une année). Notons que le taux de chômage (officiel) prend uniquement en compte les demandeurs d'emploi inscrits auprès de l'ADEM et se base, par conséquent, sur une définition relativement étroite de la sous-utilisation de la main-d'œuvre. Des indicateurs complémentaires du chômage permettent de mieux appréhender la situation de fond sur le marché du travail. En 2016, la main-d'œuvre additionnelle potentielle représentait 4,4 % de la population au Luxembourg (après un taux de 5,1 % en 2015). Cet indicateur comprend les personnes recherchant un emploi mais temporairement indisponibles (comme par exemple les étudiants en fin d'études) et les personnes disponibles pour travailler mais ne recherchant pas un emploi. Cette dernière catégorie inclut notamment les chômeurs dits « découragés » qui en période de ralentissement conjoncturel et de hausse du chômage décident de ne plus s'inscrire auprès des administrations de l'emploi. À cette main-d'œuvre additionnelle potentielle, il convient aussi d'ajouter les travailleurs à temps partiel en sous-emploi, c'est-à-dire ceux travaillant à temps partiel mais qui souhaiteraient travailler davantage. En 2016, ces derniers représentaient 2,3 % de l'emploi résident (après 2,5 % l'année précédente). En conclusion, cette notion large de la sous-utilisation de la main-d'œuvre a aussi eu tendance à diminuer en 2016, sous l'effet de l'amélioration générale de la situation conjoncturelle.

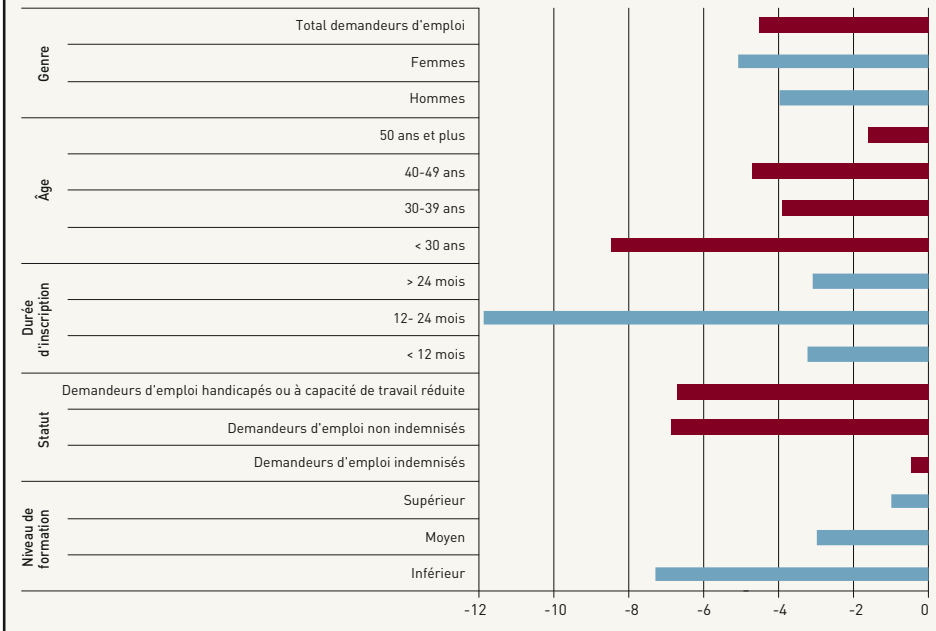
Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi a poursuivi la trajectoire descendante entamée depuis le mois d'avril 2016, pour s'établir à 5 283 en avril 2017, soit 3,2 % de moins qu'il y a un an. Cette baisse s'explique notamment par l'abolition, en janvier 2016, du « Stage de réinsertion professionnelle ». Ce dernier a été remplacé par deux nouvelles mesures de soutien à l'emploi plus ciblées :



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 13

Évolution du nombre de chômeurs selon leurs caractéristiques
(variation de pourcentage par rapport aux quatre premiers mois de l'année 2016)

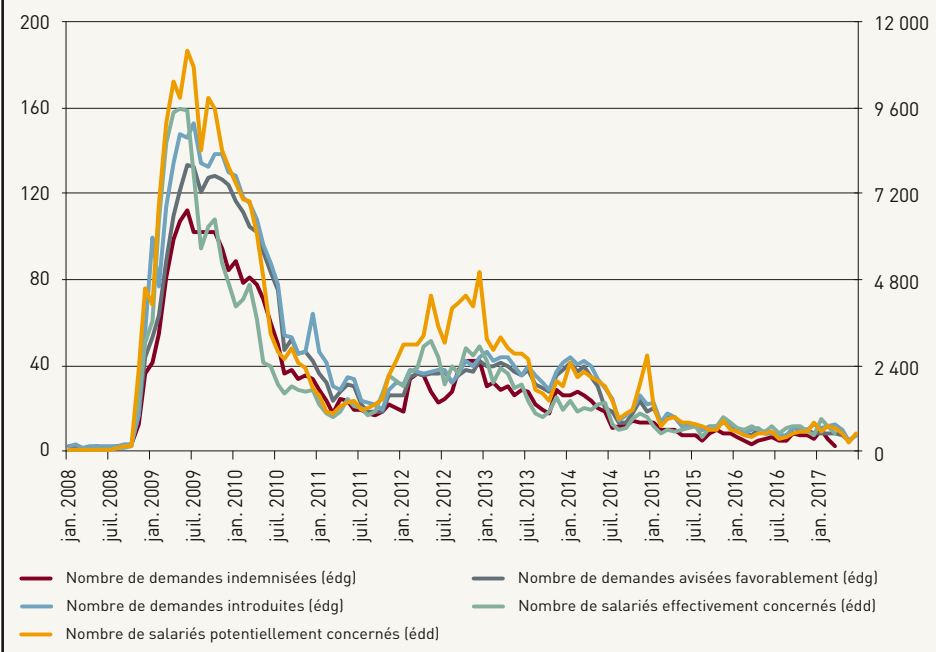


Sources : ADEM, calculs BCL

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. La diminution du nombre de personnes « en mesures » pourrait également refléter le fait que face à un environnement conjoncturel favorable, les entreprises sont davantage enclines à embaucher sous contrat de travail à durée (in-)déterminée, plutôt que via des emplois « aidés ». Ainsi, même 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.

Graphique 14

Évolution du chômage partiel



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour l'année 2017.

Source : Comité de conjoncture

Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, qu'au cours des quatre premiers mois de l'année en cours la baisse du chômage au sens « strict » a bénéficié à toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque, en particulier, une diminution de près de 8 % du nombre de chômeurs disposant d'un niveau de formation inférieur et un recul de près de 7 % du nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap, un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis près de quinze ans¹¹. De plus, le chômage de longue durée a sensiblement diminué en une année.

11 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).

Du côté du chômage partiel, le nombre de salariés travaillant à horaire réduit a eu tendance à se stabiliser à un faible niveau (en comparaison avec la situation observée entre 2008 et 2015) et ne concerne désormais qu'un nombre limité d'entreprises.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle** a reculé de 0,1 % en 2016. Seules l'industrie sidérurgique et la production de biens énergétiques ont connu une croissance de l'activité en 2016. Cette évolution est néanmoins à mettre en regard avec le très faible niveau de production dans la sidérurgie observé lors de l'année 2015.

L'image décrite par l'évolution annuelle est à contraster avec les évolutions trimestrielles. Lors des deux premiers trimestres de l'année 2016, la production industrielle a connu une évolution positive au niveau global et dans la plupart des secteurs. Au troisième trimestre en revanche, un recul de la production s'est amorcé et s'est ensuite renforcé au quatrième trimestre et au premier trimestre de 2017. Lors du quatrième trimestre de 2016, seule la production dans le secteur sidérurgique et dans le secteur des biens d'équipement a progressé. Au premier trimestre de 2017, la production a reculé fortement dans tous les secteurs à l'exception, à nouveau, de l'industrie sidérurgique dont la production a augmenté légèrement.

Tableau 6 :

Indicateurs relatifs à l'industrie, production par jours ouvrés

(en taux de variation annuel)

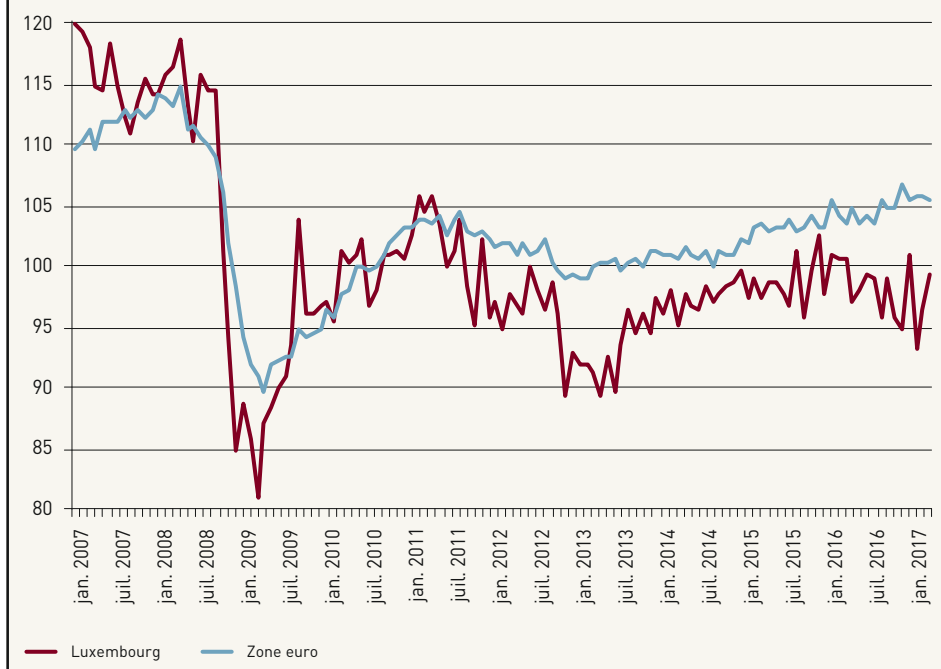
	2016	2016-T1	2016-T2	2016-T3	2016-T4	2017-T1
Total Industrie	-0,1	2,3	0,3	-0,1	-2,6	-3,6
Industrie sidérurgique	5,6	4,9	6,2	7,2	4,0	0,2
Total industrie hors sidérurgie	-4,3	5,7	-5,2	-6,0	-10,6	-7,7
Biens intermédiaires	-5,4	4,2	-8,2	-6,9	-10,4	-9,1
Biens d'équipement	-5,0	-16,5	2,0	-4,4	2,6	-5,5
Biens de consommation	-1,2	2,6	-1,6	-1,7	-4,0	-3,0
Biens énergétiques	15,3	0,5	28,4	22,7	13,7	-11,3

Sources : STATEC, calculs BCL.

Comme dans le reste de la zone euro la production industrielle a globalement été sur une pente ascendante, les productions industrielles au Luxembourg et dans la zone euro ont évolué de manière dissociée depuis plusieurs années. La production au Luxembourg avait nettement chuté à partir de 2011 jusqu'au deuxième trimestre de 2013, alors que dans le même temps le recul de la production dans la zone euro avait été moindre. La production industrielle avait ensuite progressé de manière plus favorable au Luxembourg, comblant une partie de son retard sur la zone euro, avant de s'en écarter à nouveau à partir de 2016.

Lors du mois de mai 2017, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est établi à -5, en recul par rapport au mois d'avril (-3,5). Notons néanmoins que le niveau moyen au cours des premiers mois de 2017 a été bien supérieur à celui observé en 2016. La tendance récente de la production a été en amélioration par rapport au mois d'avril, en effet, bien moins d'entreprises ont estimé la production en baisse mais plutôt stable. L'état du carnet de commandes s'est lui aussi amélioré, via le marché intérieur, le nombre de commandes étrangères restant inchangé. Les stocks ont été en revanche considérés comme trop élevés par plus d'entreprises qu'au mois précédent et les perspectives d'évolution de la production

Graphique 15
Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010 = 100),
corrige pour les variations saisonnières



Sources : Eurostat, calculs BCL

la tendance était toujours positive avec pour différence notable que les heures travaillées ont connu une progression plus accentuée. Le troisième trimestre a confirmé la progression observée lors de la première moitié de l'année. Au quatrième trimestre, la production a très fortement progressé tout comme, dans une moindre mesure, le nombre d'heures travaillées.

Le nombre de permis de bâtir accordés a nettement progressé en 2016. L'évolution au premier trimestre de 2016 a été modérée. Lors du deuxième et du troisième trimestre la progression a en revanche été très forte par rapport aux mêmes trimestres de 2015. Rappelons toutefois que l'année 2015 avait vu le nombre de permis de bâtir accordés chuter très fortement. Cela faisait suite à la hausse spectaculaire de permis de bâtir accordés lors du dernier trimestre de 2014 dans le cadre de la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui prenait effet au 1^{er} janvier 2015. Lors du quatrième trimestre le nombre de permis de bâtir a reculé de manière marquée.

L'indicateur d'activité dans la construction a atteint 16,3 au mois de mai, en amélioration par rapport au mois d'avril (13,2). L'évolution récente de l'activité a été en légère amélioration et plus d'entreprises ont considéré qu'aucun facteur ne limitait l'activité. Elles restaient néanmoins nombreuses à citer les contraintes financières comme entrave à la croissance de l'activité¹². L'état du carnet de commandes a été en amélioration alors que les perspectives d'emploi ont peu évolué. Les perspectives d'évolution des prix ont quant à elles été à la hausse.

se sont fortement détériorées. Les perspectives d'évolution des prix de vente sont allées vers plus de stabilité alors que les perspectives d'emploi ont peu évolué. Lors des questions trimestrielles posées en avril 2017, par rapport au mois de janvier, moins d'entreprises ont considéré que l'activité n'était limitée par aucun facteur, elles ont été notamment plus nombreuses à citer l'insuffisance d'équipement. Le degré d'utilisation des capacités de production a quant à lui été stable à 81 %.

Lors de l'année 2016 l'activité dans **construction** a été très dynamique, la production ayant progressé de 3,7 % et le nombre d'heures travaillées de 3,1 %. Au premier trimestre, le rebond de la production a été très important alors que les heures travaillées ont progressé de manière moins marquée. Au deuxième trimestre,

12 Ces contraintes financières peuvent concerner les sources de financement internes et l'accès au financement externe.

Tableau 7 :

Indicateurs relatifs au secteur de la construction

(en taux de variation annuel)

	2016	2016-T1	2016-T2	2016-T3	2016-T4	2017-T1
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	3,7	4,7	2,0	3,1	8,0	-7,3
Heures travaillées	3,1	2,4	6,0	2,7	5,5	-2,6
Permis de bâtir	11,2	5,3	62,1	59,6	-24,1	

Sources : STATEC, calculs BCL.

Encadré 1 :

INÉGALITÉS DE REVENU ET DE PATRIMOINE AU LUXEMBOURG : RÉSULTATS DE LA DEUXIÈME VAGUE DE L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES AU LUXEMBOURG (LU-HFCS)

INTRODUCTION

Cet encadré présente des statistiques sur les inégalités de revenu et de patrimoine entre les ménages au Luxembourg. À cette fin, il utilise les données de la 2^e vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg (LU-HFCS), menée conjointement par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et le Luxembourg Institute for Socio-Economic Research (LISER)¹³. Cette enquête contient des informations détaillées sur la composition de la situation financière des ménages individuels.

INÉGALITÉS DE REVENU

Le tableau 1 présente plusieurs mesures des inégalités de revenu (brut et net) pour les ménages au Luxembourg en 2014. Le revenu brut comprend le revenu salarial (ou d'activité pour les indépendants), le revenu des actifs financiers, le revenu des biens immobiliers et le revenu des retraites. Les transferts sociaux et les prestations de chômage sont par contre exclus. Le revenu net est quant à lui défini comme le revenu des ménages après prise en compte des impôts et transferts sociaux. Les trois premières lignes indiquent des rapports entre déciles permettant d'évaluer l'inégalité de la distribution. Par exemple, la première ligne indique le rapport entre le huitième décile de la répartition des revenus (80 % des ménages ont un revenu inférieur à cette valeur) et le deuxième décile (20 % des ménages ont un revenu inférieur à cette valeur). La deuxième ligne présente le rapport entre le neuvième et le cinquième décile (ce dernier représente la valeur médiane divisant la population en deux parties égales), tandis que la troisième ligne présente le rapport entre le neuvième et le premier décile. Tous ces rapports sont plus faibles pour le revenu net que pour le revenu brut, ce qui indique que le système fiscal au Luxembourg réduit les inégalités de revenus. Cependant, même en termes de revenus nets, le ratio P90/P10 indique que les 10 % des ménages les plus aisés gagnent un revenu au moins six fois plus élevé que celui des 10 % des ménages les plus modestes.

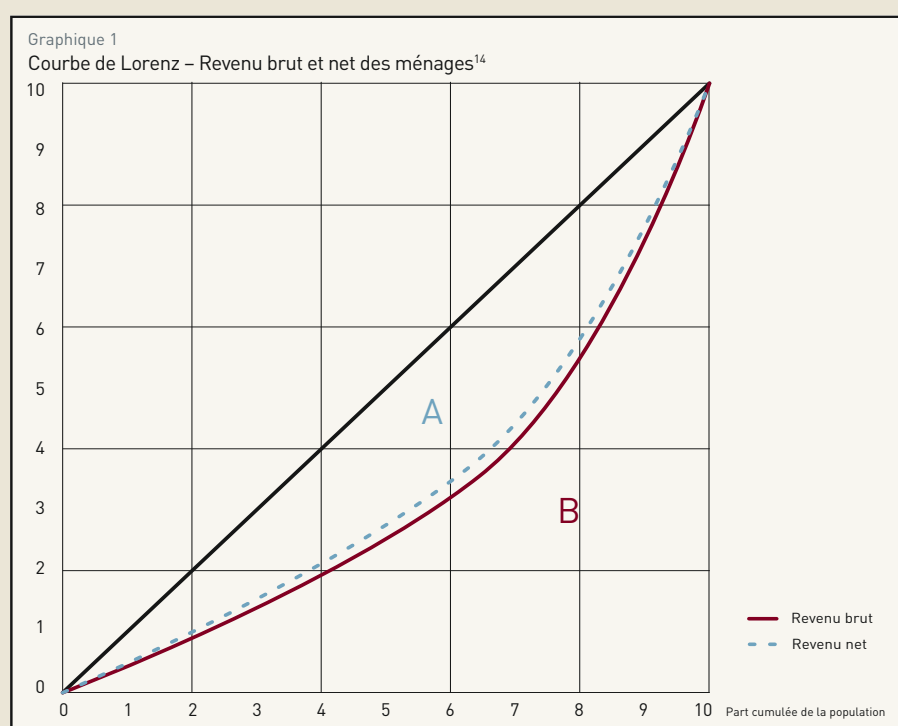
13 Voir aussi « L'enquête sur le comportement financier et la consommation des ménages - Résultats de la deuxième enquête », *BCL Bulletin* 2016/02, 41-51, et A. Girshina, T.Y. Mathä et M. Ziegelmeyer (2017): « L'enquête sur les finances et la consommation des ménages au Luxembourg : Résultats de la deuxième vague », Cahier d'Études de la BCL 106.

Tableau 1 :

Mesures d'inégalité – revenu des ménages en 2014

	REVENU BRUT	REVENU NET
P80/P20	3,7	3,2
P90/P50	2,6	2,3
P90/P10	7,4	6,0
Coefficient de Gini	0,43	0,38
Indice de Hoover	0,30	0,27

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.



Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputation unique.

nombreux avantages, l'indice de Gini vérifie le principe des transferts (l'inégalité diminue toujours avec un transfert d'une personne riche à une personne pauvre et vice versa) et les principes d'invariance à l'échelle et à la population¹⁵. En outre, le coefficient de Gini se concentre sur le milieu de la distribution plutôt que sur ses queues, dont la forme est déterminée par des cas atypiques.

En comparant les courbes de Lorenz pour les revenus net et brut, on observe que le premier est plus proche de la ligne d'égalité parfaite. En effet, le coefficient de Gini est de 0,43 pour le revenu brut et de 0,38 pour le revenu net, ce qui confirme les effets redistributifs du système d'imposition et de transfert luxembourgeois.

14 Le coefficient de Gini correspond à la surface comprise entre la ligne d'égalité parfaite et la courbe Lorenz (A, pour le revenu net) divisée par la surface totale sous la ligne diagonale de 45 degrés (A + B).

15 Une mesure est invariante à l'échelle si le degré d'inégalité n'est pas affecté lorsque les unités de mesure changent, par exemple lorsque les revenus sont évalués en milliers ou centaines d'euros. Une mesure est invariante à la population si le degré d'inégalité n'est pas affecté quand la population est dupliquée.

La dernière ligne du tableau 1 indique l'indice de Hoover, également connu sous le nom d'indice Pietra-Ricci-Schutz-Hoover. Il est défini comme la part du revenu de la population totale qui devrait être redistribuée de la moitié la plus riche à la moitié la plus pauvre des individus afin d'atteindre l'égalité totale. Graphiquement, l'indice de Hoover correspond à l'écart maximal entre la courbe de Lorenz et la ligne égalitaire de 45 degrés. Ici aussi, l'inégalité est plus faible pour le revenu net que pour le revenu brut.

INÉGALITÉS DE PATRIMOINE

Les inégalités de patrimoine sont plus difficiles à mesurer que celles de revenus. Par exemple, pour certains ménages le patrimoine net peut être négatif (alors que ceci est impossible pour le revenu) et ceci pose problème pour le coefficient de Gini qui n'est plus limité entre 0 et 1 dans ce cas. De plus, selon la théorie du cycle de vie, le patrimoine devrait être plutôt faible pour les jeunes, augmenter avec l'âge à mesure que les ménages progressent dans leur carrière professionnelle et finalement diminuer avec l'âge après la retraite. En conséquence, les inégalités de patrimoine peuvent différer entre périodes ou pays en fonction des différents profils d'âge ou de composition de la population. C'est pourquoi Cowell et Van Kerm (2015)¹⁶ soulignent que le classement des pays dépend de la mesure d'inégalité utilisée.

Le tableau 2 présente les mêmes mesures d'inégalité calculées à partir du patrimoine net. Les colonnes correspondent à la première et la deuxième vague du sondage au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble. Le patrimoine net des ménages est défini comme la somme des actifs réels (notamment le logement) et financiers, nette de tous les passifs (y compris la dette hypothécaire).

Tableau 2 :

Mesures d'inégalités – Patrimoine net des ménages

	LUXEMBOURG		ZONE EURO	
	2010	2014	2010	2014
P80/P20	25,7	31,3	40,1	41,0
P90/P50	3,5	3,5	4,7	4,8
P90/P10	273,0	344,3	426,9	503,8
Coefficient de Gini	0,66	0,65	0,68	0,69
Indice de Hoover	0,47	0,46	0,50	0,50

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

De manière générale, toutes les mesures d'inégalité prennent des valeurs plus élevées lorsque la distribution du patrimoine net remplace celle des revenus dans le calcul. Ceci suggère que le patrimoine est réparti de façon plus inégale que le revenu. Ainsi, dans le tableau 1 le rapport P90/P10 pour le revenu brut était de 7,4 en 2014, tandis que dans le tableau 2 il était de 344 pour le patrimoine net, en nette augmentation par rapport à la valeur de 2010. Le rapport P90/P50 pour le patrimoine net était quant à lui sensiblement inférieur, avec une valeur de 3,5, inchangé entre 2010 et 2014. Pour l'ensemble de la zone euro, le rapport P90/P10 a aussi augmenté, passant de 427 à 504, alors que le rapport P90/P50 est resté relativement stable.

Au Luxembourg, le coefficient de Gini pour le patrimoine net a légèrement diminué, passant de 0,66 en 2010 à 0,65 en 2014, alors qu'il a légèrement augmenté pour la zone euro sur la même période. Selon le coefficient de Gini, en 2014, les inégalités de patrimoine les plus élevées étaient en Irlande (0,75), en Allemagne (0,76) et en Lettonie (0,78). Parmi les pays participants à l'enquête en 2010, c'était l'Allemagne et l'Autriche qui avaient les coefficients de Gini les plus élevés (0,76 pour les deux)¹⁷.

¹⁶ Cowell, F. and P. van Kerm (2015): 'Wealth inequality: A survey', *Journal of Economic Surveys* 29(4): 671-710.

¹⁷ Voir HFCS Statistical Tables - Wave 1 and Wave 2, European Central Bank, April 2017.

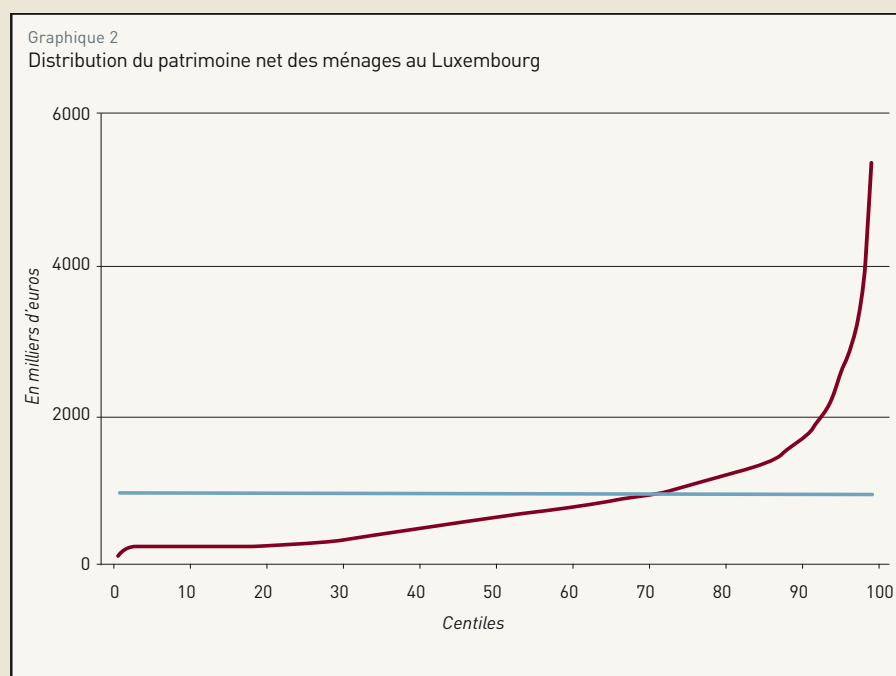
Tableau 3 :

Parts du patrimoine net total détenues par les ménages les plus fortunés, en pourcentage

	LUXEMBOURG		ZONE EURO	
	2010	2014	2010	2014
5 % supérieurs	40,2	36,5	37,3	37,8
10 % supérieurs	51,4	48,9	50,5	51,2
20 % supérieurs	66,8	64,7	67,8	68,4
50 % inférieurs	8,6	8,6	5,9	5,8

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la LU-HFCS et Eurosystem HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Pour affiner la comparaison entre le Luxembourg et la zone euro dans son ensemble, le tableau 3 présente les parts du patrimoine net total des ménages détenues par respectivement les 5 %, 10 %, 20 % et 50 % des ménages les plus fortunés. En



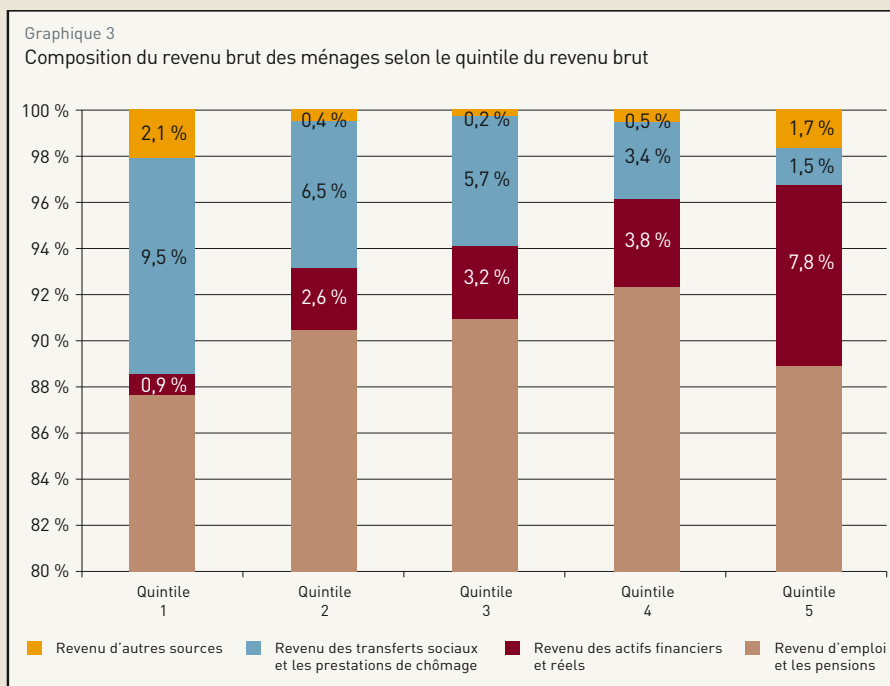
Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

2014 au Luxembourg, les 5 % des ménages les plus fortunés possédaient environ 37 % du patrimoine total, tandis que les 20 % les plus fortunés en possédaient près des deux tiers. Cette forte concentration au sommet de la répartition nette du patrimoine est visible dans le Graphique 2. Le patrimoine net moyen (la ligne bleue horizontale) était de € 768 400 en 2014, au-dessus du patrimoine net médian (P50 = € 437 510). Par contre, les 50 % des ménages les moins fortunés détenaient moins de 9 % du patrimoine net total. Ces indicateurs sont très proches de ceux de la zone euro dans son ensemble. On remarque aussi qu'entre 2010 et 2014, les parts détenues par les ménages les plus aisés ont légèrement augmenté dans la zone

euro, tandis qu'elles ont légèrement diminué pour le Luxembourg.

Les revenus et le patrimoine sont des variables fortement corrélées. Le graphique 3 décompose le revenu brut pour les différents quintiles de la population des ménages luxembourgeois en 2014. Le quintile 1 représente les 20 % des ménages aux revenus les plus faibles et le quintile 5 représente les 20 % des ménages aux revenus les plus élevés.

Dans chaque quintile, le revenu d'emploi représente la part principale du revenu brut total. Il inclut les revenus des employés, les revenus du travail indépendant et les pensions (publiques ou privées) reçues par les membres du ménage. La part des transferts sociaux est nettement plus élevée pour les ménages du premier quintile et plus faible pour le cinquième quintile. Les revenus du capital, c'est-à-dire des actifs financiers et réels, représentent moins de 4 % du revenu total pour les quintiles 1 à 4. En revanche, pour le dernier quintile ils représentent environ 8 % du revenu brut total. Ces ménages aux revenus les plus élevés possèdent également une grande part du patrimoine net total.



Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. Le graphique ne présente que la composition détaillée de 80 % à 100 % du revenu brut, le reste provenant des revenus du travail et des pensions.

Encadré 2 :

ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES FRONTALIERS : PREMIERS RÉSULTATS DE LA DEUXIÈME VAGUE

L'économie luxembourgeoise dépend fortement des travailleurs frontaliers, qui résident dans un pays limitrophe mais travaillent au Luxembourg, où ils représentent une part significative de l'emploi (presque 45 % en 2016). Ils contribuent également à la demande pour les produits et services luxembourgeois.¹⁸ Afin d'améliorer notre connaissance de ces agents, la Banque centrale du Luxembourg a mené en 2014 une enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers (XB-HFCS), en coopération avec Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER). Cet encadré présente les résultats préliminaires de la deuxième vague de cette enquête.

Les données recueillies fournissent des informations sur la situation économique des travailleurs frontaliers et de leurs familles. En particulier, elles détaillent leurs actifs et passifs, leurs revenus, la nature de leur emploi, leur niveau d'éducation, leur comportement financier (l'accès au système bancaire et au crédit, par exemple) et leur consommation. Les ménages frontaliers ont été identifiés à partir du registre de l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale (IGSS). Ils ont été contactés au deuxième semestre de 2014 et invités à répondre à un questionnaire en ligne. Comme le montre le tableau 1, sur 15 000 ménages frontaliers contactés, 2 414 ont répondu à l'enquête. Par rapport à la première vague réalisée en 2010, le taux de réponse est passé de 14,4 % à 16,1 %.

18 Voir T. Mathä, A. Porpiglia and M. Ziegelmeyer (2012) : « Income, wealth and consumption of cross-border commuters to Luxembourg ». Cahier d'Études de la BCL 78.

Tableau 1 :

Statistiques principales de réponse de l'enquête – Entretiens de 2014

PAYS DE RÉSIDENCE	MÉNAGES CONTACTÉS	RÉPONSES	TAUX DE RÉPONSE (POURCENTAGE)
France	7 106	1 014	14,3
Belgique	4 094	708	17,3
Allemagne	3 800	692	18,2
Total	15 000	2 414	16,1

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Le tableau 2 détaille certaines caractéristiques de ces ménages selon leur pays de résidence. Les travailleurs frontaliers habitent généralement dans leur pays de naissance. Ils sont majoritairement mariés (même si la part des célibataires a augmenté de 6 points entre 2010 et 2014) et ont un niveau d'éducation élevé (la part ayant atteint un niveau secondaire supérieur a augmenté de 4 points).

Tableau 2 :

Caractéristiques générales du ménage selon le pays de résidence (pourcentage*)

CARACTÉRISTIQUE	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL
Pays de naissance				
Belgique	84	2	1	22
France	6	91	1	47
Allemagne	1	0	89	23
Luxembourg	4	1	4	2
Reste de l'UE	2	3	3	3
Reste du monde	3	2	3	3
État civil				
Célibataire	24	30	35	30
En couple	68	61	56	61
Divorcé(e)	8	8	9	8
Veuf/veuve	0	1	0	1
Éducation				
Primaire ou secondaire inférieur	11	5	17	9
Secondaire supérieur	28	43	50	41
Universitaire	61	53	33	50
Total	25	50	25	100

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

* Les statistiques se rapportent à la personne du ménage qui est un travailleur frontalier.

Le tableau 3 indique la valeur moyenne du revenu brut, de l'actif total et de la dette totale des ménages frontaliers.¹⁹ De plus, le tableau distingue entre les revenus du ménage provenant du Luxembourg et ceux d'autres origines géographiques (généralement le pays de résidence). Comme attendu, une nette majorité (près des trois quarts) des revenus des ménages frontaliers provient du Luxembourg. On note également qu'en moyenne le patrimoine net des ménages de travailleurs résidant en Belgique est supérieur de plus de € 80 000 à celui des frontaliers vivant en France ou en Allemagne. Ceci

¹⁹ L'actif total d'un ménage correspond à la somme des actifs réels (biens immobiliers, véhicules...) et des actifs financiers (comptes bancaires, parts d'OPC, participations, assurance-vie). Le patrimoine net est mesuré en retranchant à l'actif total la somme des dettes du ménage (prêts hypothécaires et autres). Concernant le revenu brut, il comprend le revenu d'activité (salarial ou du travail indépendant), le revenu du capital (actifs financiers ou immobiliers) et les pensions (publiques ou privées).

s'explique en grande partie par des différences de taux de propriété, les ménages belges étant plus susceptibles d'être propriétaires de leur résidence principale (voir le tableau 4).

Tableau 3 :

Revenu et patrimoine par pays de résidence

Moyenne en euros (arrondie)

CARACTÉRISTIQUE	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL
Revenu				
Revenu brut du Luxembourg	58 500	49 700	57 500	53 800
Revenu brut d'ailleurs	13 500	13 700	16 200	14 300
Revenu total	72 000	63 400	73 700	68 100
Patrimoine				
Total des actifs	398 700	294 300	291 200	319 200
Total des dettes	71 800	48 000	61 700	57 300
Patrimoine net	326 900	246 300	229 500	261 900

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Ces ménages se déplacent régulièrement à travers les frontières, ce qui modifie leur comportement économique. Par exemple, ils consomment des biens et des services à la fois dans leur pays de résidence et au Luxembourg, ce qui leur permet d'exploiter les différences de prix à la consommation entre les pays. En outre, ils consomment des services financiers à la fois au Luxembourg et dans leur pays de résidence. Le tableau 4 rapporte la part des ménages frontaliers propriétaires de leur résidence principale et indique l'origine géographique des fonds leur ayant permis d'accéder à la propriété. Les données indiquent une nette majorité de propriétaires parmi les frontaliers dans tous les pays, avec un taux moyen de 71 %. On note néanmoins une part plus faible en Allemagne. La plupart des propriétaires ont financé leur achat par un prêt hypothécaire dans leur pays de résidence. Cependant, 5 % des frontaliers ont eu recours au système bancaire luxembourgeois.

Tableau 4 :

Dettes hypothécaires sur la résidence principale des ménages frontaliers par pays de résidence (pourcentage)

CARACTÉRISTIQUE	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL
Part des propriétaires	79	72	60	71
Part des ménages ayant une dette hypothécaire	45	23	36	32
Pays pour lequel la dette hypothécaire est financée*				
Pays de résidence	36	19	33	27
Luxembourg	8	5	5	5
Autre pays	1	0	0	0

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

* Les ménages peuvent financer la dette hypothécaire dans plus d'un pays.

Le tableau 5 présente les critères déterminant la source de financement pour le prêt hypothécaire des ménages frontaliers. Lorsque les fonds proviennent du pays de résidence, la qualité de la relation bancaire est le critère le plus mentionné. En revanche, quand l'emprunt a été contracté au Luxembourg, les ménages citent en premier lieu le taux d'intérêt.

Tableau 5 :

Critères de choix pour la source de financement de la dette hypothécaire des ménages frontaliers (pourcentage)

RAISON	DETTE HYPOTHÉCAIRE DANS LE PAYS DE RÉSIDENCE	DETTE HYPOTHÉCAIRE AU LUXEMBOURG
Relation bancaire principale ou de longue durée	84	70
Type de dette hypothécaire (taux fixe ou variable)	59	34
Taux d'intérêt plus favorable	50	77
Meilleures conditions de crédit	49	62

Source : Calculs BCL basés sur la 2^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Ces données feront l'objet d'une analyse plus détaillée dont les résultats seront publiés dans le bulletin BCL et les Cahiers d'Études de la BCL.

1.2.3.2 Le secteur financier

1.2.3.2.1 Les établissements de crédits

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

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 144 personnes fin mars 2017, soit un niveau d'emploi quasi stable, la hausse étant limitée à 8 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a augmenté de 82 postes par rapport au 31 décembre 2016.

La hausse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre mars 2016 et mars 2017 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 67 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 51 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été légèrement positif.

À titre informatif, l'emploi des Professionnels du Secteur Financier (PSF) est également resté relativement stable entre mars 2016 et mars 2017. En effet, l'emploi des PSF est passé de 15 079 personnes en mars 2016 à 15 032 personnes en mars 2017. Cependant, il convient de noter que l'emploi des PSF suit une tendance haussière sur un horizon plus long. L'emploi des sociétés de gestion, qui constituent une catégorie à part non comprise dans les PSF, est passé quant à lui de 3 825 personnes, en mars 2016, à 4 096 personnes, en mars 2017, soit une hausse de 7,1 %.

Évolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 143 unités au 31 mars 2017, soit 3 unités en plus qu'au mois de novembre 2016. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 24 unités présentes. On dénombre également 15 banques françaises, 12 banques suisses, 11 banques chinoises, 10 banques italiennes et six banques luxembourgeoises.

Le bilan des établissements de crédit

Au 30 avril 2017, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 780,8 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une hausse annuelle de 14 milliards d'euros, soit 1,8 %, par rapport au 30 avril 2016.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus que la moitié (50,2 %) du total de l'actif fin avril 2017. Ces créances ont augmenté de 13,8 milliards d'euros pour porter l'encours à 392,3 milliards d'euros, soit une hausse de 3,6 % en glissement annuel.

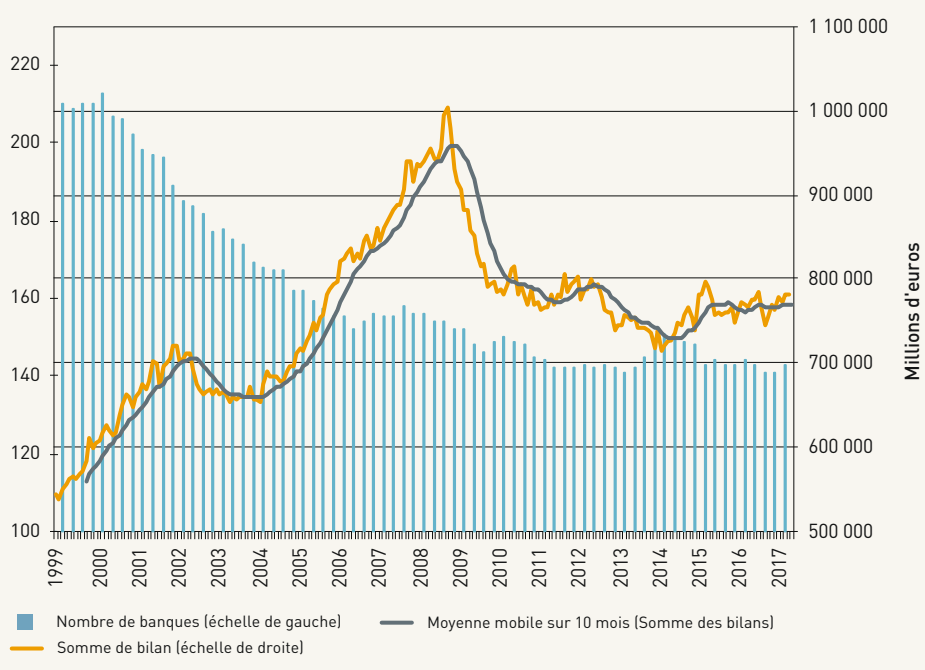
Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 41,9 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 100,9 milliards d'euros fin avril 2017. Ce montant se décompose en 52,2 milliards d'euros sur les comptes courants et 48,6 milliards dans les facilités de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans les facilités de dépôt, ont enregistré une hausse consécutive en rythme annuel et ce malgré un taux d'intérêt négatif appliqué sur la période. Effectivement, le taux de facilité de dépôt négatif, qui s'applique également aux réserves excédentaires, a été porté à -0,40 % lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 10 mars 2016. Pour la période de constitution prenant fin le 2 mai 2017, le montant des réserves obligatoires a été de 4,6 milliards d'euros auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 45,9 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 16 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 7,8 %, pour atteindre un encours de 222,1 milliards d'euros fin avril 2017. Une légère hausse de 0,4 % a été enregistrée par rapport au mois de mars 2017. Entre avril 2016 et avril 2017, 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 3,6 milliards d'euros, soit un accroissement de 5,6 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 1,9 milliard d'euros sur douze mois, soit une hausse de 7,6 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 13,9 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 144 milliards d'euros fin avril 2017, soit une baisse de 8,8 %. Ce portefeuille a représenté 18,4 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 91,3 % de titres de créances à revenus fixes et à 8,7 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2017, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 131,5 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 14 milliards d'euros ou de 9,6 % 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 légèrement favorables et se sont élevés à 0,4 milliard d'euros, en raison, essentiellement des effets de change positifs. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes

Graphique 16

Évolution de la somme de bilan par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1999 à fin novembre 2017



Source : BCL

de titres à hauteur de 14,5 milliards d'euros entre avril 2016 et avril 2017. À noter que le portefeuille de titres à revenus variables a augmenté de 0,1 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1,8 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 22,5 milliards d'euros fin avril 2017, soit 2,9 % 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 ¹⁾
	04-2016	03-2017	04-2017	04-2016 - 04-2017		03-2017 - 04-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	04-2017
Créances interbancaires	378 457	395 252	392 255	13 798	3,6	-2 997	-0,8	50,2
Créances sur la clientèle	206 109	221 186	222 115	16 006	7,8	929	0,4	28,4
Portefeuille titres	157 939	144 609	144 035	-13 904	-8,8	- 573	-0,4	18,4
Autres actifs	24 270	20 945	22 424	-1 808	-7,4	1 517	7,2	2,9
Total de l'actif	766 775	781 992	780 831	14 056	1,8	-1 162	-0,1	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a diminué de 16,4 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 269,2 milliards d'euros fin avril 2017. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 3,2 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 19,6 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 27,8 milliards d'euros fin avril 2017.

Au 30 avril 2017, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 6 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 361,1 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 46,2 % 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 (+13,9 milliards d'euros), ainsi que les dépôts des ménages et ISBLM des pays de la zone euro (+2,5 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a augmenté par rapport à avril 2016 et a représenté 62,3 milliards d'euros en fin de période, soit 8 % 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 1,4 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 88,2 milliards d'euros fin avril 2017, soit 11,3 % 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 ¹⁾
	04-2016	03-2017	04-2017	04-2016 - 04-2017		03-2017 - 04-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	285 594	272 024	269 213	-16 381	-5,7	-2 811	-1,0	34,5
Dettes envers la clientèle	340 859	359 032	361 133	20 274	6	2 101	0,6	46,2
Dettes représentées par un titre	53 541	63 282	62 258	8 717	16,3	-1 023	-1,6	8,0
Autres passifs	86 781	87 655	88 227	1 446	1,7	572	0,7	11,3
Total du passif	766 775	781 992	780 831	14 056	1,8	-1 162	-0,1	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

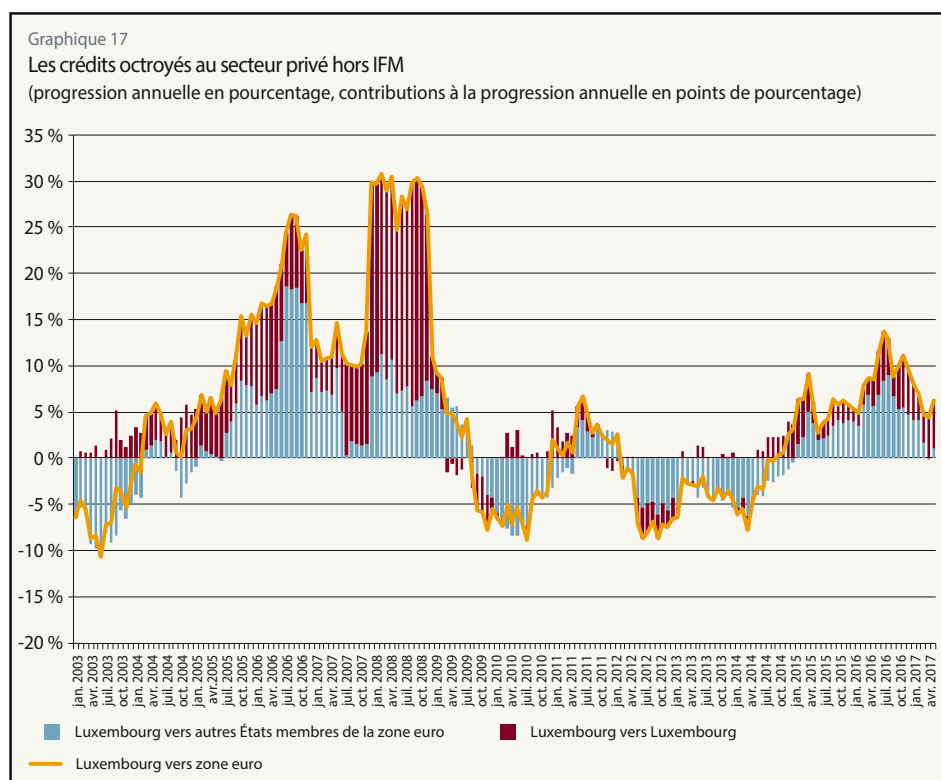
Source : BCL

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 6,3 % en avril, soutenus par des contributions positives provenant majoritairement des crédits octroyés aux contreparties résidentes. La contribution des crédits octroyés aux contreparties non-résidentes a diminué sur les quatre premiers mois de l'année (voir graphique 17). Cette diminution est principalement due à un ralentissement des crédits octroyés aux sociétés non financières (SNF).

Par contre, en 2016 les crédits aux SNF ont connu une croissance soutenue, avec un taux annuel dépassant 23 % en juillet. Ce phénomène était essentiellement imputable à un nombre limité de succursales étrangères, qui ont connu une augmentation significative de leurs crédits envers des entreprises situées dans d'autres pays membres de la zone euro (notamment l'Allemagne). Début 2017, la stabilisation des encours dans ces instituts de crédits a mené à un ralentissement de la croissance des crédits aux SNF non résidentes.

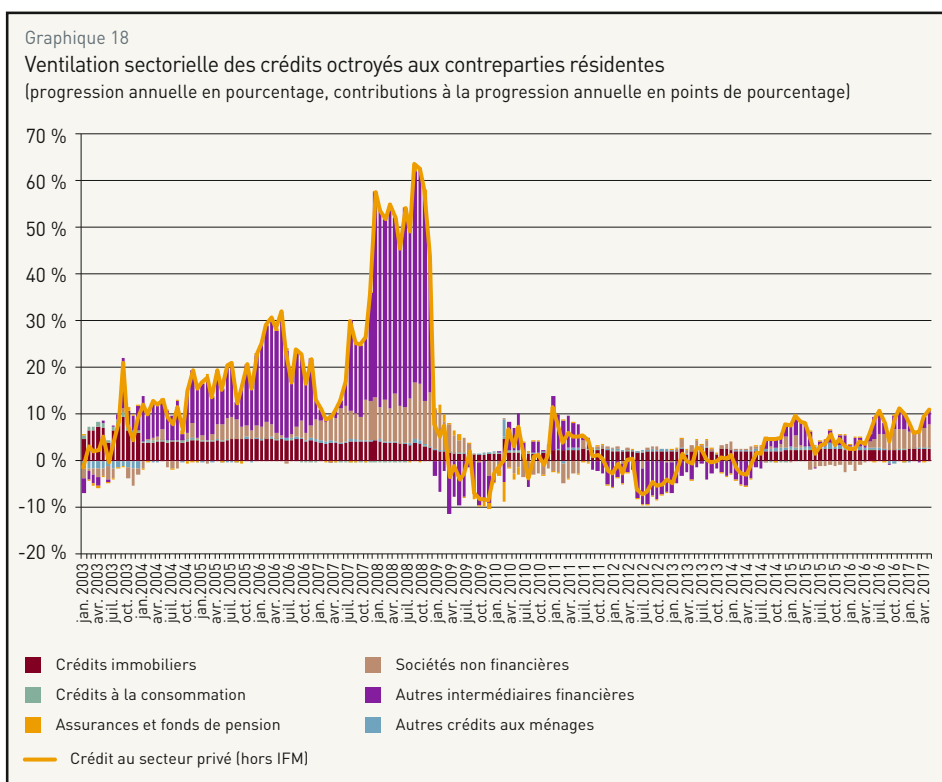
Les crédits octroyés aux SNF résidentes continuent à augmenter à un rythme assez élevé (voir graphique 18). Les principales banques de détail au Luxembourg n'ont apporté qu'une légère



Source : BCL

contribution à cette forte croissance (18,3 % sur base annuelle en avril), qui est à nouveau essentiellement déterminée par un nombre limité de succursales étrangères, dont les crédits aux SNF résidentes augmentent rapidement.

Selon les données d'avril 2017, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 44 % des encours étaient destinés aux entreprises, alors que 19 % 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, 27 % 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. Dans le total des crédits au secteur privé, seulement une faible partie a été octroyée aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension. Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 10,9 % en avril (voir graphique 18). Cette dynamique a été largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés aux SNF et aux AIF, qui ont contribué respectivement à hauteur de 4,9 et 3,1 points de pourcentage. La contribution des crédits immobiliers octroyés aux ménages a été de 2,6 points de pourcentage.



Source : BCL

S'agissant des crédits aux ménages résidents, les crédits immobiliers ont connu une croissance annuelle de 7,6 % en avril, ce qui est assez stable par rapport aux mois précédents. Les crédits à la consommation ont progressé à un taux annuel de 3,1 % en avril.

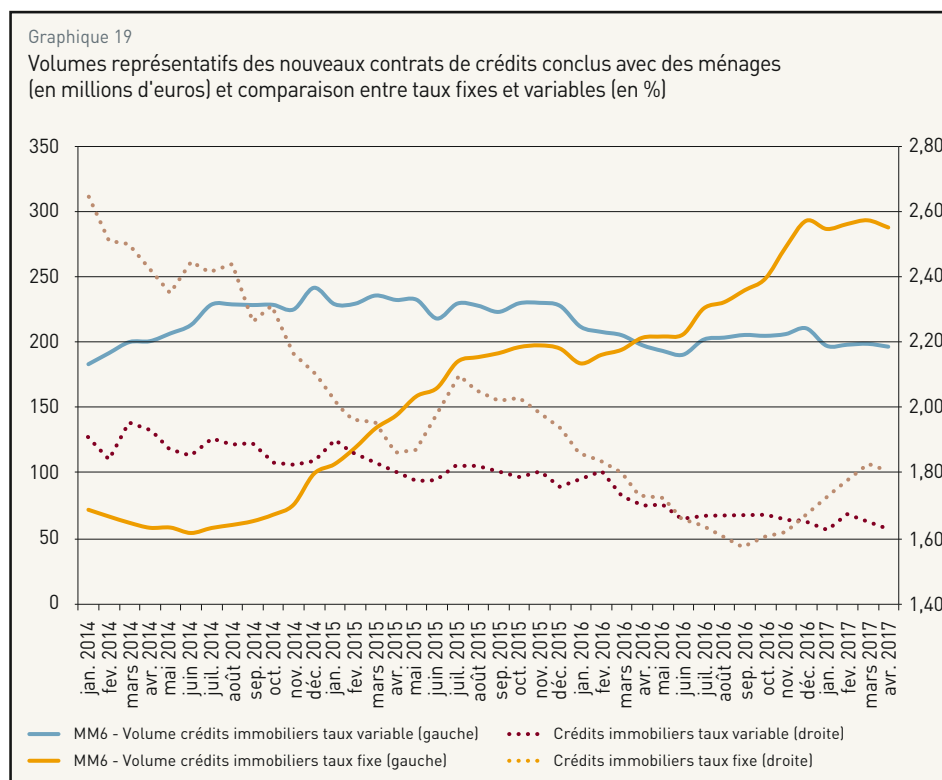
Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux données du mois d'avril 2017. 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.

Taux d'intérêt des crédits accordés

Le taux d'intérêt variable²⁰ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint 1,63 % fin avril 2017, en diminution de 2 points de base par rapport au mois précédent. En comparaison avec le mois d'avril 2016, ce taux est en baisse de 8 points de base. En comparaison mensuelle, les taux d'intérêt fixes²¹ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages ont diminué de 2 points de base pour s'établir à 1,81 % au mois d'avril 2017. Néanmoins, il convient de noter que depuis octobre 2016, ce taux poursuit une tendance haussière. En effet, en comparaison annuelle, ce dernier a augmenté de 9 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 1,92 % en avril 2017, soit une diminution de 8 points de base par rapport à avril 2016. Fin avril 2017, le volume des nouveaux contrats à taux fixe a atteint 249 millions d'euros, contre 181 millions d'euros pour les crédits à taux variable. Le graphique ci-dessous met en évidence les moyennes mobiles sur 6 mois des volumes des crédits avec notamment une tendance haussière marquée pour les crédits à taux fixe. On remarque également que depuis décembre 2016, l'écart entre les volumes de crédits immobiliers nouvellement accordés, respectivement à taux fixe et à taux variable, s'accroît de nouveau.

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 à la hausse, passant de 1,29 % fin mars 2017 à 1,92 % fin avril 2017, marquant ainsi la fin des conditions avantageuses octroyées lors du festival de l'automobile. En comparaison annuelle, le coût des crédits à la consommation a diminué de 60 points de base. La moyenne mobile sur douze mois de la série sous analyse fait d'ailleurs 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 2,50 % en avril 2017 contre 2,83 % en avril 2016.



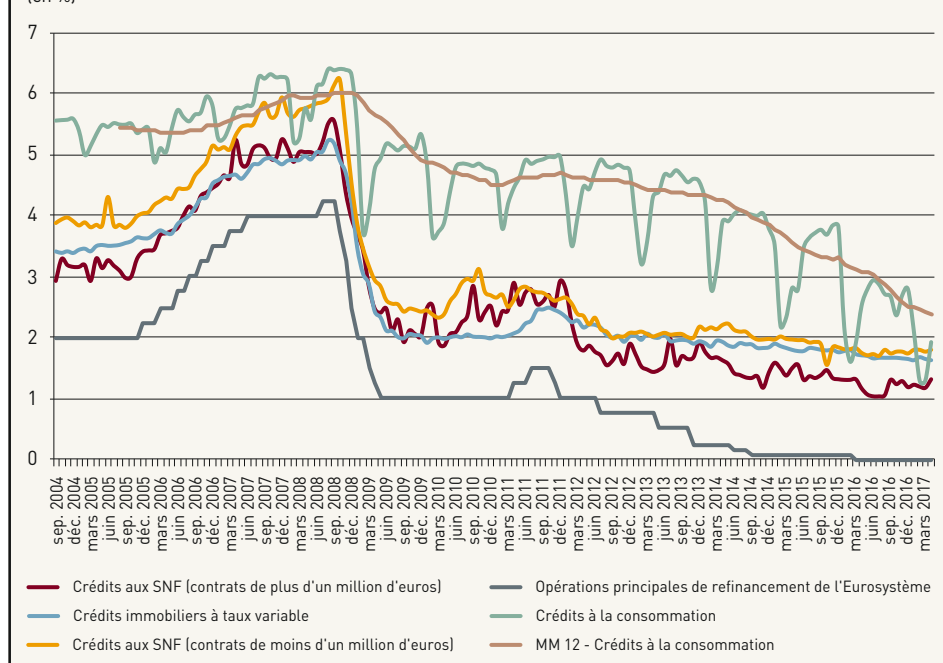
Source : BCL

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 leur coût diminuer de 7 points

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

21 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 que depuis février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

Graphique 20
Évolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et avril 2017 (en %)



Source : BCL

de base entre avril 2016 (1,38 %) et avril 2017 (1,31 %). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a augmenté de 5 points de base par rapport à avril 2016, pour atteindre 1,79 %. En comparaison mensuelle, ce taux a augmenté de 3 points de base.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a augmenté de 15 points de base par

rapport au mois d'avril 2016 pour s'élever à 1,32 % fin avril 2017. En comparaison mensuelle, ce taux a augmenté de 14 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 3 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,20 % en avril 2016 à 0,23 % en avril 2017. Le taux sur les dépôts à vue des ménages a atteint 0,13 % en avril 2017, contre 0,18 % un an plus tôt. Néanmoins, il convient de noter que certaines banques appliquent des taux d'intérêt négatifs sur les gros dépôts des ménages sur des comptes courants classés, de part leur échéance, comme dépôts à vue.

Le taux sur les dépôts à vue des sociétés non financières est de 0,01 % en avril 2017 contre 0,02 % en avril 2016.

S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt évolue toujours en terrain négatif pour atteindre -0,19 % en avril 2017. Ce taux d'intérêt est la moyenne pondérée des taux de dépôt rapportés par 50 établissements de crédit au Luxembourg. Il convient toutefois de noter que cette moyenne est fortement influencée par les taux d'intérêt d'un nombre limité de banques qui déclarent des volumes importants de nouveaux dépôts. Ainsi, alors que le taux d'intérêt agrégé est négatif, le nombre de banques pratiquant des taux d'intérêt négatifs est très bas relativement à la taille de l'échantillon.

Plusieurs explications peuvent être avancées à l'application de taux d'intérêt négatifs uniquement aux dépôts à terme des sociétés non financières. Premièrement, ces dernières seraient réticentes

à substituer les dépôts bancaires par des placements alternatifs sur le marché monétaire où les taux d'intérêt évoluent également en territoire négatif. Deuxièmement, les sociétés non financières n'ont pas d'incitation à arbitrer en faveur d'une détention de leurs avoirs sous forme d'espèces en raison de coûts de transport, de stockage et d'assurance y relatifs. Enfin, il serait onéreux d'effectuer de gros paiements en espèces à des agents économiques géographiquement éloignés.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

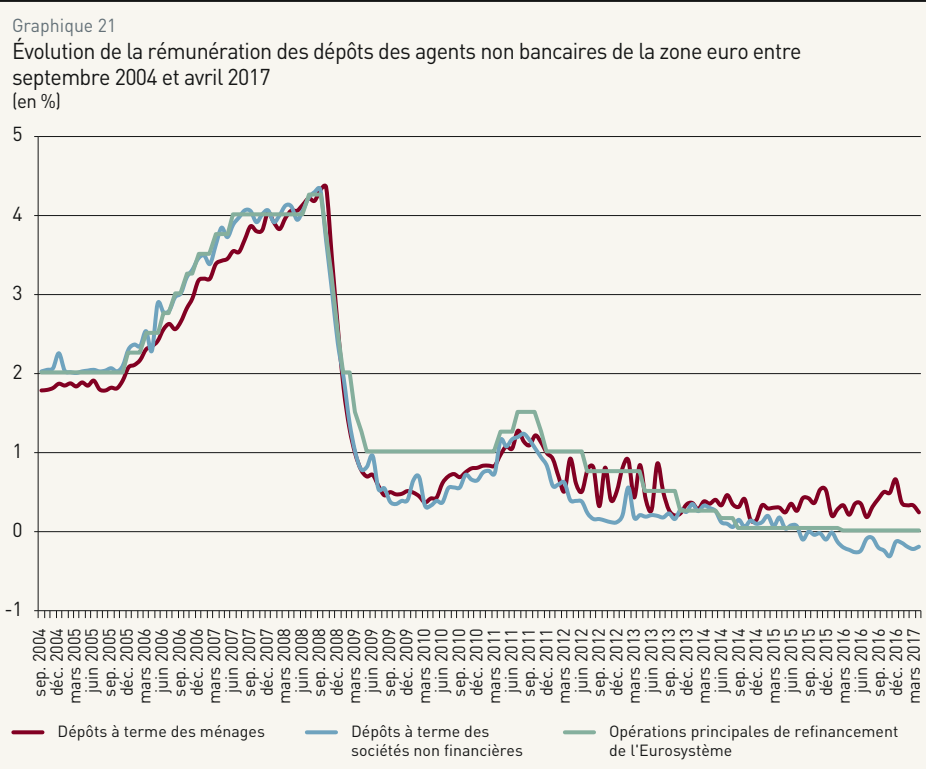
Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature 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 crédit²². Lors de l'édition d'avril 2017, 139 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

Pour l'édition d'avril 2017, les questions rétrospectives faisaient référence au premier trimestre 2017, tandis que les questions prospectives couvraient le deuxième trimestre 2017.

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 premier trimestre 2017, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères d'octroi²³ de crédits aux entreprises sont restés inchangés en termes nets (voir graphique 22), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises, même s'ils ont été sous l'influence d'un léger effet d'assouplissement émanant de la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli leurs



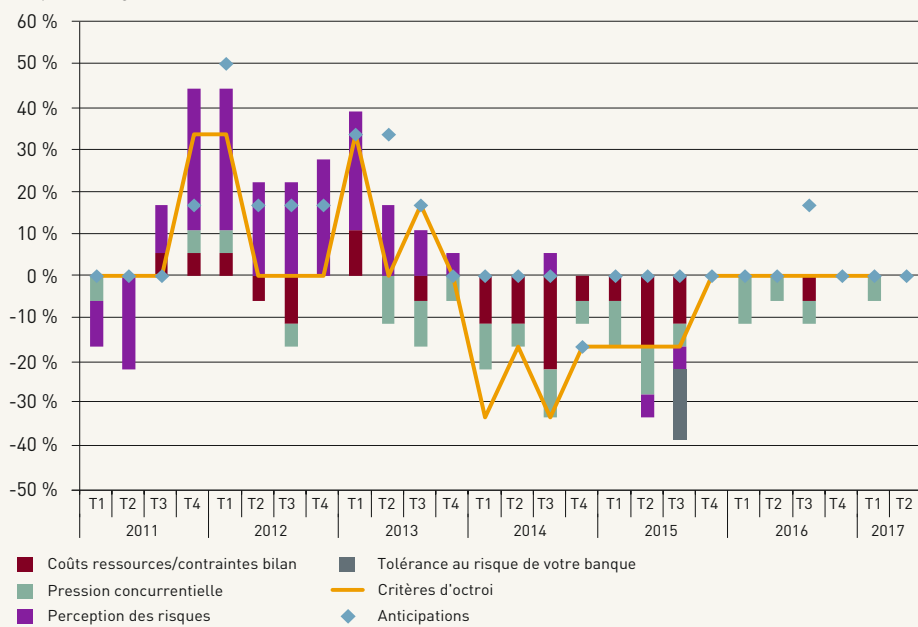
Source : BCL

22 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf

23 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 ».

Graphique 22

Évolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)²⁴



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

critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. La pression concurrentielle a été citée comme le facteur principal contribuant à cet assouplissement.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, les critères d'octroi devraient rester inchangés lors du deuxième trimestre 2017, alors qu'un léger durcissement était attendu pour la zone euro dans son ensemble.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi²⁶, qui sont attachées au

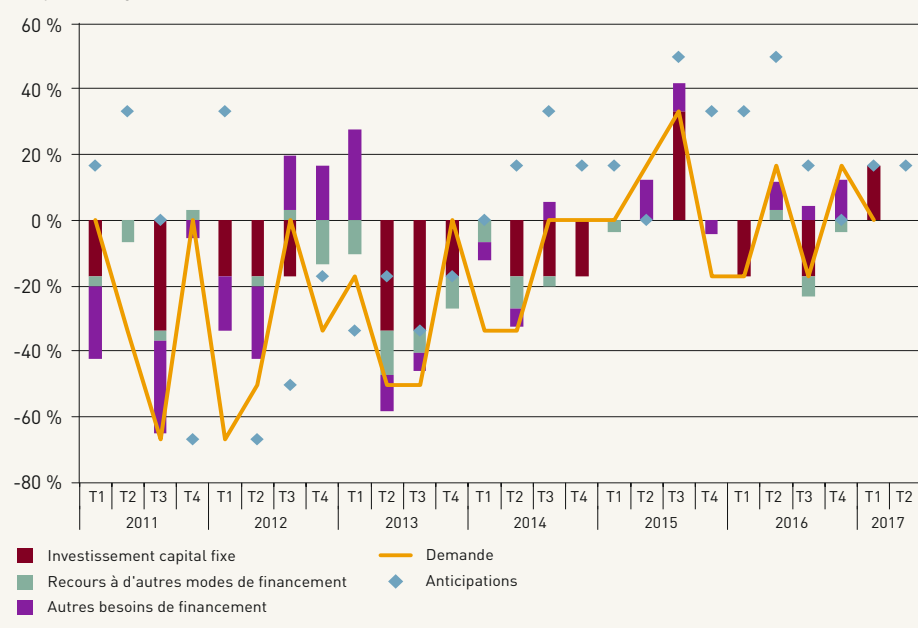
24 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que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

25 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.

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

Graphique 23

Évolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)²⁵



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

crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère augmentation de leurs marges sur les prêts plus risqués et de leurs commissions sur les prêts aux entreprises. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen et, dans une moindre mesure, une baisse de leurs demandes de garanties.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises est restée inchangée au premier trimestre 2017 (voir graphique 23). Une augmentation des investissements en capital fixe a eu un effet positif sur la demande de crédits de la part des entreprises, renforcé, dans une moindre mesure, par le niveau général des taux d'intérêt. Par contre, des restructurations internes de la part des entreprises ont eu un effet légèrement négatif sur la demande de crédit au Luxembourg.

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.

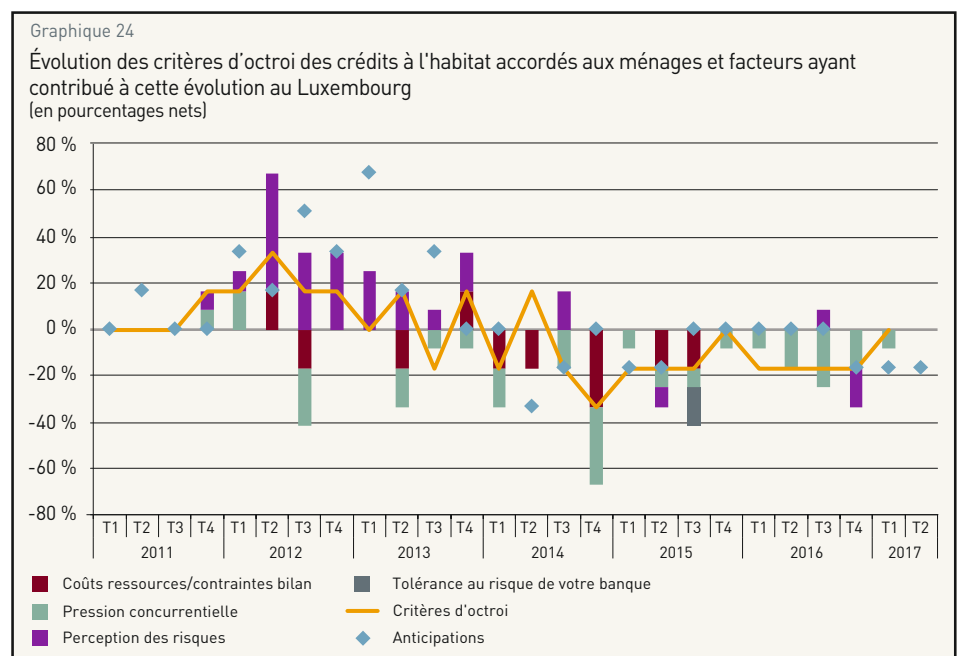
Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont indiqué ne pas avoir changé leurs critères d'octroi (voir graphique 24). Dans la zone euro, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi. À nouveau, cet assouplissement a été principalement déterminé par une augmentation de la pression concurrentielle.

Les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à un assouplissement des critères d'octroi au cours du deuxième trimestre 2017, tandis que dans la zone euro dans son ensemble aucun changement n'est attendu.

En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère réduction nette des marges sur les prêts de risque moyen, combinée à une légère augmentation pour les prêts plus risqués. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction nette de leurs marges sur les prêts de risque moyen. Cependant, elles ont indiqué une diminution de leur ratio prêt-valeur (quotité d'emprunt).

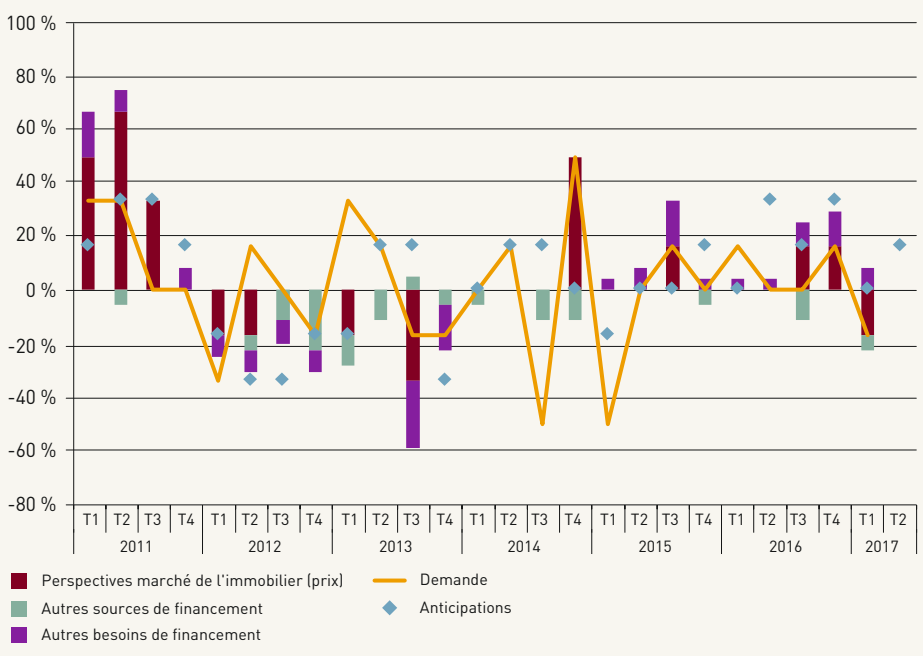
Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande des ménages relative aux crédits à



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

Graphique 25

Évolution de la demande de crédits à l'habitat provenant des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



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

Source : BCL

l'habitat a légèrement diminué en termes nets au premier trimestre 2017 (voir graphique 25). Cette diminution serait principalement attribuable aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, tandis que le niveau général des taux d'intérêt a eu un léger effet positif sur la demande de crédits à l'habitat.

Au niveau de la zone euro, les banques ont 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.

Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré un assouplissement net de leurs critères d'octroi au

cours du premier trimestre 2017. Elles ont attribué cet assouplissement principalement à la diminution des coûts et ressources et des contraintes de bilan des banques, ainsi qu'à une augmentation de la concurrence bancaire. Les banques de la zone euro ont également indiqué un léger assouplissement des critères d'octroi, favorisé principalement par une augmentation de la pression concurrentielle et par une diminution des coûts des ressources.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré une légère augmentation nette de leurs marges et de leurs commissions, motivée par une baisse de leur perception des risques concernant leur clientèle. Les banques de la zone euro ont déclaré avoir légèrement diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen.

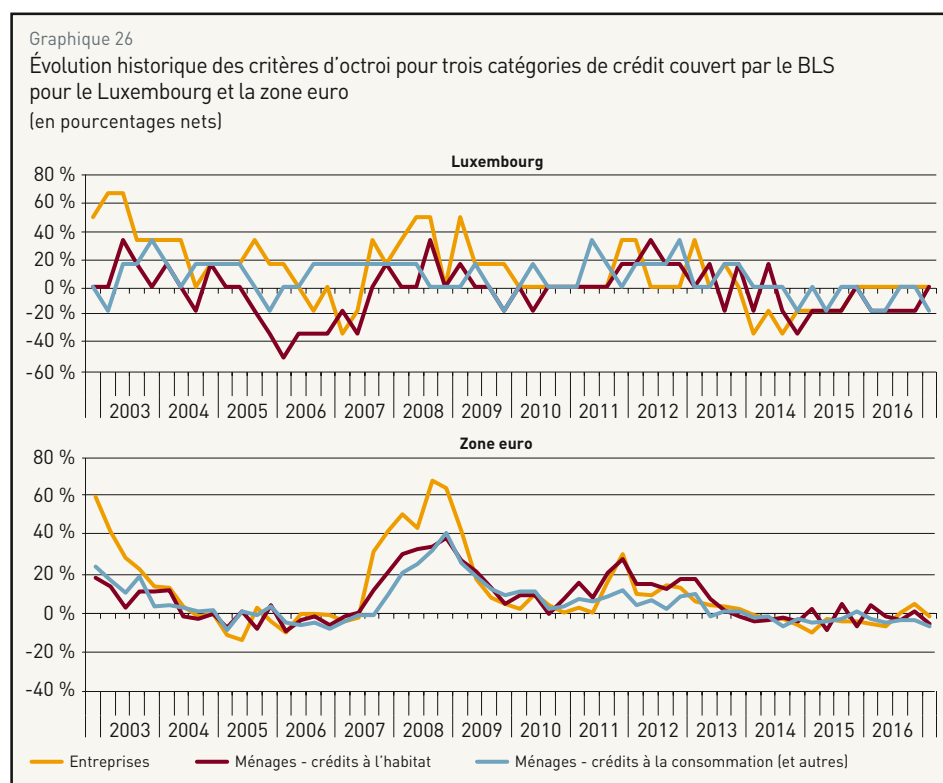
Selon les banques luxembourgeoises, le volume de la demande pour ces crédits n'a pas subi de changement en termes nets durant le premier trimestre 2017. Par contre, au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, qui a été attribuée à la hausse des dépenses en biens durables, à l'amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

Évolution historique des critères d'octroi au Luxembourg et dans la zone euro

Le graphique 26 compare l'évolution des critères d'octroi pour les trois catégories de crédit couvertes par le BLS (crédits aux entreprises, à l'habitat et à la consommation) depuis le début de l'enquête. La partie supérieure du graphique se rapporte au Luxembourg et la partie inférieure à la zone euro.

L'évolution des critères d'octroi est similaire²⁷ au Luxembourg et dans la zone euro, même si les séries pour le Luxembourg sont plus volatiles, conséquence de la taille réduite de l'échantillon national. Au Luxembourg, comme dans la zone euro, les banques ont durci leurs critères d'octroi en 2003 et 2004, pour ensuite les assouplir en 2006 et 2007 dans la plupart des catégories de crédit. Suite à la crise financière internationale, un nouveau durcissement des critères d'octroi s'est produit, surtout pour les crédits aux entreprises. Ce durcissement a été plus généralisé dans la zone euro qu'au Luxembourg²⁸.

Après une stabilisation des critères d'octroi en 2010, la crise des dettes souveraines ainsi que ses répercussions économiques ont conduit à un nouveau durcissement des critères d'octroi pour les trois catégories de prêt, au Luxembourg comme dans la zone euro. Les banques ont commencé à assouplir leurs critères d'octroi en 2014 seulement, suite aux mesures exceptionnelles décidées par le Conseil des gouverneurs. Cet assouplissement a été plus général pour les crédits aux entreprises. D'ailleurs, les prêts au secteur privé au Luxembourg ont connu un retour à la croissance positive (voir graphique 17, Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM)²⁹. La fin de la période analysée semble marquée par une nouvelle stabilisation des critères d'octroi. Ceci est en particulier le cas pour les crédits aux entreprises, pour lesquels ces critères sont stables au Luxembourg depuis début 2016, avec une tendance similaire dans la zone euro depuis le troisième trimestre 2016.



Source : BCL

Questions ad hoc


Outre les questions régulières, le questionnaire d'avril 2017 comprenait six questions *ad hoc*. La première question portait sur l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions auxquelles les banques ont accès aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, le premier trimestre 2017 n'a apporté aucun changement concernant les conditions d'accès au financement de détail ou financement de marché. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une légère détérioration des conditions d'accès au

27 Le graphique 26 illustre l'évolution des soldes d'opinions, qui, de par leur nature qualitative, ne peuvent pas fournir d'informations sur l'amplitude du durcissement/assouplissement des critères.

28 Ce sont surtout les banques situées dans les pays périphériques de la zone euro qui ont durci leurs critères d'octroi en 2008 et 2009.

29 Au niveau de la zone euro, les prêts au secteur privé ont entamé une croissance positive au deuxième trimestre 2015.



financement de détail, combinée à une amélioration des conditions d'accès au financement par titres de créances ou par le marché interbancaire.

La deuxième question *ad hoc* portait sur le niveau des critères d'octroi de crédits des banques. Pour les prêts aux entreprises, la plupart des banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré que leurs critères d'octroi étaient à un niveau plus souple au premier trimestre 2017 qu'au premier trimestre 2003 (début de l'enquête). Concernant les prêts à l'habitat aux ménages, les banques luxembourgeoises ont signalé que leurs critères d'octroi se situaient à un niveau similaire à celui au début de l'enquête. La plupart des banques des échantillons luxembourgeois et européen a également déclaré qu'au premier trimestre 2017 leurs critères d'octroi se situaient à des niveaux comparables à ceux en vigueur au deuxième trimestre 2010, tant pour les crédits aux entreprises que pour les crédits à l'habitat.

La troisième question *ad hoc* concernait l'effet que le programme étendu d'achats d'actifs de l'Euro-système a pu avoir sur les actifs des banques. Au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre octobre 2016 et mars 2017 ce programme a eu un impact positif sur leurs actifs totaux, 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 quatrième question *ad hoc* interrogeait les banques quant à l'utilisation, effective ou prévue, de la liquidité supplémentaire issue du programme étendu d'achats d'actifs. Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles de la zone euro, l'augmentation des dépôts de la clientèle a principalement contribué à augmenter l'octroi de crédits. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué que la liquidité supplémentaire a servi à des fins de refinancement et à l'achat d'actifs négociables (autres que les obligations souveraines de la zone euro).

La cinquième question *ad hoc* 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 octobre 2016 et mars 2017 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, principalement pour les crédits aux entreprises.

La dernière question *ad hoc* s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Euro-système. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre octobre 2016 et mars 2017 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. De même, le taux négatif de la facilité de dépôt a eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages au Luxembourg ainsi qu'au niveau de la zone euro.

Comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des banques de la place (y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois) s'est établi à 1,3 milliard d'euros fin mars 2017. En comparaison avec le premier trimestre de l'année précédente, ce résultat a progressé de 8,3 %. Comme illustré sur le tableau 10 ci-dessous, le produit net bancaire est soutenu par l'ensemble des sources de revenus.

Tableau 10 :

Comptes de résultats agrégés en cours d'année des établissements de crédit, y compris les succursales à l'étranger des banques luxembourgeoises
(en millions d'euros)³⁰

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2016-03	2017-03	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENTAGE
1	Produits d'intérêts	2 802	2 999	197	7,0
2	Intérêts bonifiés	1 611	1 765	154	9,6
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 190	1 234	44	3,7
4	Revenus nets sur commissions	1 125	1 173	48	4,3
5	Revenus sur opérations de change	60	86	26	43,3
6	Dividendes reçus	149	171	22	14,8
7	Autres revenus nets	182	228	46	25,3
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	1 515	1 657	142	9,4
9	Produit bancaire (3+8)	2 705	2 891	186	6,9
10	Frais de personnel	759	765	6	0,8
11	Frais d'exploitation	629	697	68	10,8
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 388	1 462	74	5,3
13	Amortissements sur immobilisé non financier	69	78	9	13,0
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 248	1 351	103	8,3

Sources : CSSF, calculs BCL

Les produits d'intérêts générés par le secteur bancaire ont augmenté de 197 millions d'euros en comparaison annuelle pour atteindre 3,0 milliards d'euros tandis que les intérêts bonifiés ont progressé de 154 millions d'euros durant cette période pour s'élever à 1,8 milliard d'euros au premier trimestre. Par conséquent, la marge sur intérêts a augmenté de 44 millions d'euros sur un an pour afficher un solde net de 1,2 milliard d'euros. Malgré un contexte économique de taux d'intérêt bas, une hausse de la marge sur intérêts a été observée pour plus de la moitié des établissements bancaires.

Les derniers chiffres confirment également la reprise des revenus nets de commissions après leur stabilisation durant les trois premiers trimestres de l'année précédente. Sous fond d'un contexte boursier plus favorable en ce début d'année, ces revenus ont augmenté de 4,3 % sur un an pour s'élever à 1,2 milliard d'euros fin mars 2017.

Concernant les autres sources de revenus, les dividendes perçus ainsi que les revenus nets sur opérations de change ont respectivement augmenté de 22 et 26 millions d'euros en comparaison annuelle. La catégorie résiduelle des autres revenus nets a également connu une forte progression de 46 millions d'euros par rapport au premier trimestre de l'année précédente.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des sources de revenus précitées, s'est établi à 2,9 milliards d'euros au premier trimestre 2017 contre 2,7 milliards l'année précédente.

Les frais généraux augmentent de 5,3 % sur un an sous l'impulsion des autres frais d'exploitation, tandis que les charges liées au personnel demeurent relativement stables. Fin mars 2017, les frais généraux se sont élevés à 1,4 milliard d'euros et représentaient environ 51 % du produit net bancaire.

30 Données ajustées pour les banques ne clôturant pas en fin d'année.

Par conséquent, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts s'est établi à 1,3 milliard d'euros au 31 mars 2017, en hausse de 103 millions d'euros en comparaison annuelle.

1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

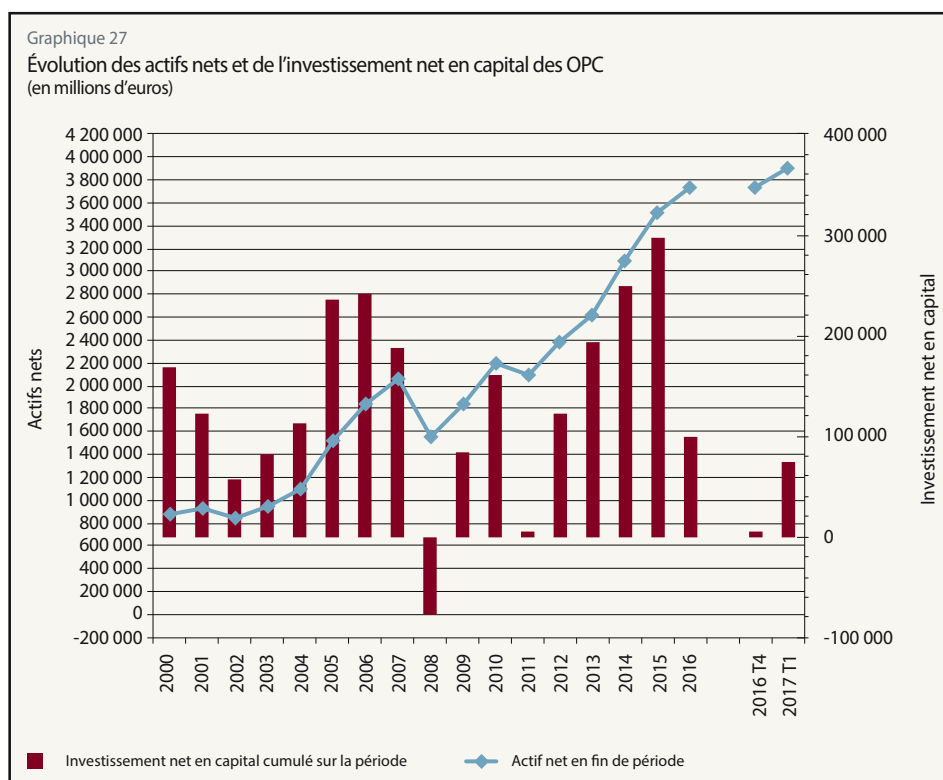
L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de septembre 2016, le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 242 unités, pour s'établir à un total de 4 139 unités à la fin du mois de mars 2017. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 303 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 283 à 14 586 unités. Cette évolution s'explique en grande partie par l'introduction des Sociétés d'Investissement en Capital à Risque (SICAR) dans le champ de publication statistique de la CSSF à partir du mois de décembre 2016³¹.

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 7,8 % pour s'établir, à la fin du mois de mars 2017, à 3 906 milliards d'euros. Sur cette période, l'évo-

lution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs importants (+162,9 milliards d'euros). Les investissements nets ont également significativement contribué à la hausse des actifs sous gestion (+80,9 milliards d'euros). L'introduction des SICAR dans la collecte statistique des OPC s'est quant à elle traduite par une hausse de la VNI de l'ordre de 40,2 milliards d'euros.



Source : CSSF

31 Suite à l'extension du champ d'application des renseignements financiers mensuels aux sociétés d'investissement en capital à risque (« SICAR »), les publications statistiques de la CSSF relatives aux organismes de placement collectif incluent, à partir de la période de décembre 2016, les données sur les OPC soumis à la Loi de 2010, les fonds d'investissement spécialisés et les SICAR. Voir à ce sujet la Newsletter n° 194 de la CSSF de mars 2017.

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 ¹⁾²⁾	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS ²⁾³⁾	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	409	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	413	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	402	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	414	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	409	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	412	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	403	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	407	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	381	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	331	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	197	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	170	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	161	3 506 201	16 032	-99 502	93 986	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	155	3 741 330	5 403	55 044	235 129	2,9		
2017										
jan.	4 126	14 594	156	3 767 387	23 707	2 350	396 388	11,8	26 057	0,7
fév.	4 130	14 553	154	3 860 317	19 505	73 425	501 833	14,9	92 930	2,5
mars	4 139	14 586	154	3 906 027	31 804	13 906	510 623	15,0	45 710	1,2

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

²⁾ Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives à l'année 2016.

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

⁴⁾ À partir de décembre 2016, les SICAR sont incluses dans le champ des statistiques des OPC.

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⁾	1 177 685	1 052 676	664 579	53 608	180 589	39 167
2015	1 284 502	1 187 371	808 699	64 475	204 559	49 954
2016	1 370 093	1 214 652	883 150	72 099	212 330	66 924
2017						
janvier	1 374 189	1 229 809	891 582	74 556	213 680	68 302
février	1 413 829	1 275 589	919 664	75 353	216 722	71 649
mars	1 419 882	1 287 278	930 019	76 745	214 983	73 273

¹⁾ Les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification des fonds par politique d'investissement à partir de décembre 2014. La classification actuelle des fonds domiciliés au Luxembourg est désormais davantage en ligne avec les recommandations publiées par la BCE dans le *Manual on investment fund statistics*. Cette reclassification s'est notamment traduite par une augmentation des actifs sous gestion des Hedge funds au détriment des fonds mixtes et des autres fonds.

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 eu pour effet d'augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 39 milliards d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 1,3 % par rapport au troisième trimestre de 2016. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 9,6 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 287,3 milliards d'euros à la fin du mois de mars 2017. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 7,1 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 8,7 %, -3,2 % et 13,9 %.

Les OPC monétaires*Le nombre de compartiments*

Fin mars 2017, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 154 unités, un effectif en légère baisse par rapport au mois de septembre 2016.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 en raison d'un changement de définition³².

La somme des bilans

Entre la fin du troisième trimestre de 2016 et la fin du premier trimestre de 2017, la somme des bilans a augmenté de 11,9 %, passant de 274,4 milliards d'euros à 307,5 milliards 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 mars 2017, le portefeuille de titres représentait 78,9 % de l'actif, soit 242,2 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 20,3 %, soit 62,2 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une augmentation du portefeuille de titres (+13,0 %).

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 ¹⁾
	2016-03	2016-09	2017-03	2016-03 - 2017-03		2016-09 - 2017-03		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	41 944	57 448	62 232	20 288	48,4	4 784	8,3	20,3
Portefeuille titres	186 219	214 288	242 167	55 948	30,0	27 879	13,0	78,9
Autres actifs	3 239	2 707	2 603	- 636	-19,6	-104	-3,8	0,8
Total de l'actif	231 402	274 443	307 002	75 600	32,7	32 559	11,9	100,0

¹⁾ 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 (131,5 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (44,6 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (59,5 milliards d'euros).

Entre la fin du troisième trimestre de 2016 et la fin du premier trimestre de 2017, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de 10,3 %. 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 -1,6 %, 16,6 % et 7,3 %.

³² 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 contrepartie¹⁾

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	2016-03	2016-09	2017-03	2016-03 - 2017-03		2016-09 - 2017-03		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2017-03
Établissements de crédit	92 868	112 715	131 480	38 612	41,6	18 765	16,6	55,8
Administrations publiques	44 649	45 334	44 592	- 57	- 0,1	- 742	- 1,6	18,9
Autres secteurs	42 851	55 449	59 476	16 625	38,8	4 027	7,3	25,3
Total	180 368	213 498	235 548	55 180	30,6	22 050	10,3	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

1.2.3.3 Le commerce et les autres services non financiers

Les statistiques relatives au commerce indiquent pour l'année 2016 des évolutions variées suivant les secteurs. En 2016, les ventes (en valeur) ont progressé de manière modérée dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles, après un léger recul en 2015 (voir tableau). Elles ont en revanche très fortement reculé dans le commerce de gros et ce pour la deuxième année consécutive. Néanmoins, dans ce dernier secteur, des opérations intra-groupes peuvent conduire à une baisse prolongée du chiffre d'affaires (CA) au niveau agrégé sans pour autant impliquer de baisses (au niveau agrégé) des marges commerciales. Les évolutions négatives du CA dans le commerce de gros sont donc à relativiser, puisqu'elles n'impliquent pas nécessairement un recul de la valeur ajoutée dans ce secteur. Dans le commerce de détail, comprenant la vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et la vente par correspondance (VPC), les statistiques indiquent que les nettes hausses du CA en moyenne annuelle en 2014 et 2015 se sont poursuivies en 2016.

Typiquement, la croissance des ventes dans le commerce de détail apparaît nettement plus modeste une fois corrigée des VCMS et VPC. Ainsi, en 2016, le CA dans le commerce de détail hors VPC et VCMS a progressé de 2,1 % seulement. Parallèlement, la baisse du CA des VCMS s'est établie à 1,4 % sur la même période. De fait, le commerce électronique a fortement contribué à la croissance des ventes de détail en 2016.

Concernant le premier trimestre 2017, les statistiques confirment les grandes tendances passées pour le commerce de détail, à savoir : forte progression du CA pour l'ensemble du commerce de détail (+12,8 %), croissance modérée du CA dans le commerce de détail hors VPC et VCMS (+0,8 %). Le CA dans le commerce de gros s'est pour sa part redressé au premier trimestre 2017 (+6,3 %). Les immatriculations automobiles ont pour leur part fortement progressé en moyenne annuelle l'année passée. En 2016, la hausse s'est en effet établie à 8,8 % au Luxembourg tandis que, dans l'Union européenne, les immatriculations automobiles ont progressé de 6,8 %. Tous les pays ont vu le nombre d'immatriculations augmenter sur cette même période, à l'exception des Pays-Bas (-14,7 %). Les progressions ont été particulièrement fortes dans plusieurs pays dont Chypre (+22,2 %), l'Irlande (+17,5 %) et le Portugal (+16,1 %). Les données plus récentes, relatives au mois d'avril 2017, indiquent une baisse marquée des immatriculations automobiles tant au Luxembourg (-7,1 %) que dans l'Union européenne (-6,6 %). Ces évolutions négatives résulteraient, selon l'Association européenne des constructeurs automobiles, d'effets calendaires, le week-end de Pâques intervenant à la mi-avril en 2017 et non en mars comme en 2016. Il n'en reste pas moins qu'au total, sur les quatre premiers mois de l'année 2017, les immatriculations ont en moyenne stagné au Luxembourg tandis qu'elles ont augmenté en moyenne de 4,7 % dans l'UE.

Les évolutions des CAs dans les secteurs des transports et de l'hôtellerie-restauration ont été globalement décevantes pour l'année 2016. Au cours de l'année 2016, le CA a progressé de manière modérée dans le transport terrestre, tandis qu'il a reculé dans les autres principaux sous-secteurs du transport (transport par eau, transport aérien et services auxiliaires des transports). Les statistiques disponibles pour le premier trimestre de l'année 2017 indiquent au contraire un recul du CA dans le transport terrestre (-0,4 %) et une progression dans les autres principaux sous-secteurs du transport (+27,1 % dans le transport par eau, +20,5 % dans le transport aérien et +1,2 % dans les services auxiliaires des transports). Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du CA a été en moyenne contenue au premier trimestre de l'année 2017 (+2,4 %).

Tableau 15 :

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

	2015	2016	2016-T1	2016-T2	2016-T3	2016-T4	2017-T1
Immatriculations de voitures	-6,7	8,8	9,4	11,0	7,0	7,0	2,9 (0,0**)
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-1,1	4,6	14,7	4,5	-2,9	2,2	-0,7
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-9,3	-12,6	-15,7	-14,1	-16,0	-4,1	6,3
Commerce de détail - dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	8,2	15,3	17,5	14,2	13,1	16,2	12,8
	0,0	-1,4	6,8	-9,3	-2,7	1,9	9,0
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	1,2	2,3	2,3	1,0	2,2	3,7	0,8
Hôtels et restaurants	2,1	2,4	2,3	2,1	3,0	2,0	2,4
Transports aériens	4,3	-4,3	-18,7	-0,3	-0,4	0,7	20,5
Transports par eau	28,5	-2,3	7,1	12,3	-8,8	-13,4	27,1
Transports terrestres	4,3	3,7	0,9	6,1	2,6	5,1	-0,4
Services auxiliaires des transports	1,4	-5,5	1,3	-4,8	-8,2	-9,4	1,2

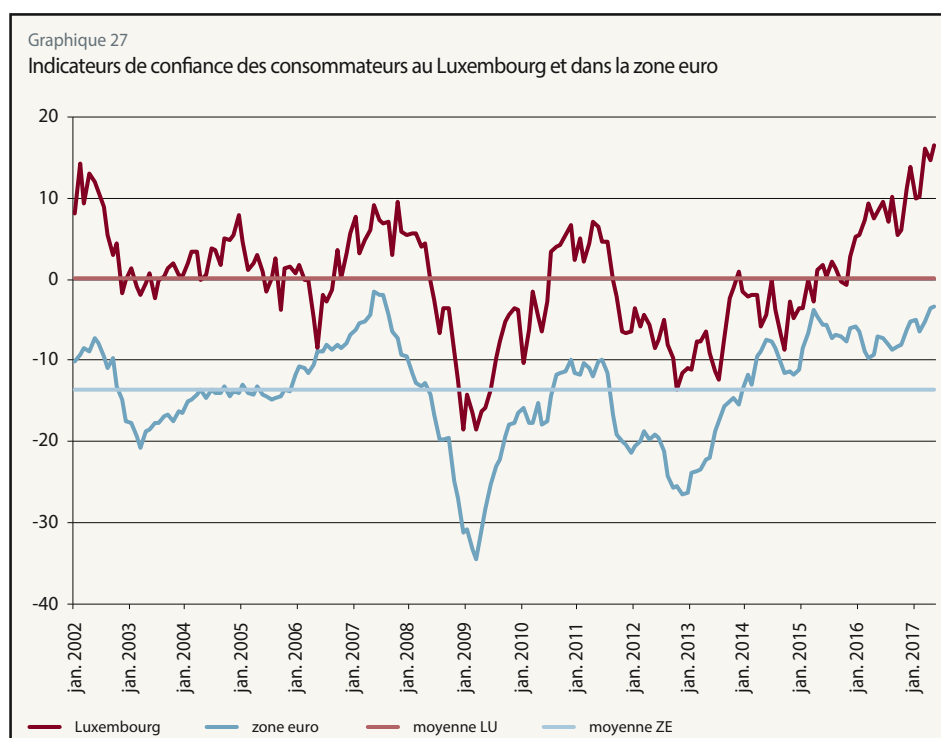
* En valeur ** Variation annuelle moyenne sur les quatre premiers mois de l'année 2017.

Sources : STATEC, calculs BCL.

Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (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.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

La confiance des consommateurs du Luxembourg est restée très élevée au cours de ces derniers mois. L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL a ainsi enregistré une forte hausse en mars dernier, qui lui a permis



Sources : BCL, Commission européenne

d'atteindre un sommet historique. Il s'est ensuite quelque peu replié en avril avant de se redresser en mai 2017 et d'établir un nouveau record.

Cet optimisme s'explique essentiellement par deux composantes de l'indicateur de confiance : les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale et au marché du travail au Luxembourg. À l'issue de quatre mois consécutifs de hausse, les anticipations des ménages relatives à la situation économique au Luxembourg ont atteint en mai 2017 un sommet historique. L'inquiétude des ménages face au chômage a de son côté fortement diminué en mai et a atteint un minimum historique.

Les évolutions des deux autres composantes sont apparues plus contenues au cours de ces derniers mois. Le redressement marqué en mars 2017 des anticipations des ménages relatives à leur situation financière ne s'est pas poursuivi sur les deux mois suivants. Ces anticipations se sont au contraire sensiblement dégradées en moyenne entre mars et mai 2017. Enfin, la quatrième composante relative à la capacité d'épargner des ménages est restée stable au cours des trois derniers mois.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a depuis 2014 évolué nettement au-dessus de sa moyenne historique, tout en restant en deçà du sommet atteint avant la crise. En mai 2017, l'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro a enregistré son troisième mois consécutif de hausse, rejoignant ainsi un niveau proche de celui qu'il avait atteint en mars 2015.

Les résultats des dernières enquêtes européennes montrent qu'en mai, à l'instar du Luxembourg, la confiance des consommateurs a atteint des niveaux records au Portugal et en Finlande. Chez les principaux partenaires économiques du Luxembourg (Allemagne, Belgique et France) et au Pays-Bas, en Espagne et en Autriche, les niveaux de la confiance des consommateurs se situaient en mai 2017 largement en dessous de leurs maximums historiques.

Tableau 16 :

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2016	janvier	5	-3	11	0	35
	février	7	-5	11	1	45
	mars	9	-4	8	5	44
	avril	8	-4	3	3	34
	mai	8	-3	8	2	42
	juin	10	-3	7	2	46
	juillet	7	-3	11	1	41
	août	10	-4	5	5	45
	septembre	5	-5	10	1	35
	octobre	6	-3	10	7	31
	novembre	11	2	3	5	40
	décembre	14	4	3	5	50
2017	janvier	10	1	6	4	41
	février	10	1	3	3	38
	mars	16	3	-4	8	49
	avril	15	6	-1	3	49
	mai	17	7	-8	2	49

Source : BCL

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

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2016 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 4,2 % en 2016, après une hausse de 4,0 % l'année précédente³³. En outre, en 2016, les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 1,0 % et 3,2 %. La formation brute de capital fixe s'est inscrite en légère hausse de 0,2 %, après une baisse de 0,9 % 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 ont progressé de 4,9 %, tandis que les importations ont augmenté de 4,0 %, dans les deux cas essentiellement via le commerce extérieur de services. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2016 a été par ailleurs principalement imputable aux exportations nettes, dont la contribution à la croissance économique s'est établie à hauteur de 3,5 p.p., après 2,0 p.p. seulement l'année précédente³⁴.

Il convient par ailleurs de noter que la plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en avril 2017 a apporté des révisions aux données publiées en décembre 2016. La progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à 4,0 % en 2015, contre 3,5 % dans la version précédente. Cette substantielle révision à la hausse de la croissance économique serait due à une performance plus favorable du commerce extérieur qu'anticipée précédemment³⁵.

Tableau 17 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(% de variation annuelle)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consommation privée	-1,2	-1,2	1,5	2,9	2,0	2,9	3,3	1,0
Consommation publique	3,7	1,4	0,8	3,5	3,6	2,0	2,4	3,2
Formation brute de capital fixe	-12,4	3,5	13,7	6,1	-2,5	5,6	-0,9	0,2
Exportations	-11,6	10,4	4,0	2,8	6,1	11,8	11,1	4,9
Importations	-13,7	12,2	5,3	4,8	5,2	12,5	12,1	4,0
Exportations nettes	-1,3	3,0	-1,5	-6,2	10,3	8,7	5,8	10,1
Produit intérieur brut	-4,4	4,9	2,5	-0,4	4,0	5,6	4,0	4,2

Sources : STATEC, calculs BCL

En 2016, la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, s'est expliquée principalement par la bonne performance de la branche « information et communication », le secteur financier au sens large (y compris les banques, les assurances et activités auxiliaires de services financiers) et les services aux entreprises et location.

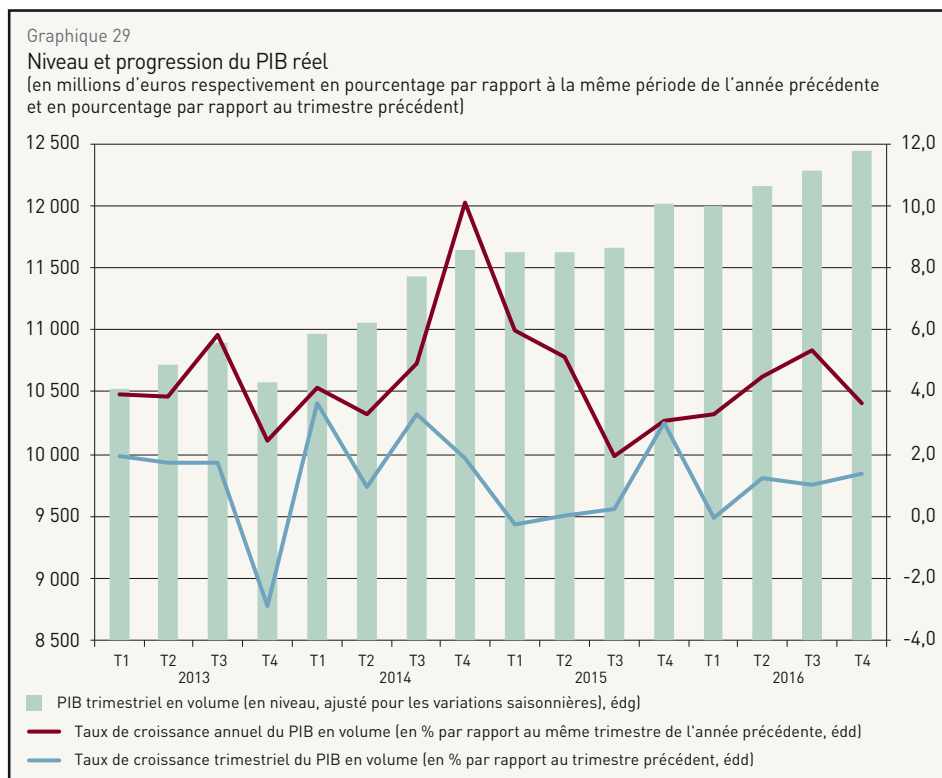
33 Le PIB en volume a atteint 48 859 millions d'euros en 2016, après 46 899 millions d'euros l'année précédente.

34 De manière générale, la croissance économique en 2016 peut paraître quelque peu surprenante au regard d'autres indicateurs. À titre d'exemple, rappelons que l'année sous revue s'est soldée par une quasi-stagnation des résultats opérationnels des établissements de crédit et une faible progression du patrimoine net des fonds d'investissements (avec cependant un redressement progressif en deuxième partie d'année). Les estimations de croissance doivent être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire. Il n'est pas exclu que les comptes nationaux soient révisés lors d'une prochaine publication.

35 Selon l'Office statistique, ceci s'expliquerait notamment par des révisions au niveau de l'activité des services aux entreprises qui auraient eu un impact positif sur les exportations nettes de services non financiers.

Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2016, a fait ressortir une hausse du PIB réel de 1,3 % par rapport au troisième trimestre 2016. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 3,6 %.



Sources : STATEC, calculs BCL

Tableau 18 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016
Consommation privée	0,4	-0,3	1,0	-0,6	1,6	2,3	0,6	1,1	0,5	1,7
Consommation publique	1,1	1,0	0,7	0,2	0,2	2,5	3,4	4,2	3,1	2,1
Formation brute de capital fixe	-6,2	2,1	5,5	-2,9	5,9	-12,7	-11,0	4,7	-1,9	10,8
Exportations	3,2	0,1	2,1	-0,3	2,4	6,8	3,0	4,8	5,2	4,3
Importations	3,0	-0,7	1,6	-0,1	2,1	7,1	4,0	5,5	3,8	2,9
PIB réel	3,0	-0,0	1,2	1,0	1,3	3,1	3,3	4,5	5,4	3,6

Source : STATEC

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute a sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+18,6 %), les activités financières (+6,9 %) et la construction (+4,3 %). En revanche, dans les services aux entreprises et location, la valeur ajoutée s'est inscrite en hausse de 2,1 % seulement, après 10,7 % en moyenne au cours des trois trimestres précédents. De même, la valeur ajoutée brute s'est inscrite en baisse dans l'industrie (-5,9 %) et les autres activités de services (-2,3 %).

Tableau 19 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique**[données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %]**

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				
	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T4 2015	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	4,4	-4,9	0,7	-1,9	0,2	6,7	0,1	0,7	-2,0	-5,9
Construction	0,4	0,4	2,4	-0,5	2,0	-7,0	4,6	4,8	2,7	4,3
Commerce, transports, hébergement et restauration	2,9	-3,1	2,6	0,0	2,4	4,4	-0,3	2,4	2,4	1,8
Information et communication	10,7	-0,7	8,3	5,6	4,4	20,9	8,7	18,3	25,8	18,6
Activités financières et d'assurance	0,5	-0,7	3,1	1,0	3,3	-3,1	1,7	3,2	4,0	6,9
Activités immobilières	-0,3	0,5	0,1	1,7	0,8	0,8	0,5	-0,3	2,0	3,1
Services aux entreprises et location	8,6	4,0	-1,4	-1,0	0,5	11,9	12,3	9,5	10,3	2,1
Administrations publiques, éducation et santé	0,6	1,1	1,0	0,6	0,9	1,8	1,9	3,2	3,3	3,6
Autres activités de services	3,4	-2,1	-0,7	1,1	-0,5	-3,5	2,6	1,8	1,6	-2,3
Valeur ajoutée totale	2,6	0,2	1,1	1,0	1,7	3,3	3,3	4,3	5,1	4,1
PIB réel	3,0	-0,0	1,2	1,0	1,3	3,1	3,3	4,5	5,4	3,6

Source : STATEC

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 avril 2017, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 3,3 % au lieu de 3,5 % pour le premier trimestre 2016, 4,5 % au lieu de 5,1 % pour le deuxième et 5,4 % au lieu de 4,8 % pour le troisième trimestre³⁶.

Aucune information n'était encore disponible pour le premier trimestre de l'année en cours lors de la rédaction de cette partie.

1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2017

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel plutôt favorable, datent de décembre 2016³⁷. L'activité économique dans la zone euro était bien orientée et le PIB réel avait progressé de 0,4 % en moyenne sur la deuxième moitié de l'année, soit approximativement au même rythme que lors des sept trimestres précédents. Les marchés boursiers, qui s'étaient repliés au tournant de l'année 2015/2016, étaient à nouveau orientés à la hausse. Au Luxembourg, les indicateurs d'activité suggéraient une amélioration intra-annuelle dans le secteur financier au deuxième semestre, mais qui ne faisait que compenser un premier semestre plutôt morose. 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 croissance du PIB réel de 3,5 % en 2016, soit au même niveau qu'en 2015. 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 qui se fixerait à un niveau proche de 4 % pour les années 2017 et 2018.

36 Il convient de noter qu'en ce qui concerne le troisième trimestre 2016, les révisions les plus importantes ont été enregistrées au niveau du commerce extérieur. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans la branche « Information et communication » et les services aux entreprises.

37 Voir BCL, Bulletin 2016/3, pp. 55-64.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de décembre 2016, le diagnostic conjoncturel s'est embelli davantage. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2016, publiés en avril 2017, la croissance du PIB réel aurait été de 4,2 %, soit 0,7 p.p. de plus que projeté. Il s'agit de la quatrième année consécutive avec une croissance supérieure ou égale à 4,0 %. En moyenne, la croissance annuelle aurait été de 4,5 % sur la période 2013-2016. Le niveau de la croissance en 2016 est néanmoins quelque peu surprenant, dans la mesure où aucun indicateur d'activité mensuel ou trimestriel des secteurs phares de l'économie ne faisait état d'une progression aussi élevée.

L'évolution de l'activité au deuxième semestre de l'année 2016, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait été très dynamique. Ainsi, le taux de variation trimestriel atteindrait 1,2 % en moyenne, soit le double de la croissance au premier semestre 2016 et également plus élevé que la croissance tendancielle. L'acquis de croissance pour l'année 2017, tel qu'enregistré à la fin du quatrième trimestre 2016 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels publiés, se chiffrerait à 1,8 %.

S'agissant de la première moitié de l'année 2017, les évolutions sur les marchés financiers ont été très favorables. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, ont accentué leur hausse et ils ont progressé de plus de 15 % entre novembre 2016 et mai 2017. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 4,8 % au premier trimestre 2017 par rapport au trimestre précédent, soit une progression trimestrielle la plus élevée depuis deux ans. L'acquis de croissance de la VNI fin mars pour l'année 2017 se chiffre déjà à 10 %. L'industrie des fonds d'investissement, qui avait connu une année de stagnation en 2016, devrait donc renouer avec la croissance. L'évolution favorable des marchés boursiers devrait également se répercuter dans les résultats des banques à travers une hausse des revenus nets sur commissions. En général, le secteur financier, qui reste le moteur de la croissance au Luxembourg, devrait retrouver en 2017 un dynamisme plus important, entraînant dans son sillage une progression du PIB réel.

En ce qui concerne le secteur non financier, la poursuite de la croissance au premier trimestre 2017 dans la zone euro à hauteur de 0,5 % du PIB réel devrait *a priori* avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. La plupart des indicateurs synthétiques issus des enquêtes d'opinion dans la zone euro ont atteint les niveaux les plus élevés des six dernières années. En Allemagne, le partenaire commercial le plus important du Luxembourg, l'indice IFO a même atteint un nouveau niveau record en mai 2017. Au Luxembourg, l'indicateur de confiance dans l'industrie a continué à se redresser ces derniers mois et se situe désormais au niveau atteint en début 2011. Le taux d'utilisation des capacités de production, qui a progressé depuis la mi-2015, a dépassé sa moyenne historique. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble suggère aussi une progression dans le reste de l'économie. Au total, sur base de ces constats, l'économie luxembourgeoise a connu un premier semestre 2017 très favorable, enregistrant une croissance vraisemblablement supérieure à la croissance tendancielle. En l'absence d'indications qui suggéreraient un affaiblissement important et durable, la croissance de l'activité économique devrait donc se poursuivre au second semestre 2017 et rester proche ou dépasser 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 suivant.

Entre juin 2014 et janvier 2016, le prix du pétrole a chuté de 80 dollars, pour atteindre un cours moyen du baril de l'ordre de 31 dollars en janvier 2016. Ensuite, le prix du pétrole a progressé jusqu'en février 2017, mois pendant lequel il s'est établi à 55 dollars en moyenne. Depuis lors, il s'est inscrit en baisse et a atteint environ 50 dollars le baril en mai 2017. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait se redresser progressivement dès la mi-2017 et ce jusqu'en 2019. Par rapport aux projections de décembre 2016, les hypothèses concernant le prix du pétrole sont légèrement révisées à la hausse pour 2017 et à la baisse pour 2018 et 2019.

La croissance du commerce mondial devrait fortement accélérer en 2017, ralentir par la suite en 2018 et se stabiliser quelque peu en 2019. Parallèlement, la croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait accélérer en 2017 et 2018 avant de se stabiliser en 2019. 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 accélérer en 2017 avant de décélérer en 2018 et en 2019. 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 hausse en 2017 et 2018 et est demeurée inchangée en 2019.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Eurostoxx large, sont censés progresser en moyenne de près de 18 % en 2017 avant de s'inscrire en léger retrait en 2018 et 2019. Les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées à la hausse, fortement pour 2017 et de manière modérée pour 2018. La baisse anticipée de cet indice pour 2019 est quasiment inchangée par rapport à celle qui prévalait dans le cadre des hypothèses de l'exercice de projections de décembre dernier. Les hypothèses sur le taux de change de l'euro sont quasiment inchangées par rapport à décembre 2016 : l'euro devrait ainsi s'établir à 1,08 dollars en moyenne annuelle en 2017, 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 décembre 2016.

Tableau 20 :

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)³⁸

	2016	2017	2018	2019
Prix du pétrole en \$/bl	44,0 (+0,9)	51,6 (+2,3)	51,4 (-1,2)	51,5 (-3,1)
Taux de change \$/€	1,11 (0,0)	1,08 (-0,01)	1,09 (0,0)	1,09 (0,0)
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,3 (0,0)	-0,3 (0,0)	-0,2 (0,0)	0,0 (0,0)
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	0,8 (0,0)	1,2 (0,0)	1,5 (0,0)	1,8 (+0,1)
Eurostoxx (évolution en %)	-9,8 (+0,4)	17,6 (+17,9)	-0,2 (+2,1)	-2,6 (-0,4)
Commerce mondial (hors zone euro)	0,9 (0,0)	4,4 (+1,6)	3,8 (+0,1)	3,9 (+0,1)
PIB mondial (hors zone euro)	3,2 (+0,2)	3,5 (0,0)	3,8 (+0,1)	3,8 (0,0)
PIB zone euro	1,7	1,9 (+0,2)	1,8 (+0,2)	1,7 (+0,1)
Demande internationale adressée au Luxembourg	3,4 (+0,7)	4,8 (+1,2)	4,2 (+0,2)	4,0 (0,0)

Source : BCE

En conclusion, par rapport à l'exercice de décembre 2016, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, nettement plus favorables pour les années 2017 à 2018 et marginalement plus favorables pour l'année 2019.

38 Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 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.

Au-delà de ces 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 croissance du PIB en volume de la zone euro de 1,9 % en 2017, de 1,8 % en 2018 et de 1,7 % en 2019.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de juin 2017 font état d'une progression du PIB réel en 2017 de l'ordre de 4,6 %, soit 0,7 p.p. de plus qu'anticipé auparavant. Cette révision à la hausse est principalement attribuable à une accélération de la demande internationale, à une évolution plus favorable sur les marchés financiers par rapport à l'exercice de décembre 2016 ainsi qu'à une croissance en 2016 plus forte qu'anticipée. Comme lors de l'exercice précédent, l'activité économique s'accélérait donc en 2017, une accélération due à une hausse des exportations ainsi qu'à une augmentation de la demande domestique qui bénéficie de la vigueur du marché de l'emploi et d'une série de mesures relatives à la réforme fiscale ayant pris effet en 2017. Pour l'année 2018, la croissance pourrait décélérer à 3,9 % dans le contexte de la stabilisation de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite des marchés boursiers. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des indices des marchés boursiers, qui se maintiendraient durablement à des niveaux plus favorables, des influences positives sur la croissance devraient se manifester au cours de la période de projection. Ceci explique la persévérance d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise.

En début d'année, une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales ont pris effet. Selon les estimations de la BCL, le coût budgétaire de ces mesures tournerait autour de respectivement 1,5 % et 1,7 % du PIB en 2017 et 2018³⁹, 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 », les allègements fiscaux pourraient avoir un impact cumulé sur la progression du PIB réel d'environ 0,6 p.p., ce qui correspond à un multiplicateur implicite d'environ un-tiers. Dans les projections de la BCL 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. Dans une petite économie largement ouverte comme celle du Luxembourg, la demande domestique ne peut en effet être le moteur d'une croissance pérenne, mais elle peut exercer une impulsion additionnelle de croissance.

Selon les données de comptabilité nationale, la croissance de 4,2 % du PIB réel en 2016 a été largement imputable aux exportations nettes de biens et services. L'année 2017 devrait être marquée par une accélération de la croissance économique et par une composition plus équilibrée : la croissance aurait une assise très large, puisque toutes les principales composantes de la demande afficheraient des taux de progression positifs en 2017 et toutes, hormis les dépenses publiques, seraient en accélération. Quant aux exportations, leur profil serait marqué par une amélioration de la demande internationale et l'évolution sur les marchés financiers. Leur rythme de progression devrait donc aussi accélérer en 2017 et se stabiliser par la suite.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril 2017, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus plus optimistes dans leurs projets d'investissement. Après plusieurs années consécutives de dépenses d'investissements à un niveau très faible, les dépenses pourraient progresser fortement en 2017. L'expansion telle qu'elle est annoncée à l'heure actuelle serait la plus importante depuis

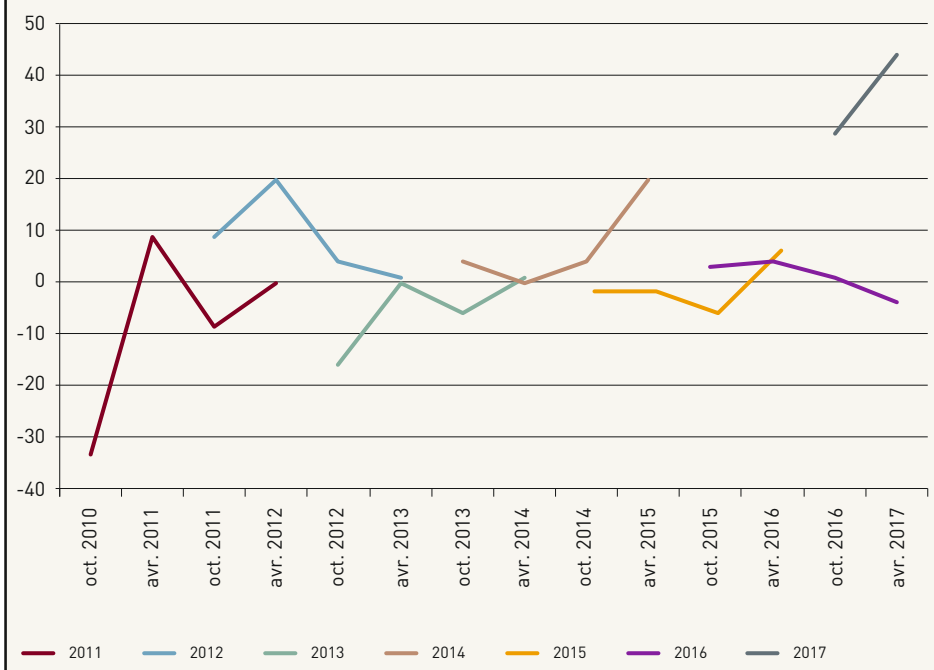
39 Pour plus de détails, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3.

2001. La reprise de la demande européenne et la hausse prolongée et dépassant désormais sa moyenne historique du taux d'utilisation des capacités de production luxembourgeoises devraient progressivement relancer les investissements productifs. De plus, les conditions de financement de ces dépenses de-

meurent 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 impliquent 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. De plus, la mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises constitue 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 est en effet devenu plus avantageux à partir de l'année 2017⁴¹.

Graphique 30

Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)⁴⁰



Source : Commission européenne

40 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.

41 Pour les détails, voir chapitre 2.2.5.2 de l'avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3.

Tableau 21 :

Projections macroéconomiques générales de juin 2017 et révisions par rapport à décembre 2016

(en % de variation et en point de pourcentage)

	PROJECTIONS DE JUIN 2017				RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB réel	4,2	4,6	3,9	3,6	0,7	0,7	-	-
IPCH	0,0	2,1	1,7	2,0	-	0,1	-0,4	-0,2
IPCN	0,3	1,8	1,7	2,0	-	0,1	-0,2	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,0	1,6	1,9	2,1	-	-	-0,1	-0,1
IPCN énergie	-8,5	4,0	-0,6	-0,1	0,3	1,7	-2,0	-1,0
Échelle mobile des salaires	0,0	2,5	1,7	1,7	-	-	-	-0,2
Coût salarial moyen	0,4	3,5	2,9	3,0	-	0,3	-	-0,2
Emploi salarié	3,1	3,5	3,2	2,9	0,1	0,4	0,1	0,1
Taux de chômage	6,4	6,0	5,8	5,7	-	-0,3	-0,3	-0,3
Solde public	1,6	0,1	0,4	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1
Dettes publiques	20,0	22,2	22,1	22,1	-3,2	-1,5	-1,7	-1,7

Source : BCL

La part des profits, l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB, a fortement progressé depuis 2014 et dépasse désormais sa moyenne historique. Cette amélioration, normale pour un indicateur procyclique, 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. À la fin de l'année 2016, la Commission européenne a ainsi 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. Il s'agit de la dette du secteur privé⁴², des crédits octroyés au secteur privé⁴³ ainsi que des prix immobiliers⁴⁴.

42 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.

43 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.

44 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.

Encadré 3 :

CROISSANCE POTENTIELLE ET ÉCART DE PRODUCTION

En 2016, le PIB observé au Luxembourg a rejoint son niveau potentiel, tel qu'estimé par les six différentes méthodes appliquées à la BCL⁴⁵. C'est la première fois que l'écart de production est éliminé depuis 2009, au plus profond de la crise lorsque l'écart de production (séparant le PIB observé de son niveau potentiel) est devenu largement négatif. Pour les années 2017 à 2019, les projections de la BCL anticipent une croissance du PIB qui dépasse la croissance potentielle, estimée entre 3 % et 3,5 % (lors des années de crise elle n'était que de 2,5 %). Par conséquent, le PIB devrait bientôt dépasser son niveau potentiel, générant un écart de production positif qui pourrait atteindre +2 % du PIB à la fin de l'horizon de projection.

En avril de cette année, le STATEC a publié des révisions à ses calculs antérieurs du PIB, ajoutant pratiquement un point de pourcentage à la croissance en 2014 et presque un demi-point à celle de 2015. Conjuguées à la forte activité en 2016, ces révisions ont permis au PIB observé de rejoindre son niveau potentiel, effaçant ainsi l'écart négatif.

Les estimations de l'écart de production et de la croissance potentielle selon les différentes méthodes sont présentées dans le Tableau 1. À des fins de comparaison, la première colonne rapporte des informations concernant le PIB observé. La méthode par la tendance linéaire, dont les estimations figurent à la colonne 2, est la seule à postuler un taux constant de la croissance potentielle. Afin d'éviter des estimations peu plausibles, cette méthode incorpore un changement structurel en 2009 qui capture l'impact persistant de la crise⁴⁶. La tendance linéaire ainsi modifiée fournit une estimation de la croissance potentielle de presque 5 % entre 1980 et 2008, mais de seulement 3,7 % entre 2010 et 2019.

Tableau 1 :

Estimations de l'écart de production et la croissance potentielle (points de pourcentage, sauf mention contraire)

	PIB RÉEL (MIA €)	TENDANCE LINÉAIRE	HODRICK-PRESCOTT	HARVEY-JAEGER	KUTTNER	APEL-JANSSON	FONCTION PRODUCTION
		ESTIMATIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION					
2012	41,05	-2,9 %	-4,5 %	-4,9 %	-5,2 %	-5,2 %	-4,5 %
2013	42,69	-2,6 %	-3,5 %	-4,0 %	-4,3 %	-4,4 %	-3,3 %
2014	45,09	-0,8 %	-1,1 %	-1,7 %	-1,9 %	-2,2 %	-1,5 %
2015	46,90	-0,5 %	-0,5 %	-0,9 %	-1,0 %	-1,3 %	-1,0 %
2016	48,86	-0,1 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	-0,2 %	-0,2 %
2017	51,11	0,8 %	1,2 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	1,1 %
2018	53,11	1,0 %	1,6 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
2019	55,01	0,8 %	1,5 %	1,9 %	2,3 %	2,4 %	1,7 %
	RÉVISIONS CROISSANCE	RÉVISIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION PAR RAPPORT AUX ESTIMATIONS EN DÉCEMBRE					
2012	-0,4 %	-0,5 %	-0,4 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %
2013	-0,2 %	-1,0 %	-0,8 %	-0,9 %	-0,9 %	-0,8 %	-0,9 %
2014	0,9 %	-0,4 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,3 %
2015	0,5 %	-0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,2 %
	CROISSANCE DU PIB RÉEL	ESTIMATIONS DE LA CROISSANCE POTENTIELLE					
2012	-0,4 %	3,7 %	2,7 %	2,7 %	2,8 %	2,8 %	2,9 %
2013	4,0 %	3,7 %	2,9 %	3,0 %	2,9 %	3,1 %	2,7 %
2014	5,6 %	3,7 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,2 %	3,8 %
2015	4,0 %	3,7 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	3,4 %
2016	4,2 %	3,7 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %	3,0 %	3,4 %
2017	4,6 %	3,7 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %	3,3 %
2018	3,9 %	3,7 %	3,6 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %	3,4 %
2019	3,6 %	3,7 %	3,6 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %	3,5 %

Sources : calculs BCL, données STATEC

45 Pour des explications détaillées sur les différentes méthodes, voir le Cahier d'études n° 4 de la BCL.

46 Le test de Quandt et Andrews identifie un changement structurel en 2009, ce qui modifie la constante (baisse du niveau du PIB potentiel) mais également la pente (baisse de la croissance potentielle).

La deuxième partie du tableau 1 indique les révisions de l'écart de production par rapport aux estimations de décembre 2016. L'ampleur de ces révisions illustre la fragilité de toutes les méthodes d'estimation et la nécessité d'interpréter les résultats avec précaution. Suite aux importantes révisions apportées au PIB pour les années 2012-2014, la croissance observée était de 5,6 % en 2014, de 4,0 % en 2015 et de 4,2 % en 2016. Ces chiffres dépassent largement la croissance potentielle, ce qui a permis l'extinction progressive de l'écart de production négatif. Pour les années 2017 à 2019, les projections tablent sur une croissance robuste qui reste supérieure aux valeurs estimées de la croissance potentielle, ce qui génère un écart de production positif et croissant. Selon cinq des six méthodes, l'écart devrait se situer entre +1,5 % et +2,4 % à la fin de l'horizon de projection.

Quant à la croissance potentielle (troisième partie du tableau 1), elle se situerait entre 3,0 % et 3,7 % en 2016. Toujours sur la base des projections, la croissance potentielle devrait connaître une légère accélération jusqu'en 2019. Ces résultats sont cohérents avec les estimations publiées par d'autres institutions pour le Luxembourg, comme rapporté au tableau 2. Pour l'année 2016, seulement deux estimations de la croissance potentielle sortent de la fourchette de la BCL. L'estimation de l'OCDE est légèrement inférieure à 3,0 %, tandis que celle du FMI est légèrement supérieure à 3,7 %.

Tableau 2 :

Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg (points de pourcentage)

	2016	2017	2018	2019
OCDE (Economic Outlook 100, novembre 2016)	2,8	3,0	3,0	
Commission européenne (Prévisions, février 2017)	3,0	3,3	3,4	
Programme de stabilité et croissance (avril 2017)	3,7	3,6	3,8	3,8
FMI (Article IV Luxembourg, mai 2017)	3,8	3,7	3,5	3,3
Statec (Note de conjoncture 1-17, mai 2017)	3,6	3,4	3,2	3,3

Sources : OCDE, Commission européenne, Ministère des Finances, FMI, STATEC

Décomposition de la croissance potentielle

L'approche par la fonction de production permet une décomposition de la croissance potentielle selon la contribution du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est calculée en tant que résidu de Solow à travers un exercice de comptabilisation de la croissance⁴⁷. Historiquement, la croissance potentielle au Luxembourg dépendait majoritairement des facteurs emploi et capital, reflet de la diminution constante de la PTF depuis les années 1980 (quand elle était prépondérante) et sa contribution négative entre 2005 et 2010.

Cependant, les données les plus récentes indiquent une reprise de la PTF, dont la contribution à la croissance potentielle a atteint +0,8 % en 2015. Ceci laisse à penser que les effets persistants de la crise sont finalement en train de se dissiper. Selon les projections, cette contribution positive devrait se renforcer graduellement pour dépasser légèrement 1 %.

La contribution du capital est passée de 0,2 % en 2011 à 0,7 % en 2015. Selon les projections, elle pourrait augmenter légèrement en fonction de l'évolution de la formation brute de capital fixe. Enfin, la contribution de l'emploi a dépassé 1,5 % en 2014 et 2015, notamment grâce à l'afflux continu de travailleurs frontaliers et de l'immigration. Sur l'horizon de projection, elle devrait diminuer légèrement.

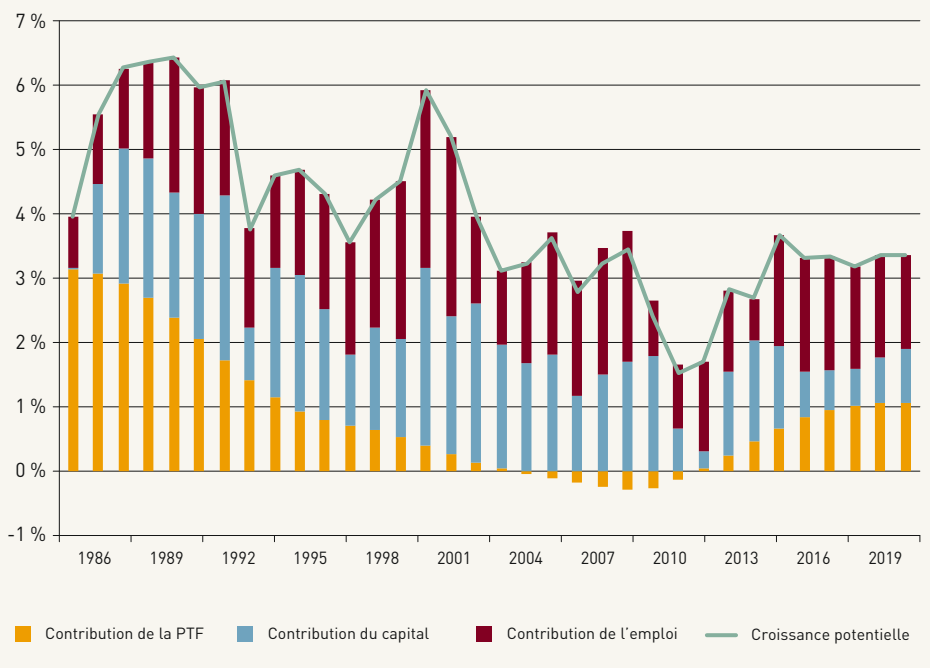
En effet, la contribution de l'emploi peut être décomposée davantage, en analysant les variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), des heures travaillées par personne employée, et du travail frontalier fourni par des non résidents. Entre 1989 et 2001, les frontaliers ont fourni l'essentiel

47 Ces résultats divergent de ceux dans la base AMECO parce que la méthode harmonisée appliquée par la Commission européenne ignore la contribution des travailleurs frontaliers, contaminant l'estimation de la PTF pour le Luxembourg. La série du stock de capital est aussi différente, mais également obtenue en appliquant la méthode de l'inventaire permanent à une série longue pour l'investissement réel.

de la contribution de l'emploi à la croissance potentielle. Lors de la crise, la contribution des frontaliers est devenue négative pour la première fois, passant de +1,1 % en 2007 à -0,1 % en 2009. En 2014 elle a atteint +0,5 % avant de fléchir en 2015. Sur l'horizon de projection, elle devrait se situer entre 0,3 % et 0,4 %.

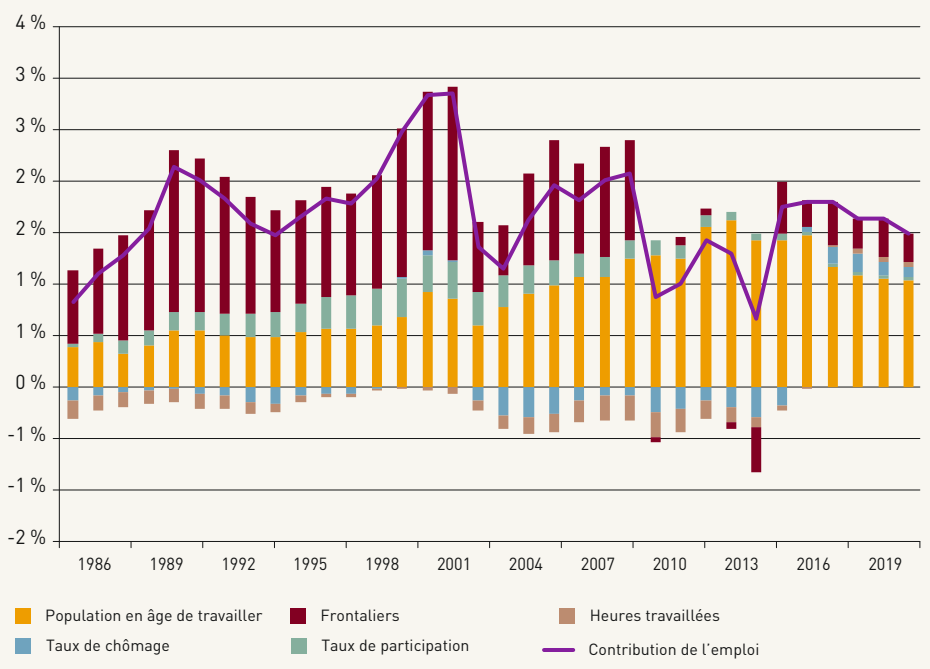
L'autre composante majeure de la contribution du travail provient de la croissance de la population en âge de travailler. La forte poussée de l'immigration depuis 2010 a généré un pic de cette contribution en 2012, avec près de 1,6 %. La contribution de la population en âge de travailler a ensuite baissé jusqu'à 1,1 % en 2016. Elle devrait continuer à faiblir avec le vieillissement de la population. Le taux de participation au marché de l'emploi a fourni une contribution faible mais positive. Depuis la crise, elle est inférieure à +0,1 % et en diminution. La contribution du taux de chômage a été négative depuis 2002, en raison de la tendance haussière du chômage structurel⁴⁸. Le retournement du chômage en 2015 a permis à cette contribution de devenir faiblement positive et elle devrait s'établir autour de +0,1 % sur l'horizon de projection. Enfin, la contribution des heures travaillées par personne est négative depuis des décennies, conséquence de la propagation du temps partiel et du travail intérimaire.

Graphique 1
Croissance potentielle et ses composantes



Sources : calculs BCL, données STATEC

Graphique 2
Ventilation de la contribution de l'emploi



Sources : calculs BCL, données STATEC

48 Voir " La hausse du chômage est-elle de nature cyclique ou structurelle ? " encadré 2, bulletin BCL 2013-2.

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, les branches « commerce, transports et horeca » et le secteur public au sens large. Toutefois, l'emploi progresse dans l'ensemble des secteurs, y compris l'industrie manufacturière. Le taux de vacance d'emplois s'est maintenu au-dessus de sa moyenne historique, ce 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) et le repli du recours au dispositif de chômage partiel (révélateur d'un regain d'activité) constituent autant de signaux positifs. 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, les services non financiers et la construction et se sont graduellement redressées dans 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 ascendante en 2017, 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. À cela s'ajoute la relance des mesures d'activation⁴⁹ 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 à respectivement 6,0 % pour l'année en cours, 5,8 % en 2018 et 5,7 % en 2019.

En ce qui concerne les salaires réels, l'embellie des perspectives économiques et le recul du chômage devraient contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Notre scénario de base tient compte de l'accord salarial signé dans le secteur public 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. Nos projections incluent aussi l'augmentation du salaire social minimum et le paiement d'une tranche indiciaire en janvier 2017. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'au deuxième trimestre 2018 et au troisième trimestre 2019. À ces facteurs « prix » s'ajoute le redressement graduel du volume de travail. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de respectivement 3,5 % en 2017, 2,9 % en 2018 et 3,0 % en 2019.

1.2.6.5 Prix à la consommation

Le scénario d'inflation a légèrement évolué en réponse aux révisions des hypothèses sur le prix du pétrole. Le prix du pétrole devrait ainsi être supérieur de 17 % en moyenne en 2017 par rapport à 2016.

⁴⁹ 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. Par ailleurs, le Ministre du Travail a récemment annoncé le lancement d'un projet pilote (à partir de septembre 2017) dont l'objectif est d'augmenter l'employabilité des chômeurs les plus vulnérables. Plus précisément, les communes participant au projet sont invitées à offrir un emploi d'utilité publique à cette catégorie de chômeurs. Les postes créés seront cofinancés par le Fonds pour l'emploi les trois premières années. À terme, le Ministère souhaiterait également étendre ce projet pilote au secteur social.

Cette hausse est plus importante qu'anticipée en décembre 2016 et découle d'une progression du prix du pétrole lors des premiers mois de 2017 plus forte qu'escomptée. Les hypothèses pour le reste de l'horizon de projection ont en revanche été revues à la baisse.

L'effet direct de la progression 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 4,0 % en 2017 (révision de +1,7 p.p.) après avoir reculé pendant quatre années consécutives. En 2018 et 2019 en revanche, la composante énergie serait désormais en recul de 0,6 % (révision de -2,0 p.p.) et de 0,1 % (révision de -0,9 p.p.) respectivement.

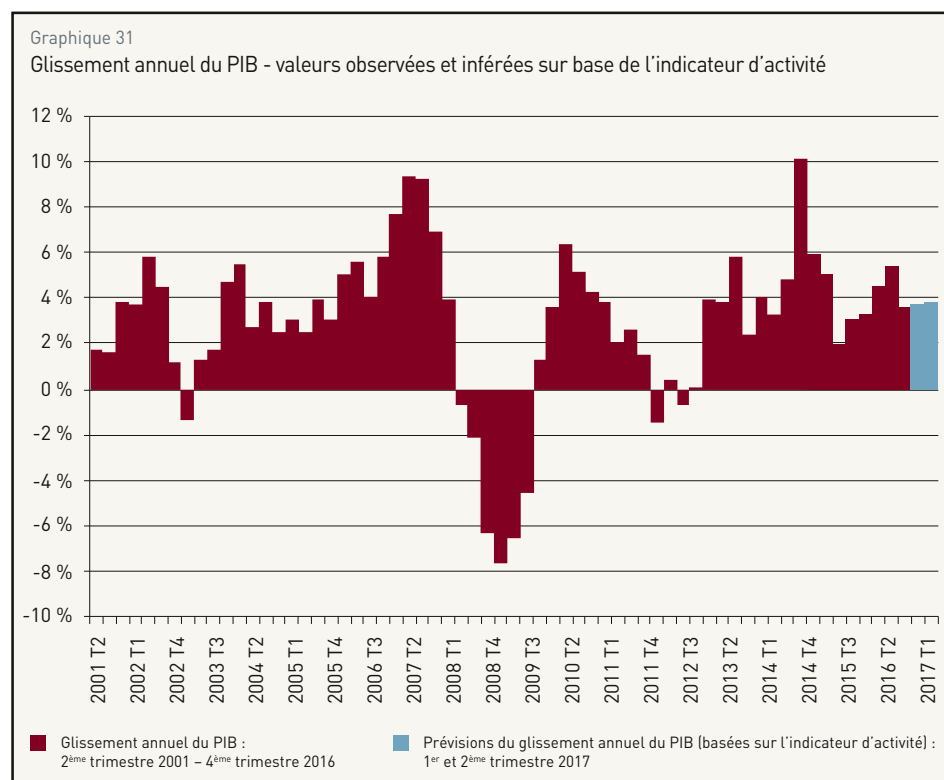
L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) excluant les prix de l'énergie rebondirait en 2017 pour atteindre 1,6 %. Elle serait notamment soutenue par le paiement de la tranche indiciaire qui a eu lieu en janvier 2017. L'inflation excluant l'énergie accélérerait ensuite nettement pour atteindre 1,9 % en 2018 et 2,1 % en 2019. Par rapport à celles de décembre 2016, les prévisions de l'inflation excluant l'énergie sont légèrement plus faibles en 2017 et 2018, en raison notamment d'une inflation des prix des services moins importante qu'anticipé.

L'inflation globale, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national, se situait à 1,7 % en mai 2017. Elle devrait ensuite reculer pendant quelques mois avant de repartir à la hausse. Elle s'établirait en moyenne à 1,8 % en 2017. En 2018, l'IPCN reculerait à 1,7 % avant d'accélérer en 2019 pour atteindre 2,0 %. L'inflation globale est donc largement influencée par l'inflation excluant l'énergie, la composante énergie connaissant des taux de progression moins forts que ces dernières années. Suite aux facteurs précités, les prévisions concernant l'inflation globale ont été revues en légère hausse pour 2017 et en légère baisse pour 2018.


Le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le deuxième trimestre de 2018. Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait due pour le troisième trimestre de 2019.

1.2.6.6 Analyse des risques

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, qui se base sur les comptes nationaux trimestriels les plus récents et intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles, le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 3,8 % au premier trimestre 2017 et 3,9 % au deuxième trimestre 2017. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 0,1 % au premier trimestre et 1,3 % au deuxième trimestre. Sur base de ces prévisions, l'acquis de croissance pour 2017 à l'issue du deuxième trimestre serait de



Sources : BCL, STATEC



2,9 %. Ce scénario semble plus pessimiste que les prévisions macroéconomiques actuelles de la BCL qui tablent sur 4,6 % de croissance en 2017. Pour atteindre cette croissance, le taux de croissance trimestriel devrait s'établir à environ 2 % au troisième et au quatrième trimestre.

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. 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, cette impulsion pourrait atteindre un total cumulé sur trois années de 0,6 % du PIB réel. Ces 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 relative 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 de base.

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 précise de ses effets potentiels.

Le Comité européen du risque systémique (CERS) a mené 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 présenterait une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois⁵⁰. 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. En outre, il estime que les mesures engagées jusqu'ici par le Luxembourg pour enrayer ces phénomènes sont insuffisantes. C'est dans ce contexte que le Comité du risque systémique au Luxembourg « continue d'examiner l'opportunité de prendre des mesures additionnelles pour réduire les sources de vulnérabilité précitées »⁵¹.

Au début de l'année 2017, des mesures autres que la réforme fiscale pour les personnes physiques ont été mises en œuvre, 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 et la rapidité de la remontée de l'inflation sont néanmoins sujettes à incertitude, car elles dépendent de nombreux facteurs, en particulier de la réaction des prestataires de services à cette augmentation du coût de la main d'œuvre, réaction qui est susceptible d'être influencée par la mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises.

50 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.

51 Comité du risque systémique, Rapport annuel 2016, p. 9.

1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir ralenti leur progression au cours de l'année 2016 (1,5 % par rapport à l'année 2015), les exportations de biens ont accéléré leur rythme de croissance au premier trimestre 2017 (12 % par rapport au même trimestre de 2016). Les exportations ont ainsi atteint 3,2 milliards d'euros au premier trimestre 2017, après avoir culminé à 11,9 milliards d'euros sur toute l'année 2016. De leur côté, après avoir légèrement baissé en 2016 (-0,3 % à 17,6 milliards d'euros), les importations de biens ont fortement progressé (13 %) au premier trimestre 2017 en s'établissant à 4,7 milliards d'euros. Le déficit du commerce extérieur est en conséquence reparti à la hausse au premier trimestre 2017 (16 % à 1,5 milliard d'euros). Le déficit commercial était pourtant en recul successif depuis quatre ans (-6 % à 7,4 milliards d'euros en 2013, -9 % à 6,7 milliards en 2014, -12 % à 6 milliards d'euros en 2015 et -4 % à 5,7 milliards en 2016, voir le tableau ci-dessous).

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation depuis quatre ans (-2,5 % en 2013, -2,3 % en 2014, -4 % en 2015 et -1,4 % en 2016) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation ont de leur côté affiché des baisses inférieures à celles des importations, occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange, ce qui a largement contribué au recul du déficit du commerce extérieur sur les quatre dernières années.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont baissé de 5 % en valeur sur quasi toute l'année 2016 mais sont en constante hausse depuis novembre 2016. Au premier trimestre 2017, elles ont progressé de 16 %. De même, toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement, à l'exception des boissons et tabacs qui ont poursuivi leur recul. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont progressé de 3 % en 2016 et de 8 % au premier trimestre 2017. Les ventes vers les autres pays d'Europe (9 % du total), qui avaient largement baissé (-29 %) en 2015, sont reparties à la hausse (27 %) en 2016 et ont plus que doublé au premier trimestre 2017. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, se sont réduites en 2016 (-3 %) et au premier trimestre 2017 (-19 %). De même, les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont baissé en 2016 (-14 %) et au premier trimestre 2017 (-7 %).

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers qui étaient en recul depuis 2013, suite à la chute du prix du pétrole, sont en hausse depuis décembre 2016. Cette hausse en valeur a atteint 42 % au premier trimestre 2017. Par ailleurs, les importations de matériel de transport se sont accrues de 37 % au premier trimestre 2017, sous l'effet d'acquisitions d'avions et d'un satellite. Les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations) ont stagné en 2016 mais ont progressé de 12 % au premier trimestre 2017. Les livraisons des États-Unis (6 % de toutes les importations) qui se sont largement contractées en 2016 ont augmenté de 54 % au premier trimestre 2017 suite à l'acquisition d'avions. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont poursuivi leur forte progression en 2016 (+37 %) et au premier trimestre 2017 (+15 %).

Tableau 22 :

Commerce extérieur du Luxembourg

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2005	10 112,9	3,3	14 310,1	4,6	-4 197,2	7,8
2006	11 093,0	9,7	15 554,0	8,7	-4 460,9	6,3
2007	11 656,3	5,1	16 319,4	4,9	-4 663,1	4,5
2008	11 851,1	1,7	17 510,2	7,3	-5 659,2	21,4
2009	9 201,2	-22,4	13 862,9	-20,8	-4 661,7	-17,6
2010	10 637,6	15,6	16 301,7	17,6	-5 664,1	21,5
2011	11 999,4	12,8	18 785,7	15,2	-6 786,4	19,8
2012	10 953,4	-8,7	18 846,4	0,3	-7 893,0	16,3
2013	10 639,1	-2,9	18 040,8	-4,3	-7 401,7	-6,2
2014	11 389,3	7,1	18 128,7	0,5	-6 739,4	-8,9
2015	11 730,2	3,0	17 690,9	-2,4	-5 960,7	-11,6
2016	11 903,1	1,5	17 636,1	-0,3	-5 733,0	-3,8
2017						
1 ^{er} trim.	3 277,5	11,9	4 745,3	13,3	-1 467,8	16,5

Source : STATEC

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

L'excédent courant du Luxembourg a atteint 2,5 milliards d'euros en 2016, soit une baisse de 5 % par rapport à l'année 2015. L'amélioration du solde du revenu des investissements et de celui des services non financiers n'a pas suffi à compenser la baisse de l'excédent des services financiers et le creusement du déficit des marchandises. La faiblesse des émissions nettes de parts d'OPC observée au premier semestre 2016 a en effet occasionné une baisse de 2 % de l'excédent des services financiers, qui s'est établi à 14 milliards d'euros en 2016. Le déficit des biens a pour sa part poursuivi son creusement en 2016⁵², suite à une importante réduction (-39 %) du surplus du négoce international consécutivement au changement de mode opérationnel dans les activités d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. Depuis le second semestre 2015, cette grande entreprise réalise 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 non financiers.

La hausse de 8 % de l'excédent des services non financiers masque toutefois le fait que tant les exportations que les importations ont baissé respectivement de 1 % et de 3 %, sous l'effet des restructurations et départs progressifs de quelques sociétés actives dans le commerce électronique. Par ailleurs, le déficit du revenu des investissements s'est contracté de 15 % en atteignant 6,5 milliards d'euros en 2016. Le solde négatif du revenu des investissements s'était en effet fortement accru en 2015, sous l'effet de dividendes attribués aux détenteurs non résidents des parts d'OPC.

52 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.

Sur base des données mensuelles provisoires, l'excédent courant s'est largement amélioré au premier trimestre 2017, en grande partie sous l'effet d'une hausse de l'excédent des services financiers et accessoirement sous l'effet d'une baisse des déficits des marchandises et des revenus.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les entrées nettes de capitaux au titre d'investissements de portefeuille ont baissé en 2016 (120 milliards d'euros), comparées à l'année 2015 (164 milliards d'euros). La volatilité accrue des marchés financiers au début de l'année 2016 a en effet occasionné une baisse des placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 128 milliards d'euros en 2016, contre 315 milliards en 2015. Les données provisoires montrent toutefois une reprise de ces placements au premier trimestre 2017, comparativement au premier trimestre 2016. Les achats de titres de créance par les non-résidents ont également baissé en atteignant 57 milliards d'euros en 2016, contre 122 milliards en 2015. Cette baisse s'est poursuivie au premier trimestre 2017. Au total, les entrées nettes sur titres émis par le Luxembourg se sont fortement réduites à 186 milliards d'euros en 2016, contre 437 milliards en 2015. Une inversion de cette tendance a toutefois été observée au premier trimestre 2017. En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont réduit leurs placements en 2016 qui ont totalisé 65 milliards d'euros, contre 273 milliards d'euros en 2015.

Les entrées nettes au titre d'investissements de portefeuille ont été compensées en grande partie par des sorties nettes dans les flux d'autres investissements (essentiellement sous forme des prêts et dépôts des secteurs autres que les institutions financières monétaires). Par ailleurs, les flux bruts d'investissements directs se sont fortement réduits au cours de l'année 2016, en ligne avec la tendance observée au niveau mondial. Les flux d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger se sont ainsi soldés par un désinvestissement net de 3 milliards d'euros en 2016, reflétant des remboursements des prêts intragroupes (85 milliards d'euros), compensés partiellement par de nouvelles prises de participation (82 milliards d'euros). De même, les flux d'investissements en provenance de l'étranger ont largement chuté en 2016, se soldant par un désinvestissement net de 13,7 milliards d'euros, reflétant des liquidations des participations à concurrence de 23 milliards d'euros, partiellement compensées par de nouvelles prises des participations à concurrence de 9 milliards d'euros. Comme pour les années antérieures, près de 90 % des flux bruts d'investissements directs se concentrent sur les SOPARFI.

Tableau 23 :

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

	2015			2016		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	311 246	308 565	2 681	301 298	298 743	2 555
Biens	15 852	18 466	-2 614	14 792	18 053	-3 261
Marchandises générales (yc «or non monétaire»)	12 791	18 466	-5 675	12 911	18 053	-5 142
Négoce international (exportations nettes)	3 061		3 061	1 880		1 880
Services	86 207	65 850	20 357	85 485	64 866	20 619
Services financiers	50 179	35 888	14 291	49 940	35 906	14 034
Services non financiers	36 029	29 962	6 067	35 546	28 961	6 585
Revenu primaire	200 675	216 618	-15 942	192 190	207 613	-15 423
Revenu secondaire	8 511	7 631	880	8 831	8 211	620
COMPTE DE CAPITAL	433	1 028	-595	403	1 134	-732
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			1 975			1 868
INVESTISSEMENTS DIRECTS	580 739	392 547	188 192	-3 114	-13 723	10 609
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	517 808	421 086	96 722	82 472	-23 296	105 768
Autres capitaux	62 931	-28 539	91 470	-85 586	9 573	-95 159
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	273 398	437 267	-163 869	65 358	185 858	-120 500
Titres de participation	160 994	315 477	-154 484	-4 077	128 875	-132 952
Titres de créance	112 404	121 790	-9 386	69 435	56 983	12 452
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			-5 892			7 814
AUTRES INVESTISSEMENTS	-28 745	-12 341	-16 404	117 362	13 616	103 746
AVOIRS DE RÉSERVE			-51			199
ERREURS ET OMISSIONS			-111			45

Source : BCL/STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au troisième trimestre 2016, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 402 milliards d'euros pour atteindre 10 308 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2016. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 40 milliards d'euros, en s'établissant à 10 295 milliards d'euros fin décembre 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 1 milliard en atteignant 12,6 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2016. Cette amélioration a résulté essentiellement d'un effet-flux positif.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 71 milliards à 568 milliards d'euros, fin décembre 2016. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est amélioré de 50 milliards pour s'établir à 345 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est pour sa part accru de 122 milliards à 903 milliards d'euros, fin décembre 2016.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 5 127 milliards d'euros, fin décembre 2016, après avoir subi un effet positif de valorisation (249 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 559 milliards d'euros fin décembre 2016, soit une hausse de 173 milliards d'euros, résultant d'un effet positif de valorisation (203 milliards), compensé partiellement

par un effet-flux négatif (30 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.

L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 653 milliards d'euros fin décembre 2016, soit une hausse de 86 milliards d'euros, résultant d'un effet positif de valorisation (116 milliards d'euros), compensé partiellement par un effet-flux négatif (ventes nettes de titres à concurrence de 31 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 556 milliards d'euros fin décembre 2016, soit une hausse de 207 milliards d'euros (dont 173 milliards d'effet positif de valorisation).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 316 milliards d'euros fin décembre 2016, soit une hausse de 69 milliards d'euros résultant à la fois d'un effet-flux positif (21 milliards) et d'un effet positif de valorisation (48 milliards d'euros). De même, en atteignant 971 milliards d'euros fin décembre 2016, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 19 milliards d'euros suite à un effet positif de valorisation (27 milliards d'euros) partiellement compensé par un effet-flux négatif (8 milliards d'euros).

Tableau 24 :

Évolution de la position extérieure globale du Luxembourg

(en milliards d'euros)

	ENCOURS FIN 2016Q3	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2016Q4
Position extérieure nette	11,7	1,2	-0,4	12,6
Avoirs extérieurs bruts	9 906	-1	403	10 308
Engagements extérieurs bruts	9 894	-3	404	10 295
Investissements directs	497	26	45	568
Avoirs	4 882	-4	249	5 127
Engagements	4 386	-30	203	4 559
Investissements de portefeuille nets	-781	-65	-56	-903
Avoirs	3 568	-31	116	3 653
Titres de participation	1 622	-2	81	1 701
Titres de créance	1 945	-29	35	1 952
Engagements	4 349	35	173	4 556
Titres de participation	3 397	20	71	3 488
Titres de créance	952	15	102	1 069
Produits dérivés nets	0,2	12,4	-10,8	1,8
Autres investissements nets	295	28	21	345
Avoirs	1 247	21	48	1 316
Engagements	952	-8	27	971
Avoirs de réserve	0,95	-0,04	0,02	0,92

Source : BCL

1.2.10 Les projections de finances publiques

Les exercices de projections biannuels de la BCL comprennent aussi les finances publiques ; les chiffres concernant les soldes des administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2017 à 2019 seront présentés par la suite.

Rappelons que la notion d'administrations publiques couvre l'administration centrale, les administrations locales et la sécurité sociale.

Ces projections intègrent les mesures relatives à la réforme fiscale, votées par le Parlement en décembre 2016 et mises en œuvre depuis le 1^{er} janvier 2017, mesures dont l'impact a été estimé par la BCL sur la base et dans les limites des données dont elle dispose.

Situation budgétaire : revue de l'année 2016

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début avril 2017 dans le cadre de la notification des déficits excessifs⁵³, a présenté un excédent pour l'année 2016 de 1,6 % du PIB, en légère hausse par rapport au solde de 1,4 % tel que notifié pour l'année 2015. Cette amélioration résulte d'une stabilisation du ratio des recettes totales et d'une légère baisse du ratio des dépenses totales. Si cet excédent est quasiment en ligne avec celui prévu dans les projections de la BCL de décembre 2016 (+1,5 %), il est par contre plus favorable que celui prévu par le gouvernement dans sa programmation pluriannuelle adoptée en décembre 2016 par le Parlement (+1,2 %).

La dette publique atteignait 20,0 % du PIB à la fin de l'année 2016, soit une baisse de 1,6 % du PIB par rapport à 2015.

Dans le communiqué de presse relatif à la transmission des données du déficit et de la dette pour 2016 (1^e notification) publié par Eurostat le 24 avril 2017, il convient de noter l'avis suivant concernant les données notifiées par le Luxembourg : « Eurostat formule une réserve sur la qualité des données notifiées par le Luxembourg concernant la classification sectorielle des hôpitaux, ainsi que d'un certain nombre de questions techniques telles que l'enregistrement des autres comptes à recevoir/à payer, la taille des écarts statistiques dans les tableaux PDE et l'indisponibilité de données pour les administrations locales. Eurostat va étudier ces problèmes avec les autorités statistiques luxembourgeoises ».

Sur base des informations dont elle dispose, la BCL n'est pas en mesure de se prononcer à l'heure actuelle sur l'ampleur des révisions qui pourraient, le cas échéant, intervenir lors de prochaines mises à jour des comptes nationaux.

1.2.10.1 Les recettes

Par rapport au pic de 44,4 % du PIB enregistré en 2012, le ratio des recettes totales des administrations publiques a baissé de 1,7 p.p. pour atteindre 42,7 % du PIB à la fin de l'année 2016 (voir tableau 25). Cette évolution a résulté essentiellement de la baisse du ratio ayant trait aux impôts indirects, qui est passé de 12,8 % du PIB en 2012 à 11,5 % du PIB en 2016. Cette baisse est encore plus prononcée lorsqu'elle est calculée par rapport à l'année 2014, à la fin de laquelle le ratio atteignait 13,0 % du PIB. On peut également relever une baisse du ratio des cotisations sociales et des autres recettes entre 2012 et 2016 à concurrence de respectivement 0,7 % et 0,3 % du PIB. Ces baisses ont été partiellement compensées par la hausse du ratio des impôts directs qui est passé de 14,2 % du PIB en 2012 à 14,8 % du PIB en 2016. Les évolutions de ces différents ratios peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs.

53 Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

Tableau 25 :

Recettes de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2017						PROJECTIONS BCL JUIN 2017		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Impôts directs	13,9	14,2	14,2	13,6	14,2	14,8	13,3	13,3	13,4
<i>dont à charge des ménages</i>	8,3	8,5	8,9	8,8	9,1	9,3	8,2	8,4	8,5
<i>dont à charge des sociétés</i>	5,6	5,7	5,3	4,8	5,1	5,5	5,0	4,9	4,9
Impôts indirects	12,3	12,8	12,8	13,0	11,8	11,5	11,1	10,9	10,6
Cotisations sociales	12,1	12,6	12,4	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Autres recettes	4,6	4,8	4,8	4,6	4,7	4,5	4,4	4,4	4,4
Recettes totales	42,9	44,4	44,3	43,2	42,7	42,7	40,7	40,5	40,3
Croissance nominale des recettes totales (%)	6,0	5,9	5,1	4,7	3,6	3,6	2,0	5,8	5,6

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Premièrement, depuis le 1^{er} janvier 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposent sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, qui inclut une période transitoire de 2015 à 2018⁵⁴, a eu comme conséquence une diminution des recettes de TVA à partir de 2015. Deuxièmement, cette perte de recettes a été en partie compensée par des mesures mises en place par le gouvernement dans le cadre du budget pour l'année 2015, à savoir le « Paquet pour l'avenir », l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5 % et la hausse de tous les taux de TVA (à l'exception du taux super-réduit) de 2 p.p. Troisièmement, la croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés, etc.) a été de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage).

Si le ratio des recettes totales par rapport au PIB est resté stable à 42,7 % entre 2015 et 2016, sa composition a néanmoins changé. D'une part, le ratio ayant trait aux impôts indirects a poursuivi sa baisse en raison de la stagnation, voire de la baisse des recettes de certains impôts (TVA, taxes perçues sur les produits énergétiques, taxe d'abonnement). D'autre part, le ratio ayant trait à la fiscalité directe à charge des ménages et des entreprises a augmenté de 0,6 p.p. en raison de « revenus imprévus »⁵⁵, ces derniers compensant intégralement les baisses observées dans les ratios ayant trait aux impôts indirects et aux autres recettes.

En 2017, le ratio des recettes totales devrait continuer son déclin en passant de 42,7 % à 40,7 % du PIB, soit une diminution de 2,0 p.p. Cette baisse substantielle serait principalement attribuable à la réforme fiscale mise en œuvre depuis le 1^{er} janvier 2017 et qui touche la fiscalité des ménages et celle des entreprises. La BCL a procédé à ses propres estimations, sur base des informations disponibles, de l'impact budgétaire de la réforme. Cet impact, évalué à environ 1,5 % du PIB, devrait principalement toucher les personnes physiques, les mesures les concernant s'élevant à environ 1,2 % du PIB, contre 0,3 % du PIB pour celles relatives aux entreprises. Cette perte de recettes se verrait renforcée par une nouvelle déperdition des recettes de TVA liée au commerce électronique, venant diminuer le ratio des recettes d'impôts indirects (à concurrence d'environ -0,3 % du PIB). En 2017 et 2018, le Luxembourg

54 Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (VAT package), le Luxembourg pourra garder 30 % des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15 % de ces recettes en 2017 et 2018. À partir de 2019, toutes ces recettes seront perdues.

55 Les revenus « imprévus » (windfall revenues) peuvent être définis comme étant des revenus plus importants que ceux projetés à partir des élasticité en vigueur. Ces revenus peuvent résulter de nombreux facteurs : développements positifs sur les marchés d'actifs, taxes encaissées avec retard, amélioration dans le système relatif à la collection des taxes...

ne pourra en effet garder que 15 % des recettes provenant du commerce électronique, contre 30 % en 2015 et 2016.

En 2018, le ratio des recettes totales enregistrerait une très légère baisse de l'ordre de 0,2 p.p. à 40,5 % du PIB. La légère augmentation des impôts directs à charge des ménages (+0,2 % du PIB) serait compensée par une diminution d'ampleur comparable du ratio des impôts directs à charge des sociétés en vertu de l'impact additionnel négatif de la réforme fiscale en 2018 (baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités). Le ratio ayant trait aux impôts indirects baisserait à concurrence de 0,2 p.p. en raison principalement d'un effet de découplage.

Enfin, en 2019, la légère baisse du ratio des recettes totales (-0,2 % du PIB) serait principalement imputable à la baisse du ratio des impôts indirects. En effet, le Luxembourg perdra le reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique, ce qui affectera négativement le ratio à concurrence de 0,2 % du PIB.

Au total, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 2,4 % du PIB sur tout l'horizon de projection, sous l'effet de la réforme fiscale, de la perte additionnelle des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2017 et en 2019 ainsi que d'effets de découplage négatifs dans le chef de certaines catégories de recettes.

1.2.10.2 Les dépenses

En 2016, le ratio des dépenses totales des administrations publiques par rapport au PIB a continué à afficher une baisse, entamée depuis le pic observé en 2012 (44,1 % du PIB), pour atteindre 41,2 % du PIB, soit une diminution de 2,9 p.p. (voir tableau 26). Par rapport à 2015, la baisse est toutefois modérée (-0,1 p.p.) et peut s'expliquer principalement par une diminution du ratio concernant les dépenses de consommation (-0,2 p.p.) et dans une moindre mesure du ratio ayant trait aux subsides (-0,1 p.p.). Ces développements ont trouvé leur origine dans les facteurs suivants. Premièrement, un effet de base négatif résultant de l'impact non récurrent de la prime de 0,9 % payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique. Deuxièmement, l'absence d'indexation des salaires au cours de l'année 2016 a également eu un effet à la baisse sur la croissance des dépenses. Troisièmement, l'environnement de faible inflation a continué d'exercer une pression à la baisse sur les dépenses dont celles ayant trait à la consommation intermédiaire.

Les ratios ayant trait aux investissements publics et aux autres dépenses (incluant les transferts en capitaux) s'affichaient quant à eux en légère hausse pour atteindre respectivement 3,8 % et 2,8 % du PIB. Ces développements ont reflété une politique volontariste menée par le gouvernement en matière d'infrastructures afin de préparer la croissance future de l'économie luxembourgeoise.

Le ratio des dépenses d'investissement devrait, selon les projections de la BCL, se maintenir à un niveau d'environ 3,7 % du PIB au cours de la période 2017-2019. Le haut niveau des dépenses d'investissement trouve son origine dans la mise en œuvre de projets d'envergure, tels que la construction du tramway dans la Ville de Luxembourg, l'amélioration de l'infrastructure routière et ferroviaire, mais également dans l'achat de l'aéronef militaire dont le coût, en vertu des règles du SEC, est imputé sur l'année 2019.

Tableau 26 :

Dépenses de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2017						PROJECTIONS BCL JUIN 2017		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Transferts sociaux	21,2	22,3	22,4	21,7	21,2	21,2	20,9	20,7	20,5
Investissements publics	4,1	4,0	3,5	3,6	3,7	3,8	3,7	3,6	3,7
Dépenses de consommation ¹⁾	12,4	13,0	12,7	12,3	12,3	12,1	12,0	11,9	11,8
Subsides ²⁾	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
Autres dépenses	3,4	3,5	3,3	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,7
Dépenses totales	42,4	44,1	43,3	41,8	41,3	41,2	40,6	40,1	39,9
Croissance nominale des dépenses totales	3,1	6,3	3,6	3,6	3,4	3,3	5,5	5,0	5,7

¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.²⁾ À l'exclusion des transferts en capital

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

En 2017 et 2018, de nouvelles baisses du ratio de dépenses (-0,6 p.p. en 2017 et -0,5 p.p. en 2018) devraient être observées, attribuables aux dépenses de consommation, aux transferts sociaux et dans une moindre mesure aux dépenses d'investissement. Cette dynamique trouverait son origine dans les mesures du « Paquet pour l'avenir » qui continueront à avoir des effets en 2017 et 2018 (impact additionnel de 0,14 % du PIB en 2017 et de 0,1 % du PIB en 2018) ainsi que dans la baisse des dépenses ayant trait aux indemnités de chômage.

Le paiement de la tranche indiciaire intervenu en janvier 2017 et l'accord salarial intervenu dans la fonction publique⁵⁶ impacteront à la hausse la rémunération des fonctionnaires et employés publics, ainsi que les dépenses de pension. Toutefois, les effets de ces hausses sur les ratios ayant trait aux transferts sociaux et aux dépenses de consommation devraient être contenus en raison d'une croissance du PIB nominal de plus grande ampleur que celle affichée au niveau de ces deux agrégats.

Après les fortes hausses enregistrées au cours des dernières années, les dépenses d'investissement afficheraient des taux de croissance en léger repli, ce qui se traduirait par une légère baisse du ratio par rapport au PIB.

En 2019, la légère hausse du ratio des dépenses d'investissement dont l'origine proviendrait de l'achat de l'avion militaire A400M et dont le coût total sera imputé à l'année 2019 en raison des règles du SEC serait plus que compensée par la légère baisse affichée dans les ratios ayant trait aux transferts sociaux (-0,2 p.p.) et à la consommation (-0,1 p.p.).

Au total, le ratio des dépenses publiques devrait afficher une baisse de 1,3 % du PIB sur l'horizon de projection, principalement en raison des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir », de la baisse des dépenses ayant trait aux indemnités de chômage et d'une dynamique de croissance des dépenses liées aux transferts sociaux et à la consommation de plus faible ampleur que celle affichée dans le chef du PIB nominal. Ce déclin est à saluer compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et des coûts liés au vieillissement de la population.

⁵⁶ L'accord salarial intervenu dans la fonction publique en décembre 2016 consiste en un versement d'une prime unique égale à 1 % en 2017 et en une augmentation de 1,5 % du point indiciaire en 2018.

1.2.10.3 Les capacités ou besoins de financement

Pour les administrations publiques, l'année 2016 s'est caractérisée par un excédent de 1,6 % du PIB. La légère hausse par rapport à 2015 (excédent de 1,4 % du PIB, voir tableau 27) est due à un léger déclin du ratio des dépenses combiné à un ratio resté inchangé sur le volet des recettes.

Tableau 27 :

Soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2017						PROJECTIONS BCL JUIN 2017		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ensemble des administrations publiques	0,5	0,3	1,0	1,4	1,4	1,6	0,1	0,4	0,4
<i>dont État central</i>	-1,6	-2,0	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-1,6	-1,3	-1,2
<i>dont communes</i>	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2
<i>dont sécurité sociale</i>	1,8	1,8	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4
Programme de stabilité 2017	--	--	--	--	--	1,6	0,2	0,3	0,5
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de juin 2017 de la BCL ¹⁾	0,6	0,9	1,7	1,8	1,4	1,8	-0,1	0,1	0,1
Estimation programme de stabilité d'avril 2017						2,1	0,4	-0,1	-0,1

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL.

¹⁾ Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

Dans le cadre des projections de la BCL, le surplus budgétaire des administrations publiques disparaîtrait quasiment en 2017, pour ne plus afficher qu'un solde équivalent à un léger excédent de l'ordre de 0,1 % du PIB. Cette dégradation trouve son origine au niveau de l'État central et s'expliquerait principalement par la mise en œuvre à partir de 2017 des mesures de la réforme fiscale qui, selon nos estimations, auraient un impact budgétaire de 1,5 % du PIB. Il convient également de noter deux éléments additionnels mais qui tendront à se neutraliser : d'un côté, la poursuite de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet pour l'avenir », qui aurait un impact positif additionnel sur le solde de 0,2 % du PIB en 2017 ; d'un autre côté, une nouvelle perte de recettes de TVA liées au commerce électronique (« VAT package ») de 0,3 % du PIB. En conséquence, le déficit de l'administration centrale se détériorerait de 1,2 p.p. pour s'établir à 1,6 % du PIB en 2017. L'excédent dégagé au niveau de la sécurité sociale serait stable à 1,6 % du PIB. Le surplus dégagé par les administrations locales se dégraderait légèrement pour s'établir à 0,1 % du PIB. La dégradation du solde des administrations locales en 2017 découlerait, entre autres, de la réforme fiscale à travers une réduction des transferts effectués par l'administration centrale via le Fonds communal de dotation financière vers les communes⁵⁷.

Pour 2018, une amélioration du solde des administrations publiques devrait être observée, provenant d'un dynamisme des recettes totales plus important que celui des dépenses, pour afficher un surplus de l'ordre de 0,4 % du PIB. L'amélioration serait principalement imputable à l'administration centrale, dont le déficit déclinerait pour s'établir à 1,3 % du PIB, en raison d'une croissance des recettes plus importante que celle affichée au niveau des dépenses (réduction des dépenses engendré par le « Paquet pour l'avenir »). L'excédent de la sécurité sociale serait de 1,5 % du PIB et les administrations locales afficheraient un léger surplus de l'ordre de 0,2 % du PIB.

57 À partir de 2017, le Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF) deviendra le Fonds de Dotation Globale des Communes (FDG).

En 2019, le solde des administrations publiques afficherait un surplus similaire à celui enregistré l'année précédente (surplus de l'ordre de 0,4 % du PIB). La légère amélioration (+ 0,1 % du PIB) du solde au niveau de l'administration centrale serait compensée par une dégradation de même ampleur au niveau de la sécurité sociale. Il convient également de noter que le Luxembourg perdra en 2019 le reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique, ce qui affectera négativement le ratio à concurrence de 0,2 % du PIB.

À l'aune de ces chiffres, le solde des administrations publiques devrait se dégrader fortement sur l'horizon de projection, en particulier sous l'effet du déficit de l'administration centrale qui passerait à 1,2 % à la fin de l'horizon de projection, après un pic à 1,6 % en 2017. Il faut remonter à l'année de crise 2012 (déficit de -2,0 % du PIB) pour trouver un déficit plus important au niveau de l'administration centrale.

Les dernières projections incluses dans la 18^e actualisation du programme de stabilité du gouvernement font apparaître des soldes budgétaires semblables à ceux projetés par la BCL. On peut toutefois s'interroger sur l'origine de la dégradation prononcée du solde entre 2016 et 2017 (-1,4 % du PIB) ; en effet, celle-ci est semblable à celle affichée dans les projections de la BCL (-1,5 % du PIB) alors que l'impact de la réforme fiscale, tel qu'il ressort des annonces faites par le gouvernement, serait de bien moindre ampleur que celui calculé par la BCL (0,6 % du PIB selon le gouvernement contre 1,5 % du PIB selon la BCL).

Selon les estimations de la BCL, le surplus des administrations publiques apuré des évolutions cycliques (donc le surplus en termes structurels) serait de l'ordre de 1,8 % du PIB en 2016 ; ce surplus se transformerait en un déficit (-0,1 % du PIB) en 2017 sous l'effet de la mise en œuvre de la réforme fiscale. En 2018 et 2019, les soldes structurels afficheraient à nouveau de légers surplus de l'ordre de +0,1 % du PIB.

Selon les projections de la BCL, le gouvernement serait donc en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) sur tout l'horizon de projection, OMT désormais fixé à -0,5 % du PIB (défini en termes structurels) depuis le 1^{er} janvier 2017. Rappelons que la fixation de l'OMT à un niveau inférieur et beaucoup moins ambitieux qu'auparavant (+0,5 % du PIB) a notamment été rendue possible par la prise en compte de la baisse des dépenses de vieillissement à long terme. Ces dépenses incluent, entre autres, celles liées aux pensions, dont les projections se basent sur l'hypothèse d'un doublement de la population du Luxembourg à l'horizon de l'année 2060. À ce sujet, il convient de noter que les dernières projections démographiques publiées par Eurostat en mars 2017 font apparaître une croissance démographique bien moins favorable à l'horizon de l'année 2060 que celle ayant permis la fixation du niveau actuel de l'OMT⁵⁸.

Il ressort également du tableau 27 que les soldes structurels contenus dans la dernière actualisation du Programme de stabilité, dont la méthodologie diffère en de nombreux points⁵⁹ de celle utilisée par

58 Selon les dernières projections démographiques publiées par Eurostat en mars 2017, la population du Luxembourg serait de 962 924 habitants en 2060, soit une diminution de près de 145 000 habitants par rapport à la projection démographique faite dans le cadre du rapport sur le vieillissement de 2015 (Ageing working group 2015).

59 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des facteurs suivants. Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'écart de production (mesuré par la fonction de production) et la semi élasticité budgétaire. Formellement, si l'élasticité d'une variable y par rapport à une variable x s'écrit : $(\Delta y / y) / (\Delta x / x)$, alors la semi élasticité de y par rapport à x s'écrit : $(\Delta y / y) / (\Delta x)$. Dans les projections de la BCL, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement aux composantes cycliques des bases macroéconomiques extraites par le filtre HP (méthode désagrégée). La composante cyclique du solde budgétaire est donc égale à la somme des composantes cycliques de ces variables fiscales.

la BCL, seraient en ligne avec l'OMT sur tout l'horizon de projection, compte tenu de la baisse du niveau de l'OMT à partir de 2017.

1.2.10.4 La dette publique : évolution récente et perspectives

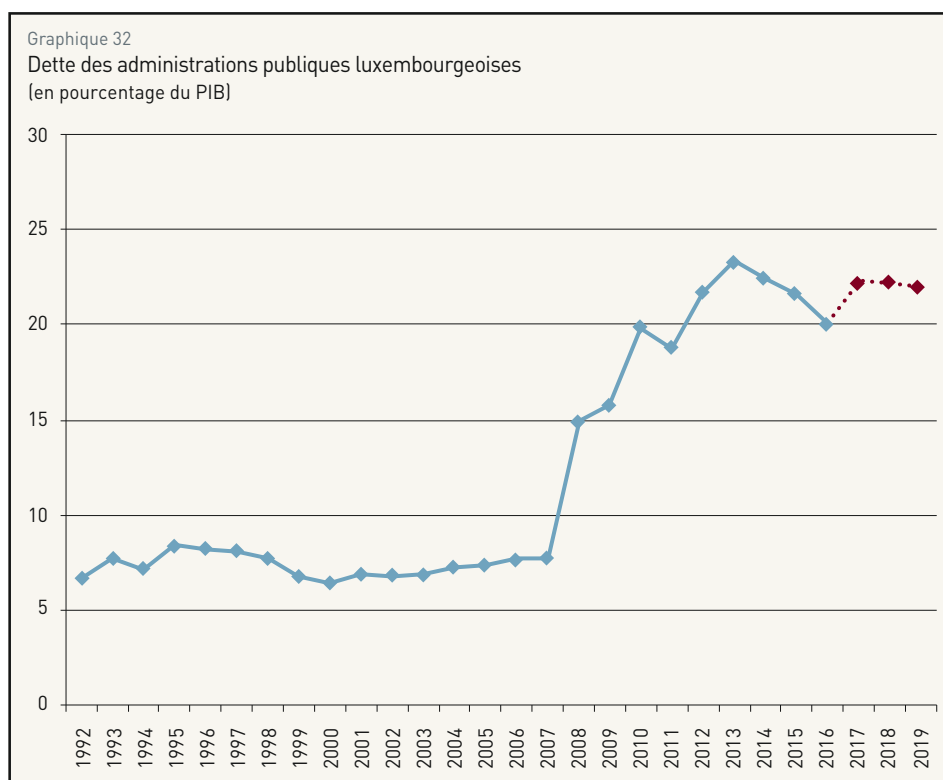
Après avoir été caractérisée par une stabilité à un bas niveau de 7 % du PIB jusqu'en 2007, la dette des administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la participation de l'État dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'administration centrale. À la fin de l'année 2016, le ratio de dette publique s'établissait à 20 % du PIB soit une baisse de 3,4 % du PIB par rapport au pic de 23,4 % observé en 2013.

Cette baisse du ratio observée en 2016, additionnelle à celles connues au cours des deux années précédentes, provient principalement du fait que l'émission d'une obligation d'un montant de 2 milliards d'euros, dont l'émission était programmée pour la fin de l'année 2016, a eu finalement lieu au début du mois de février 2017. Cette émission obligataire est la première effectuée par le gouvernement depuis le mois de juillet 2013 (à l'exception de l'emprunt SUKUK émis en automne 2014). La garantie financière, qui n'est pas incluse dans la dette publique, accordée à un autre groupe bancaire représente un risque potentiel pour le niveau de la dette publique si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit environ 5 % du PIB de 2015.

Sur tout l'horizon de projection, le ratio de dette publique devrait, après une hausse en 2017, se stabiliser en 2018 et 2019. L'augmentation nominale de la dette publique trouverait quant à elle sa source dans le financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale. Les surplus dégagés par la sécurité sociale ne viendraient en effet pas compenser les déficits de l'administration centrale, mais

seraient utilisés à juste titre pour alimenter les réserves de pension. De plus, il est stipulé dans le Programme de stabilité, publié en avril 2017, que l'État central procédera à un refinancement intégral par émission de dette de tous les emprunts obligataires et bancaires venant à échéance entre 2017 et 2021.

Au total, le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait ainsi s'élever à environ 22,1 % du PIB en 2019. Il resterait donc, sur l'horizon de projection, inférieur à 30 % du PIB, niveau de dette publique que le gouvernement s'est engagé à ne pas dépasser dans son programme gouvernemental.



Sources : STATEC, calculs BCL

2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	86
2	Circulaires de la BCL	86
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	86
1	Statistiques de politique monétaire	86
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	86
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	86
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	87
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	87
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	87
7	Balance des paiements du Luxembourg	87
8	Commerce extérieur	87
9	Position extérieure globale	87
10	Avoirs de réserve	88
11	Établissements de crédit	88
12	Véhicules de titrisation	88
13	Fonds d'investissement	88
14	Professionnels du secteur financier	89
15	Sociétés de gestion	89
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	89
17	Indicateurs de solidité financière	89
18	Statistiques de paiement	89
4	Publications de la BCL	89
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	91
6	Liste des abréviations	92

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2016/N°22 du 28 décembre 2016

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2016/N° 22 relatif à la modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation BCE/2014/31 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9.

Domaine : Politique monétaire

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire 2017/240 du 21 avril 2017

Objet : Introduction d'une collecte granulaire sur le crédit et le risque crédit.

Destinataires : tous les établissements de crédit.

3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros – nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros – encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change
- 3.7 Statistiques sur les émissions de titres – encours

4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

5 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel – séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel – présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel – encours – séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel – transactions – séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel – encours – présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel – transactions – présentation matricielle

6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg – résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg – compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg – investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg – investissements directs du Luxembourg à l'étranger – par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg – investissements directs étrangers au Luxembourg – par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg – investissements de portefeuille – par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg – autres investissements – par secteur
- 7.8 Balance des paiements – données mensuelles

8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg – résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg – investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg – investissements de portefeuille – par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg – autres investissements – par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg – dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg – ventilation géographique des avoirs de portefeuille

10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg – modèle élargi du Fonds Monétaire International

11 ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit – par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro – par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit -par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres de créance détenus – par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres de créance détenus – par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit – par contreparties
- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit – par type et contreparties
- 11.14 Titres de créance détenus par les établissements de crédit – par contreparties et pays

12 VÉHICULES DE TITRISATION

- 12.1 Bilan agrégé des véhicules de titrisation

13 FONDS D'INVESTISSEMENT

- 13.1 Évolution du nombre des fonds d'investissement
- 13.2 Évolution de la situation globale des fonds d'investissement
- 13.3 Bilan agrégé des fonds d'investissement monétaires
- 13.4 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par devises
- 13.6 Bilan des fonds d'investissement non monétaires – par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les fonds d'investissement d'actions
- 13.8 Titres détenus par les fonds d'investissement d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les fonds d'investissement mixtes
- 13.10 Titres détenus par les fonds d'investissement immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les fonds d'investissement alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres fonds d'investissement
- 13.13 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par contreparties et pays
- 13.14 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement non-monétaires – par contreparties et pays
- 13.15 Titres de participation (autres que les parts de fonds d'investissement) détenus par les fonds d'investissement non monétaires – par pays

14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

15 SOCIÉTÉS DE GESTION

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

16 SOCIÉTÉS D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

- 16.1 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et fonds de pension

17 INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

- 17.1 Tableau des indicateurs de solidité financière

18 STATISTIQUES DE PAIEMENT

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2016/3, janvier 2017
- Bulletin BCL 2016/2, octobre 2016
- Bulletin BCL 2016/1, juillet 2016

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 2017, mai 2017

4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual report 2015, September 2016
- Rapport annuel 2015, juillet 2016

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N° 110, juin 2017
Active labour market policies and short-time work arrangements: Evidence from a survey of Luxembourg firms, par Konstantinos EFSTATHIOU, Thomas Y. MATHÄ, Cindy VEIGA and Ladislav WINTR

- Cahier d'études N° 109, juin 2017
Systemic Financial Sector and Sovereign Risks, par Xisong JIN, Francisco NADAL DE SIMONE
- Cahier d'études N° 108, mai 2017
Public debt, central bank and money: some clarifications, par Paul MERCIER
- Cahier d'études N° 107, mai 2017
Firm Growth in Europe: an Overview based on the CompNet Labour Module, par C. FERNANDEZ, R. GARCIA, P. LOPEZ-GARCIA, B. MARZINOTTO, R. SERAFINI, J. VANHALA and L. WINTR
- Cahier d'études N° 106, mai 2017
The Luxembourg Household Finance Consumption Survey: Results from the 2nd wave, par Anastasia GIRSHINA, Thomas Y. MATHÄ and Michael ZIEGELMEYER
- Cahier d'études N° 105, mars 2017
Investment Price Rigidity and Business Cycles, par Alban MOURA

4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Chronique de l'immeuble Monterey, édition 2016
- Brochure de jeux «Die Jäger des verlorenen Euro-Schatzes», mars 2016
- Brochure des produits numismatiques, édition 2017.

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Bouchet, M., **L. Marchiori** and **O. Pierrard** (2017) Pension reform in a worst case scenario: public finance versus political feasibility, *Journal of Pension Economics and Finance*, **16**(2): 173-204, doi: 10.1017/S1474747215000451.

Ehrmann, M. and **M. Ziegelmeier** (2017) Mortgage choice in the euro area – Macroeconomic determinants and the effect of monetary policy on debt, *Journal of Money, Credit and Banking* **49**(2-3): 469-494.

Giordana, G. and I. Schumacher (2017) "An empirical study on the impact of Basel III standards on banks' default risk: the case of Luxembourg", *Journal of Risk and Financial Management* **10**(2), 8; doi:10.3390/jrfm10020008.

Mathä, T., A. Porpiglia and **M. Ziegelmeier** (2017) "Cross-Border Commuting and Consuming: An Empirical Investigation", *Applied Economics* **49**(20): 2011-2026, DOI: 10.1080/00036846.2016.1231902.

Mathä, T., A. Porpiglia and **M. Ziegelmeier** (2017) "Household wealth in the euro area: The importance of intergenerational transfers, homeownership and house price dynamics", *Journal of Housing Economics* **35**: 1-12, DOI: 10.1016/j.jhe.2016.12.001.

Mathä, T. and A. Shwachman Kaminaga (2017) "Regional Wages and Market Potential in the Enlarged EU: An Empirical Investigation", *Applied Economics* **49**(4): 376-385, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1197372>.

4.6.2 Présentations externes

4th Research Workshop of the MPC Task Force on Banking Analysis for Monetary Policy, Vienne, Autriche, janvier 2017.

HFCS-CESEE Workshop on “How to use survey data for analyzing financial stability in CESEE countries”, Vienna, Austria, 26-27 January 2017.

Royal Economic Society (RES) annual conference, Bristol, UK, 10-12 April 2017.

IFC – National Bank of Belgium Workshop on “Data needs and Statistics compilation for macroprudential analysis”, Brussels, Belgium, 18-19 May 2017.

5th Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Banque centrale du Luxembourg, 29-30 juin 2017.

5th Workshop on Empirical Economics, Ghent University, Belgium, 15-16 May 2017.

5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l’UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int.

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB’s web site www.ecb.int.

COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB
Postfach 160319
D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>



6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
AFN	Avoirs financiers nets
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg
BCE	Banque centrale européenne
BCL	Banque centrale du Luxembourg
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)
BEI	Banque européenne d'investissement
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BRI	Banque des règlements internationaux
CCBM	Correspondent central banking model
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg
CPI	Consumer Price Index
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
DTS	Droits de tirage spéciaux
ECB	European Central Bank
ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
EIB	European Investment Bank
EMI	European Monetary Institute (1994-1998)
EMS	European Monetary System
EMU	Economic and Monetary Union
EU	European Union
EUR	euro
EUROSTAT	Office statistique des Communautés Européennes
FBCF	Formation brute de capital fixe

FCP	Fonds commun de placement
FMI	Fonds monétaire international
GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
GDP	Gross domestic product
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
IGF	Inspection générale des finances
IFM	Institution financière monétaire
IME	Institut monétaire européen (1994-1998)
IML	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MFI	Monetary Financial Institution
NCB	National central bank
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLS	Ordinary least squares
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSF	Autres professionnels du secteur financier
RTGS SYSTEM	Real-Time Gross Settlement system

SYSTÈME RBTR	Système de règlement brut en temps réel
RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen de comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SME	Système monétaire européen
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
TARGET SYSTEM	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
SYSTÈME TARGET	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des États-Unis d'Amérique
VNI	Valeur nette d'inventaire



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1
Télécopie: +352 4774-4910

www.bcl.lu • sg@bcl.lu