

**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	10
1.1.3	Les marchés d'actions	12
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Les projections de la zone euro	15
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	17
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.1.1	Les prix à la consommation	18
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	20
1.2.1.3	Les coûts salariaux	21
1.2.2	Le marché du travail	23
1.2.2.1	L'emploi	23
1.2.2.2	Le chômage	26
1.2.3	Les activités sectorielles	28
1.2.3.1	L'industrie et la construction	28
1.2.3.2	Le secteur financier	30
1.2.3.2.1	Les établissements de crédits	30
1.2.3.2.2	Les organismes de placement collectif	42
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	46
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	47
1.2.5	La croissance économique	54
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2017	57
1.2.6.1	Évolutions récentes	57
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	58
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	59
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	61
1.2.6.5	Les prix à la consommation	62
1.2.6.6	Finances publiques	64
1.2.6.7	Analyse des risques	65
1.2.7	Le commerce extérieur	66
1.2.8	La balance des paiements	68
1.2.8.1	Le compte courant	68
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	68
1.2.9	La position extérieure globale	69

Encadré 1 :

Enquête de conjoncture auprès des ménages – Examen des anticipations des ménages relatives à l'évolution du nombre de sans-emplois au cours des 12 prochains mois au Luxembourg

49

# 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 14 décembre 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 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP).

Pour ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé son intention de poursuivre les achats nets d'actifs au titre de l'APP à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros à partir de janvier 2018 et jusque fin septembre 2018 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. 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 de l'APP. L'Eurosystème procédera au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Ces opérations de réinvestissements visent à assurer des conditions de liquidité favorables ainsi qu'une orientation accommodante de la politique monétaire.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, la valeur moyenne du taux EONIA a diminué de 1,5 point de base par rapport au 8 septembre 2017 pour s'établir à -0,36 % au 15 décembre 2017. Les valeurs moyennes des taux EURIBOR 1 mois, EURIBOR 3 mois et EURIBOR 6 mois sont restées stables à respectivement -0,37 %, -0,33 % et -0,27 %. Enfin, le taux EURIBOR 12 mois a enregistré une baisse de près de 3 points de base par rapport au 8 septembre 2017 pour se fixer à -0,19 % au 15 décembre 2017.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes ont montré que la monnaie au sens large (M3) a continué de croître à un rythme soutenu. Le taux de progression annuel de M3 a été de 5 % en octobre 2017, contre 5,2 % en septembre 2017. L'expansion annuelle de M3 est restée soutenue sous l'influence, principalement, de ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 9,4 % en octobre.

L'évolution des crédits octroyés au secteur privé a poursuivi son redressement 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 2,9 % en octobre 2017, après s'être établi à 2,4 % en septembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté stable en octobre à 2,7 %.

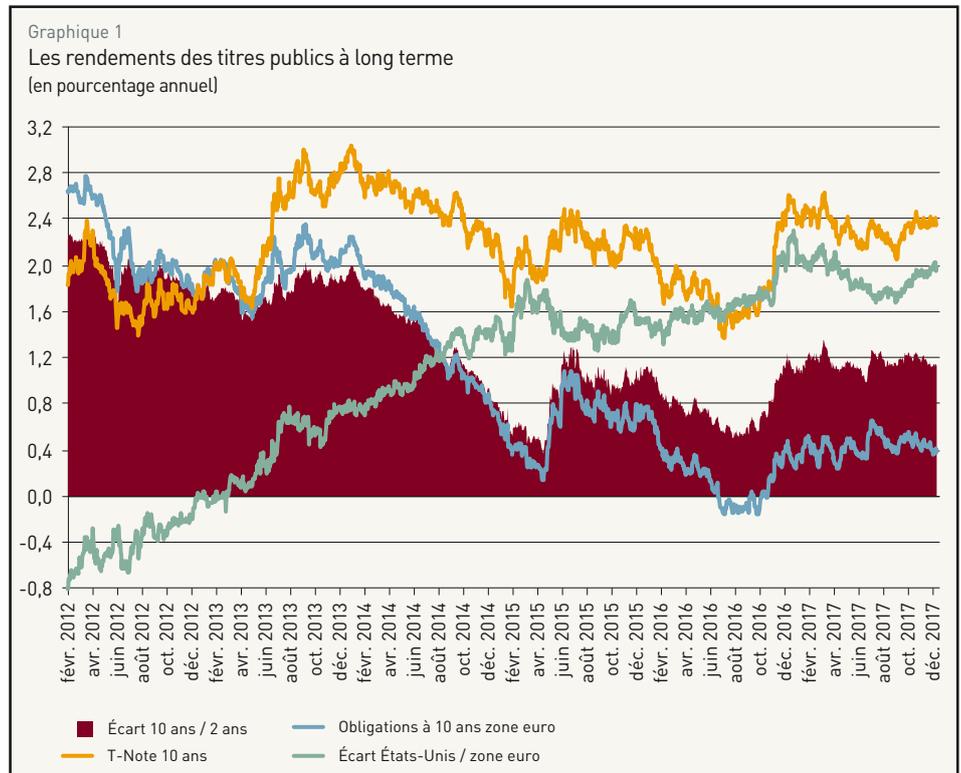
### 1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics à 2 ans et des titres publics à 10 ans sont restés pratiquement stables sur la période allant du 8 septembre 2017 au 15 décembre 2017 pour se fixer respectivement à -0,74 % et à 0,37 % en fin de période. Cette évolution reflète en particulier les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE d'étendre l'horizon d'achat d'actifs à fin septembre 2018 et de maintenir les taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée allant

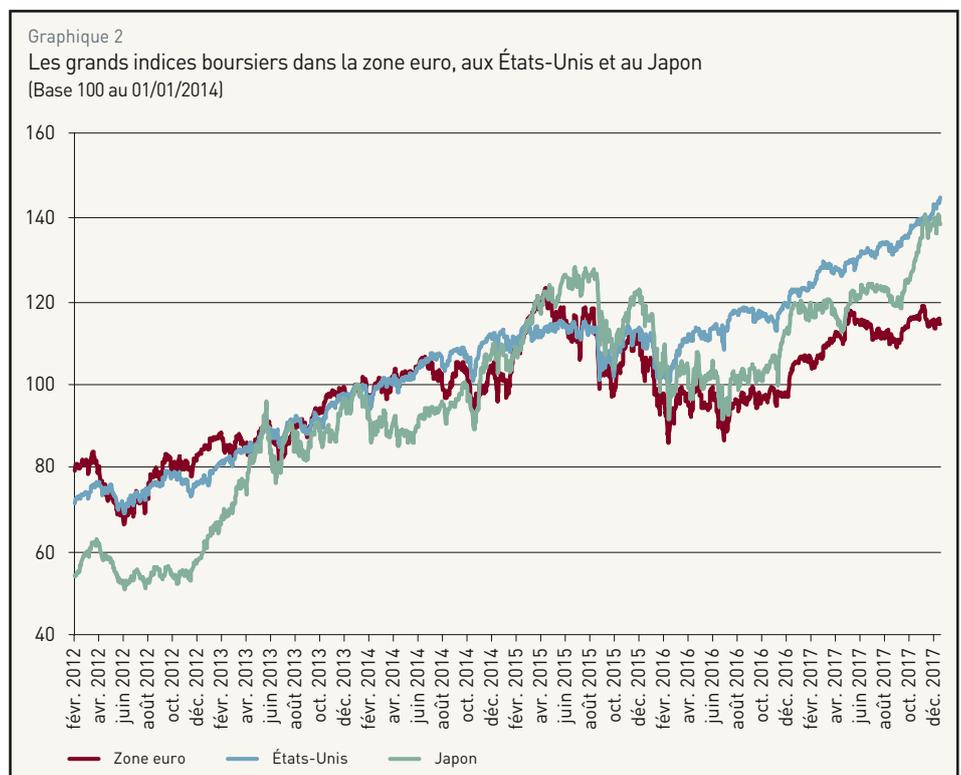
bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. Le différentiel de rendement entre le taux obligataire à 10 ans et celui à 2 ans est demeuré quasiment inchangé durant cette période.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a enregistré une hausse de 30 points de base par rapport au 8 septembre 2017 pour se situer à 2,4 % au 15 décembre 2017. Cette augmentation traduit les anticipations du marché d'une hausse des taux directeurs par le Système fédéral de réserve américain, alimentées par des bons chiffres en matière d'emploi aux États-Unis. Ainsi, en novembre 2017, le nombre de créations d'emplois non-agricoles (228 000) a été plus important que prévu et le taux de chômage se trouvait, avec un taux de 4,1 %, à son niveau le plus bas depuis dix-sept ans. Ces anticipations ont été confirmées par la décision du Comité fédéral de l'open market de relever, pour la troisième fois cette année, ses taux d'intérêt d'un quart de pourcentage à l'issue de la réunion des 12 et 13 décembre 2017. La remontée du taux obligataire a probablement aussi été soutenue par la perspective d'une réforme fiscale qui prévoit d'importantes baisses d'impôt pour les entreprises. En effet, un accord a été conclu le 13 décembre 2017 entre les chefs de file républicains du Sénat et de la Chambre des représentants sur le texte de cette réforme fiscale.

Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est amplifié de 29 points de base au cours de la période analysée pour s'établir à 1,98 point de pourcentage au 15 décembre 2017.



Source : BCE, Bloomberg



Source : Bloomberg

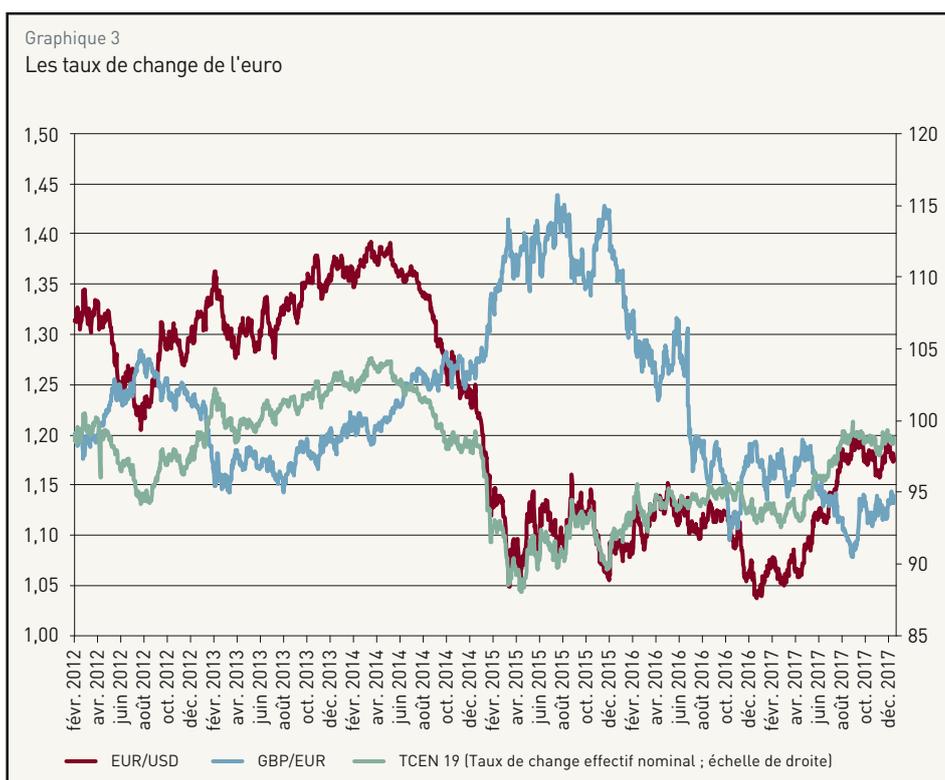
### 1.1.3 Les marchés d'actions

Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a enregistré une hausse de 8,7 % entre le 8 septembre et le 15 décembre 2017, soutenu par la perspective d'une réduction d'impôt sur les sociétés aux États-Unis. En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a augmenté de 3,3 % dans le contexte d'une diminution des primes de risque sur actions et de bonnes perspectives de croissance des bénéficiers.

Enfin, au Japon et sur la même période, l'indice boursier Nikkei 225 a connu une progression de 17 % sur fond de révision à la hausse du taux de croissance du PIB japonais au troisième trimestre à 2,5 % en rythme annualisé. Ce relèvement a été principalement alimenté par une dynamique plus forte que prévue des investissements des entreprises, portée par la reprise de l'économie mondiale.

### 1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 8 septembre 2017 au 15 décembre 2017, le taux de change effectif nominal de l'euro<sup>1</sup> a connu une dépréciation de 0,5 %. Sur cette période, l'euro s'est déprécié de 2,4 % vis-à-vis du dollar américain et de 3,3 % vis-à-vis de la livre sterling, traduisant ainsi les attentes des acteurs de marché vis-à-vis de l'orientation des politiques monétaires de ces deux pays par rapport à celle de la zone euro.



Source : Bloomberg

Concernant les autres principales devises mondiales, au cours de la période sous revue, l'euro s'est apprécié de 1,9 % vis-à-vis du yen japonais sur fond de maintien du programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif avec contrôle de la courbe des taux par la Banque centrale du Japon. L'euro s'est également apprécié de 0,2 % vis-à-vis du rouble russe et de 2,5 % face au franc suisse. Il s'est déprécié de 0,2 % par rapport au renminbi chinois.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié de 2,5 % face au forint hongrois et de 4,7 % face à la couronne suédoise. En revanche, il est demeuré stable face à la couronne danoise et s'est déprécié de 0,9 % face au zloty polonais.

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.

### 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'était établie à 0,2 % en 2016. Elle a ensuite fortement accéléré en 2017, atteignant 1,8 % au premier trimestre avant de décélérer à 1,4 % en octobre. En novembre, l'inflation se serait établie à 1,5 % selon une estimation rapide d'Eurostat. Sur les onze premiers mois de 2017, l'inflation moyenne par rapport à la même période en 2016 atteindrait 1,5 %.

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)

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

Source : Eurostat

En 2016, le taux d'inflation global de 0,2 % avait résulté de la combinaison d'un taux d'inflation négatif de 5,1 % pour les prix de l'énergie, d'un taux d'inflation positif 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'inflation globale avait néanmoins commencé à progresser lors de la deuxième moitié de 2016 avant de s'accélérer nettement en 2017.

Au premier trimestre 2017, l'accélération de l'inflation globale s'explique principalement par les prix de l'énergie qui ont connu une importante progression. Conjugée à une évolution relativement stable des autres composantes, cela s'est traduit par une forte hausse du taux d'inflation pour atteindre 1,8 %. Notons également que les prix des biens alimentaires non traités ont connu une forte hausse lors de ce trimestre. Au deuxième et au troisième trimestre, les prix de l'énergie ont progressé moins fortement, entraînant une décélération de l'inflation globale à respectivement 1,5 % et 1,4 %. L'accélération observée dans les prix des services autour de 1,5 % au troisième trimestre a néanmoins permis de soutenir l'inflation à l'exclusion des biens énergétiques et des biens alimentaires non transformés dont le taux a atteint 1,3 % au troisième trimestre, à comparer avec un taux de 0,8 % lors du premier trimestre. En octobre et en novembre 2017, l'inflation des prix des services a toutefois décéléré, s'établissant à 1,2 %.

Le prix du pétrole a crû de 87 % 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 par rapport à leurs niveaux très bas atteints en 2016. Ces évolutions sont à l'origine d'une reprise des hausses des prix de l'énergie et 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 liés à ces hausses de prix. La forte accélération des prix des biens alimentaires non transformés au premier trimestre 2017, principalement les fruits frais et les légumes, s'explique probablement par des conditions météorologiques défavorables au tournant de l'année. Le deuxième trimestre 2017 est d'ailleurs marqué par une nette décélération de l'évolution de cette composante, tendance qui s'est poursuivie au troisième trimestre. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar,



qui était resté globalement stable depuis janvier 2015, a progressé lors des trois premiers trimestres de 2017, ce qui devrait sans doute empêcher une forte accélération de la hausse des prix des biens manufacturés hors énergie.

La situation macroéconomique de la zone euro s'est nettement améliorée depuis la fin du deuxième trimestre 2014 et la croissance moyenne du PIB réel sur les trois premiers trimestres 2017 s'est établie à environ 0,6 %. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de nettes pressions à la hausse via la demande après cette période étendue de reprise conjoncturelle, en raison d'une dynamique des salaires qui reste encore fortement modérée.

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

Selon les premières estimations d'Eurostat, le PIB de la zone euro a enregistré son 18<sup>ème</sup> trimestre consécutif de hausse, en progressant de 0,6 % au cours du troisième trimestre 2017 par rapport au trimestre précédent. Au cours du deuxième trimestre 2017, la hausse du PIB avait été de 0,7 %.

Depuis le début de l'année 2017, la croissance économique dans la zone euro est devenue plus forte et plus généralisée et elle concerne désormais l'ensemble des pays de la zone euro, la majorité des secteurs de l'économie et toutes les composantes de la demande.

Au troisième trimestre 2017, le PIB réel a progressé dans tous les pays de la zone euro pour lesquels les données sont disponibles, les données relatives au Luxembourg et à l'Irlande n'ayant pas encore été publiées. La croissance s'est notamment établie en rythme trimestriel à 0,8 % en Allemagne, 0,3 % en Belgique et 0,5 % en France. Dans tous les autres pays de la zone euro, la croissance a été positive allant de 0,1 % en Lituanie à 1,9 % à Malte, ce qui constitue une dispersion faible par rapport aux fourchettes observées par le passé. À titre de comparaison, au début de la crise financière, les taux de croissance trimestriels des différents pays de la zone euro évoluaient dans une fourchette allant de -9,1 % à -0,4 %. Parallèlement à la reprise économique dans la zone euro, les écarts de croissance entre ses pays membres ont eu tendance à s'estomper progressivement. Au quatrième trimestre 2016, la fourchette allait de -0,5 % à +5,8 %. Elle a ensuite continué à se réduire pour afficher un écart trois fois plus faible au troisième trimestre 2017 (l'écart de croissance a été de 1,8 point de pourcentage au troisième trimestre 2017, contre 6,3 points de pourcentage au quatrième trimestre 2016).

Les données sectorielles révèlent qu'au troisième trimestre 2017, la valeur ajoutée a évolué favorablement dans tous secteurs de l'économie, à l'exception de l'agriculture-sylviculture-pêche qui a vu sa valeur ajoutée reculer de 0,2 %. Ces données montrent aussi qu'au troisième trimestre 2017 la croissance a été particulièrement élevée dans deux secteurs, à savoir l'industrie manufacturière (+1,5 %) et l'information-communication (+0,8 %).

Enfin, toutes les composantes de la demande ont évolué de manière positive. Au troisième trimestre 2017, l'investissement et les importations ont progressé de 1,1 %, les exportations ont augmenté de 1,2 %, les dépenses de consommation privée et publique ont connu des hausses respectives de 0,3 % et 0,2 % et les variations de stocks ont crû de 0,1 %.

Les statistiques du marché du travail font état d'une croissance de l'emploi de 0,4 % au troisième trimestre 2017 dans la zone euro (après respectivement +0,5 % et +0,4 % aux premier et deuxième trimestres 2017). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 1,7 % dans la zone euro (après +1,6 % aux premier et deuxième trimestres 2017). Selon les estimations

d'Eurostat, 156,3 millions<sup>2</sup> d'hommes et de femmes avaient ainsi un emploi au troisième trimestre 2017, ce qui constitue un niveau record. Parmi les États membres pour lesquels les données du troisième trimestre 2017 sont disponibles, Malte (+1,1 %) et l'Estonie (+1,3 %) ont affiché les taux de croissance les plus élevés par rapport au trimestre précédent. Les taux les plus faibles ont été observés en Lituanie (-0,5 %), en Grèce (+0,1 %), en France et en Finlande (+0,2 % dans les deux pays).

Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs de la construction (0,6 % au troisième trimestre 2017) et des activités immobilières (+0,8 % au troisième trimestre 2017), tandis que l'emploi a en revanche reculé dans les secteurs de l'agriculture (-0,6 %) et des activités financières et d'assurance (-0,2 %).

Dans la zone euro, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 8,8 % en octobre 2017, en baisse par rapport aux taux de 8,9 % de septembre 2017 et de 9,8 % d'octobre 2016. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis janvier 2009. Selon Eurostat, 14,344 millions de personnes étaient au chômage en octobre 2017. Le nombre de chômeurs a diminué de 88 000 personnes par rapport à septembre 2017 et de 1,473 million de personnes comparé à octobre 2016.

Parmi les États membres, les taux de chômage les plus faibles en octobre 2017 ont été enregistrés à Malte (3,5 %) et en Allemagne (3,6 %). Les taux de chômage les plus élevés ont été relevés en Grèce (20,6 % en août 2017) et en Espagne (16,7 %).

### 1.1.7 Les projections de la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2017 de l'Eurosystème, l'expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro devrait s'élever à 2,4 % en 2017, 2,3 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020. La croissance réelle du PIB évoluerait ainsi au-dessus du potentiel de croissance durant tout l'horizon de projection. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement révisées à la hausse.

La croissance des dépenses de consommation privée devrait rester robuste sur l'ensemble de l'horizon de projection, en raison du niveau élevé de la confiance des consommateurs de la zone euro, des améliorations en cours sur le marché du travail et de la hausse du salaire moyen par employé.

La reprise de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre. Les dépenses d'investissement résidentiel ont fortement augmenté au cours des derniers trimestres du fait notamment de conditions de financement favorables ; des réallocations de portefeuilles en faveur d'investissements résidentiels dans un contexte marqué par le faible rendement des opportunités d'investissement de long terme alternatives ; et de la croissance des revenus en lien avec les créations d'emplois en cours. L'investissement des entreprises, qui a gagné en vigueur au cours de ces derniers trimestres, devrait poursuivre sa reprise sur l'horizon de projection – quoiqu'à des rythmes moins élevés – en raison d'un certain nombre de facteurs. Il s'agit notamment du niveau élevé des indices de confiance et de l'augmentation des capacités de production des entreprises à des niveaux supérieurs à ceux observés en moyenne avant la crise ; des conditions de financement qui devraient rester très accommodantes sur l'horizon de projection ; et de l'accroissement des marges de profits dans un contexte où les sociétés non-financières détiennent toujours des liquidités en abondance. De plus, la forte reprise des cours boursiers observée ces dernières années et la croissance modérée du financement par la dette ont ramené le ratio de levier, c'est-à-dire le ratio dette sur actifs totaux, des sociétés non financières à

2 Ce chiffre est corrigé des variations saisonnières.



des niveaux historiquement bas. Cependant, d'autres facteurs devraient au contraire peser sur les perspectives de croissance des investissements des entreprises. Il s'agit des anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé et des capacités d'intermédiation bancaire limitées dans certains pays.

Les exportations hors zone euro devraient quant à elles continuer à croître de manière dynamique au cours des prochains trimestres, malgré la récente appréciation de l'euro. Ensuite, la croissance des exportations devrait ralentir sur l'horizon de projection, en lien avec une décélération de la demande mondiale et sur la base de parts de marchés à l'exportation globalement stables. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient de leur côté bénéficier des évolutions positives de la demande intérieure et d'un taux de change de l'euro plus élevé.

Concernant les finances publiques, les ratios de déficit budgétaire et de dette des administrations publiques devraient s'inscrire en baisse sur l'horizon de projection. La poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que l'amélioration de la composante conjoncturelle expliquent la réduction du déficit budgétaire. 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 l'excédent du solde budgétaire primaire.

Le Conseil des gouverneurs a estimé lors de sa réunion du 14 décembre 2017 que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés. D'un côté, la forte dynamique conjoncturelle, soutenue par les évolutions positives continues des indicateurs de confiance, pourrait se traduire à court terme par de nouveaux développements plus positifs qu'attendu. Mais, de l'autre côté, des risques à la baisse persistent, essentiellement associés à des facteurs mondiaux et aux évolutions sur les marchés des changes.

En ce qui concerne l'inflation, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en novembre, en hausse après 1,4 % en octobre. Pendant la période à venir, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient diminuer au cours des prochains mois, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, avant d'augmenter à nouveau. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, la poursuite de la croissance économique, la résorption de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires. Ainsi, les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,4 % en 2018, de 1,5 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. En comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées à la hausse pour 2018, essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole et des produits alimentaires.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro

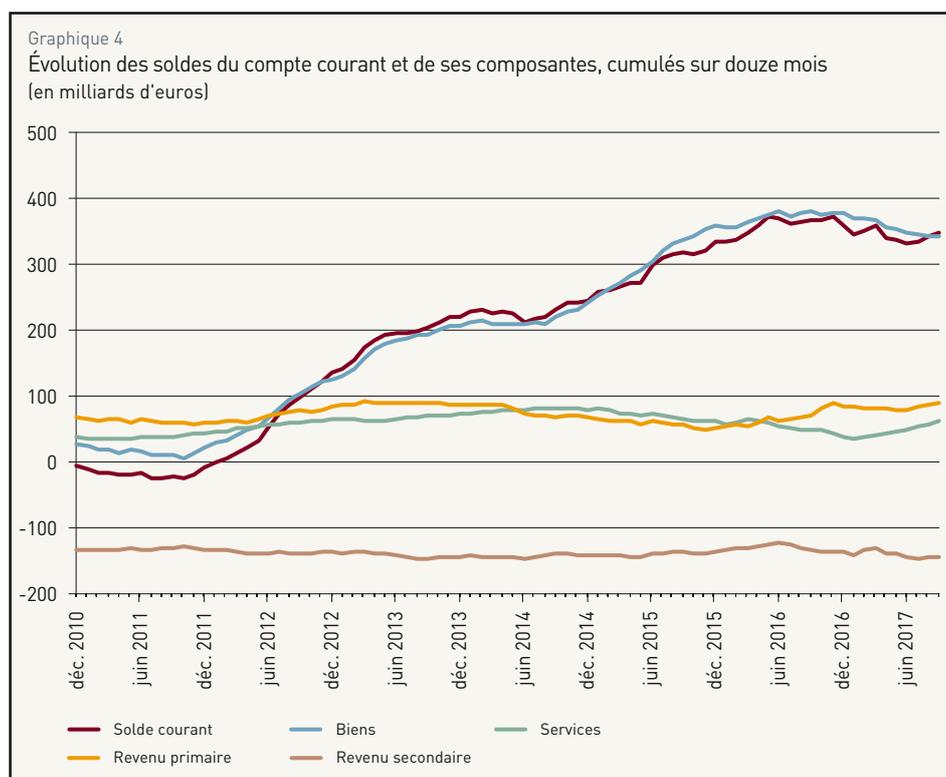
(taux de variation annuels en pourcentages)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2017				PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIB réel	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 - 2,5]	[1,7 - 2,9]	[0,9 - 2,9]	[0,6 - 2,8]	[2,1 - 2,3]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]
Consommation privée	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Consommation publique	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Investissement	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Exportations	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Importations	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Emploi	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Taux de chômage (en pourcentage de la population active)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
IPCH	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 - 1,5]	[0,9 - 1,9]	[0,7 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[1,4 - 1,6]	[0,6 - 1,8]	[0,7 - 2,3]
IPCH ex énergie	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
Solde budgétaire des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Dette brute des administrations publiques (en pourcentage du PIB)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2

Source : BCE

1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Sur les trois premiers trimestres 2017, la zone euro a dégagé un excédent courant de 235 milliards d'euros (soit environ 2,9 % du PIB), comparé à un excédent de 247 milliards (3,1 % du PIB) au cours de la même période en 2016. Cette baisse est le reflet de la réduction du surplus des biens (voir graphique 4). En effet, l'excédent des marchandises, d'ordinaire la contribution positive la plus importante à la balance courante, a cessé de croître depuis le troisième trimestre 2016. Il s'est ainsi réduit à 246 milliards d'euros (3 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2017, comparé à un surplus de 281 milliards d'euros (3,5 % du PIB) au cours de la même période en 2016. Cette détérioration du surplus relatif aux biens s'explique par une croissance plus importante des importations



Source : BCE



(11 %) comparée aux exportations (6 %). Sur les trois premiers trimestres 2017, les importations de biens ont été soutenues notamment par le redressement des prix du pétrole et des autres matières premières qui avaient atteint de bas niveaux sur la période correspondante en 2016.

Concernant les autres composantes de la balance courante, le solde des échanges de services s'est largement amélioré, son surplus ayant atteint 58 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2017, comparé à un surplus de 35 milliards sur la même période en 2016. En revanche, pour la balance des revenus, la hausse de 22 % de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) a été compensée par un creusement du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.).

En ce qui concerne le compte des transactions financières, sur les trois premiers trimestres 2017, les investisseurs non-résidents ont continué à réduire leurs placements en titres de dette à long terme émis par la zone euro. Ces titres ont ainsi subi des ventes nettes atteignant 162 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2017. Ce comportement s'explique notamment par la demande accrue de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de son programme d'achat d'actifs. Les titres de dette à court terme de la zone euro ont, quant à eux, fait l'objet d'achats nets à concurrence de 55 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2017.

Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents ont fortement accru leurs achats nets à 303 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres 2017, contre 66 milliards sur la même période en 2016. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des entrées nettes de 196 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2017, comparées à des sorties nettes de 17 milliards sur la période correspondante de 2016.

De leur côté, les résidents de la zone euro ont continué à investir dans les titres de participation et davantage dans les titres de dette étrangers. Sur les trois premiers trimestres 2017, les transactions sur titres de participation étrangers se sont soldées par des achats nets de 136 milliards d'euros, à comparer aux 4 milliards des ventes nettes sur la même période en 2016. Les achats de titres de dette étrangers sont restés à des niveaux élevés, atteignant 385 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2017, contre 372 milliards sur la même période en 2016. Ainsi, les flux d'investissements de portefeuille se sont globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 326 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2017, contre 385 milliards au cours de la même période en 2016.

Concernant les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs ont enregistré des entrées nettes de 21 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2017, comparées à des sorties nettes de 153 milliards d'euros sur la même période en 2016. De même, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont nettement réduits, en se soldant par des faibles entrées nettes sur les trois premiers trimestres 2017 (30 milliards d'euros contre 341 milliards au cours de la même période en 2016).

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

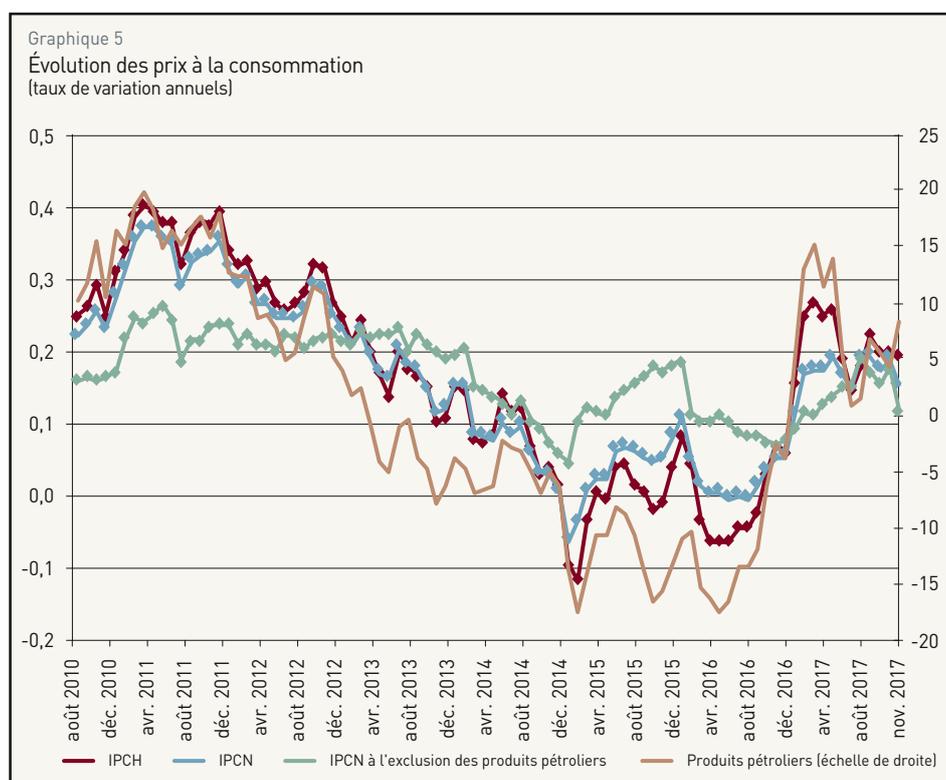
Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) avait reculé en 2016, pour la cinquième année consécutive. L'évolution de l'inflation au Luxembourg avait ainsi été en phase avec celle de la zone euro (mesurée par l'IPCH). S'établissant à 0,3 % en 2016, le taux d'inflation de

l'IPCN au Luxembourg s'était établi à un niveau à peine plus élevé que le taux d'inflation de l'IPCH de 0,2 % observé dans la zone euro.

En 2017 l'inflation a fortement rebondi au Luxembourg, présentant une hausse moyenne de 1,8 % sur les onze premiers mois de l'année par rapport à la même période en 2016. Cette accélération est le résultat de la combinaison des conséquences d'une forte progression du prix des produits pétroliers (+8,8 % en variation annuelle sur les onze premiers mois de 2017) et d'un accroissement des salaires. Le paiement de la tranche indiciaire ainsi que l'augmentation du salaire minimum, qui ont eu lieu en janvier 2017, ont soutenu l'inflation des autres biens et services. Leur taux d'inflation a augmenté de 0,9 % en 2016 à 1,4 % lors des onze premiers mois de 2017.

Il convient de noter qu'en novembre l'inflation s'est établie à 1,5 % en rythme annuel et à -0,3 % par rapport au mois précédent. Ce recul mensuel des prix est essentiellement imputable à la mesure prise par le gouvernement de modifier les modalités des chèques-services accueil pour les crèches et les foyers de jour pour enfants. L'État a ainsi considérablement augmenté sa participation dans les frais de ces services, ce qui implique que le coût net que les ménages doivent supporter a diminué en conséquence. Ce recul de la participation des ménages est à l'origine d'un recul des prix de 18 % de cette composante de l'IPCN en novembre (en rythme mensuel et annuel). Compte tenu de sa pondération de 5 % dans les services et de 2 % dans l'IPCN, l'impact a été de près de -1 p.p. sur l'inflation des prix des services et de -0,4 p.p. sur l'inflation globale.

Comme signalé ci-dessus, en 2016, l'inflation au Luxembourg avait été très proche de celle observée dans la zone euro<sup>3</sup>. Alors que le différentiel avec la zone euro au quatrième trimestre 2016 et au premier trimestre 2017 a été nul, il a ensuite été de 0,3 p.p. en moyenne sur le deuxième et le troisième trimestre. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a exceptionnellement été négatif en 2016, de même qu'au premier trimestre 2017. Le différentiel a en revanche à nouveau été positif au deuxième et au troisième trimestre, à concurrence de 0,3 p.p. en moyenne. Le taux d'inflation en Allemagne a été proche du taux observé au Luxembourg. Le taux d'inflation en Belgique, qui connaissait un des taux les plus élevés de la zone euro en 2016 (1,8 %), a poursuivi sur cette tendance début 2017, avant de se normaliser durant la seconde partie de l'année. En France, l'inflation a peiné à accélérer et se situait aux alentours de 1 % au deuxième et au troisième trimestre 2017. Les différentiels

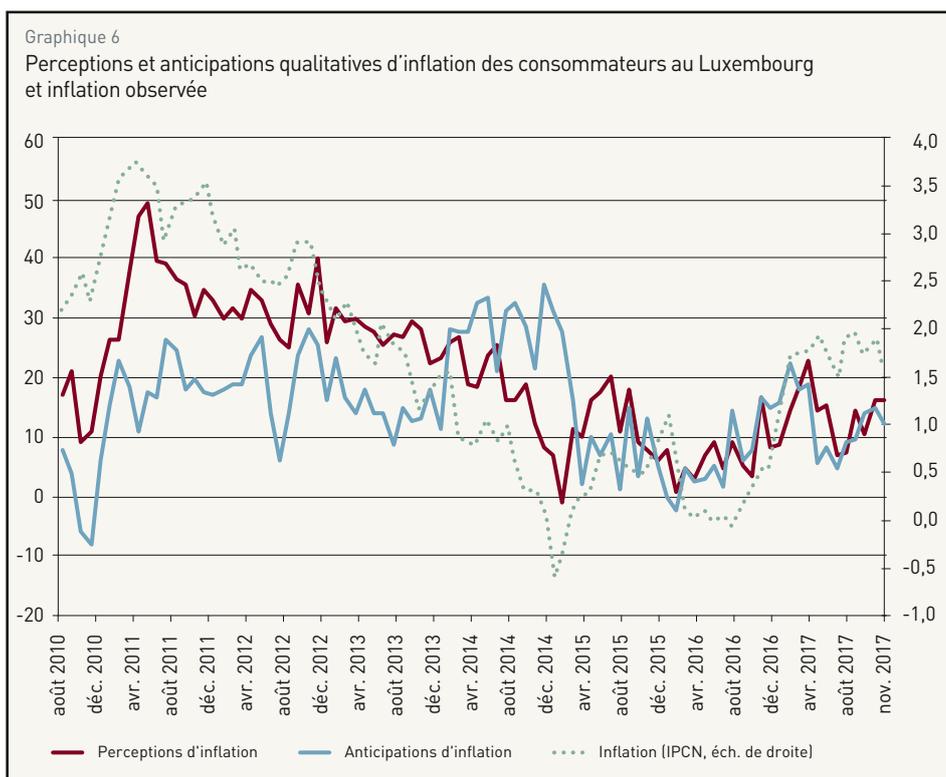


Source : STATEC

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.

cumulés du Luxembourg sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 jusqu'au troisième trimestre 2017 ont atteint respectivement +10,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +7,1 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>4</sup>, les perceptions d'inflation, qui avaient été en forte hausse au début de l'année 2017, ont nettement reculé en milieu d'année avant de rebondir. Les anticipations d'inflation ont quant à elles chuté dès le deuxième trimestre puis se sont redressées à partir du troisième trimestre. Rappelons que lors de l'année 2016, ces deux composantes se situaient à un niveau historiquement bas (voir graphique 6).



Source : BCL et STATEC

### 1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient reculé en 2016 de 1,3 %.

Au premier trimestre 2017, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont en revanche connu une dynamique positive, portés par le secteur des biens intermédiaires, alors que les prix à la production dans les autres secteurs étaient en recul. Le deuxième trimestre a confirmé l'embellie observée en début d'année. La progression des prix à la production a cette fois été observée dans tous les secteurs, à l'exception des biens énergétiques dont les prix sont restés stables. La plus forte accélération des prix a néanmoins été constatée dans le secteur des

biens intermédiaires. Durant le troisième trimestre, les prix à la production des biens intermédiaires ont reculé, entraînant un recul des prix de l'ensemble des produits industriels, alors que les prix des autres biens progressaient légèrement.

Sur base des dix premiers mois de l'année, les prix à la production industrielle ont progressé de 2,1 % par rapport à la même période en 2016.

Les prix à la construction, soutenus par le paiement de la tranche indiciaire et la hausse du salaire minimum qui ont eu lieu en janvier 2017, ont accéléré en avril 2017 par rapport à octobre 2016, s'établissant à 1,5 %.

<sup>4</sup> L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, effectuée au Luxembourg par la BCL, s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.

Les prix de vente des immobiliers résidentiels ont continué leur progression. Après une hausse de 6 % sur base annuelle en 2016, la croissance des prix immobiliers a accéléré au premier trimestre, pour ensuite légèrement fléchir en atteignant 6,2 % au deuxième trimestre. Ce taux est relativement élevé par rapport au taux moyen observé sur les cinq dernières années.

Tableau 3 :

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

	2015	2016	2017-T1	2017-T2	2017-T3
Ensemble des produits industriels	-1,1	-1,3	1,4	1,5	-0,3
Biens intermédiaires	-1,0	-2,6	3,1	1,4	-0,7
Biens d'équipement	-1,3	0,6	-0,6	4,8	0,3
Biens de consommation	0,5	10,0	-0,7	0,5	0,4
Biens énergétiques	-2,7	-9,3	-0,6	0,0	0,0
Prix à la construction	1,0	1,0		1,5*	
Prix immobiliers résidentiels	5,4	6,0	0,8	2,0	

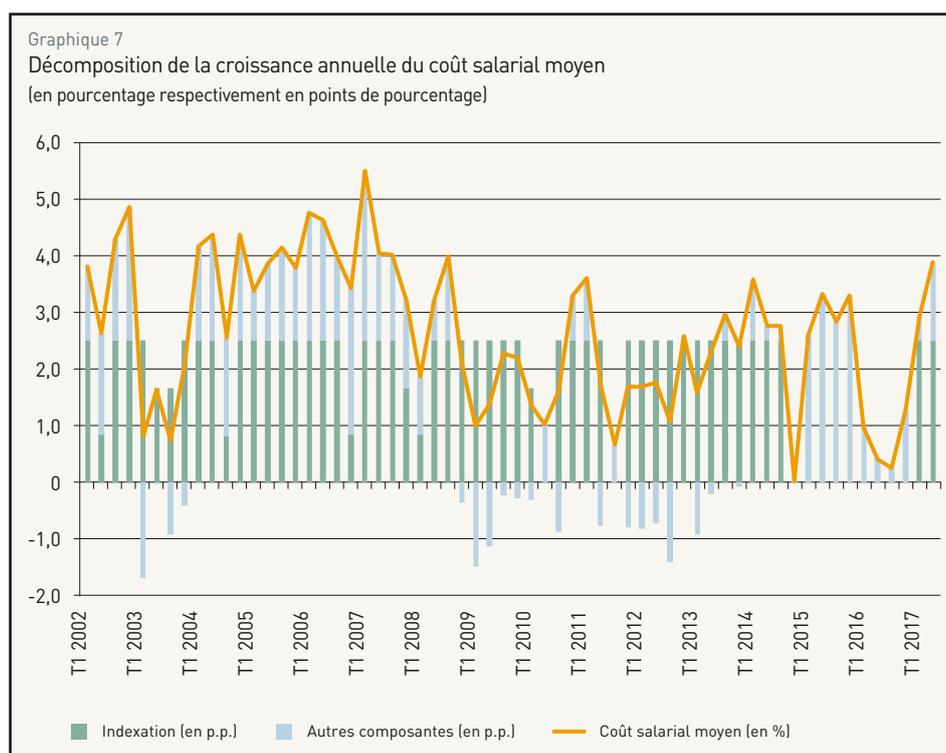
Source : STATEC, calculs BCL

\* Les prix à la construction sont disponibles pour le mois d'avril et d'octobre de chaque année, il s'agit donc ici d'une variation semestrielle.

## 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en octobre 2017, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 3,9 % au deuxième trimestre 2017, après une hausse de 3,0 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression s'est principalement expliquée par la contribution de l'indexation des salaires aux prix (+2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes », qui incorporent les éléments dits « réels », tels que les salaires négociés, les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail, s'est établi à 1,4 p.p.

Notons que l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale a témoigné d'une progression légèrement moins 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 de 3,5 % au cours du trimestre sous revue<sup>5</sup>. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux



5 L'accélération de la hausse du coût salarial moyen par rapport au premier trimestre 2017 s'expliquerait principalement par une progression plus forte des primes et gratifications distribuées.

Source : STATEC, calculs BCL

sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique<sup>6</sup>.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, révèle qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception des activités immobilières. Cette hausse a cependant été particulièrement importante dans les autres services (+5,4 %), les services aux entreprises (+5,3 %), le secteur financier (+5,0 %) et le secteur public au sens large (+4,2 %)<sup>7</sup>. En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a augmenté de 1,0 % au cours du deuxième trimestre 2017.

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				
	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017
Secteur primaire	0,1	1,4	0,1	2,0	0,7	1,0	1,6	0,4	4,1	4,0
Industrie, y compris énergie	0,6	-0,7	-0,2	4,4	-1,5	1,6	-1,2	-1,5	4,5	1,9
Construction	0,8	-0,0	-0,3	3,1	0,1	1,7	1,1	-0,2	3,6	2,9
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,2	0,6	-0,5	2,2	-0,0	0,7	0,8	-0,1	2,6	2,2
Information et communication	2,1	0,5	0,2	1,2	1,2	2,3	1,2	0,1	4,2	3,4
Activités financières et d'assurance	0,1	-1,7	8,0	-3,4	1,0	-2,7	-3,5	5,7	1,5	5,0
Activités immobilières	3,1	-2,4	-1,3	1,4	0,5	7,8	3,5	1,8	0,9	-1,8
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	1,2	0,9	0,1	2,3	1,6	2,8	2,9	1,5	4,6	5,3
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	-0,6	0,8	0,1	1,8	1,2	-1,1	0,2	-0,1	2,1	4,2
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,3	0,3	0,5	3,0	1,3	2,5	2,3	1,7	4,4	5,4
Coût salarial moyen - économie totale	0,2	0,3	1,0	1,4	1,0	0,4	0,2	1,3	3,0	3,9

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

*Source : STATEC, calculs BCL*

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une accélération de la croissance du coût salarial moyen. La dynamique des salaires est principalement imputable au déclenchement de la tranche indiciaire, payée en janvier 2017. La contribution des composantes dites réelles s'est également révélée positive, en partie sous l'effet de l'ajustement du salaire social minimum (de +1,4 %) en janvier de l'année courante et d'accords salariaux signés dans d'autres branches.

6 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

7 La progression des salaires dans les secteurs financier et public s'expliquent en partie par les accords salariaux signés dans ces branches et qui ont entraîné la distribution d'une prime unique au deuxième trimestre 2017.

## 1.2.2 Le marché du travail

## 1.2.2.1 L'emploi

Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé en glissement annuel de 3,1 % en juillet 2017, une croissance en décélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations du STATEC<sup>8</sup>, la progression de l'emploi aurait ensuite atteint 3,4 % en moyenne au cours de la période d'août à octobre 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 NATIONAL	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI NON SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL NATIONAL	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES	POPULATION ACTIVE	TAUX DE CHÔMAGE « STRICT » DÉSAISONNALISÉ
2012	2,1	2,6	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	1,7	2,0	1,8	1,8	2,2	2,0	1,8	15,1	2,8	6,9
2014	2,7	2,3	2,5	2,9	3,2	2,3	2,6	6,5	2,6	7,1
2015	3,1	2,1	2,6	2,2	2,7	2,1	2,6	-2,6	1,8	6,8
2016	4,1	2,3	3,1	2,0	2,6	2,3	3,0	-4,6	1,8	6,4
2016 T3	3,9	2,4	3,0	2,2	2,8	2,4	3,0	-4,3	1,9	6,3
2016 T4	4,1	2,7	3,3	1,7	2,4	2,6	3,3	-4,2	2,1	6,3
2017 T1	4,0	2,7	3,3	1,2	2,0	2,6	3,2	-4,1	2,1	6,1
2017 T2	4,0	3,0	3,5	0,9	1,7	2,8	3,3	-5,2	2,3	6,0
2017 T3	3,9	2,8	3,3	0,9	1,6	2,7	3,2	-2,9	2,3	6,0
oct-16	3,9	2,5	3,1	1,7	2,4	2,5	3,1	-4,1	2,0	6,3
nov-16	4,2	2,7	3,4	1,9	2,6	2,6	3,3	-4,9	2,1	6,2
déc-16	4,3	2,8	3,4	1,6	2,3	2,7	3,4	-3,6	2,2	6,3
janv-17	3,7	2,4	3,0	1,5	2,3	2,3	2,9	-3,1	2,0	6,2
févr-17	4,0	2,8	3,3	0,9	1,8	2,6	3,2	-3,9	2,2	6,1
mars-17	4,2	3,0	3,6	1,0	1,9	2,8	3,5	-5,3	2,3	6,0
avr-17	4,0	2,9	3,4	0,9	1,7	2,8	3,3	-5,9	2,2	6,0
mai-17	4,0	3,1	3,5	0,9	1,8	2,9	3,4	-5,3	2,4	6,0
juin-17	4,0	3,0	3,5	0,8	1,6	2,8	3,3	-4,5	2,4	6,0
juil-17	3,5	2,7	3,1	1,1	1,8	2,6	3,0	-2,0	2,3	6,0
août-17	4,1	2,9	3,4	1,0	1,7	2,7	3,3	-3,2	2,4	6,0
sept-17	4,3	2,9	3,5	0,7	1,5	2,7	3,4	-3,6	2,3	5,9
oct-17	4,2	2,7	3,4	1,1	1,8	2,5	3,3	-6,0	2,0	5,8

Remarque : les données relatives aux mois d'août à octobre 2017 sont des estimations.

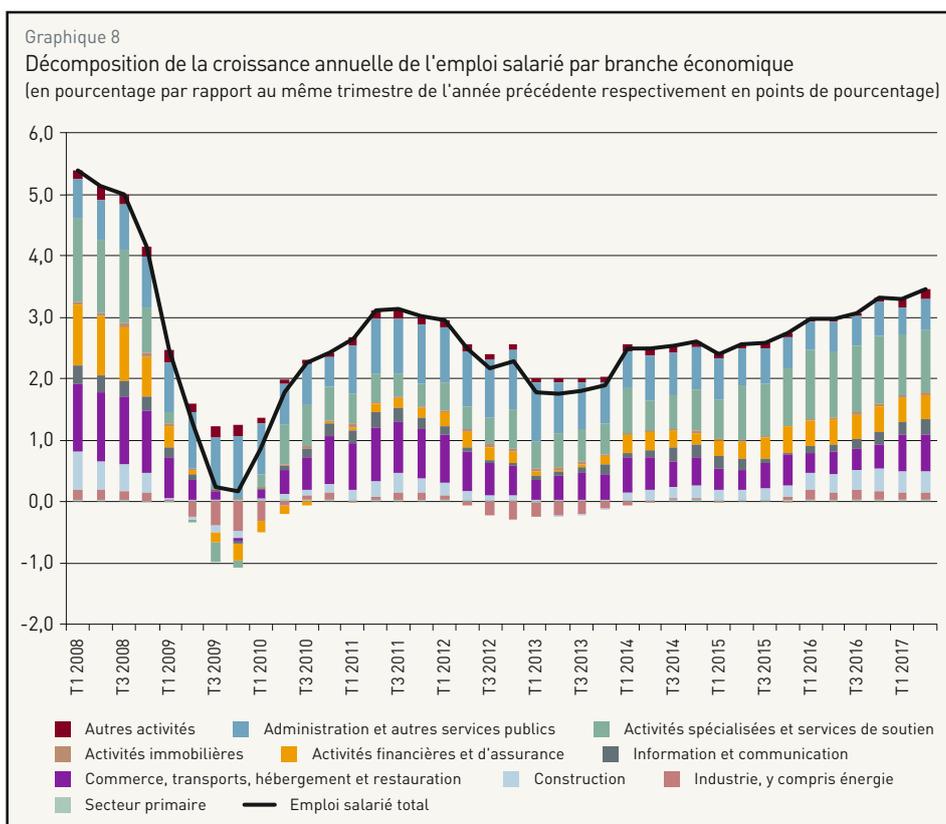
Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

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

8 À interpréter avec prudence au regard de leur caractère provisoire.

L'emploi résident. Cependant, l'écart de croissance entre emploi résident et frontalier a eu tendance à se stabiliser récemment<sup>9</sup>.

L'emploi intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers, a progressé de 3,9 % en glissement annuel au cours des sept premiers mois de 2017. Au mois de juillet 2017, le travail intérimaire s'est cependant inscrit en baisse, de 11,2 %, par rapport au même mois de l'année précédente. Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent pas encore de déterminer si cette récente baisse reflète un trou d'air passager ou, au contraire, un revirement de tendance sur le marché du travail<sup>10</sup>.



L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle que la progression annuelle de l'emploi salarié total (+3,4 % au deuxième trimestre 2017) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et horeca » et le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation). De son côté, le secteur financier au sens large et la construction ont contribué à hauteur de 0,4 p.p. (dans les deux cas) à la progression annuelle de l'emploi salarié total<sup>11</sup>.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence<sup>12</sup>. Sur l'année séparant les deuxièmes trimestres 2016 et 2017, l'économie luxembour-

geoise a ainsi créé plus de 14 000 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit, en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec près de 4 400 emplois créés et principalement occupés par des résidents. En second lieu, le

9 Selon les données définitives disponibles, l'emploi national a progressé de 2,9 % au cours des neuf premiers mois de 2017, 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).

10 Rappelons que l'emploi intérimaire est, en général, perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi.

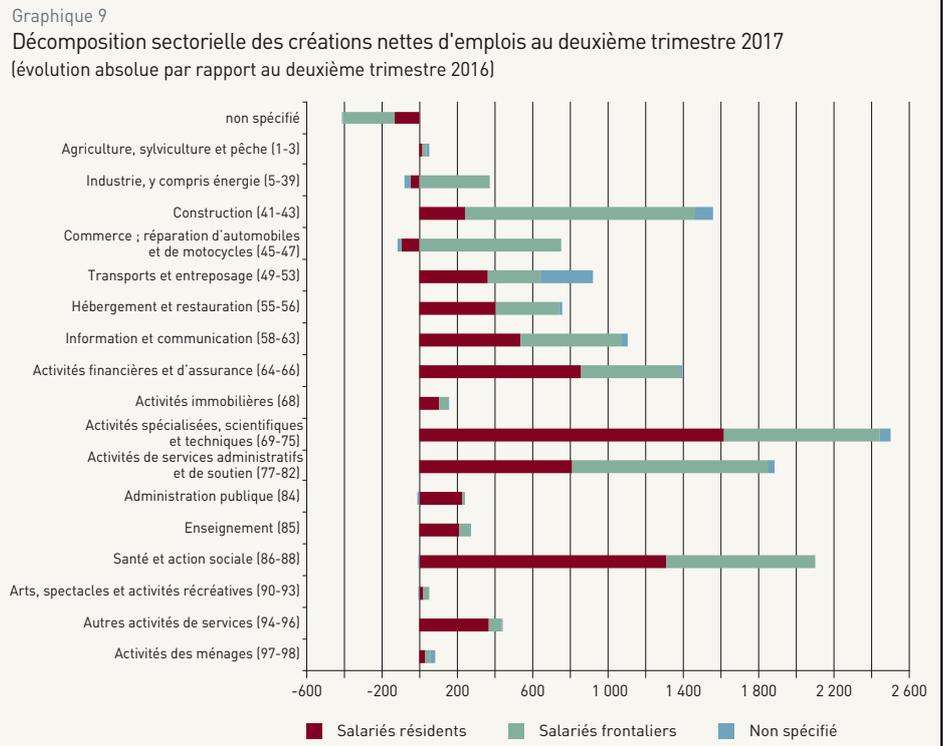
11 La hausse de l'emploi dans le secteur financier s'est principalement expliquée par la progression observée dans le sous-secteur des « Activités auxiliaires de services financiers et d'assurance » qui incluent par exemple les activités de gestion de fonds ou encore le courtage de valeurs mobilières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

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

secteur commercial au sens large (y compris transports et horeca), avec environ 2 300 emplois créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, le secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec plus de 2 600 postes créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés résidents. À noter également la construction et le secteur financier au sens large, avec environ 1 500 emplois créés par chaque secteur, principalement occupés par des frontaliers dans le premier et par des résidents dans le deuxième secteur.

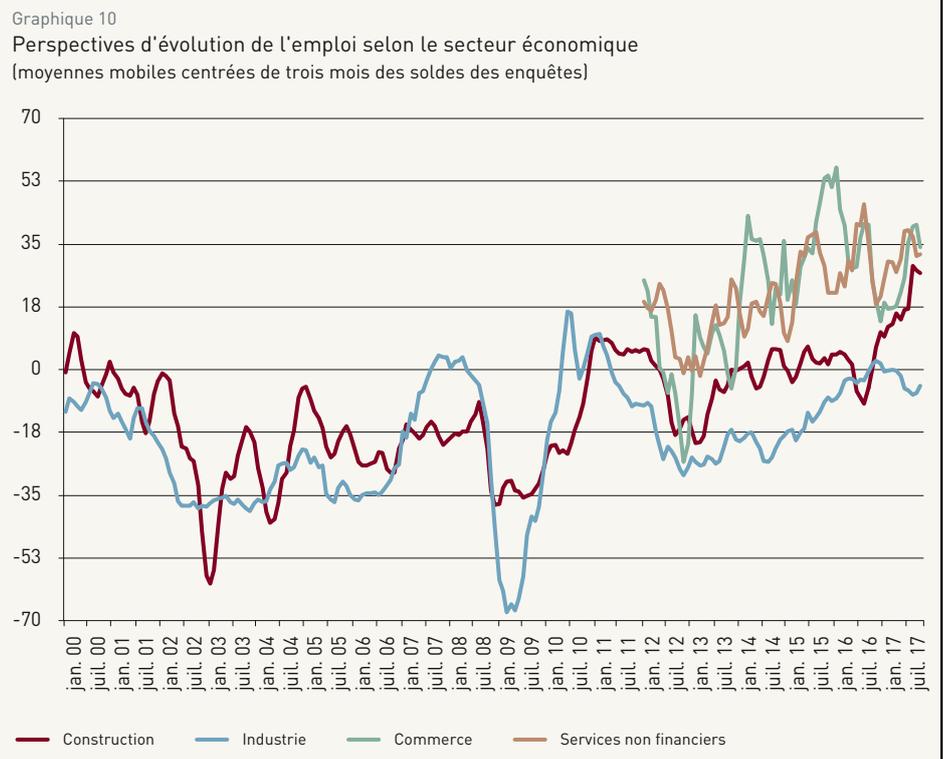
Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – ont révélé des anticipations favorables dans les services (non financiers), le commerce et la construction. En novembre 2017, les anticipations d'évolution de l'emploi se sont légèrement redressées dans l'industrie mais demeurent négatives.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail n'a pas entièrement pu être satisfaite, ce qui s'est répercuté dans les offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) qui ont atteint près de 6 300 unités en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année courante, soit une hausse de près de 8 % par rapport à la période correspondante de 2016. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, est donc largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Le nombre de postes vacants déclarés au



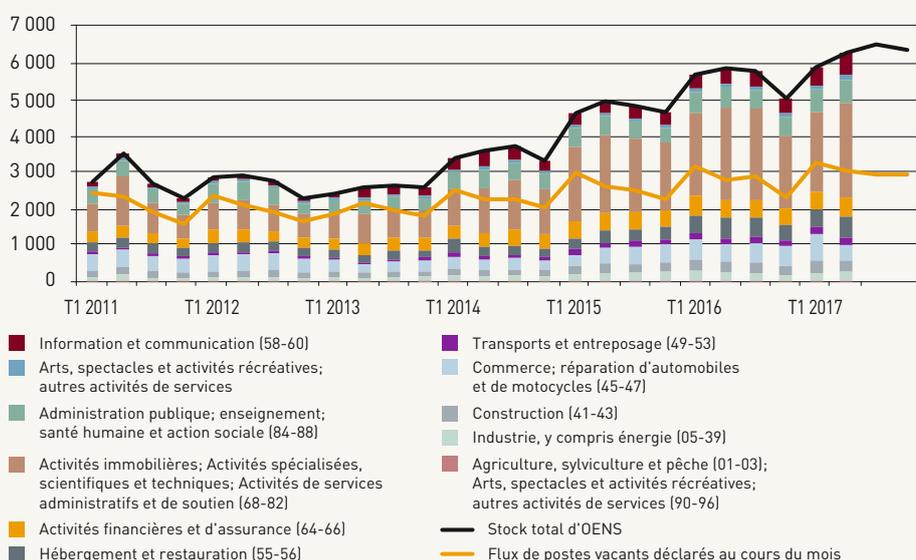
Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.

Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL



Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

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



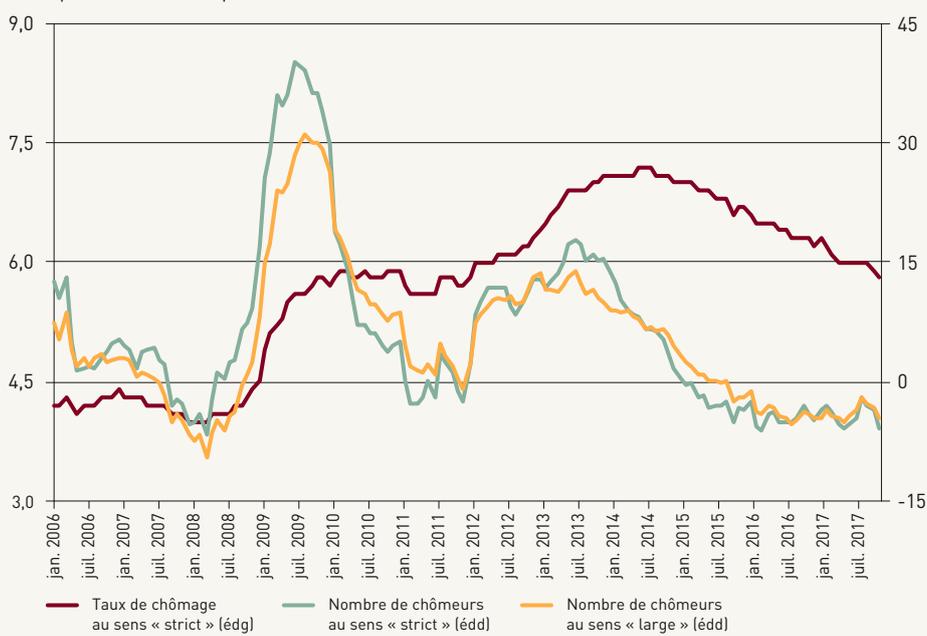
Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne les troisième et quatrième trimestres 2017. Par ailleurs, les données relatives au quatrième trimestre 2017 font uniquement référence aux mois d'octobre 2017.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à plus de 3 000 en moyenne au cours des mois de janvier à octobre 2017, en hausse de près de 6 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au deuxième trimestre 2017, plus de 40 % des offres d'emplois provenaient 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. Les contributions de ces branches ont été suivies par celle du secteur public au sens large et de la branche « information et communication », qui ont contribué chacune à 10 % des postes vacants. L'horeca, le secteur financier et le secteur commercial ont pour leur part contribué à respectivement 9 %, 8 % et 7 % des postes vacants à pourvoir.

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



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

### 1.2.2.2 Le chômage

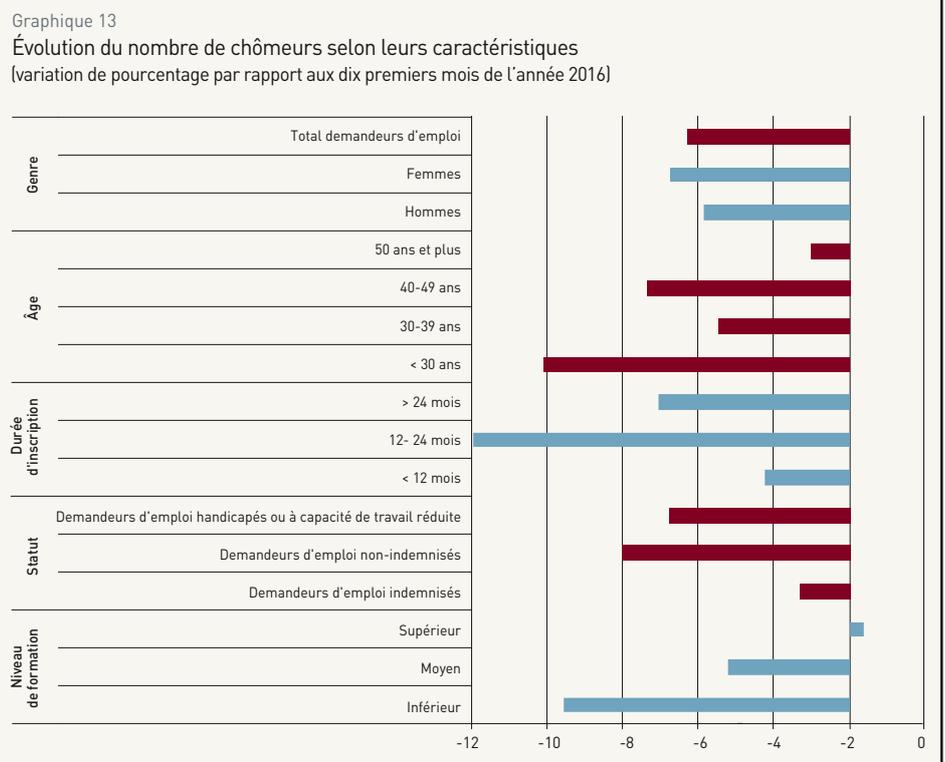
Après avoir connu une stagnation autour de 6,0 % entre les mois de mars et août 2017, le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 5,8 % en octobre 2017. Le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a poursuivi sa diminution en octobre 2017 (-6 % en glissement annuel, soit l'équivalent d'environ 1 000 chômeurs de moins en une année).

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi s'est établi à 5 184 en octobre 2017, soit 0,3 % de plus qu'il y a un an (et après avoir diminué sur la période allant d'avril 2016 et septembre 2017).

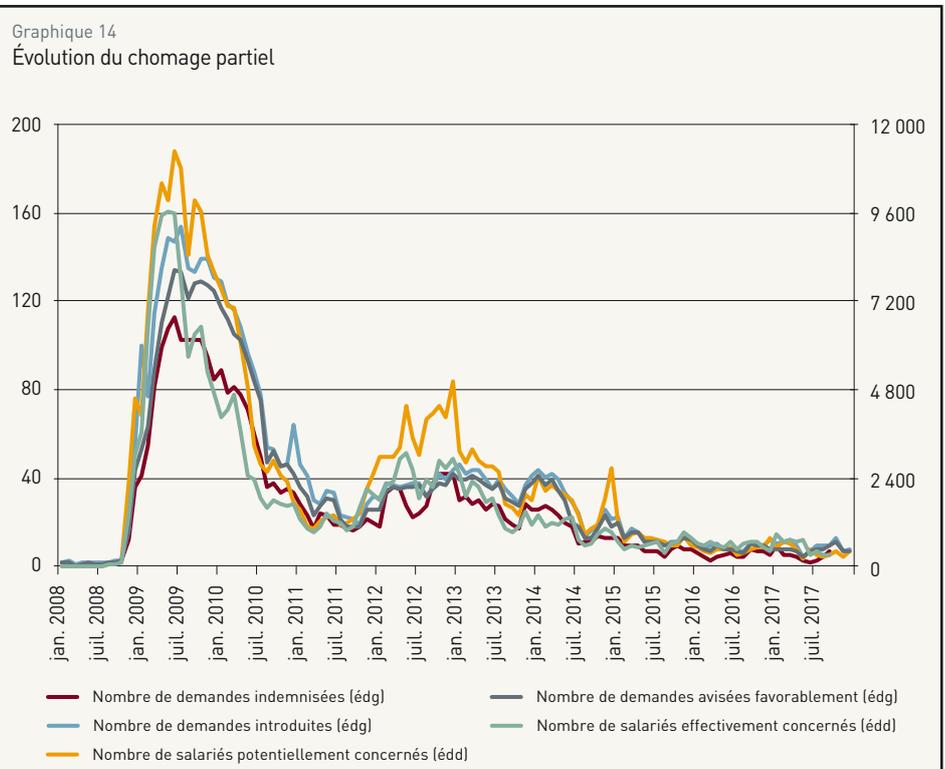
Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, qu'au cours des dix premiers mois de l'année en cours, la baisse du chômage au sens « strict » a bénéficié à quasiment toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque, en particulier, une diminution d'environ 8 % du nombre de chômeurs disposant d'un niveau de formation inférieur et des chômeurs âgés de moins de 30 ans. De même, le nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap a diminué de près de 5 % en un an (un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis près de quinze ans)<sup>13</sup>. Le chômage de longue durée a aussi sensiblement diminué en une année. En revanche, on remarque une légère hausse (+0,4 %) du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation supérieur (et ce depuis le mois de juillet 2017). Les prochains mois permettront de vérifier le caractère passager ou non de ce phénomène.

Du côté du chômage partiel, le nombre de salariés travaillant à horaire réduit s'est, en comparaison annuelle, accru au cours du premier semestre 2017. Malgré cette hausse, ce dispositif ne concerne désormais plus qu'un nombre limité d'entreprises.

13 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).



Source : ADEM, calculs BCL



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

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle** a baissé de 0,6 % lors des neufs premiers mois de 2017 par rapport à la même période en 2016. Cette évolution confirme la tendance observée durant la seconde moitié de 2016, période durant laquelle un recul de la production s'était amorcé au troisième trimestre et s'était ensuite renforcé au quatrième trimestre. Au premier trimestre 2017, la production a baissé fortement, à concurrence de 3,9 %. Si ce recul a été observé dans tous les secteurs, il a été particulièrement marqué dans le secteur des biens de consommation. Au deuxième trimestre, la production dans l'ensemble de l'industrie a été globalement stable (-0,1 %), pénalisée cependant par l'industrie sidérurgique et par la production de biens énergétiques, alors que la production de biens d'équipement était quant à elle en hausse. Le troisième trimestre a vu une progression de la production industrielle dans son ensemble, alors que seuls les biens énergétiques et, dans une moindre mesure, les biens de consommation ont connu des développements négatifs.

Tableau 6 :

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

	2015	2016	2017-T1	2017-T2	2017-T3
Total Industrie	1,2	0,2	-3,9	-0,1	2,5
Industrie sidérurgique	-15,2	15,3	-3,8	-8,0	-8,6
Total industrie hors sidérurgie	2,5	-0,9	-3,8	0,5	1,9
Biens intermédiaires	-1,5	5,1	-2,1	-0,5	2,4
Biens d'équipement	4,4	-2,6	-3,6	4,1	6,3
Biens de consommation	4,8	-5,3	-11,4	0,4	-0,7
Biens énergétiques	-0,4	5,0	-1,7	-5,5	-4,5

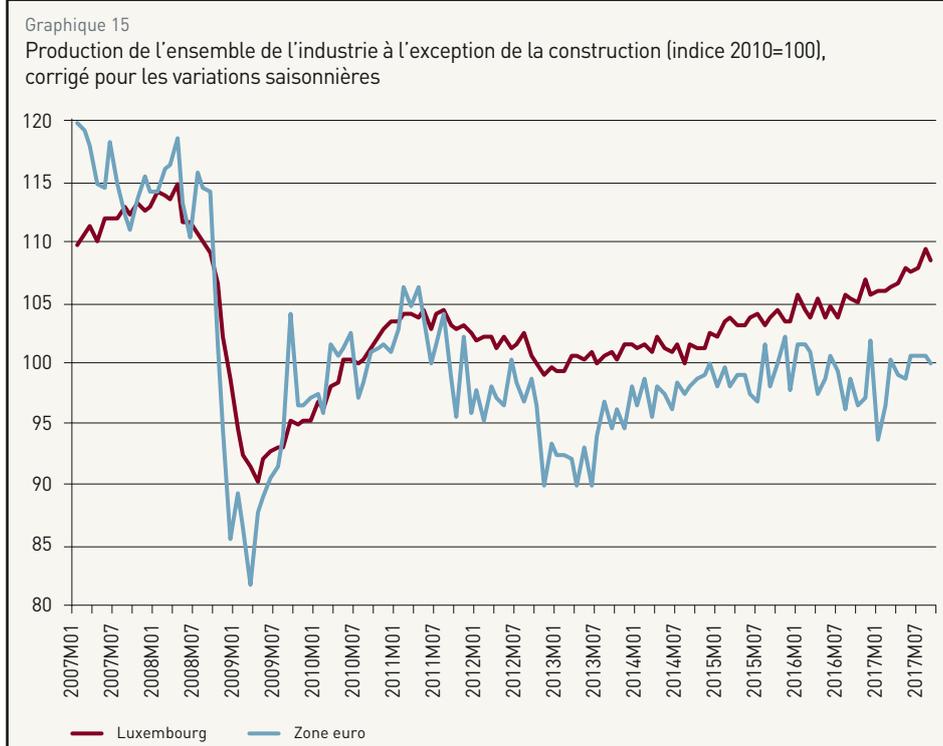
Source : STATEC, calculs BCL

Dans le reste de la zone euro la production industrielle a globalement été sur une pente ascendante depuis début 2013, si bien que les indices de la production industrielle au Luxembourg et dans la zone euro ont évolué de manière dissociée et ce 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 la production dans la zone euro avait enregistré un recul de moindre ampleur. 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, tendance qui semble se confirmer.

Lors du mois de novembre 2017, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est affiché en baisse pour s'établir à -4,7 (-0,7 en octobre). Ce niveau de confiance reste cependant élevé par rapport aux niveaux affichés au cours des dernières années. La tendance récente de la production a connu une très forte amélioration par rapport au mois d'octobre. Cette embellie ne se reflète toutefois pas au niveau du carnet de commandes qui s'est détérioré et ce tant au niveau du marché intérieur qu'au niveau du marché étranger. Les stocks ont peu évolué, restant globalement adéquats. Les perspectives d'évolution de la production se sont dégradées, mais, paradoxalement, les perspectives d'emploi se sont améliorées.

Les réponses aux questions trimestrielles, posées en octobre 2017 dressent un tableau contrasté par rapport à celles du mois de juillet. Plus d'entreprises ont considéré que l'activité n'était limitée par aucun facteur. En revanche, les entrées de commandes ont été en recul.

Lors de l'année 2016, l'activité dans la **construction** avait été très dynamique, la production ayant progressé de 3,7 % et le nombre d'heures travaillées de 3,1 %. Lors des neuf premiers mois de 2017, l'activité dans la construction a connu une évolution contrastée, puisque la production et le nombre d'heures travaillées ont reculé au premier trimestre avant de progresser au deuxième et au troisième trimestres. La chute de la production au premier trimestre est essentiellement imputable à un recul de près de 18 % enregistré au cours du mois de janvier, caractérisé par des conditions météorologiques peu favorables. Le recul s'est toutefois avéré moins important au niveau des heures travaillées. La dynamique positive observée dans le secteur de la construction lors du deuxième et du troisième trimestre n'a pas permis de compenser la chute observée au premier trimestre, la production ayant reculé de 0,1 % sur les neuf premiers mois de l'année par rapport à la même période en 2016. Le nombre d'heures travaillées a en revanche progressé de 0,8 %.



Alors qu'il avait déjà nettement progressé en 2016, le nombre de permis de bâtir accordés a affiché une forte hausse au premier trimestre de 2017 avant de chuter ensuite au deuxième trimestre. Cela s'est traduit par un recul de 8,4 % lors des six premiers mois de 2017 par rapport à la même période en 2016.

Tableau 7 :

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

	2015	2016	2017-T1	2017-T2	2017-T3
Production par jour ouvrable (pjo) – Total	-1,5	3,7	-6,7	4,8	1,6
Heures travaillées	-0,4	3,1	-2,1	2,9	1,4
Permis de bâtir	-37,4	20,6	38,6	-33,1	

Source : STATEC, calculs BCL

L'indicateur de confiance dans la construction a atteint 17,4 en novembre 2017, en très légère hausse par rapport au mois d'octobre. Il s'agit du plus haut niveau atteint par cet indicateur depuis qu'il est calculé au Luxembourg (janvier 2002).

## 1.2.3.2 Le secteur financier

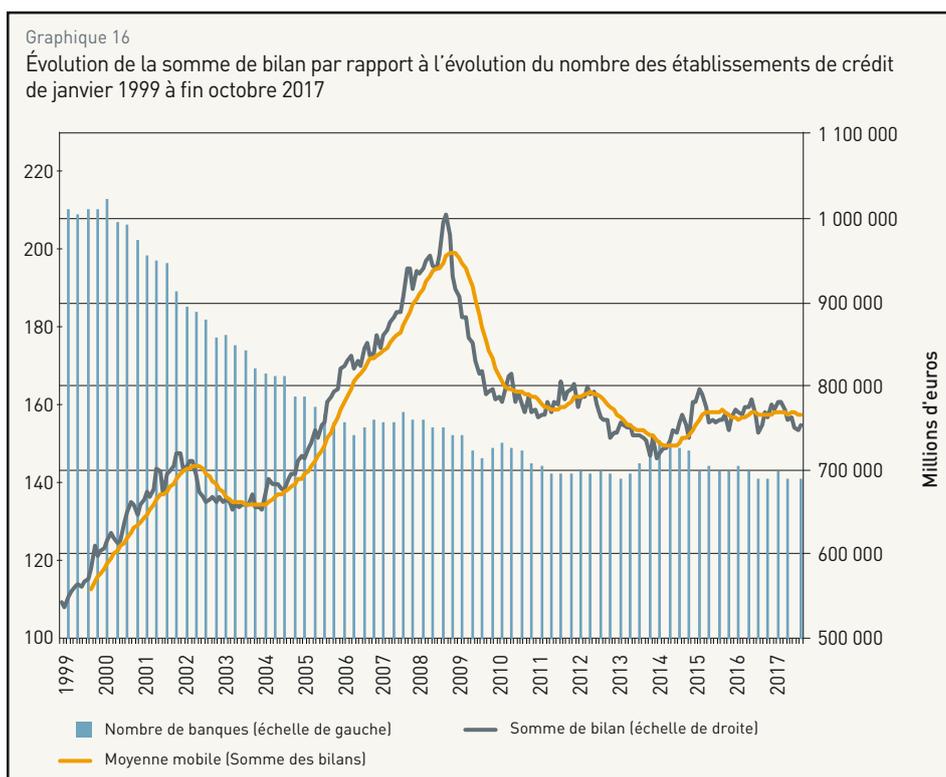
### 1.2.3.2.1 Les établissements de crédits

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

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 030 personnes fin septembre 2017, soit une baisse de 93 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 103 postes par rapport au 30 juin 2017.

La baisse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre septembre 2016 et septembre 2017 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 68 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 56 autres l'ont diminué. De manière générale, les variations de l'effectif ont été mineures, à l'exception de trois établissements de crédit qui ont subi une contraction plus substantielle du nombre d'employés. Quatre établissements de crédit ont dû signer un plan social.

#### L'évolution du nombre d'établissements de crédit



Source : BCL

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 141 unités au 30 novembre 2017, soit le même nombre qu'au mois de juillet 2017. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage de la place financière avec 24 unités présentes. On a également dénombré 15 banques françaises, 13 banques chinoises, 11 banques suisses, 9 banques italiennes et 6 banques luxembourgeoises.

#### Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2017, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 754 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une hausse annuelle de 691 millions d'euros, soit 0,10 %, par rapport au 31 octobre 2016.

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

Les créances interbancaires ont représenté plus que la moitié (50,5 %) du total de l'actif fin octobre 2017. Ces créances ont augmenté de 19,18 milliards d'euros pour porter l'encours à 381 milliards d'euros, soit une hausse de 5,3 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté en rythme annuel leurs dépôts auprès de la BCL de 15,7 milliards d'euros pour atteindre un montant de 94,5 milliards d'euros fin octobre 2017. Ce montant se décompose en 54,8 milliards d'euros sur les comptes courants et 39,7 milliards dans les facilités de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans les montants des comptes courants et des facilités de dépôt, ont progressé en rythme annuel et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même 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 des réserves obligatoires prenant fin le 12 septembre 2017, le montant de ces réserves a été de 4,6 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 43,8 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 2,5 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 1,1 %, pour atteindre un encours de 218,3 milliards d'euros fin octobre 2017. Une légère baisse de -0,3 % a été enregistrée par rapport au mois de septembre 2017. Entre octobre 2016 et octobre 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 1,5 milliards d'euros, soit une hausse de 2,2 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 7,4 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 18,4 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 132,9 milliards d'euros fin octobre 2017, soit une baisse de -15,2 %. Ce portefeuille a représenté 17,6 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 91,4 % de titres de créances à revenus fixes et à 8,6 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2017, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 121,6 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 18,1 milliards d'euros ou de -12,9 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de détailler les effets sous-jacents afin de mieux expliquer cette évolution. Les effets de valorisation et de change ont contribué à la baisse du portefeuille de respectivement 0,7 et 1,8 milliards d'euros. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 15,6 milliards d'euros entre octobre 2016 et octobre 2017. À noter que le portefeuille de titres à revenus variables a diminué de 0,3 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 2,6 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 21,6 milliards d'euros fin octobre 2017, soit 2,9 % de l'actif total.

Tableau 8 :

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

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	2016 10	2017 09	2017 10	2016 10 - 2017 10		2017 09 - 2017 10		2017 10
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	361 761	375 899	380 940	19 179	5,3	5 041	1,3	50,5
Créances sur la clientèle	215 816	218 896	218 294	2 478	1,1	- 602	-0,3	29,0
Portefeuille titres	151 364	134 094	132 995	-18 369	-12,1	-1 099	-0,8	17,6
Autres actifs	24 214	19 962	21 617	-2 597	-10,7	1 655	8,3	2,9
Total de l'actif	753 155	748 851	753 846	691	0,1	4 995	0,7	100,0

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

Source : BCL

## Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a diminué de 11,9 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 253,0 milliards d'euros fin octobre 2017. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 1,5 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 13,5 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 39,0 milliards d'euros fin octobre 2017.

Au 31 octobre 2017, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 4,3 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 352,2 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 46,7 % 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 (+20,1 milliards d'euros), des ménages et ISBLM des pays de la zone euro (+2,4 milliards d'euros) ainsi que les dépôts des sociétés financières du reste du monde (-3,6 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a augmenté de 4,1 milliards d'euros par rapport à octobre 2016 et a représenté 63,7 milliards d'euros en fin de période, soit 8,5 % 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 diminué de 5,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 84,9 milliards d'euros fin octobre 2017, soit 11,3 % du passif total.

Tableau 9 :

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

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	2016 10	2017 09	2017 10	2016 10 - 2017 10		2017 09 - 2017 10		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	258 119	251 267	253 011	-32 797	-11,3	78	0,0	33,6
Dettes envers la clientèle	339 245	351 624	352 163	17 951	5,2	581	0,2	47,3
Dettes représentées par un titre	58 443	61 521	63 754	-3 528	-5,7	-1 187	-2,0	7,6
Autres passifs	89 294	84 439	84 918	-3 063	-3,4	2 064	2,4	11,4
Total du passif	745 101	748 851	753 846	-21 437	-2,7	1 537	0,2	100,0

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

Source : BCL

## Taux d'intérêt

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux données du mois d'octobre 2017. Les données présentent les taux d'intérêt pour les nouveaux contrats pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. 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<sup>14</sup> pour les opérations de dépôt en euros.

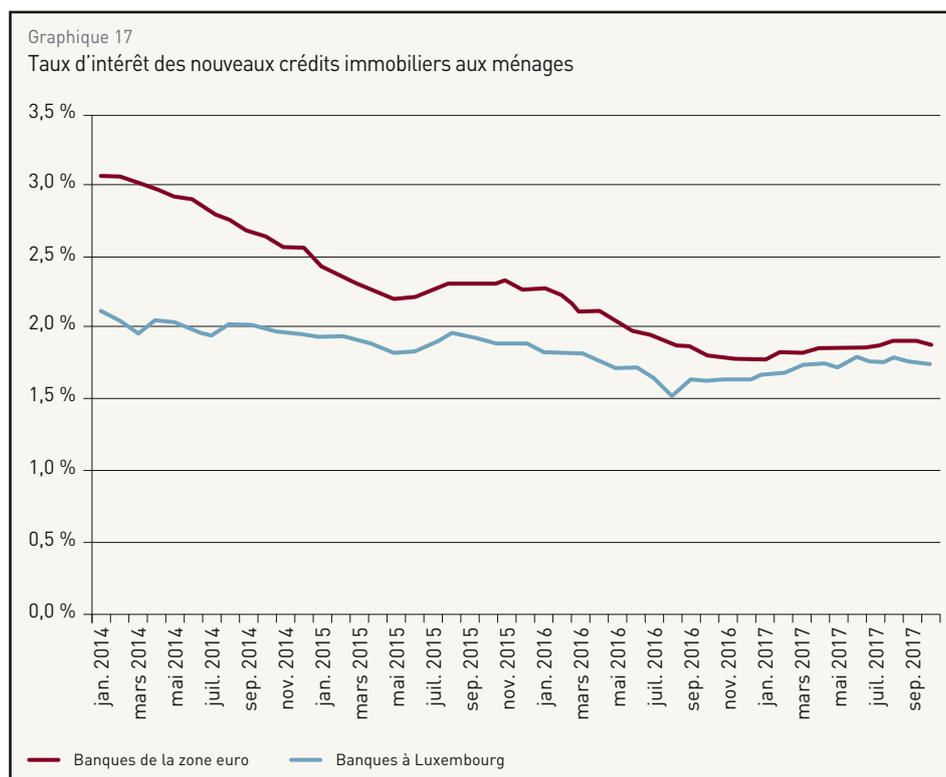
### Taux d'intérêt des crédits accordés

Le taux d'intérêt moyen<sup>15</sup> des nouveaux crédits immobiliers accordés par les banques de la Place aux ménages s'est établi à 1,76 % au mois d'octobre 2017. À titre de comparaison, ce taux était de 1,88 % en considérant les nouveaux crédits immobiliers accordés par les banques de la zone euro durant cette période de référence.

Le graphique 17 illustre l'évolution comparée des taux immobiliers pour les créances nouvellement accordées par les établissements de crédit à Luxembourg et les banques de la zone euro. Si l'écart entre les taux était significatif au premier semestre de l'année 2014, le coût des crédits immobiliers dans la zone euro a sensiblement diminué depuis lors. En d'autres termes, une convergence des taux immobiliers zone euro peut ainsi être observée, les taux luxembourgeois demeurant relativement stables durant la période d'observation.

Cette relative stabilité des taux immobiliers accordés par les banques à Luxembourg cache cependant des développements hétérogènes si les périodes de fixation des taux sont considérées. Distinguons à cet effet les nouveaux contrats immobiliers accordés à taux variable<sup>16</sup> et ceux à taux fixe<sup>17</sup>.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint 1,60 % en octobre 2017. Ce taux est resté inchangé en comparaison mensuelle, mais a diminué de 7 points de base sur un an. Le taux d'intérêt fixe s'est établi à 1,82 % en octobre, contre 1,87 % le mois précédent. En comparaison avec le mois d'octobre 2016, ce taux a progressé de 21 points de base. Le



Source : BCL, BCE

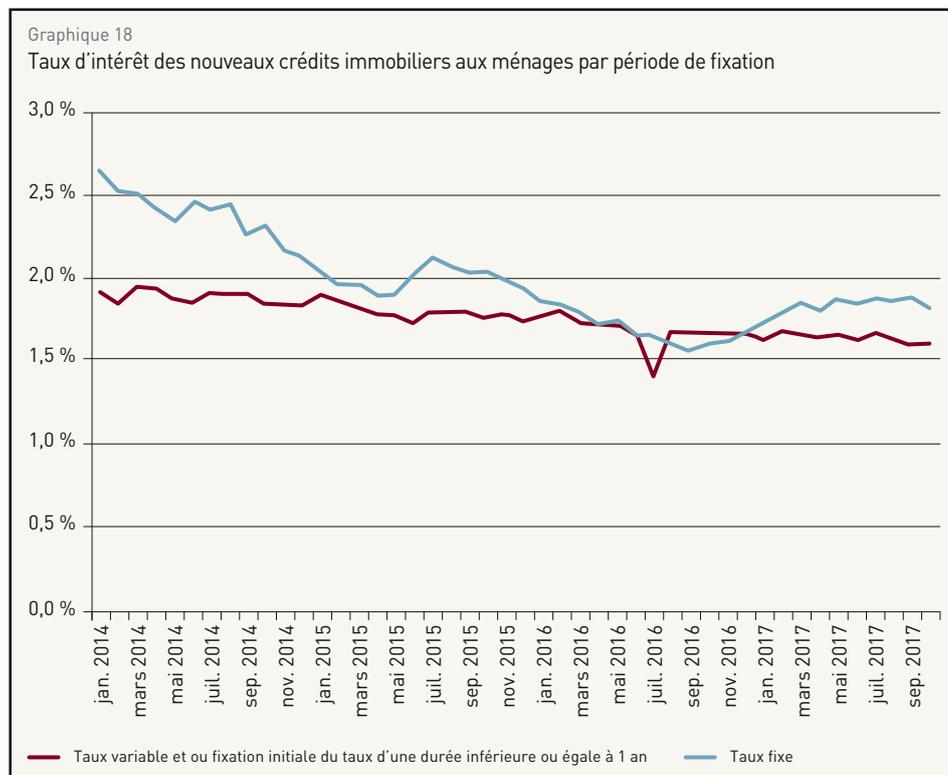
14 On entend par encours, l'ensemble des dépôts placés par les ménages et les sociétés non financières auprès de l'établissement de crédit et l'ensemble des crédits octroyés par l'établissement de crédit aux ménages et aux sociétés non financières.

15 C'est-à-dire le taux moyen pondéré par les volumes d'activité rapportés par les banques soumises à la collecte statistique sur les taux d'intérêts.

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

17 Taux d'intérêt fixe pondéré par les montants des contrats pour tous les crédits immobiliers accordés indépendamment de la durée de fixation initiale du taux (supérieure à un an). Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

Graphique 18 ci-dessous illustre l'évolution temporelle des taux fixes et variables des nouveaux crédits immobiliers conclus par les banques à Luxembourg.



Source : BCL

En termes de volume d'activité, les contrats immobiliers à taux fixe dominent désormais le marché en dépit de leur coût relatif plus important par rapport aux formules à taux variable. En effet, les banques à Luxembourg ont accordé 298 millions d'euros de créances immobilières à taux fixe et 190 millions d'euros à taux variable en octobre 2017.

Concernant les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières, les taux d'intérêt demeurent presque inchangés en comparaison annuelle. Dans ce segment d'activité, les crédits sont typiquement accordés à taux variable. La collecte statistique nous permet également de distinguer la catégorie de montant des nouvelles créances envers cette clientèle.

Le taux d'intérêt variable sur les contrats d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros s'est établi à 1,77 % en octobre 2017. Ce taux peut traduire les conditions de financement des petites et moyennes entreprises dont les capacités d'investissement et la demande de crédit bancaire sont relativement limitées.

Le taux variable des nouveaux contrats dont le volume est supérieur à 1 million d'euros s'est inscrit à 1,23 % durant la dernière période de référence. Par opposition au taux sur les contrats d'un montant inférieur, ce taux reflète a priori les conditions de financement des entreprises autres que les PME.

La différence entre les taux variables par catégorie de montant peut s'expliquer par de nombreux facteurs comme le profil de risque des contreparties, les garanties apportées ou encore la possibilité des plus grandes entreprises à se financer sur le marché des capitaux par émission d'instruments de dette ou de fonds propres.

#### 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 diminué de 40 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,49 % en octobre 2016 à 0,09% en octobre 2017. Le taux sur les dépôts à vue des ménages s'est établi à 0,13 % en octobre 2017, contre 0,16 % un an plus tôt. Néanmoins, il convient de noter que certaines banques chargent des intérêts négatifs sur les gros volumes que les ménages déposent sur leurs comptes courants qui, par nature, sont classés comme dépôts à vue.

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 -0,09 % en octobre 2017. Il convient toutefois d'interpréter cette évolution avec précaution car les pondérations des contrats individuels sont très volatiles pour cette catégorie d'instruments. Le taux sur les dépôts à vue des sociétés non financières était évalué à un point de base à la fin du mois d'octobre 2017.

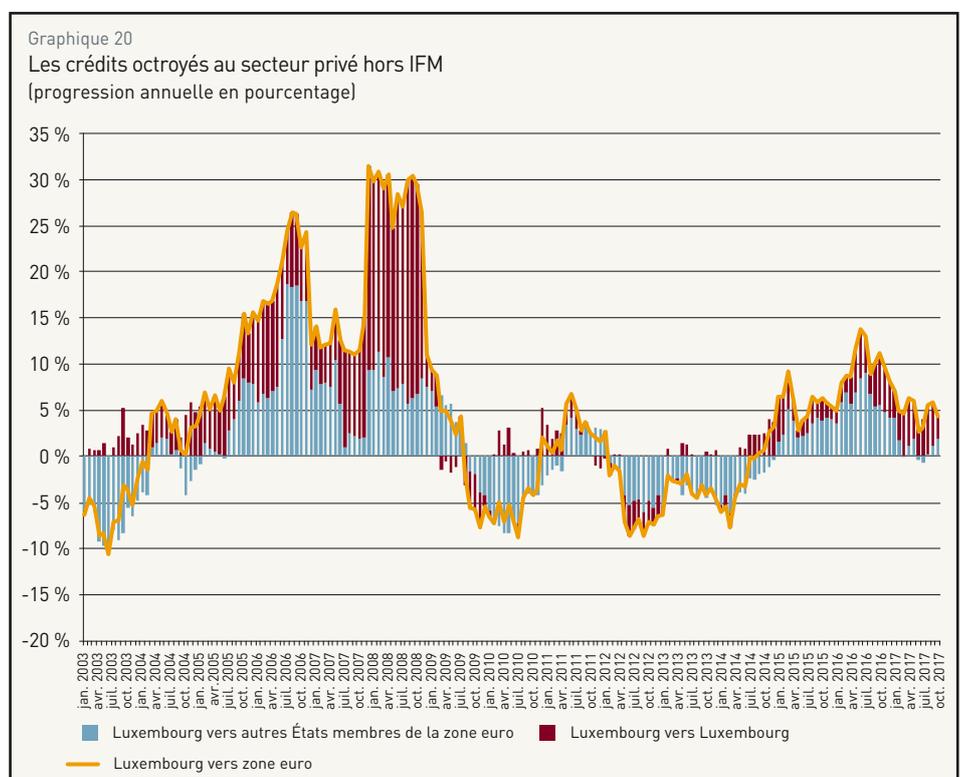
#### L'évolution des crédits au secteur privé

Les crédits octroyés par les banques luxembourgeoises au secteur privé non bancaire de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de 4,3 % en octobre 2017, soutenus par des contributions positives provenant majoritairement des crédits octroyés aux contreparties résidentes. La contribution des crédits octroyés aux contreparties non résidentes est redevenue positive au troisième trimestre de l'année après des contributions négatives au trimestre précédent (voir graphique 20).

Selon les données d'octobre 2017, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro est destinée au secteur non financier : 45 % des encours ont été attribués aux entreprises, alors que 19 % des crédits étaient octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Des montants relativement limités étaient affectés aux crédits à la consommation. Quant au secteur financier, 26 % des encours de crédits octroyés

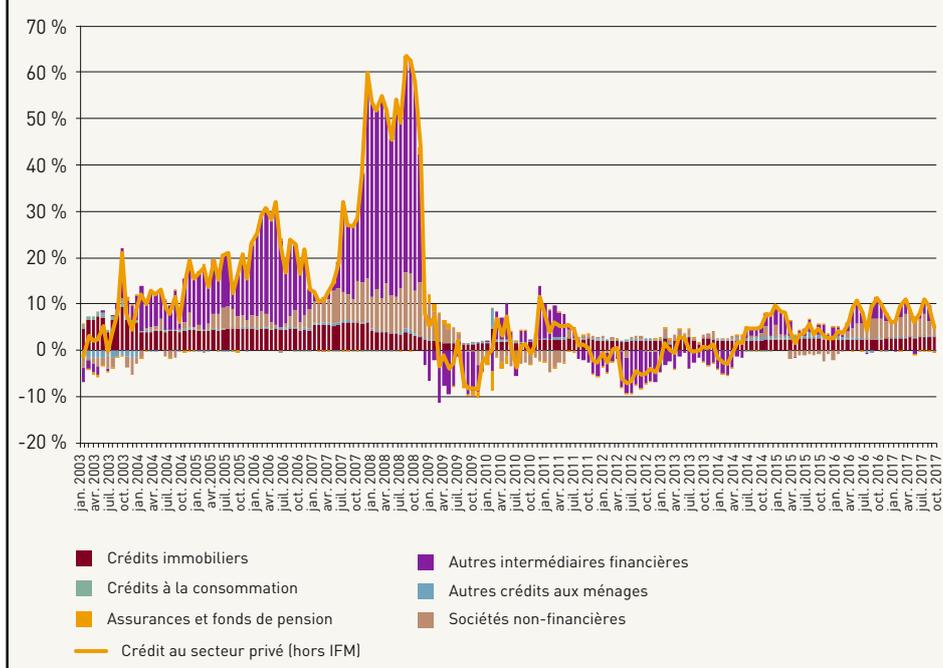


Source : BCL



Source : BCL

Graphique 21  
Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes  
(progression annuelle en pourcentage)



Source : BCL

2,5 et de -0,1 p.p.. Les crédits à la consommation accordés aux ménages ont contribué à hauteur de 0,1 p.p. seulement.

S'agissant des différents secteurs résidents, on constate une légère hausse de la croissance annuelle des crédits immobiliers accordés aux ménages. Celle-ci a atteint un rythme annuel de 8,2 % en octobre (par rapport à 7,8 % au deuxième trimestre). Les crédits à la consommation ont progressé à un taux annuel de 5,1 % en octobre. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. Les crédits accordés aux SNF au Luxembourg ont connu une progression annuelle de 8,6 % en octobre, après des taux très élevés sur les six derniers mois (jusqu'à 18,3 % en avril)<sup>18</sup>. Les crédits octroyés aux AIF résidents ont continué leur croissance à un rythme annuel de 9,1 % en octobre.

### 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 des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques. L'enquête contient aussi des questions sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits<sup>19</sup>. Lors de l'édition d'octobre 2017, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 7 au Luxembourg.

<sup>18</sup> Pour plus de détails sur ces évolutions, voir le Bulletin BCL 2017/2, page 35.

<sup>19</sup> Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201504.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf)

au secteur privé concernaient les 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.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé de 4,9 % en octobre 2017 (voir graphique 21). Cette dynamique est largement attribuable à l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages, qui ont contribué à hauteur de 2,7 points de pourcentage à la croissance annuelle en octobre. La contribution des crédits octroyés aux sociétés non financières (SNF) et aux AIF implantés au Luxembourg a été respectivement de

Pour cette dernière édition, les questions rétrospectives faisaient référence au troisième trimestre 2017, tandis que les questions prospectives couvraient le quatrième trimestre 2017.

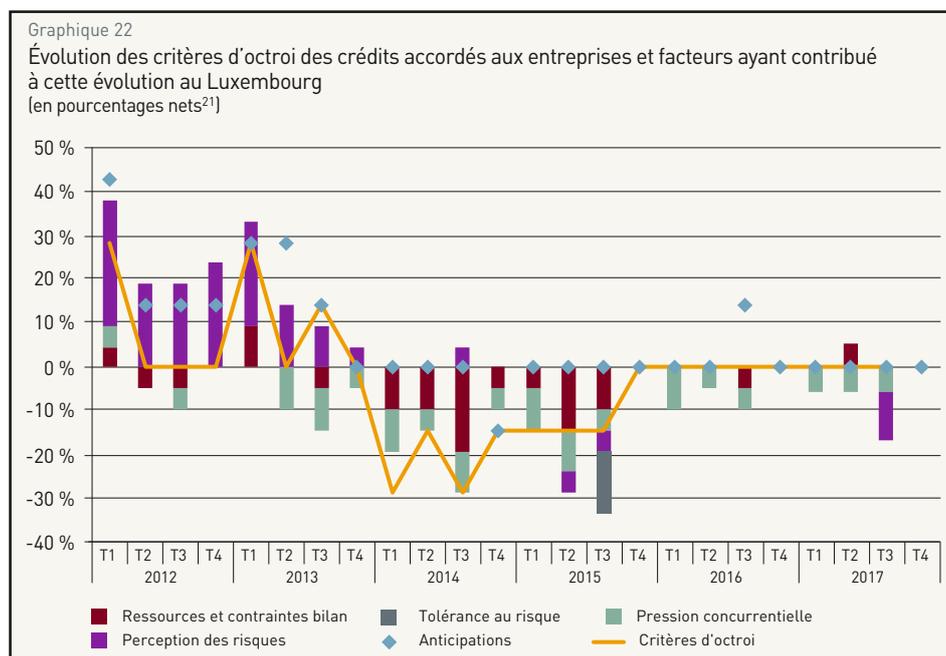
Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec prudence.

### Crédits accordés aux entreprises

Au troisième trimestre 2017, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères d'octroi<sup>20</sup> de crédits aux entreprises sont restés inchangés en termes nets (voir graphique 22), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Ces critères d'octroi ont pourtant connu un léger effet d'assouplissement émanant de la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières et d'un changement dans la perception des risques. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi pour les crédits aux entreprises, la pression concurrentielle ayant été citée comme le facteur principal contribuant à cet assouplissement.

Au Luxembourg, comme dans la zone euro, les banques se sont attendues à une stabilisation des critères d'octroi de crédits aux entreprises lors du quatrième trimestre 2017.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi<sup>22</sup>, qui fixent les spécificités du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère diminution de leurs marges sur les prêts de risque moyen. De plus, elles ont déclaré avoir légèrement diminué leurs demandes de garanties et augmenté le montant du crédit octroyé. Par ailleurs, les banques ont indiqué



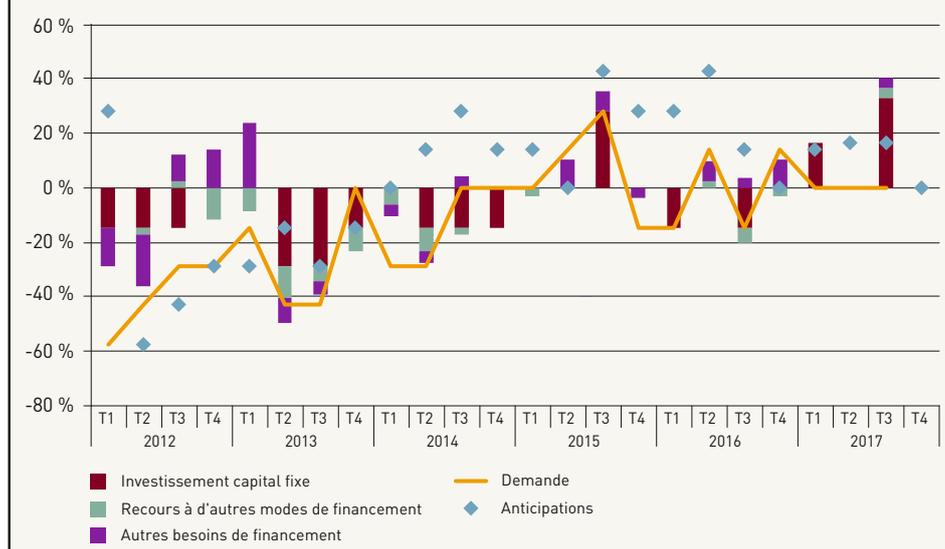
Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « 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

20 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 ».

21 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.

22 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 a 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<sup>23</sup>)



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

Source : BCL

une légère augmentation de leurs frais autres que les intérêts. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen et un léger assouplissement des autres conditions d'octroi.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises est restée inchangée au troisième trimestre 2017 (voir graphique 23). Seule la demande de la part des PME a légèrement augmenté. Cette augmentation s'explique par une progression de l'investissement en capital fixe ainsi que par des restructurations de la part des entreprises.

Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une progression nette de la demande de crédits, en l'attribuant principa-

lement au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de l'investissement en capital fixe de la part des entreprises. En revanche, les banques ont déclaré que les entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement, notamment au financement interne, ce qui a atténué la demande de crédits.

#### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, globalement, les banques au Luxembourg ont indiqué un assouplissement de leurs critères d'octroi (voir graphique 24). Les motivations de cet assouplissement sont liées à une concurrence accrue, tandis qu'une augmentation des coûts des ressources et une diminution de la tolérance au risque ont eu un effet de durcissement. Dans la zone euro, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi en raison de la pression concurrentielle. Les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à une stabilité des critères d'octroi au cours du quatrième trimestre 2017, tandis que celles de la zone euro ont anticipé un léger durcissement.

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 des frais liés aux crédits. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction nette de leurs

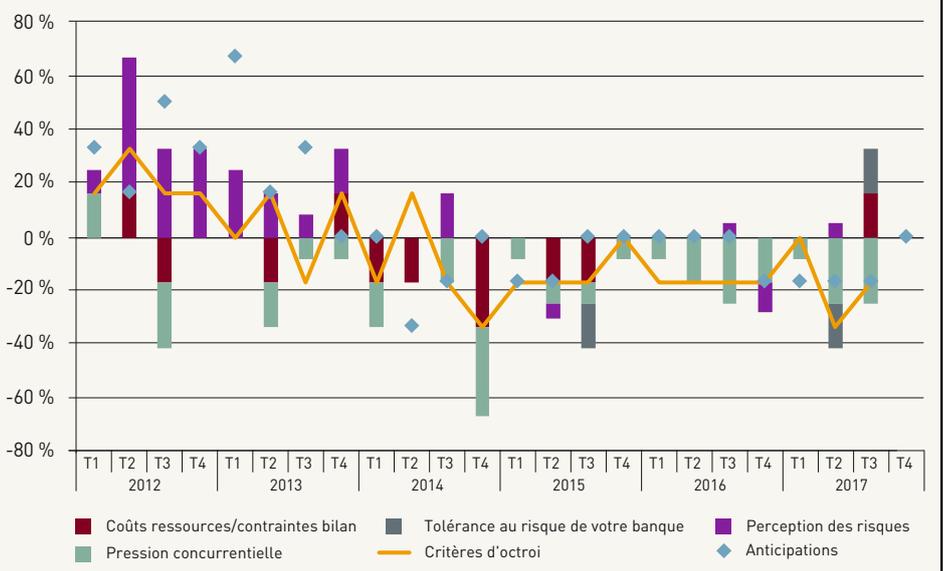
23 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que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

marges sur les prêts de risque moyen, ainsi qu'une légère diminution de leur ratio prêt-valeur (quotité d'emprunt).

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a augmenté au troisième trimestre 2017 (voir graphique 25) : elle s'expliquerait par une amélioration des perspectives, une hausse des prix sur le marché de l'immobilier, un niveau faible des taux d'intérêt, mais aussi par une amélioration de la confiance des consommateurs et une diminution du financement par l'épargne. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant principalement au faible niveau des taux d'intérêt et aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Graphique 24

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

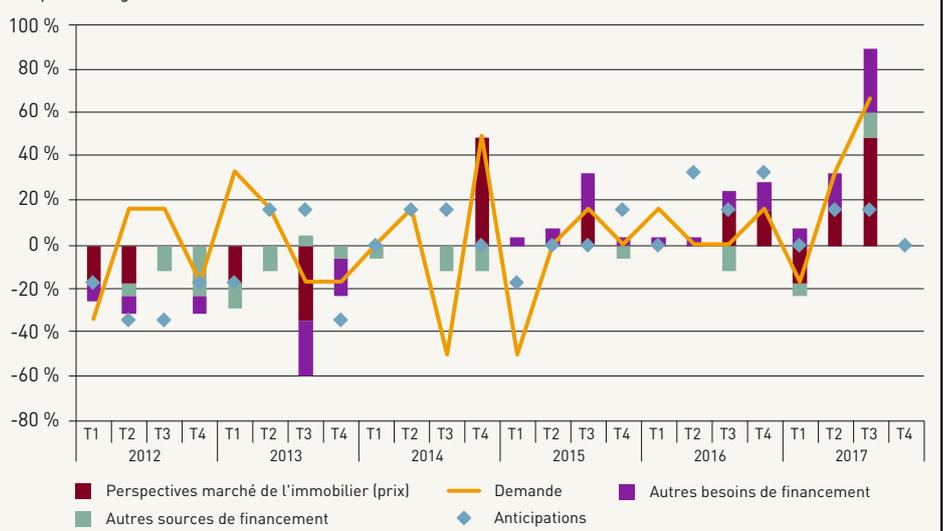


Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le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

Source : BCL

Graphique 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

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

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré que les critères d'octroi sont restés inchangés au cours du troisième trimestre 2017 quand les banques de la zone euro ont indiqué un léger assouplissement de ces critères d'octroi, principalement dû à une augmentation de la pression concurrentielle entre banques.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré ne pas avoir changé leurs marges et leurs autres conditions de crédit, tandis que celles de la zone euro ont déclaré avoir légèrement diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédit des ménages a légèrement diminué au cours du troisième trimestre 2017, sous l'effet d'une diminution des dépenses en biens durables. Par contre, au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, qu'elles ont principalement attribué à l'amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

### *Questions ad hoc*

Outre les questions régulières, le questionnaire d'octobre comprenait cinq questions *ad hoc*. La première question portait sur l'impact 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.

Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué une légère dégradation au cours du troisième trimestre 2017 de leurs conditions d'accès aux dépôts à court terme. Par contre, elles ont constaté une stabilité de leurs conditions d'accès au refinancement interbancaire et par titres de créance. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une amélioration des conditions d'accès au financement de détail, ainsi qu'aux niveaux du refinancement par le marché interbancaire et par titres de créance.

La deuxième question concernait l'effet potentiel du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème sur les actifs des banques. Au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, les banques ont noté, entre avril et septembre 2017, l'impact positif de ce programme 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, résultante d'une détérioration des marges nettes d'intérêt. Cet impact négatif a pourtant été atténué par des plus-values réalisées sur des ventes d'actifs négociables.

La troisième question interrogeait les banques sur 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 qui en a résulté a principalement contribué à augmenter l'octroi de crédits, mais aussi à remplacer des prêts interbancaires et à faciliter l'achat d'autres actifs négociables (autres que les obligations souveraines de la zone euro).

La quatrième question portait sur l'effet du programme étendu d'achat d'actifs sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques au Luxembourg ont indiqué qu'entre avril et septembre 2017, les critères et conditions d'octroi n'ont été que marginalement affectées par ce programme. Ce constat se retrouve aussi au niveau de la zone euro, où 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 s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Pour l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre avril et septembre 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. Par contre, le taux négatif de la facilité de dépôt a eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages et aux entreprises au Luxembourg ainsi qu'au niveau de la zone euro.

### Comptes de profits et pertes

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts s'est élevé à 4,2 milliards d'euros au troisième trimestre 2017 contre 4,5 milliards un an auparavant. Ce retrait s'explique par une baisse du produit bancaire en raison des revenus non récurrents et une progression des autres frais d'exploitation.

Les principales sources de revenus bancaires montrent des évolutions hétérogènes pour les comptes du troisième trimestre. Au niveau des revenus récurrents, tant la marge sur intérêts que les revenus nets de commissions ont progressé en comparaison annuelle. En effet, les derniers chiffres confirment la bonne tenue des produits d'intérêts entre septembre 2016 et septembre 2017 sous l'impulsion d'un redressement de l'octroi de crédits bancaires. Malgré le contexte économique de taux faibles, la marge d'intérêt des banques a augmenté de 2,3 % sur un an pour s'établir à 3,7 milliards d'euros au troisième trimestre 2017. Les revenus nets de commissions profitent toujours d'un contexte boursier très favorable et de la hausse d'activité de l'industrie des fonds d'investissement dont la valeur nette d'investissement a augmenté de 11,5 % durant la période d'observation. Les commissions nettes ont ainsi progressé de 4,9 % sur un an pour atteindre 3,5 milliards d'euros fin septembre 2017.

Les revenus des autres activités bancaires se sont globalement orientés à la baisse. Il convient cependant d'interpréter ces évolutions avec précaution. En effet, les deuxième et troisième trimestres de 2016 étaient marqués par d'importants revenus de dividendes qui sont absents en 2017. Enfin, la catégorie résiduelle des autres revenus nets a diminué en comparaison annuelle, en raison notamment des pertes rapportées par une banque sur les instruments financiers pour couverture de risques.

Par conséquent, le produit bancaire qui regroupe les principales sources de revenus précitées, s'est légèrement contracté par rapport à l'année précédente pour atteindre 8,8 milliards d'euros au troisième trimestre de cette année.

Les frais généraux ont augmenté de 156 millions d'euros ou de 3,7 % sur un an en raison de la hausse des frais d'exploitation. En conclusion, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts diminue de 5,7 % en rythme annuel pour s'élever à 4,2 milliards d'euros.

Tableau 10 :

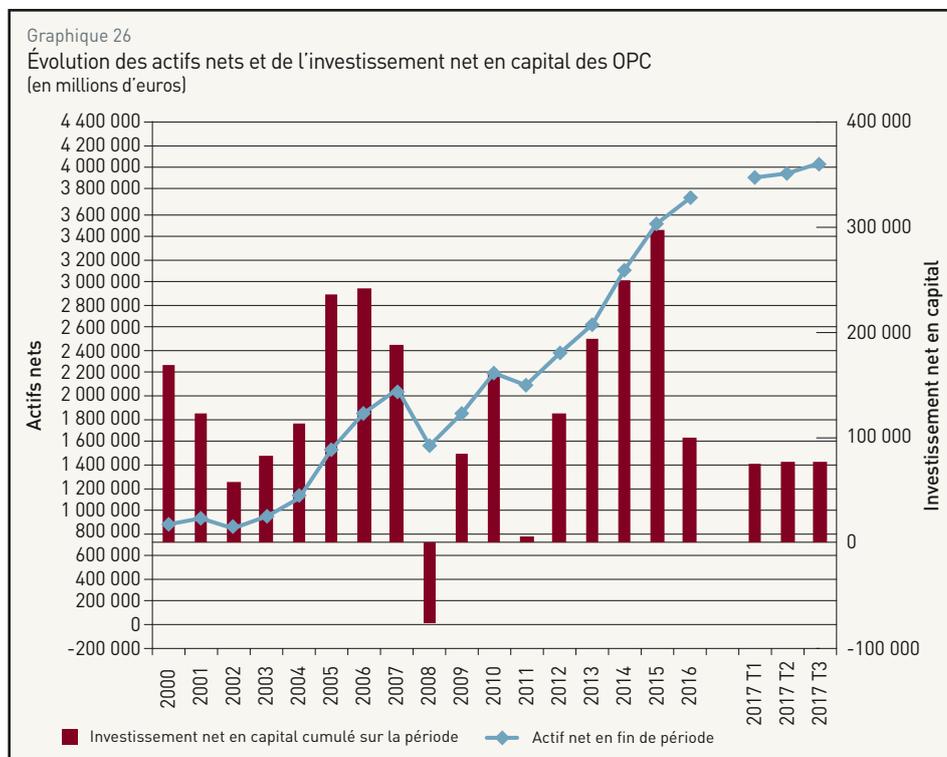
**Compte de profits et pertes des établissements de crédit (y compris les succursales à l'étranger des banques luxembourgeoises) agrégés en cours d'année**

(données exprimées en millions d'euros et en pourcentage)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2016 09	2017 09	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	8 352	8 769	417	5,0
2	Intérêts bonifiés	4 789	5 072	283	5,9
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 564	3 698	134	3,8
4	Revenus nets sur commissions	3 374	3 538	164	4,9
5	Revenus sur opérations de change	259	343	84	32,4
6	Dividendes reçus	973	625	-348	-35,8
7	Autres revenus nets	702	572	-130	-18,5
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	5 308	5 078	-230	-4,3
9	Produit bancaire (3+8)	8 872	8 775	-97	-1,1
10	Frais de personnel	2 298	2 322	24	1,0
11	Frais d'exploitation	1 875	2 007	132	7,0
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 173	4 329	156	3,7
13	Amortissements sur immobilisé non financier	229	232	3	1,3
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 469	4 214	-255	-5,7

Sources : CSSF, calculs BCL

### 1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif



Source : CSSF

Les investissements nets ont quant à eux significativement contribué à la hausse des actifs sous gestion (+76,3 milliards d'euros).

#### L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de juin 2017, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 20 unités, pour s'établir à un total de 4 110 unités à la fin septembre 2017. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 38 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 674 à 14 712 unités.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de 2,4 % pour s'établir, fin septembre 2017, à 4 037,1 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (+17,2 milliards d'euros).

Tableau 11 :

**Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif**

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

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL <sup>1) 2)</sup>	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS <sup>2) 3)</sup>	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1.941	7.806	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 <sup>4)</sup>	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
avril	4.129	14.583	153	3.937.907	31.731	149	495.827	14,4	31.880	0,8
mai	4.141	14.656	149	3.956.348	24.006	-5.547	468.368	13,4	18.459	0,5
juin	4.130	14.674	150	3.943.598	20.751	-33.519	481.694	13,9	-12.768	-0,3
juillet	4.133	14.663	148	3.957.581	29.150	-15.167	391.825	11,0	13.983	0,4
août	4.118	14.698	148	3.987.328	33.298	-3.551	385.166	10,7	29.747	0,8
sept.	4.110	14.712	146	4.037.140	13.887	35.925	415.211	11,5	49.812	1,2

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.<sup>4)</sup> 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 détaillé 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 12.

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 <sup>1)</sup>	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
avril	1 426 987	1 299 619	958 539	79 636	224 184	77 043
mai	1 431 878	1 304 454	961 789	80 653	223 575	77 333
juin	1 436 165	1 293 144	955 543	80 614	219 998	79 448
juillet	1 442 340	1 301 171	972 998	82 737	220 778	82 151
août	1 456 086	1 297 481	980 732	83 892	217 789	83 468
septembre	1 469 850	1 325 994	993 624	85 066	209 111	85 049

<sup>1)</sup> 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 12 reprend le total de l'actif par types 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 plus marginales. 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 conséquence 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 2,3 % par rapport au deuxième trimestre de 2017. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 2,5 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 326 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2017. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 4 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des taux de variation de leur total bilantaire de 5,5 %, -4,9 % et 7 %.

### Les OPC monétaires

#### *Le nombre de compartiments*

Fin septembre 2017, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 146 unités, en légère baisse par rapport au mois de juin 2017.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 en raison d'un changement de définition<sup>24</sup>.

### La somme des bilans

Entre la fin du deuxième trimestre de 2017 et la fin du troisième trimestre de 2017, la somme des bilans a baissé de 0,4 %, passant de 289,4 milliards d'euros à 288,4 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, les effets de revalorisation négatifs induits par l'appréciation du taux de change de l'euro par rapport au dollar américain ont été compensés par des émissions nettes de parts à hauteur de 5 milliards d'euros.

### La politique d'investissement

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

Fin septembre 2017, le portefeuille de titres représentait 75,5 % de l'actif, soit 217,7 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 23,4 %, soit 67,6 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, l'évolution du total bilantaire s'est accompagnée d'une baisse de l'encours du portefeuille de titres (-3,5 %).

Tableau 13 :

#### Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution

(encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	09-2016	06-2017	09-2017	09-2016 - 09-2017		06-2017 - 09-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	09-2017
Créances	57 448	61 215	67 580	10 132	17,6	6 365	10,4	23,4
Portefeuille titres	214 288	225 676	217 727	3 439	1,6	-7 949	-3,5	75,5
Autres actifs	2 707	2 541	3 111	404	14,9	570	22,4	1,1
Total de l'actif	274 443	289 432	288 418	13 975	5,1	-1 014	-0,4	100,0

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

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, outre actions et parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (128 milliards d'euros), le secteur public (36,4 milliards d'euros) et le secteur privé non bancaire (47,6 milliards d'euros).

Entre la fin du deuxième trimestre de 2017 et la fin du troisième trimestre de 2017, le volume total des titres en portefeuille a baissé de 3,4 %. 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 %, -13,7 % et +0,6 %.

<sup>24</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Tableau 14 :

**Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie<sup>1)</sup>**

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	09-2016	06-2017	09-2017	09-2016 - 09-2017		06-2017 - 09-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	112 715	130 073	128 021	15 306	13,6	-2 052	-1,6	60,4
Administrations publiques	45 334	42 126	36 350	-8 984	-19,8	-5 776	-13,7	17,2
Autres secteurs	55 449	47 260	47 552	-7 897	-14,2	292	0,6	22,4
Total	213 498	219 459	211 923	-1 575	-0,7	-7 536	-3,4	100,0

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

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

Source : BCL

### 1.2.3.3 Le commerce et les autres services non financiers

À l'exception de la vente par correspondance (commerce électronique), les statistiques relatives au commerce indiquent pour les trois premiers trimestres de l'année 2017 des évolutions favorables.

Concernant les statistiques du commerce de détail, il convient de noter que l'indice du chiffre d'affaires (CA) a été fortement révisé sur les trois dernières années suite à des révisions intervenues dans le secteur de la vente par correspondance (VPC)<sup>25</sup>. Selon les dernières données disponibles, le CA en valeur dans le commerce de détail a continué à reculer fortement sur les trois premiers trimestres de l'année 2017 (voir tableau), en raison d'effets de base défavorables faisant suite aux révisions décrites ci-dessus. Ces effets devraient néanmoins s'estomper à partir du mois d'octobre 2017. Les ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) ont de leur côté sensiblement progressé au cours des trois premiers trimestres de l'année 2017. La croissance du CA dans le commerce de détail hors VPC et VCMS a pour sa part été modérée sur la même période.

Dans le commerce de gros, les statistiques indiquent des évolutions positives sur les trois premiers trimestres de l'année 2017, qui font suite à deux années consécutives de recul des ventes. Concernant le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles, les statistiques indiquent une accélération des ventes aux deuxième et troisième trimestres 2017.

Les immatriculations automobiles ont pour leur part fortement progressé au troisième trimestre 2017 (+7,8 %) et en octobre (+9,2 %). Au total sur les 10 premiers mois de l'année, ces immatriculations ont en moyenne progressé de 4,3 % au Luxembourg. Dans l'Union européenne la hausse s'est établie à 3,9 % sur la même période.

Au niveau des services et des transports, l'évolution des affaires a été en moyenne très favorable depuis le début de l'année 2017. Au troisième trimestre 2017, la progression du CA s'est inscrite en nette accélération - avec des taux de croissance à deux chiffres - dans le transport aérien, fluvial et le

25 Plus précisément, une grande entreprise multinationale autrefois active dans la VPC a opté depuis août 2015 pour une restructuration de ses activités. Cette dernière est dorénavant enregistrée au Luxembourg dans le secteur des activités de sièges sociaux, tandis que les ventes à l'étranger sont désormais enregistrées à l'actif de ses filiales situées dans les pays importateurs. Par ailleurs, une seconde entreprise, qui était également un acteur majeur de la VPC au Luxembourg, a cessé ses activités commerciales au Luxembourg, ce qui a impliqué une révision du CA pour le mois d'octobre 2016 et les suivants.

secteur entreposage et services auxiliaires aux transports<sup>26</sup>. Les CAs dans les secteurs du transport terrestre et de l'hôtellerie-restauration ont en moyenne progressé de manière notable sur les trois premiers trimestres de l'année 2017, bien qu'à des rythmes plus modérés que dans les autres secteurs des transports.

Tableau 15 :

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

	2015	2016	2016-T3	2016-T4	2017-T1	2017-T2	2017-T3
Immatriculations de voitures	-6,7	8,8	7,0	7,0	2,9	1,7	7,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-1,1	4,9	-2,9	3,3	1,9	7,8	10,9
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-9,3	-12,6	-16,0	-4,1	8,3	1,2	8,8
Commerce de détail	-28,5	-52,8	-38,3	-28,4	-26,0	-23,6	-25,2
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	-2,5	-2,3	-2,7	2,0	11,9	11,4	6,0
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	1,0	2,5	2,7	3,6	1,6	2,8	2,1
Hôtels et restaurants	2,1	2,4	3,0	2,2	5,3	6,4	5,7
Transports aériens	4,3	-4,3	-0,4	0,7	21,0	9,3	16,4
Transports par eau	28,5	-2,3	-8,8	-13,4	-7,8	5,6	35,3
Transports terrestres	4,3	3,8	2,6	5,3	3,1	5,7	5,2
Entreposage et services auxiliaires des transports	1,4	-5,5	-8,2	-9,3	0,0	8,9	19,5

\* En valeur

Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (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 2016 près de 30 % de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu plus que les 25 % du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé.

Sources : STATEC, calculs BCL

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

L'indicateur de confiance des consommateurs a en novembre 2017 progressé pour le troisième mois consécutif et a atteint un sommet historique. Les quatre composantes<sup>27</sup> de l'indicateur ont évolué favorablement ce mois-ci : les anticipations des ménages relatives à leur situation financière et à leur capacité d'épargner ont été sensiblement revues à la hausse ; les ménages ont également révisé à la hausse leurs anticipations relatives à la situation économique générale au Luxembourg, ces dernières établissant ainsi un nouveau record ; enfin, l'inquiétude des ménages face au chômage a de nouveau reculé.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a progressé pour le quatrième mois consécutif en novembre 2017. Elle atteint son niveau le plus élevé depuis février 2001 et se rapproche du maximum historique qui avait été atteint en mai 2000. Comme au Luxembourg, les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs ont évolué favorablement. Au niveau des pays membres individuels, les évolutions sont en revanche parues quelque peu contrastées. La confiance des consommateurs a fortement cru en France (+6,1 points), à Malte (+5,2 points) et, de manière plus modérée, à Chypre (+3,1 points) en novembre, tandis que dans les autres pays de la zone euro elle n'a

26 Le secteur entreposage et services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) : la manutention ; l'entreposage et stockage ; et les autres services auxiliaires des transports (messagerie, fret express et affrètement et organisation des transports).

27 Les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs sont corrigées des variations saisonnières.

en général que peu évolué. Ainsi en novembre, le niveau de la confiance a, par exemple, progressé de 0,1 point en Allemagne et de 1,4 point en Autriche, tandis qu'il a reculé de 0,9 point en Belgique, de 0,3 point en Espagne, de 0,8 point en Italie, de 1,3 point au Pays-Bas et de 0,4 point au Portugal.

Tableau 16 :

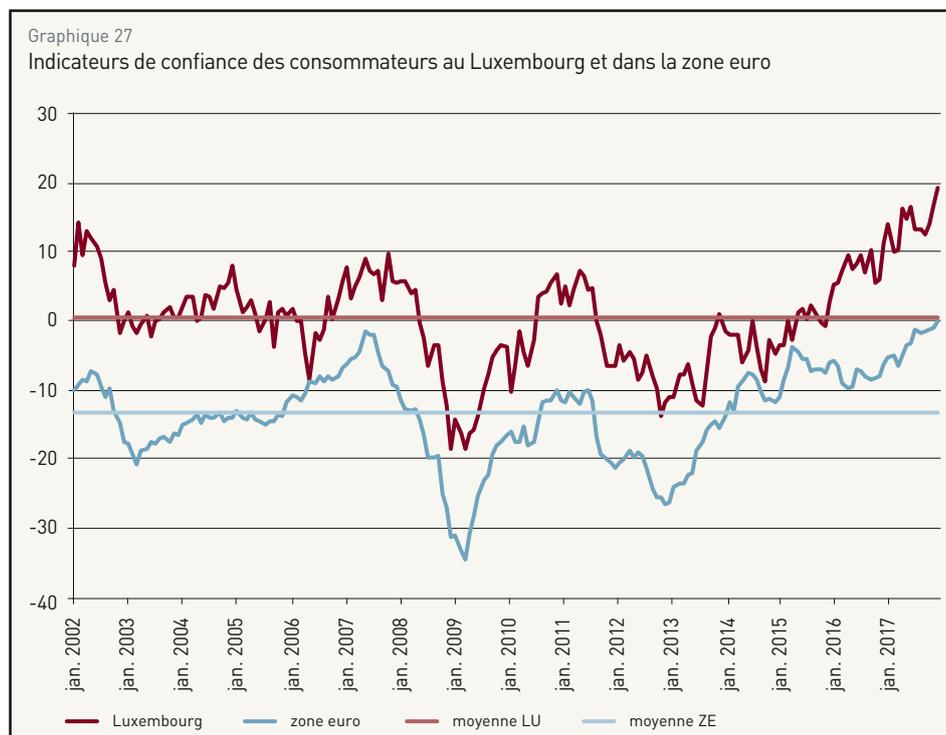
**Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes**

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSUMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2015	novembre	3	-7	21	-1	39
	décembre	5	-6	13	-1	41
2016	janvier	5	-3	11	0	25
	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
	juin	13	3	0	3	47
	juillet	13	6	1	3	45
	août	12	4	2	2	45
	septembre	14	8	4	7	45
	octobre	17	11	-3	2	50
	novembre	19	13	-4	6	54

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

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

*Source : BCL*



Source : BCL, Commission européenne

## ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES MÉNAGES – EXAMEN DES ANTICIPATIONS DES MÉNAGES RELATIVES À L'ÉVOLUTION DU NOMBRE DE SANS-EMPLOIS AU COURS DES 12 PROCHAINS MOIS AU LUXEMBOURG

L'objectif de l'enquête auprès des consommateurs, menée au Luxembourg par la BCL, est de sonder les ménages sur leurs intentions et leurs perceptions (en termes d'opportunité et de capacité) en matière de dépenses de consommation et d'épargne.

Pour ce faire, quatre thèmes sont intégrés dans le questionnaire, à savoir : la situation économique générale, la situation financière personnelle et la capacité d'épargne, les intentions en matière d'achat de biens de consommation durables et enfin, les intentions en matière d'achat/de construction ou d'amélioration du logement.

Toutes les questions posées au Luxembourg sont en ligne avec le programme harmonisé d'enquêtes de conjoncture de la Commission européenne.

La question 7 de l'enquête fait partie du volet « situation économique générale ». Elle porte sur les anticipations des ménages relatives à l'évolution du nombre de sans-emplois au cours des 12 prochains mois au Luxembourg. L'objectif de cet encadré est de fournir une interprétation générale des évolutions de ces anticipations afin d'améliorer leur grille de lecture et leur utilisation à des fins de prévision.

## 1. INTITULÉ DE LA QUESTION

Chaque mois, un échantillon de 500 résidents, représentatif de la population totale du Luxembourg, est invité à répondre en particulier à la question suivante :

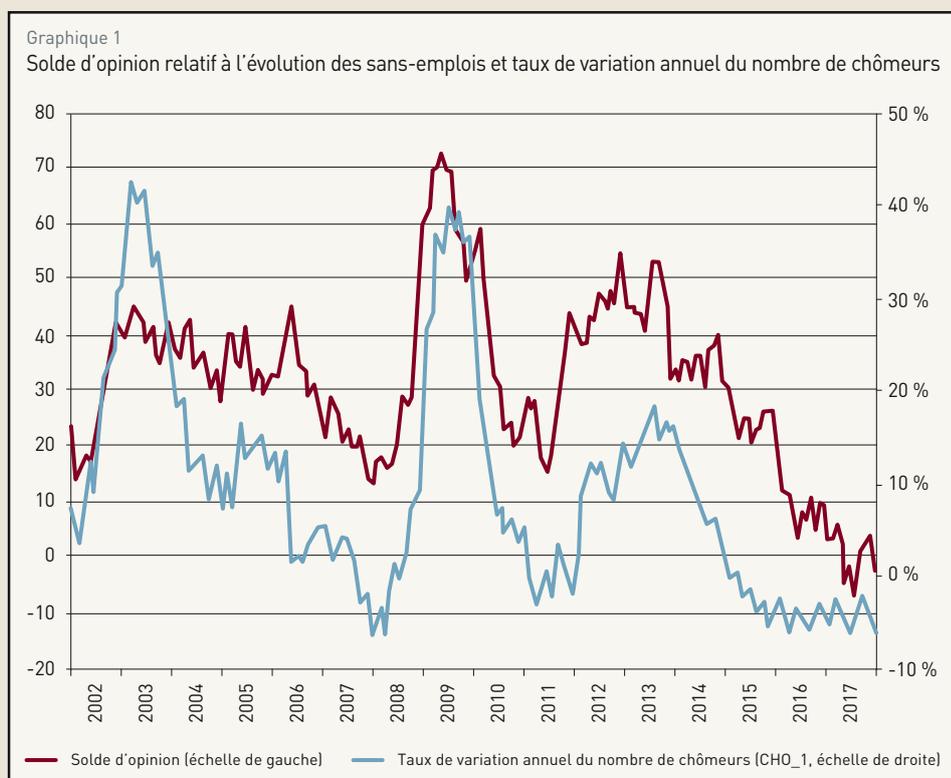
Pensez-vous qu'au cours des 12 prochains mois, le nombre de personnes sans emploi au Luxembourg :

-augmentera beaucoup ? (++) ; -augmentera un peu ? (+) ; -restera stable ? (=) ; -diminuera un peu ? (-) ; -diminuera beaucoup ? (--); -Vous ne savez pas.

## 2. SYNTHÈSE DES RÉPONSES INDIVIDUELLES

Les consommateurs interrogés doivent choisir l'une des cinq réponses (++, +, =, -, ou --) ou ne pas répondre s'ils ne le savent pas. Le mode d'agrégation des réponses individuelles pour synthétiser les données et disposer chaque mois d'un résultat unique résulte de la construction de soldes d'opinion. Chaque mois, le solde d'opinion est obtenu en déduisant du pourcentage des réponses positives (la pondération des réponses « ++ » qui est de 1, étant le double de celle des réponses « + », à savoir 0,5) le pourcentage des réponses négatives (la pondération des réponses « -- », 1, étant le double de celle des réponses « - », 0,5). Cette méthode d'agrégation, qui est celle choisie par la Commission européenne, ne tient donc pas compte des réponses « restera stable » (=) et « je ne sais pas ». Le solde d'opinion ainsi calculé correspond à l'une des quatre composantes de l'indicateur de confiance des ménages publié chaque mois par la BCL.

## 3. OBJECTIF EX ANTE DE LA QUESTION



Source : BCL, STATEC

L'objectif de la question 7 est d'identifier les anticipations des consommateurs concernant l'évolution future du nombre de chômeurs et ceci à un horizon de 12 mois.

Les graphiques ci-dessous suggèrent des liens apparents très forts entre l'enquête de conjoncture (dont les données sont souvent qualifiées de « soft data ») et des données du chômage (souvent qualifiées de « hard data »). Le graphique 1 compare le solde d'opinion calculé à partir de l'enquête de conjoncture avec les variations annuelles du nombre de chômeurs ; le graphique 2 présente la comparaison avec les variations annuelles du taux de chômage.

Une relation positive entre les anticipations des consommateurs relatives à l'évolution du nombre de sans-emplois et les variations du nombre de chômeurs semble exister. Sur le graphique 1, il apparaît que les périodes de hausse du solde d'opinion relatif à l'évolution des sans-emplois ont coïncidé avec des phases de hausse du nombre de chômeurs (CHO\_1). De même, les dates des retournements à la hausse du taux de chômage (TAUX\_1) sont apparues proches de celles du solde d'opinion (voir le graphique 2).

#### 4. ANALYSE EMPIRIQUE

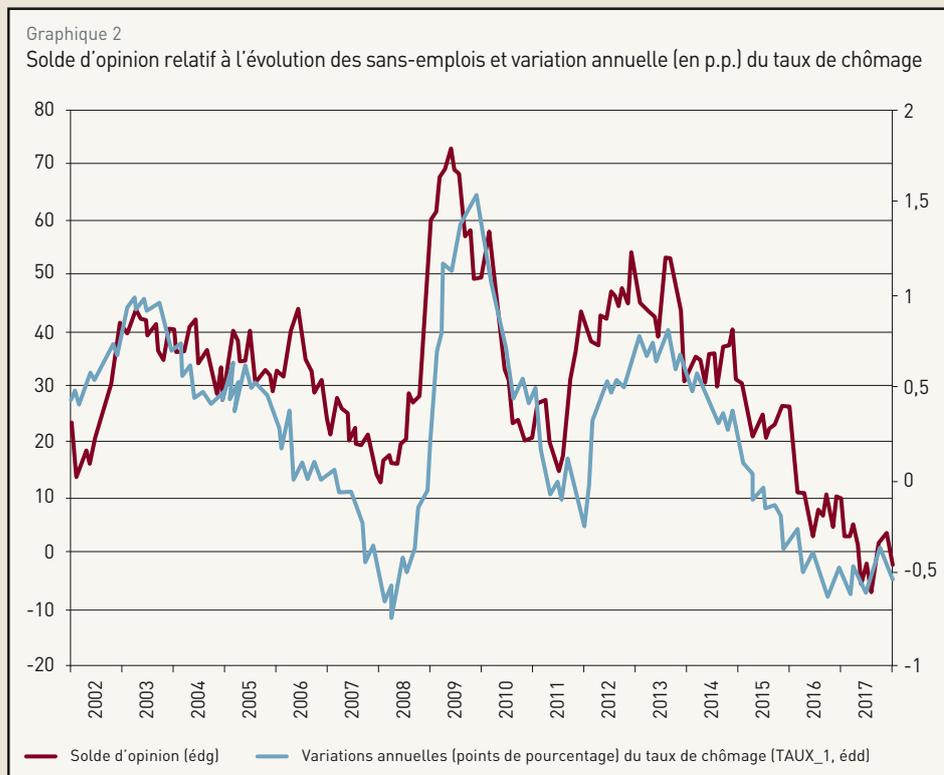
L'analyse graphique est un outil permettant d'identifier assez rapidement si une relation existe entre deux séries. Cette approche est néanmoins largement qualitative et le recours à des approches quantitatives est indiqué afin de préciser la nature de cette relation par des indicateurs et tests objectifs : tel est le but de cette section.

Dans un premier temps, les corrélations contemporaines entre le solde d'opinion de l'enquête et différents indicateurs du nombre de sans-emploi au Luxembourg sont calculées. Des décalages de 1 à 12 mois entre les séries sont ensuite introduits dans ces calculs de corrélations.

Dans un second temps, des tests de causalité dits « de Granger » sont utilisés pour déterminer l'existence ou pas de relations de causalité entre, d'une part, les anticipations des ménages et, d'autre part, des indicateurs macroéconomiques traditionnels tels que le taux de chômage ou le nombre de chômeurs. Au moyen de régressions linéaires, le pouvoir prédictif des anticipations des ménages relatives à l'évolution future du nombre de chômeurs est testé, de même que le caractère déterminant ou pas des indicateurs macroéconomiques pour les anticipations des ménages.

L'objectif sera de déterminer : d'une part, si l'une de ces informations conjoncturelles est intégrée par les consommateurs pour la formation de leurs anticipations relatives à l'évolution future du nombre de chômeurs ; et, d'autre part, si ces anticipations peuvent s'avérer utiles pour la prévision de séries macroéconomiques relatives au taux de chômage ou au nombre de chômeurs.

Plusieurs mesures du nombre de chômeurs sont considérées ici : (i) la série mensuelle officielle relative au nombre de chômeurs au Luxembourg, dite chômage « au sens strict » (CHO\_1) ; (ii) la série mensuelle relative au nombre de chômeurs y compris ceux bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi (CHO\_2), dite chômage « au sens large » ; (iii) la série officielle du taux de chômage « au sens strict » (TAUX\_1) ; et (iv) le taux de chômage « au sens large » c'est-à-dire incluant les chômeurs bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi (TAUX\_2).



Source : BCL, STATEC

## 5. RÉSULTATS EMPIRIQUES

Pour le calcul des corrélations et des tests de causalité, les taux de croissance annuels du nombre de chômeurs (aux sens large et strict) et les variations sur un an des taux de chômage (aux sens large et strict) sont utilisés. Le recours à ces transformations statistiques est nécessaire pour rendre ces séries stationnaires, ce qui est une condition nécessaire pour ces calculs et tests statistiques.

Le solde d'opinion est utilisé en niveau pour le calcul des corrélations, ainsi qu'en variations mensuelles et annuelles pour les tests de causalité en raison de sa non stationnarité sur la période d'étude.

Les résultats sont les suivants.

Les coefficients de corrélation contemporaine figurent dans le tableau 1 ci-dessous.

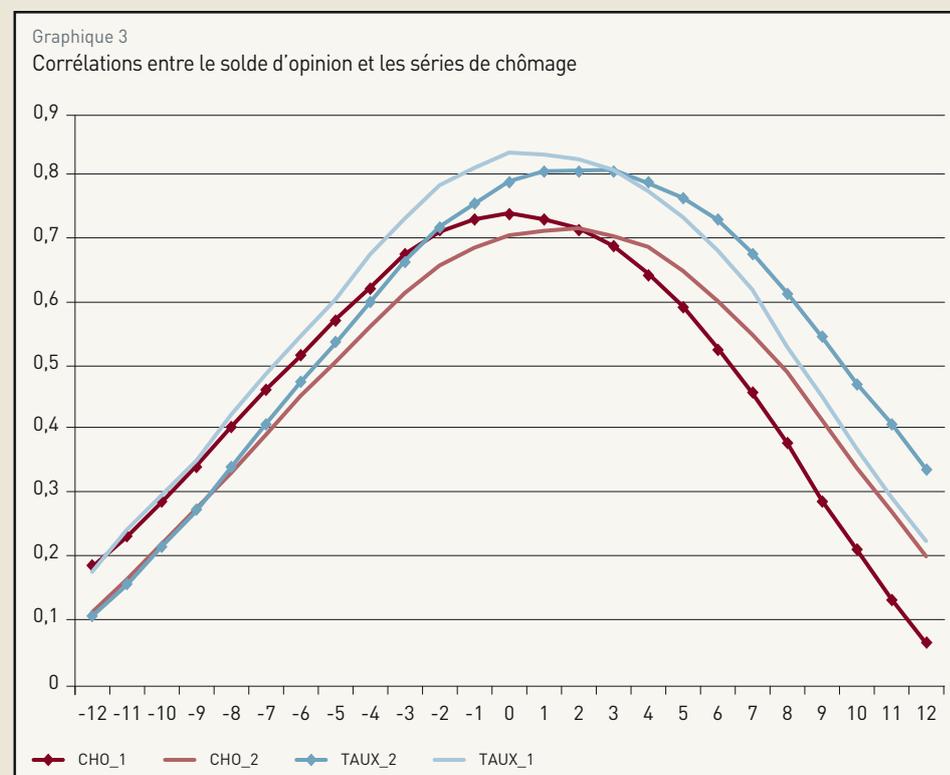
Tableau 1 :

**Coefficients de corrélation contemporaine entre le solde d'opinion et différents indicateurs de chômage**

INDICATEURS DE CHÔMAGE	CHO_1	TAUX_1	CHO_2	2017-T2	TAUX_2
Solde d'opinion	0,75	0,84	0,71	1,7	0,79

Source : calculs BCL

Une forte corrélation (75 %) entre le solde d'opinion de l'enquête de conjoncture et les variations annuelles en pourcentage du nombre chômeurs au sens strict (CHO\_1) se dégage de ces calculs. Le solde d'opinion apparaît par ailleurs corrélé à 84 % avec les variations annuelles du taux de chômage au sens strict (TAUX\_1). Les corrélations contemporaines du solde d'opinion avec les statistiques du chômage définies au sens large, CHO\_2 et TAUX\_2, apparaissent moins élevées que les précédentes.



Source : BCL

Le graphique 3 ci-contre présente les coefficients de corrélation entre le solde d'opinion et les variables de chômage respectivement avancées et retardées de 0 à 12 périodes.

Les corrélations maximales sont obtenues de manière contemporaine entre le solde d'opinion et, d'une part, les variations annuelles en pourcentage du nombre de chômeurs (aux sens large et strict) et, d'autre part, les variations annuelles du taux de chômage strict. En revanche,

la corrélation apparaît maximale lorsque les variations du taux de chômage au sens large sont retardées de deux mois (0,81), comme il apparaît sur la courbe verte.

Ces résultats indiquent que les réponses des ménages à la question de l'enquête de conjoncture sont davantage tournées vers la situation présente ou le passé et pas vers le futur. Plutôt que de répondre à l'évolution future du chômage, comme la spécification de la question de l'enquête l'indique, les ménages semblent donc répondre sur la manière dont ils perçoivent l'évolution actuelle ou récente du chômage. De plus, comme les corrélations mesurées sont assez élevées, ceci suggère que les ménages sont assez bien informés sur l'évolution actuelle et récente du chômage.

Les tests de causalité ont porté sur les variations mensuelles et annuelles du solde d'opinion, respectivement notées M\_Solde et A\_Solde, ainsi que les quatre variables du chômage (CHO\_1, CHO\_2, TAUX\_1 et TAUX\_2) définies plus haut. Plusieurs retards ont été sélectionnés (1, 2, 4, 6 et 12).

Les résultats des tests de causalité sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 2 :

#### Conclusions des tests de causalité

NOMBRES DE RETARD	1	2	4	6	12
<b>VARIATIONS MENSUELLES DU SOLDE D'OPINION (M_SOLDE)</b>					
CHO_1	Pas de causalité	→ M_Solde	Double causalité	Double causalité	Double causalité
CHO_2	Pas de causalité	→ M_Solde	Double causalité	Double causalité	Double causalité
TAUX_1	Pas de causalité	Pas de causalité	Double causalité	Double causalité	Double causalité
TAUX_2	Pas de causalité	→ M_Solde	Double causalité	Double causalité	Double causalité
<b>VARIATIONS ANNUELLES DU SOLDE D'OPINION (A_SOLDE)</b>					
CHO_1	Double causalité	Double causalité	Double causalité	A_Solde → CHO_1	A_Solde → CHO_1
CHO_2	Pas de causalité	→ A_Solde	Double causalité	Double causalité	A_Solde → CHO_2
TAUX_1	→ A_Solde	→ A_Solde	→ A_Solde	→ A_Solde	Double causalité
TAUX_2	Pas de causalité	→ A_Solde	Double causalité	Double causalité	A_Solde → TAUX_2

Source : calculs BCL

La lecture de ce tableau est la suivante :

(i) Les évolutions récentes du taux de chômage ou du nombre de chômeurs au sens large causent les variations mensuelles et annuelles du solde d'opinion, comme l'indiquent les tests de causalité effectués avec deux retards. Autrement dit, les valeurs passées de ces deux variables (nombre de chômeurs et taux de chômage au sens large) « causent » ou influencent l'évolution du solde d'opinion. (ii) Ces résultats ne sont pas confirmés lorsque le nombre de retard est réduit à un seul dans les régressions servant aux tests. (iii) La prise en compte d'un nombre plus élevé de retards fait apparaître des causalités qui n'étaient pas décelables avec un nombre réduit de retards. L'introduction de retards supplémentaires (4, 6 ou 12) amène de manière quasi systématique des doubles causalités au sens de Granger entre les variations mensuelles ou annuelles du solde d'opinion et les quatre variables du chômage<sup>28</sup>. Ainsi, que l'on sélectionne 4, 6 ou 12 retards, les tests permettent par exemple de conclure que les variations mensuelles passées du solde d'opinion expliquent les variations du taux de chômage au sens strict ; et, en même temps, que les variations passées du taux de chômage expliquent les

28 Les deux exceptions ont lieu lors des tests effectués avec 12 retards entre, d'une part, les variations annuelles du solde d'opinion et, d'autre part, les variables CHO\_2 et TAUX\_2 : les résultats indiquent un changement du sens de la causalité par rapport aux tests effectués avec deux retards.

variations mensuelles du solde d'opinion. Autrement dit, il n'est, à ce stade, pas possible d'utiliser le passé de l'une des variables pour prévoir le présent de l'autre. (iv) Enfin, en excluant les résultats des tests obtenus avec 12 retards, une relation de causalité allant des variations annuelles du taux de chômage au sens strict à celles du solde d'opinion apparaît.

Deux conclusions s'imposent. Premièrement, les tests de causalité ont révélé qu'à l'horizon de 12 mois, les variations annuelles du solde d'opinion pourraient, du moins en théorie, être utilisées afin de prévoir les évolutions du nombre de chômeurs au sens strict et large ainsi que celle du taux de chômage au sens large. Deuxièmement, pour des horizons plus courts, les évolutions passées – en variation annuelle – du taux de chômage au sens strict apparaissent comme un déterminant des variations annuelles du solde d'opinion relatif à l'évolution des sans-emplois.

### 1.2.5 La croissance économique

#### Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2017 a apporté des révisions aux données publiées en juillet 2017. La progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à 2,9 % en 2015 et à 3,1 % en 2016, contre respectivement 4,0 % et 4,2 % dans la version précédente<sup>29</sup>.

En ce qui concerne l'année 2016, cette substantielle révision à la baisse de la croissance économique est principalement expliquée par une performance moins favorable du commerce extérieur, en raison d'exportations plus faibles qu'anticipées précédemment.

Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, les consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 2,4 % et 2,0 % en 2016. Après une baisse de 8,0 % en 2015, la formation brute de capital fixe aurait légèrement augmenté de 0,5 % en 2016. De leur côté, les exportations auraient progressé de 2,7 %, tandis que les importations auraient augmenté de 2,1 %, dans les deux cas essentiellement imputable au commerce extérieur de services.

Tableau 17 :

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

(en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	2012	2013	2014	2015	2016
Consommation privée	2,9	2,0	2,3	3,3	2,4
Consommation publique	3,5	3,8	2,0	2,6	2,0
Formation brute de capital fixe	6,1	1,2	4,3	-0,8	0,5
Exportations	2,8	5,3	14,0	6,9	2,7
Importations	4,8	5,1	14,6	7,1	2,1
Exportations nettes	-6,2	6,1	11,1	5,7	5,8
Produit intérieur brut	-0,4	3,7	5,8	2,9	3,1

Sources : STATEC, calculs BCL

29 Le PIB en volume a atteint 47 724 millions d'euros en 2016, après 46 297 millions d'euros l'année précédente.

## Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2017, a fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,6 % par rapport au premier trimestre 2017. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une progression de 2,2 %. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2017 aurait atteint 2,0 % à l'issue du deuxième trimestre 2017<sup>30</sup>.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2017 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 0,7 % et 2,3 % ; la formation brute de capital fixe aurait augmenté de 5,4 % (après la hausse de 18,7 % le trimestre précédent) ; et les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 4,4 %, alors que les importations auraient progressé de 3,1 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes du PIB se seraient accrues au premier trimestre 2017, à l'exception de la formation brute de capital fixe (-6,2 %).

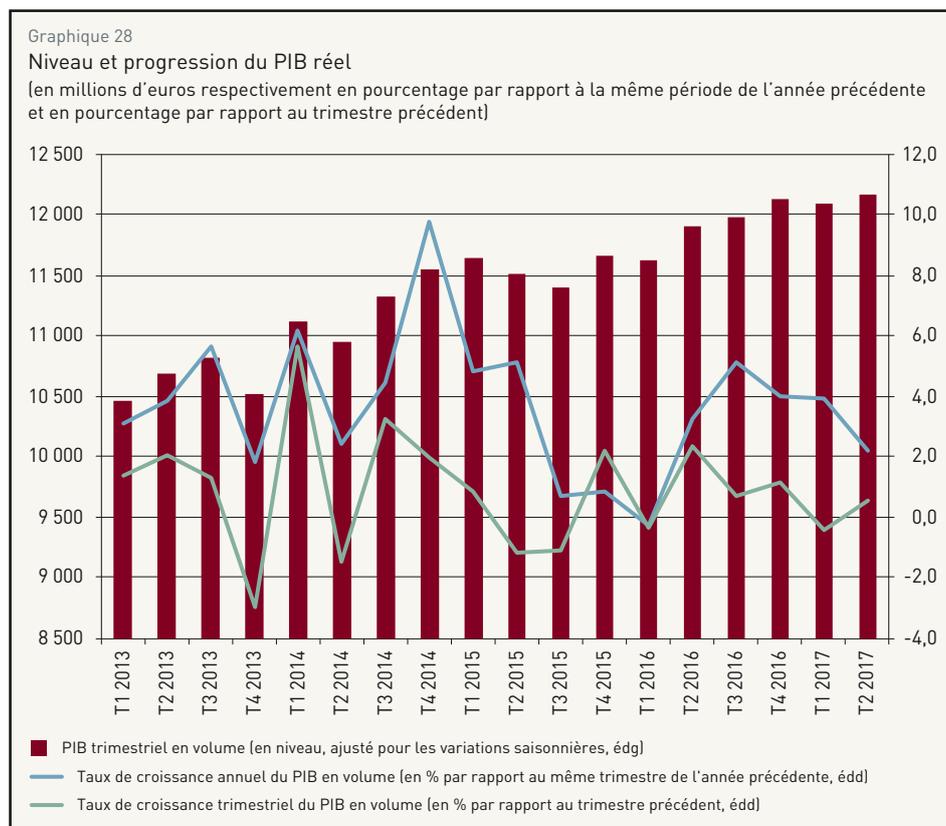
Tableau 18 :

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

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017
Consommation privée	1,6	-1,3	2,6	-0,6	0,1	2,6	1,2	3,2	2,2	0,7
Consommation publique	0,5	0,3	0,6	0,6	0,7	2,6	1,7	1,5	2,1	2,3
Formation brute de capital fixe	5,6	-0,3	7,3	5,0	-6,2	1,5	-0,5	15,7	18,7	5,4
Exportations	2,4	0,1	1,5	0,4	2,4	2,4	4,4	3,6	4,3	4,4
Importations	2,7	-0,7	1,6	1,6	0,6	4,3	3,0	1,9	5,3	3,1
<b>PIB réel</b>	<b>2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>

Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : STATEC, calculs BCL

30 Rappelons que l'acquis de croissance « d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu » [Source : Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité]. Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2017 (N) et par rapport à 2016 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) observé au deuxième trimestre 2017 (soit 12 183 millions d'euros) sur les deux trimestres restants de 2017.

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+21,5 %) <sup>31</sup> et dans une moindre mesure dans le commerce au sens large (y compris transports et horeca) (+4,2 %). En revanche, dans les activités financières, la valeur ajoutée se serait inscrite en légère baisse de 0,7 % <sup>32</sup>. En glissement trimestriel, la valeur ajoutée aurait augmenté dans l'ensemble des secteurs économiques, à l'exception du commerce au sens large et des autres activités de services (respectivement -1,8 % et -3,7 %).

Tableau 19 :

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

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-1,6	-2,1	0,4	0,8	2,2	-0,3	-3,0	-5,9	-2,4	1,3
Construction	-1,4	-0,3	2,5	-4,7	4,9	1,5	-0,2	4,2	-3,9	2,2
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,6	-0,3	1,5	4,8	-1,8	-9,2	-4,8	0,2	7,8	4,2
Information et communication	15,5	5,5	5,2	4,6	4,7	27,4	38,5	21,0	34,0	21,5
Activités financières et d'assurance	1,4	0,0	2,8	-6,5	3,4	0,3	0,5	5,0	-2,6	-0,7
Activités immobilières	-0,1	0,9	0,3	-0,3	0,5	4,0	4,9	5,6	0,8	1,3
Services aux entreprises et location	0,6	-5,0	2,6	2,2	0,5	18,2	9,1	-4,4	0,3	0,2
Administrations publiques, éducation et santé	0,6	0,2	0,7	0,1	0,8	2,0	1,4	2,0	1,6	1,8
Autres activités de services	-5,0	-1,2	-1,5	7,2	-3,7	-5,6	-8,3	-10,0	-0,8	0,5
<b>Valeur ajoutée totale</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
<b>PIB réel</b>	<b>2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la plus récente version des comptes nationaux trimestriels, publiée en octobre 2017, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 4,1 % au lieu de 3,9 % pour le quatrième trimestre 2016 et +4,0 % au lieu de +3,3 % pour le premier trimestre 2017 <sup>33</sup>. Aucune information n'était encore disponible pour le troisième trimestre de l'année en cours lors de la rédaction de ce bulletin.

31 Cette hausse pourrait éventuellement s'expliquer par les transactions sur avions ou satellites.

32 Le repli de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, dans le secteur financier peut paraître quelque peu surprenante, au regard d'autres indicateurs. Rappelons en effet que le premier semestre 2017 s'est soldé par une forte hausse de la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement (+12,7 % par rapport au premier semestre 2016 et +5,0 % par rapport au dernier trimestre 2016), avec des répercussions positives sur les revenus sur commissions des banques (qui ont progressé de 5,6 % en glissement annuel) au cours du deuxième trimestre 2017.

33 Il convient de noter qu'en ce qui concerne le premier trimestre 2017, les révisions les plus importantes ont été enregistrées au niveau de la formation brute de capital fixe et du commerce extérieur. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans les services aux entreprises, les autres activités de services et les activités immobilières.

## 1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2017

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel plutôt favorable, datent de juin 2017<sup>34</sup>. L'activité économique dans la zone euro était positivement orientée et le PIB réel avait progressé de 0,6 % au premier trimestre 2017, soit approximativement au même rythme que lors des huit trimestres précédents. Au Luxembourg, l'évolution très favorable des marchés boursiers et les indicateurs d'activité suggéraient une reprise dans le secteur financier, après une année 2016 marquée par une quasi-stagnation des chiffres d'affaires. La bonne portée du marché du travail semblait témoigner d'une expansion dans la plupart des autres secteurs de l'économie. Dans ce contexte, la BCL prévoyait une accélération de la croissance du PIB réel de 4,2 % en 2016 à 4,6 % en 2017 et une poursuite de la croissance proche de 4 % en 2018.

### 1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de juin 2017, le diagnostic conjoncturel a connu une évolution mitigée. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2016, publiés en octobre 2017, la croissance du PIB réel n'aurait plus été que de 3,1 %, contre 4,2 % estimé initialement par le STATEC.

L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2017, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels publiés, aurait aussi montré des signes de ralentissement. Ainsi, le taux de variation trimestriel aurait été négatif au premier trimestre 2017, à concurrence de -0,4 %, pour ensuite reprendre le chemin de la croissance et s'établir à 0,6 % au deuxième trimestre. En cumulé, le PIB réel n'aurait donc que très faiblement progressé sur la première moitié de l'année. L'acquis de croissance pour l'année 2017, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre 2017 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 2,0 % seulement.

S'agissant de la deuxième moitié de l'année 2017, les évolutions sur les marchés financiers sont restées favorables. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, ont continué leur hausse entre juin 2017 et novembre 2017, bien qu'à un rythme atténué par rapport au premier semestre 2017. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 0,8 % au troisième trimestre 2017, de sorte que l'acquis de croissance de la VNI fin octobre pour l'année 2017 se chiffre à 13 %. 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 s'est également répercutée dans les résultats des banques. Ainsi, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, les revenus nets sur commissions ont progressé de 4,9 % entre septembre 2016 et septembre 2017. En outre, la marge d'intérêt des banques a augmenté de 3,8 % sur cette même période. La reprise du dynamisme du secteur financier, qui reste le moteur de la croissance au Luxembourg, devrait se répercuter sur la progression du PIB réel.

En ce qui concerne le secteur non financier, la poursuite de la croissance au troisième trimestre 2017 dans la zone euro à hauteur de 0,6 % du PIB réel devrait a priori avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie ont continué à se redresser ces derniers mois. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble et la forte progression de l'emploi en particulier, suggèrent aussi une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

Au total, malgré une image plutôt négative pour le premier semestre 2017 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, il n'y a pas d'indication qui suggère un affaiblissement important et durable de

34 Voir BCL, Bulletin 2017/1, pp. 59-70.

la croissance au Luxembourg sur la base des constats relevés ci-dessus. Le contexte conjoncturel favorable dans la zone euro, la reprise dans le secteur financier et la bonne santé du marché de travail suggèrent une croissance robuste de l'activité économique au second semestre 2017. La croissance devrait rester proche de, voire 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 20.

Tableau 20 :

#### Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>35</sup>

	2017	2018	2019	2020
Prix du pétrole en \$/bl	54,3 (+2,7)	61,6 (+10,2)	58,9 (+7,4)	57,3
Taux de change \$/€	1,13 (+0,05)	1,17 (+0,08)	1,17 (+0,08)	1,17
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,3 (0,0)	-0,3 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,1
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,1 (-0,1)	1,1 (-0,4)	1,4 (-0,4)	1,7
Eurostoxx (évolution en %)	17,0 (-0,4)	1,1 (+1,3)	-2,9 (-0,3)	-2,7
Commerce mondial (hors zone euro)	5,6 (+1,2)	4,5 (+0,7)	4,7 (+0,3)	3,7
PIB mondial (hors zone euro)	3,7 (+0,2)	3,9 (+0,1)	3,8 (0,0)	3,7
PIB zone euro	2,4 (+0,5)	2,3 (+0,5)	1,9 (+0,2)	1,7
Demande internationale adressée au Luxembourg	5,1 (+0,3)	4,9 (+0,7)	4,2 (+0,2)	3,8

Source : BCE

Entre juin 2014 et janvier 2016, le prix du pétrole a chuté de 80 dollars environ, pour atteindre un cours moyen du baril de l'ordre de 30 dollars en janvier 2016. Ensuite, le prix du pétrole s'est retourné à la hausse et il s'est établi à 62 dollars en moyenne en novembre 2017. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait continuer à progresser en décembre 2017, avant de diminuer progressivement jusqu'en décembre 2020. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à 62 dollars en 2018, 59 dollars en 2019 et 57 dollars en 2020. Par rapport aux prévisions de juin 2017, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont légèrement été révisées à la hausse pour 2017 et de manière plus marquée pour 2018 et 2019.

La croissance du commerce mondial devrait fortement augmenter en 2017 puis ralentir par la suite jusqu'en 2020. Parallèlement, la croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait accélérer en 2017 et 2018 avant de fléchir quelque peu en 2019 et 2020. Elle s'établirait à 3,7 % en 2020, 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 avancer en 2017 avant de ralentir en 2018, 2019 et 2020. 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

<sup>35</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2016. Celles-ci sont calculées en pourcentage pour les variables en niveau, en différence pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

l'extérieur. Cette demande externe a été révisée à la hausse en 2017, 2018 et 2019 par rapport à nos projections de juin de cette année.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Eurostoxx large, sont censés progresser en moyenne d'environ 17 % en 2017 et de manière nettement plus modérée en 2018, avant de reculer par la suite. Les évolutions anticipées de cet indice ont été quelque peu révisées à la baisse pour 2017 et 2019 et à la hausse pour 2018. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues à la hausse par rapport à juin 2017 : l'euro devrait ainsi s'établir à 1,13 dollar en moyenne annuelle en 2017, puis à 1,17 dollar jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Enfin, les hypothèses techniques portant sur les taux d'intérêt à trois mois n'ont que peu varié depuis juin 2017. Celles portant sur les taux d'intérêt à 10 ans ont au contraire été sensiblement révisées à la baisse pour les années 2018 et 2019.

Par rapport à l'exercice de juin 2017, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, quelque peu plus favorables pour les années 2017 à 2019. Précisons que l'exercice de projection de juin n'incluait pas encore l'année 2020.

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 1.1.7 de ce bulletin. Il prévoit une expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro, qui devrait s'élever à 2,4 % en 2017, 2,3 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020.

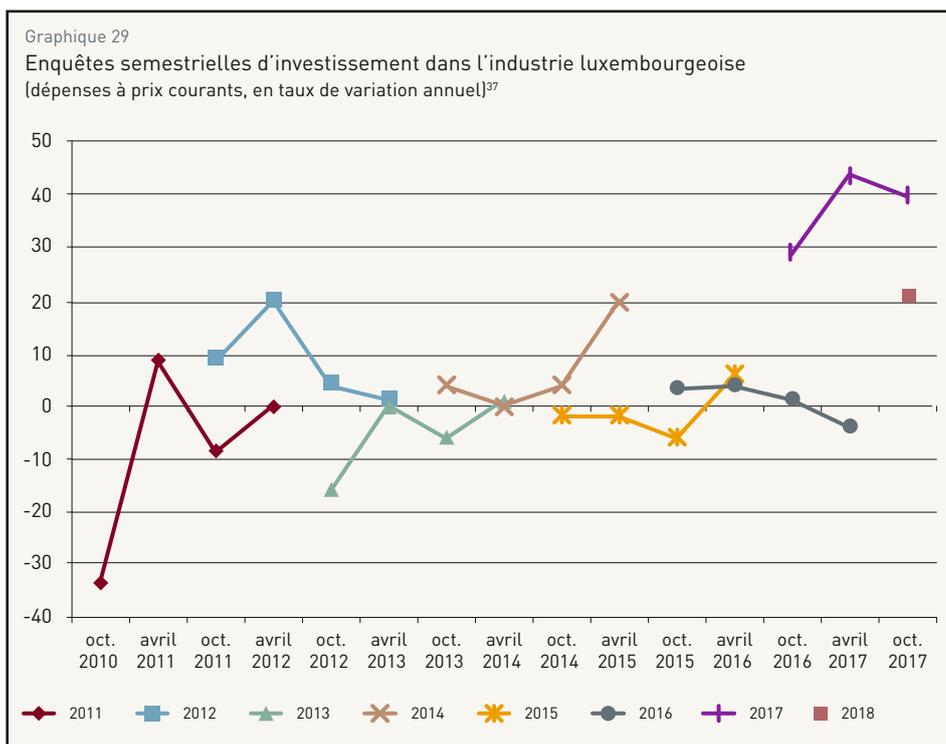
### 1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2017 font état d'une progression du PIB réel en 2017 de l'ordre de 4,0 %, soit 0,6 p.p. de moins qu'anticipé auparavant. Ce changement est principalement attribuable à une révision à la baisse de la croissance en 2016 et à une faible progression de la croissance au premier semestre 2017. Néanmoins, comme lors de l'exercice précédent, il est admis que l'activité économique s'est accélérée en 2017. Cette accélération serait due à une hausse des exportations, dans le contexte de la forte croissance de la zone euro, 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 environ 3,7 % dans le contexte d'une stabilisation de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite des marchés boursiers.

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 se chiffrerait autour de 1,7 % du PIB en 2018<sup>36</sup>, dont approximativement les deux tiers bénéficieraient aux personnes physiques. Ces allègements fiscaux augmentent le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera épargnée et n'aura donc pas d'incidence sur l'activité économique. De plus, étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, des parts importantes de la consommation et de l'investissement privés sont importées, ce qui tend à réduire leur impact sur le PIB national. Compte tenu de l'importance de ces « fuites » et selon nos estimations, les allègements fiscaux pourraient avoir un impact cumulé sur la progression du PIB réel d'environ 0,6 p.p., ce qui correspond à un multiplicateur implicite d'environ un tiers. Dans nos projections, cet impact se concrétise à parts égales de 0,25 p.p. en 2017 et en 2018 avec un effet supplémentaire de 0,1 p.p. en 2019. Dans une petite économie largement ouverte comme celle du Luxembourg, la demande domestique ne pourra en effet être le moteur d'une croissance pérenne, mais elle pourra exercer une impulsion additionnelle de croissance.

<sup>36</sup> Pour plus de détails, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3. Cette estimation du coût a été confirmée dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2018 et repris dans ce bulletin.

Selon les données de comptabilité nationale, la croissance de 3,1 % du PIB réel en 2016 a été largement imputable aux exportations nettes de biens et services. La demande domestique n'aurait que faiblement progressé et ceci pour la deuxième année consécutive. L'année 2017 devrait être marquée par une accélération de la croissance économique et par une composition plus équilibrée de ses sources : la croissance devrait avoir une assise large, puisque toutes les composantes de la demande afficheraient des taux de progression positifs et en accélération en 2017.



Source : Commission européenne

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2017, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont demeurés optimistes en matière d'investissements en 2017, confirmant en cela les résultats des deux enquêtes précédentes (voir le graphique 29). Après plusieurs années consécutives de dépenses d'investissement à un faible niveau, les dépenses pourraient avoir progressé fortement en 2017 et atteindre leur plus haut niveau depuis 2001. Pour l'année 2018 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient continuer à progresser à un rythme soutenu. La reprise de la demande européenne et la hausse depuis 2015 du taux d'utilisation des capacités de production, atteignant désormais un niveau historiquement élevé,

devraient créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production. De plus, les conditions de financement de ces dépenses demeurent avantageuses. 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 de l'Eurosystème. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt officiels s'est également répercuté sur les taux des crédits bancaires. Étant donné que les crédits existants avaient pour la plupart été octroyés à taux variable, les emprunteurs bénéficient de la faiblesse des taux tant sur les nouveaux crédits conclus 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. La mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises constitue aussi une incitation supplémentaire à investir dans des capacités de production au Luxembourg. Au-delà de l'abaissement du taux d'imposition global, le régime de la bonification d'impôt pour investissements est devenu notamment plus avantageux à partir de l'année 2017<sup>38</sup>.

37 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, quatre résultats par année de référence sont obtenus : 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.

38 Pour plus de détails, voir le 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 décembre 2017 et révisions par rapport à juin 2017**

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

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2017					RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2017			
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019
PIB réel	3,1	4,0	3,7	3,6	3,5	-1,1	-0,6	-0,2	-
IPCH	0,0	2,1	1,5	1,8	2,0	-	-	-0,1	-0,2
IPCN	0,3	1,8	1,3	1,9	2,0	-	-	-0,4	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,0	1,6	1,2	2,0	2,2	-	-	-0,6	-0,1
IPCN énergie	-8,5	4,3	1,8	-0,8	-0,7	-	0,3	2,3	-0,7
Échelle mobile des salaires	0,0	2,5	1,0	1,4	2,5	-	-	-0,6	-0,2
Coût salarial moyen	0,7	3,8	2,4	2,8	3,7	0,3	0,3	-0,5	-0,2
Emploi salarié	3,1	3,3	3,0	2,9	2,7	-	-0,2	-0,2	-
Taux de chômage	6,4	6,0	5,7	5,6	5,4	-	-	-0,1	-0,1
Solde public (en pourcentage du PIB)	1,6	1,7	0,7	0,4	0,7	0,1	1,6	0,2	0,0
Dettes publiques (en pourcentage du PIB)	20,8	22,9	22,9	22,9	22,2	0,8	0,7	0,8	0,8

Source : BCL

Après une évolution favorable observée depuis 2014, la part des profits des entreprises, mesurée par l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB, s'est repliée en 2016 pour revenir à un niveau proche de sa moyenne historique. Sur base des projections, la part des profits devrait à nouveau croître en 2017 et progresser par la suite, ce qui constitue un mouvement normal pour un indicateur procyclique. Cette amélioration des résultats opérationnels des entreprises devrait avoir des incidences positives sur l'investissement privé, la création d'emplois et la progression des salaires réels.

Par rapport à d'autres économies de la zone euro qui continuent à faire face à des besoins d'ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles de l'économie luxembourgeoise demeurent relativement favorables. À la fin de 2017, 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 deux indicateurs du tableau de bord de la Commission dépassaient leur seuil d'alerte. Il s'agit de la dette du secteur privé<sup>39</sup> ainsi que du taux de chômage des jeunes. La Commission a aussi relevé que la hausse conjointe et ininterrompue des prix immobiliers et de l'endettement des ménages constitue un risque pour l'économie, mais qui lui semble encore contenu à l'heure actuelle. Le Comité européen du risque systémique (CERS) a pour sa part jugé que la conjugaison de la forte hausse des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois.

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

L'amélioration globale sur le marché du travail luxembourgeois se confirme. La progression annuelle de l'emploi se situe actuellement autour de 3,5 %, tirée essentiellement par les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et horeca » et les secteurs public et financier au sens large. Le taux de vacance d'emplois s'est maintenu à un niveau dépassant sa moyenne historique, ce qui témoigne d'une forte demande de travail. De même, les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par

39 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 au service des ménages (ISBLSM). Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.



les enquêtes d'opinion auprès des entreprises, demeurent orientées à la hausse dans le commerce, les services non financiers et la construction (mais se sont à nouveau détériorées dans l'industrie). De même, le recul de l'inquiétude des ménages face au chômage et la stabilisation du recours au dispositif de chômage partiel constituent autant de signaux positifs. Dans une optique prospective, après une année 2017 caractérisée par une croissance soutenue de l'emploi, celle-ci devrait décélérer sur l'horizon de projection, tout en se maintenant à un niveau élevé et proche de 3 %.

La relance des mesures d'activation devrait soutenir l'emploi national et contribuer à réduire le chômage au sens strict. Cependant, la part encore importante des 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 plus soumis à la concurrence internationale – pourrait davantage bénéficier de conjoncture favorable. Au final, sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens strict reculerait pour graviter autour de 5,7 % en 2018, 5,6 % en 2019 et 5,4 % l'année suivante.

Cette hausse de la composante « volume » du marché du travail devrait engendrer une réaction sur le volet du coût de travail. 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 la fonction publique qui prévoit la distribution d'une prime unique de 1 % en 2017 et une hausse du point indiciaire de 1,5 % en 2018. Nos projections tiennent également compte des accords signés dans le secteur bancaire et les secteurs de soins et de santé. Ces projections incluent aussi l'augmentation du salaire social minimum en 2017 et l'impact de l'indexation des salaires à l'évolution des prix. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'au troisième trimestre 2018 et au premier trimestre 2020. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 3,8 % en 2017 et de 2,4 % en 2018, avant de remonter à 2,8 % en 2019 et à 3,7 % l'année suivante.

#### 1.2.6.5 Les prix à la consommation

Le scénario d'inflation a été globalement revu à la baisse par rapport à celui de juin 2017. Si les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la hausse pour le second semestre de 2017 et pour 2018, elles ont en revanche été revues à la baisse pour 2019 et 2020. Pour l'année 2018 l'inflation des prix des services a été revue fortement à la baisse suite à une mesure du gouvernement changeant les modalités de remboursement des frais de crèche (voir sous 1.2.1.1). S'agissant d'une baisse permanente du niveau des prix de ce service, l'effet sur les taux de variation annuels perdurera pendant douze mois (de novembre 2017 à octobre 2018), via un effet de base négatif.

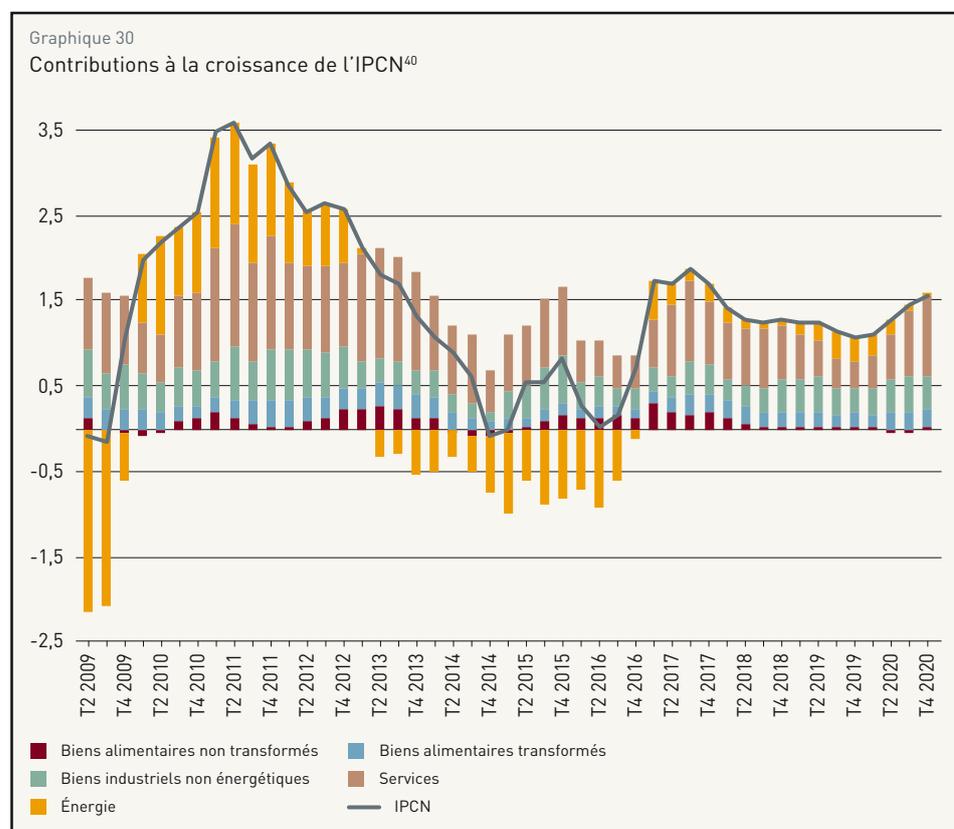
L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) excluant les prix de l'énergie, a donc été revue largement à la baisse pour 2018 et devrait s'établir aux alentours de 1,2 %, en nette décélération par rapport à 2017 (1,6 %). L'inflation devrait toutefois remonter en 2019, atteignant 2,0 % avant de passer à 2,2 % en 2020 dans un contexte conjoncturel largement favorable, d'une progression soutenue des salaires et d'une progression de l'inflation importée. Abstraction faite de l'impact à la baisse qui résulte de la mesure précitée concernant les frais de crèche, l'accélération de l'inflation sous-jacente serait ininterrompue sur la période allant de 2016 à 2020.

L'inflation globale, mesurée par l'IPCN, serait légèrement supérieure à l'inflation sous-jacente en 2017 et 2018, s'établissant à respectivement 1,8 % et 1,3 %. En 2019 et 2020, l'inflation globale accélérerait pour atteindre 1,9 % et 2,0 %, tout en restant légèrement inférieure à l'inflation sous-jacente. À la fin de l'horizon de projection, tant l'inflation globale que l'inflation sous-jacente se situeraient ainsi aux alentours de leur moyenne historique.

Le rapprochement entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente sur l'ensemble de l'horizon de projection (à l'exception de 2017) s'explique par des taux de variation du prix du pétrole beaucoup moins importants sur l'horizon de projection que ceux connus au cours des dernières années. Après avoir rebondi de 22 % en 2017, le prix du pétrole en euros progresserait de seulement 9 % en 2018, avant de reculer de respectivement 4 % et 3 % en 2019 et 2020, ce qui se traduit par une part de moins en moins importante de la composante énergie dans l'inflation globale (voir graphique 30).

En fonction de ces prévisions, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le troisième trimestre de 2018. La tranche indiciaire subséquente serait due au début de 2020.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait un taux de progression légèrement supérieur à l'IPCN en 2017 et en 2018, notamment compte tenu du fait que les prix de l'énergie y ont un poids plus important. Cette progression serait ensuite légèrement inférieure en 2019 avant de coïncider avec celle de l'IPCN en 2020.



Sources : STATEC, calculs BCL

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

#### 1.2.6.6 Finances publiques

2016 s'est soldé par un excédent de 1,6 % du PIB pour les administrations publiques luxembourgeoises, en légère hausse par rapport à celui observé en 2015 (surplus de 1,4 % du PIB). Pour 2017, la BCL projette un surplus de l'ordre de 1,7 % du PIB. Cette légère amélioration serait attribuable à des soldes légèrement plus favorables au niveau de l'administration centrale et des administrations locales (+0,2 et +0,1 p.p. pour atteindre respectivement -0,2 % et 0,4 % du PIB). La situation inverse prévaudrait par contre au niveau de la Sécurité sociale pour laquelle le surplus serait ramené à 1,6 % du PIB, soit une baisse de -0,1 p.p. par rapport au solde observé en 2016.

Pour 2018, une détérioration d'ampleur significative du solde des administrations publiques devrait être observée en raison de l'impact négatif de la réforme fiscale. Le surplus au niveau des administrations publiques passerait à 0,7 % du PIB, soit une baisse de 1,0 p.p. par rapport à celui dégagé en 2017. La dégradation serait principalement imputable à l'administration centrale, dont le déficit s'établirait à 1,3 % du PIB (hausse du déficit de 1,1 p.p. par rapport à 2017). L'excédent de la Sécurité sociale serait à nouveau en légère baisse à 1,5 % du PIB et les administrations locales afficheraient un surplus de 0,4 % du PIB, égal à celui de 2017.

En 2019, le surplus de 0,4 % du PIB des administrations publiques enregistrerait une dégradation additionnelle à concurrence de 0,3 p.p. par rapport au solde dégagé en 2018. Cette dégradation serait attribuable à l'administration centrale, dont le déficit atteindrait 1,5 %, en raison de la baisse additionnelle du taux d'imposition des collectivités ainsi que de la perte du reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique. La baisse additionnelle de l'excédent de la Sécurité sociale (-0,1 % du PIB) serait compensée par la hausse de même ampleur de l'excédent des administrations locales.

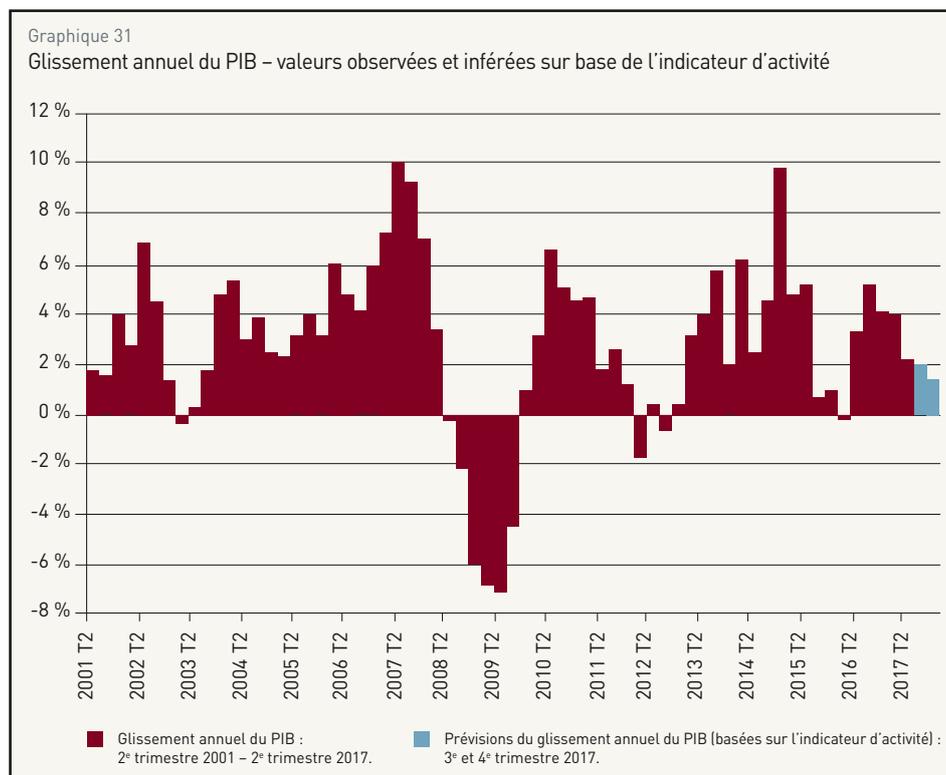
En 2020, la hausse du surplus des administrations publiques (0,3 p.p.) serait entièrement imputable à l'amélioration du solde au niveau de l'administration centrale : son déficit serait ramené à 1,0 % du PIB, soit une amélioration de 0,5 p.p. par rapport au déficit projeté pour 2019 (1,5 % du PIB).

Le ratio de dette publique augmenterait en 2017 (à 22,9 % du PIB) avant de se stabiliser jusqu'en 2019. Le ratio baisserait ensuite légèrement en 2020 à 22,2 % du PIB. Le financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale alimenterait l'endettement de l'État, étant donné que les surplus dégagés par la Sécurité sociale ne viendraient pas compenser les déficits de l'administration centrale, mais seraient à juste titre utilisés pour étoffer les réserves de pension.

Les projections de finances publiques sont décrites en détail dans la partie 6 de l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2018 et la programmation pluriannuelle pour la période 2017-2021.

### 1.2.6.7 Analyse des risques

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles et qui se base sur les derniers comptes nationaux), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 2,0 % au troisième trimestre 2017 et 1,4 % au quatrième trimestre 2017. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 0,5 % au troisième et 0,6 % au quatrième trimestre. Selon ces prévisions, la croissance en 2017 s'établirait à 2,4 %, soit un taux nettement inférieur aux prévisions macroéconomiques de la BCL de décembre 2017 qui tablent sur une croissance de 4,0 %. Ce scénario semble donc extrêmement pessimiste, notamment au vu des développements positifs dans l'ensemble de l'économie luxembourgeoise. Ces projections établies à l'aide de l'indicateur d'activité sont néanmoins conditionnées par les derniers comptes nationaux publiés, aboutissant pour les deux premiers trimestres de l'année à des progressions du PIB étonnamment faibles.



Source : BCL

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, continuer à contribuer au rééquilibrage des 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 continueront à augmenter 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.

Un risque à la hausse des projections de croissance pourrait être déduit, qui est cependant à apprécier à l'aune de l'intensification de la concurrence fiscale internationale, susceptible de réduire l'attractivité relative du Luxembourg. Plusieurs pays européens ont déjà abaissé ou ont annoncé<sup>41</sup> des baisses de leur taux d'imposition nominal des sociétés, souvent échelonnées sur une période de plusieurs années. Aux États-Unis, au-delà de l'abaissement du taux d'imposition, de 35 % à 21 %, le régime fiscal

41 Voir entre autres OCDE (2017) Réformes de politiques fiscales 2017.

pourrait changer plus fondamentalement. L'imposition des entreprises américaines ne se ferait plus sur leurs bénéfices de source mondiale, mais sur leurs bénéfices domestiques uniquement, comme cela est le cas dans la plupart des autres pays. Les effets positifs potentiels (voir *supra*) provenant d'un abaissement du taux d'imposition global des entreprises au Luxembourg, de 29,22 % en 2016 à 26,01 % en 2018, pourraient donc être réduits, voire annulés. Il se pourrait aussi que cette mesure s'avère insuffisante pour empêcher la délocalisation des activités vers d'autres pays concurrents offrant un cadre fiscal plus attractif<sup>42</sup>.

Dans leur ensemble, de tels effets, qu'ils soient positifs ou négatifs, sont largement imprévisibles, aussi bien en ce qui concerne leur ampleur que la vitesse avec laquelle ils pourraient se concrétiser, de sorte qu'ils ne sont pas intégrés dans nos projections.

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

Le Comité européen du risque systémique (CERS) a conclu une évaluation des risques pesant sur les marchés immobiliers résidentiels de l'Union européenne. Le 22 septembre 2016, il a lancé des avertissements à huit pays, dont le Luxembourg. Le CERS a jugé que la conjugaison de la forte hausse des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois<sup>43</sup>. Selon le CERS, de telles vulnérabilités présentent un risque pour la stabilité financière et, à terme, sont également susceptibles d'engendrer de sérieuses répercussions négatives sur l'économie réelle. 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 »<sup>44</sup>.

### 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 sur les trois premiers trimestres 2017 (6 % par rapport à la même période en 2016). Les exportations ont ainsi atteint 9,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 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 (9 %) sur les trois premiers trimestres 2017 en s'établissant à 14 milliards d'euros. Le déficit du commerce extérieur est, en conséquence, reparti à la hausse sur les trois premiers trimestres 2017 (16 % à 4,5 milliards d'euros). Le déficit commercial était pourtant en recul successif depuis quatre années (-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 22 ci-dessous).

42 Voir aussi l'avis de la BCL sur le projet de budget 2018, chapitre 2.3.2.3. (Impôt sur le revenu des sociétés - Perspectives et facteurs de risque).

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

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

Tableau 22 :

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
2005	10 112,9	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 <sup>er</sup> trim.	3 296,6	12,6	4 855,4	16,2	-1 558,8	24,3
2 <sup>e</sup> trim.	3 158,2	1,3	4 691,5	9,1	-1 533,3	28,0
3 <sup>e</sup> trim.	1 050,9	5,3	1 502,9	2,6	-452,1	-3,3

Source : STATEC

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation depuis quatre années (-2,5 % en 2013, -2,3 % en 2014, -4 % en 2015 et -1 % en 2016) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation avaient de leur côté affiché des baisses inférieures à celles des importations, occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange, ce qui avait largement contribué au recul du déficit du commerce extérieur sur les quatre dernières années. Cette tendance s'est inversée au premier semestre 2017 car, soutenus par la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières, les prix à l'importation ont affiché une hausse (4 %) légèrement supérieure à celle des prix à l'exportation (3 %). En conséquence, les termes de l'échange se sont légèrement détériorés au premier semestre 2017.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont baissé de 5 % en valeur sur la quasi-totalité de l'année 2016, mais sont en constante hausse depuis novembre 2016. Sur les trois premiers trimestres 2017, elles ont progressé de 11 %. De même, toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement. 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 6 % sur les trois premiers trimestres 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 sur les trois premiers trimestres 2017 (23 %). Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, se sont réduites en 2016 (-3 %) et sur les trois premiers trimestres 2017 (-11 %). De même, les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont baissé en 2016 (-14 %) et sur les trois premiers trimestres 2017 (-8 %).

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 constante depuis décembre 2016. Cette hausse en valeur a atteint 23 % sur les trois premiers trimestres 2017. Par ailleurs, les importations de matériel de transport se sont accrues de 21 % sur les trois premiers trimestres 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), qui avaient stagné en 2016, ont progressé de 9 % sur les trois premiers trimestres 2017. Les livraisons des États-Unis (6 % de toutes les importations), qui s'étaient largement contractées en 2016, ont augmenté de 10 % sur les trois premiers trimestres 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 sur les trois premiers trimestres (15 %).

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

Sur base des données mensuelles provisoires, le compte courant s'est soldé par un excédent en forte baisse (-56 % à 1,4 milliards d'euros) sur les neuf premiers mois 2017, comparé à un excédent de 3,2 milliards d'euros sur la même période en 2016. Cette importante chute s'explique en grande partie par l'aggravation du déficit du revenu des investissements, sous l'effet d'une nouvelle hausse des bénéfices attribués aux investisseurs non-résidents. À cela s'ajoute la détérioration de la balance des marchandises, dont le déficit s'est accru de 8 % pour atteindre 2 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017. La hausse (20 %) des exportations nettes du négoce international, notamment dans le segment des produits sidérurgiques, n'a en effet pas suffi à compenser la dégradation du solde des marchandises du commerce général. Ce dernier a vu son déficit s'accroître sous l'effet d'acquisitions d'avions et d'un satellite ainsi que sous l'effet de la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières (voir ci-dessus).

Sur les neuf premiers mois 2017, les échanges de services financiers ont connu une évolution positive qui s'explique en grande partie par le développement favorable de l'industrie des fonds d'investissement. Le surplus des services financiers s'est ainsi accru de 6 % en atteignant 11,8 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017. De leur côté, les exportations de services non financiers ont reculé de 6 %, tout comme leur solde positif qui a baissé de 10 % pour atteindre 4,5 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017. Cette évolution défavorable s'explique notamment par le départ, en septembre 2016, d'une société active dans le commerce électronique.

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

Dans le compte financier, les placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) se sont poursuivis sur les neuf premiers mois 2017 en atteignant 260 milliards d'euros, contre 109 milliards d'euros sur la même période en 2016. En revanche, les titres de créance ont subi des ventes nettes atteignant 46 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017, comparés à des achats nets de 58 milliards d'euros sur la même période en 2016. Au total, les entrées nettes sur titres émis par le Luxembourg se sont ainsi établies à 214 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017, contre 168 milliards sur la même période en 2016.

En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont accru leurs placements qui ont totalisé 223 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017, contre 93 milliards sur la même période en 2016. Les flux d'investissements de portefeuille se sont ainsi soldés par des sorties nettes de 9 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2017. Par ailleurs, les flux bruts d'investissements directs, qui s'étaient fortement réduits au cours de l'année 2016, ont repris sur les neuf premiers mois 2017, suite notamment à une opération de restructuration des participations d'une grande entreprise multinationale.

Tableau 23 :

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

	JANVIER - SEPTEMBRE 2016			JANVIER - SEPTEMBRE 2017		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>234 945</b>	<b>231 765</b>	<b>3 181</b>	<b>232 098</b>	<b>230 714</b>	<b>1 384</b>
Biens	11 255	13 560	-2 305	11 991	14 113	-2 122
Marchandises générales (yc «or non-monétaire»)	9 789	13 560	-3 771	10 229	14 113	-3 884
Négoce international (exportations nettes)	1 466		1 466	1 762		1 762
Services	64 098	47 984	16 114	65 935	49 644	16 290
Services financiers	36 959	25 844	11 115	40 590	28 797	11 793
Services non financiers	27 139	22 141	4 999	25 344	20 848	4 497
Revenu primaire	153 200	164 178	-10 978	147 561	160 521	-12 960
Revenu secondaire	6 392	6 042	350	6 611	6 435	176
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>83</b>	<b>243</b>	<b>-160</b>	<b>17</b>	<b>278</b>	<b>-261</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>200</b>			<b>621</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	115 650	83 520	32 130	127 740	167 743	-40 002
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	126 134	72 727	53 408	166 012	159 615	6 397
Autres capitaux	-10 484	10 793	-21 277	-38 272	8 127	-46 399
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	93 551	167 797	-74 246	223 086	214 368	8 718
Titres de participation	2 653	109 235	-106 581	69 607	260 298	-190 692
Titres de créance	90 898	58 562	32 336	153 480	-45 930	199 410
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			-7 572			-14 308
AUTRES INVESTISSEMENTS	112 085	59 111	52 973	85 139	38 313	46 826
AVOIRS DE RÉSERVE			236			-86
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>501</b>			<b>25</b>

Source : BCL/STATEC

**1.2.9 La position extérieure globale**

Par rapport au premier trimestre 2017, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 77 milliards d'euros pour atteindre 10 838 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2017. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont, de leur côté, progressé de 81 milliards d'euros, en s'établissant à 10 825 milliards d'euros fin juin 2017. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi détériorée de 4 milliards en atteignant 13 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2017. Cette détérioration a essentiellement résulté d'un effet négatif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 3 milliards à 714 milliards d'euros, fin juin 2017. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est réduit de 6 milliards pour s'établir à 349 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est pour sa part accru de 2 milliards à 1 052 milliards d'euros, fin juin 2017.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 5 586 milliards d'euros, fin juin 2017, après avoir subi un large effet-flux positif (347 milliards d'euros), compensé partiellement par un effet négatif de valorisation (-245 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 872 milliards d'euros fin juin 2017, soit une hausse de 98 milliards d'euros, résultant également d'un large effet-flux positif (313 milliards d'euros), partiellement compensé par un effet négatif de valorisation (-214 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90 % sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne d'entreprises multinationales.

L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 693 milliards d'euros fin juin 2017, soit une baisse de 27 milliards d'euros, résultant d'un effet négatif de valorisation (-96 milliards) compensé partiellement par un effet-flux positif (69 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 745 milliards d'euros fin juin 2017, soit une baisse de 25 milliards d'euros résultant d'un effet négatif de valorisation (-119 milliards), compensé partiellement par un effet-flux positif (achats nets de 94 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 332 milliards d'euros fin juin 2017, soit une baisse de 21 milliards d'euros résultant d'un effet négatif de valorisation (-36 milliards) compensé partiellement par un effet-flux positif (15 milliards d'euros). De même, en atteignant 983 milliards d'euros fin juin 2017, l'encours d'engagements s'est globalement réduit de 15 milliards d'euros suite à un large effet négatif de valorisation, partiellement compensé par un effet-flux positif.

Tableau 24 :

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

	ENCOURS FIN 2017 T1	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2017 T2
<b>Position extérieure nette</b>	<b>17,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>13,4</b>
Avoirs extérieurs bruts	10.761	424	-347	10.838
Engagements extérieurs bruts	10.744	423	-342	10.825
<b>Investissements directs</b>	<b>711</b>	<b>34</b>	<b>-31</b>	<b>714</b>
Avoirs	5.485	347	-245	5.586
Engagements	4.774	313	-214	4.872
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-1.050</b>	<b>-26</b>	<b>24</b>	<b>-1.052</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>3.720</b>	<b>69</b>	<b>-96</b>	<b>3.693</b>
Titres de participation	1.710	15	-21	1.705
Titres de créance	2.010	54	-75	1.989
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>4.770</b>	<b>94</b>	<b>-119</b>	<b>4.745</b>
Titres de participation	3.635	95	-83	3.647
Titres de créance	1.136	-1	-36	1.099
<b>Produits dérivés nets</b>	<b>1,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>1,5</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>355</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>349</b>
Avoirs	1.353	15	-36	1.332
Engagements	998	16	-32	983
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,88</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,81</b>

Source : BCL