

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique et financière dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	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	La balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	16
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	19
1.2.1.3	Les coûts salariaux	20
1.2.2	Le marché du travail	22
1.2.2.1	L'emploi	22
1.2.2.2	Le chômage	24
1.2.3	Les activités sectorielles	26
1.2.3.1	L'industrie et la construction	26
1.2.3.2	Le commerce et les autres services non financiers	27
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	28
1.2.4	Le secteur financier	34
1.2.4.1	Les établissements de crédits	34
1.2.4.2	Les organismes de placement collectif	45
1.2.5	La croissance économique	56
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2019	58
1.2.6.1	Évolutions récentes	59
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	60
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	61
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	64
1.2.6.5	Prix à la consommation	64
1.2.6.6	Analyse des risques	66
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.8.1	Le compte courant	72
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	73
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les projections de finances publiques	75
	<u>Encadré 1 :</u>	
	Les locataires et l'accession à la propriété	31
	<u>Encadré 2 :</u>	
	L'activité des fonds de prêts au Luxembourg	49
	<u>Encadré 3 :</u>	
	Croissance potentielle et écart de production	67

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE 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 6 juin 2019, de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. De ce fait, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeurent respectivement à 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

En ce qui concerne les modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III), le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux d'intérêt de chaque opération sera égal au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la durée de chaque TLTRO augmenté de 10 points de base. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération, majoré de 10 points de base.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, le taux EONIA est globalement resté inchangé par rapport à décembre 2018 pour s'établir à -0,37 % le 6 juin 2019. Les taux EURIBOR, avec une maturité allant de 1 mois à 6 mois, ont quelque peu diminué par rapport à décembre 2018. Ainsi, le 6 juin 2019, les taux EURIBOR 1 mois, EURIBOR 3 mois et EURIBOR 6 mois se sont fixés respectivement à -0,38 %, -0,32 % et -0,26 %. Enfin, début juin, le taux EURIBOR 12 mois est ressorti à -0,18 %, après une baisse de 5 points de base depuis décembre 2018.

Au sujet de l'analyse monétaire, les données récentes ont montré que le taux de progression annuel de l'agrégat M3 a été de 4,7 % en avril 2019, par rapport à 4,6 % en mars 2019. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit M1 s'est fixé à 7,4 % en avril 2019, comparé à 7,5 % en mars 2019.

La croissance des crédits octroyés au secteur privé a poursuivi le redressement initié 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 augmenté pour s'établir à 3,9 % en avril 2019 par rapport à 3,6 % au mois précédent. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a été de 3,4 % en avril, soit 0,1 p.p. de plus par rapport au mois précédent.

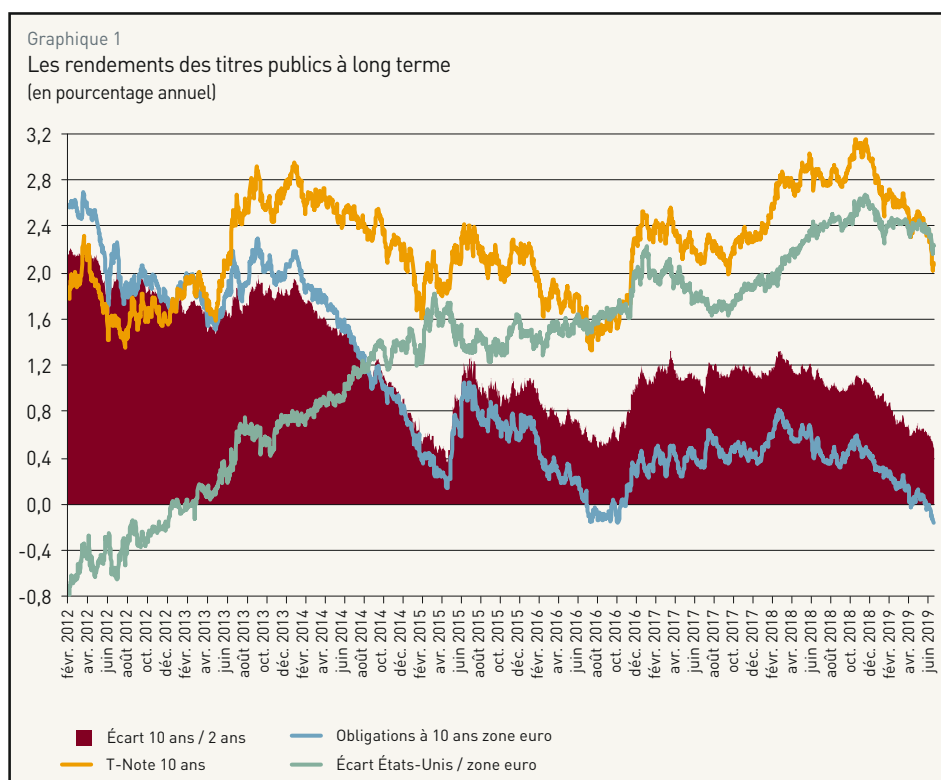
1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, le rendement des titres publics à 2 ans est resté à peu près stable sur la période allant de décembre 2018 au 6 juin 2019 pour se fixer à -0,66 %. Le rendement des titres publics à 10 ans a enregistré une baisse de près de 50 points de base pour s'établir à -0,17 %. En Allemagne, le rendement des obligations d'État à 10 ans est davantage descendu en terrain négatif pour se fixer à -0,24 % début juin 2019. Cette évolution pourrait être attribuée aux anticipations des acteurs de marché relatives aux conséquences de l'affaiblissement de la croissance économique dans la zone euro, sous l'effet des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, en particulier la menace protectionniste et des vulnérabilités sur les marchés émergents. Le différentiel de rendement entre les taux obligataires à 10 ans et à 2 ans s'est réduit dans des proportions similaires, de 47 points de base, durant cette période.

Dans ce contexte, la poursuite par l'Eurosystème des réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP associée aux indications prospectives sur l'évolution des taux d'intérêt directeurs et la conduite d'une troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées visent à assurer un degré élevé de soutien monétaire.

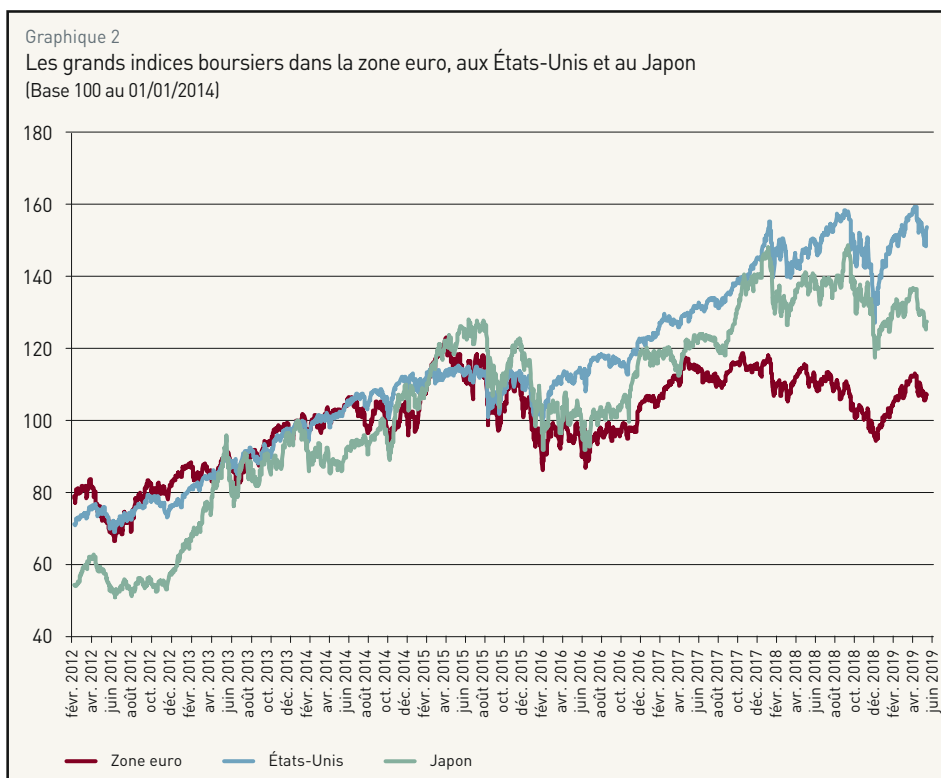
Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a enregistré une baisse de près de 80 points de base par rapport à décembre 2018 pour se situer à 2,1 % le 6 juin 2019. Cette baisse intervient dans un contexte de craintes d'un ralentissement de la croissance mondiale en général et notamment de la croissance américaine. Le marché du travail est resté solide, avec un taux de chômage de 3,6 % en avril 2019. Durant le premier trimestre, la croissance tant des dépenses des ménages que des investissements fixes des entreprises a ralenti. Aussi, le taux d'inflation globale se situait en dessous de 2 % sur une base annuelle.

Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est réduit au cours de la période analysée pour s'établir à 2,28 p.p. le 6 juin 2019.



Sources : BCE, Bloomberg

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



Source : Bloomberg

1.1.3 Les marchés d'actions

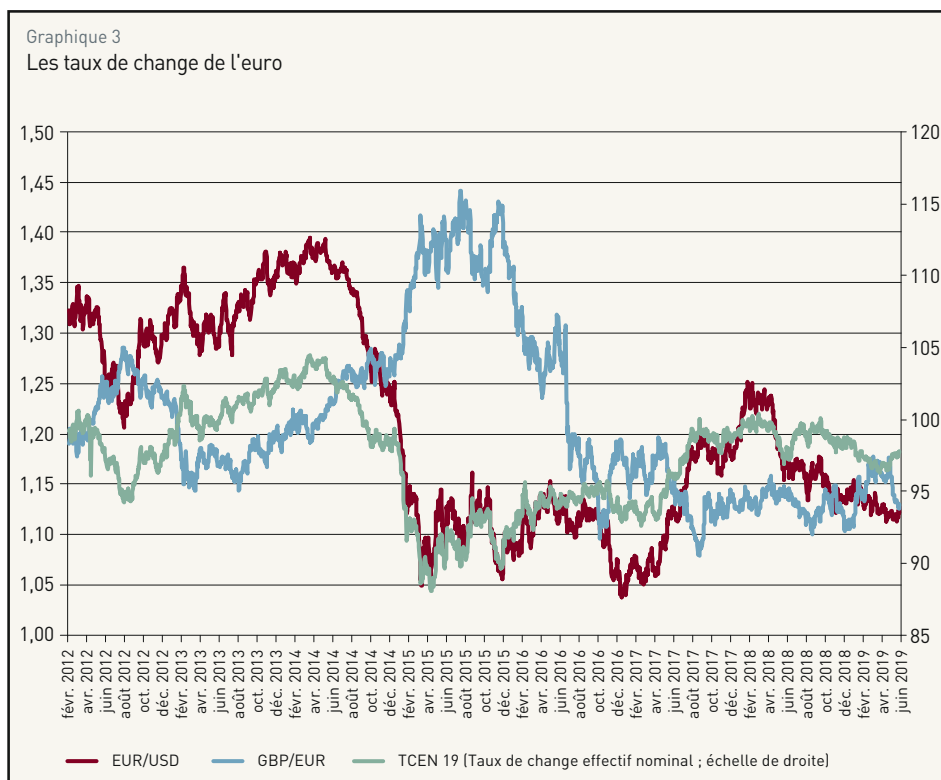
Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a enregistré une hausse de 9,4 % entre le 14 décembre 2018 et le 6 juin 2019. Après une tendance haussière jusque début mai, l'indice a évolué à la baisse, puis a enregistré un nouveau repli fin mai dans le contexte de l'annonce par le Président des États-Unis relative à l'instauration, à partir du 10 juin, de droits de douane de 5 % sur tous les produits importés du Mexique.

En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a augmenté de 7,9 % entre le 14 décembre 2018 et le 6 juin 2019 dans un environnement de diminution des taux sans risque et d'une volatilité globalement stable. Enfin, au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 a enregistré une baisse de 2,8 % sur la même période parallèlement à l'augmentation des tensions commerciales sino-américaines.

1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 14 décembre 2018 au 6 juin 2019, le taux de change effectif nominal de l'euro a connu une légère dépréciation de 0,3 %. Sur cette période, l'euro s'est déprécié de 1,1 % vis-à-vis de la livre sterling. Il s'est aussi légèrement déprécié (de 0,3 %) par rapport au dollar américain. Il convient de mettre cette évolution en perspective avec les attentes des acteurs du marché en matière d'orientation des politiques monétaires tant aux États-Unis que dans la zone euro.

Graphique 3
Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg

Concernant les autres principales devises mondiales, au cours de la période sous revue, l'euro s'est déprécié de 4,6 % vis-à-vis du yen japonais et de 2,6 % vis-à-vis du rouble russe. Il est resté relativement stable par rapport au yuan renminbi. En revanche, l'euro s'est déprécié de 0,9 % face au franc suisse. Le mouvement d'appréciation du franc suisse a débuté fin avril 2019 sur fond d'aversion au risque de la part des investisseurs en réponse à l'intensification des tensions commerciales.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié de 3,7 % face à la couronne suédoise. Il est resté relativement stable face au zloty polonais et à la couronne danoise.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui s'était établie à 1,5 % en 2017, a légèrement accéléré en 2018, atteignant ainsi 1,7 % sur l'ensemble de l'année.

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)

	2017	2018	2018-T1	2018-T2	2018-T3	2018-T4	2019-T1	AVRIL 2019	MAI 2019*
IPCH global	1,5	1,7	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	1,7	1,2
Produits alimentaires non transformés	2,2	2,5	0,2	3,3	3,8	2,0	1,9	0,8	0,4
Produits alimentaires transformés	1,6	2,1	2,2	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,9
Produits manufacturés hors énergie	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Énergie	4,9	6,4	2,2	5,6	9,5	8,4	3,9	5,3	3,8
Services	1,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	1,9	1,1
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,4	1,0

Source : Eurostat. *Estimation préliminaire.

La progression de l'inflation globale en 2018 est due à une accélération continue jusqu'au troisième trimestre 2018 et à une légère décélération au quatrième trimestre 2018. Cette dynamique reflète essentiellement les développements observés pour les prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, a été constante sur l'année 2018, s'établissant à 1,2 %, en légère accélération par rapport à 2017.

Au premier trimestre 2019, l'inflation globale a reculé en raison de la forte décélération de l'inflation des prix de l'énergie et d'un léger recul de l'inflation sous-jacente. En avril, l'accélération des prix de l'énergie et des services a permis une hausse de l'inflation globale. Toutefois, selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, celle-ci a ensuite été en forte décélération en mai, s'établissant à 1,2 %, soit son niveau le plus bas depuis avril 2018. Le recul important de l'inflation des services et, dans une moindre mesure de l'énergie, explique cette évolution.

En janvier 2019, Eurostat a procédé à quelques adaptations méthodologiques qui concernent les calculs sous-jacents à l'IPCH. Dorénavant, ces calculs sont basés sur la classification dite « ECOICOP-5 »¹. Ce changement consiste en une désagrégation plus fine des positions de l'IPCH

¹ Classification européenne des fonctions de consommation des ménages, qui est désormais basée sur une désagrégation plus précise à 5 niveaux.

et implique des changements dans la composition des agrégats spéciaux² de l'IPCH. Les agrégats spéciaux ont été recalculés à partir de janvier 2017, impliquant ainsi de légères révisions de leur niveau et de leur évolution. L'indice global IPCH n'est néanmoins pas affecté par ce changement³.

Le prix du pétrole, qui avait plus que doublé depuis le début de l'année 2016, a entamé un recul au quatrième trimestre 2018 qui s'est poursuivi au premier trimestre 2019. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, ont connu une très légère progression sur cette même période. Ces évolutions sont à l'origine de la décélération de l'inflation des prix de l'énergie et de la stabilité de l'inflation des biens industriels non-énergétiques et des biens alimentaires transformés. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui recule depuis mai 2018, a poursuivi sa baisse en 2019 atteignant 1,12 \$/€ en mai.

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

Le PIB de la zone euro a progressé de 0,4 % au cours du premier trimestre 2019 par rapport au trimestre précédent. Au cours du quatrième trimestre 2018, le PIB avait augmenté de 0,2 %.

Au premier trimestre 2019, le PIB réel a progressé dans tous les pays de la zone euro pour lesquels les données étaient disponibles, à l'exception de la Lettonie où la croissance a reculé de 0,1 %.

Les données relatives au Luxembourg n'ont pas encore été publiées. Les informations disponibles concernant ses trois principaux partenaires économiques indiquent une décélération de la croissance en Belgique et en France 2019 (+0,3 % au premier trimestre, après +0,4 % au quatrième trimestre 2018 dans ces deux pays) et une accélération de la croissance en Allemagne (+0,4 %, après une stabilisation au quatrième trimestre 2018).

Les données sectorielles pour la zone euro révèlent qu'au premier trimestre 2019, la valeur ajoutée a évolué favorablement dans tous les secteurs de l'économie à l'exception des activités financières et d'assurance (-0,4 %). La croissance de la valeur ajoutée a été particulièrement élevée dans la construction (+1,1 %). *A contrario*, la croissance a été quasi-nulle dans l'industrie manufacturière.

Toutes les composantes de la demande ont progressé au premier trimestre 2019. La croissance de l'investissement a été vigoureuse (+1,1 %), celle de la consommation privée très modeste (+0,1 %) tandis que toutes les autres composantes ont crû à un rythme moyen de l'ordre de 0,5 %.

La croissance trimestrielle de l'emploi dans la zone euro est restée stable à 0,3 % au premier trimestre 2019. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 1,3 % (comme au quatrième trimestre 2018). Les données sectorielles indiquent que les créations d'emplois ont été particulièrement dynamiques dans les secteurs de l'information-communication et des activités immobilières (+1,0 % dans ces deux secteurs). En revanche, la croissance de l'emploi a été relativement faible dans la construction (+0,2 %) et le commerce-transport-hébergement-restauration (+0,1 %).

Le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 7,6 % en avril 2019, en baisse par rapport au taux de 7,7 % de mars 2019 et au taux de 8,4 % d'avril 2018. Il s'agit du taux le plus faible enregistré depuis août 2008. Selon Eurostat, 12,5 millions de personnes étaient au chômage en avril 2019. Par rapport à mars 2019, le nombre de chômeurs a diminué de 64 000. Comparé à avril 2018, le chômage a baissé de 1,17 million de personnes.

2 Certains agrégats spéciaux sont repris dans le tableau 1.

3 Pour plus de détails sur ce changement méthodologique, consulter l'encadré 4 du bulletin économique 2019/2 de la BCE, intitulé «*New features in the Harmonised Index of Consumer Prices: analytical groups, scanner data and web-scraping*».

Parmi les États membres, les taux de chômage les plus faibles en avril 2019 ont été enregistrés en Allemagne (3,2 %) et aux Pays-Bas (3,3 %). Les taux de chômage les plus élevés ont été relevés en Grèce (18,5 % en février 2019) et en Espagne (13,8 %).

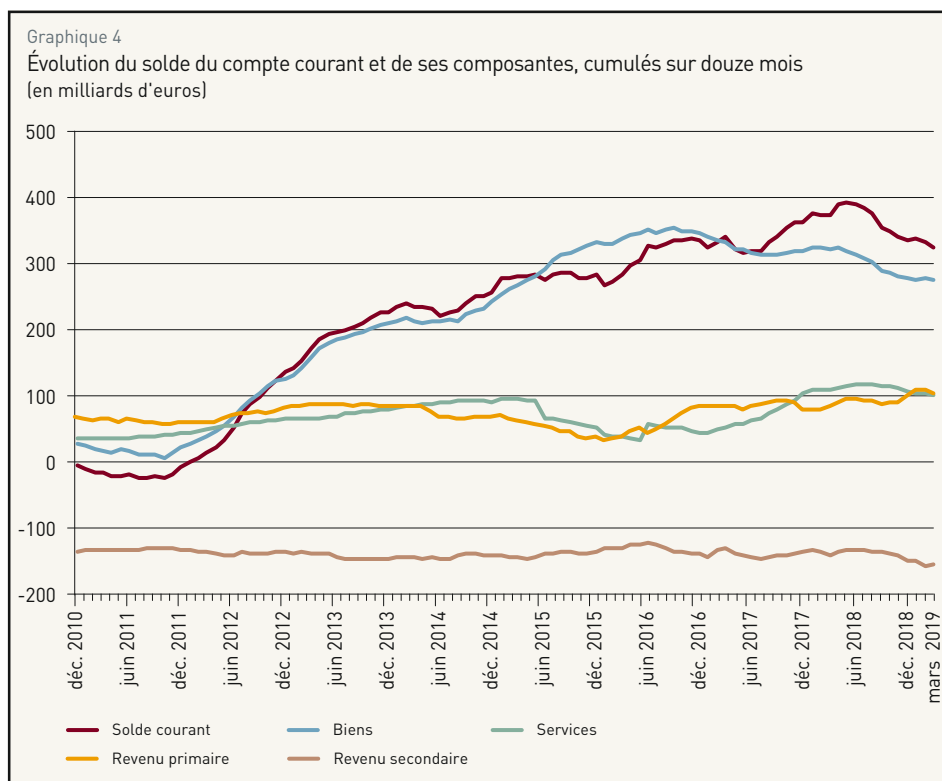
1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Au cours de l'année 2018, la zone euro a dégagé un excédent courant de 335 milliards d'euros (2,9 % du PIB), comparé à un excédent de 363 milliards d'euros (3,2 % du PIB) en 2017. Cette baisse est le reflet de la réduction du surplus des biens (Graphique 4). En effet, l'excédent des marchandises, étant 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 276 milliards d'euros (2,4 % du PIB) au cours de l'année 2018, comparé à un surplus de 318 milliards d'euros (3,1 % du PIB) en 2017. Cette détérioration du surplus relatif aux biens s'explique par une croissance plus importante des importations (6 %) comparée aux exportations (4 %). Au cours de l'année 2018, les importations de biens ont été soutenues notamment par le redressement des prix du pétrole et des autres matières premières. Concernant les autres composantes de la balance courante, la hausse de 29 % de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) a été compensée par une hausse du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.). De son côté, le surplus des services est resté stable.

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro a poursuivi sa contraction (-16 %) au premier trimestre 2019 en atteignant 63 milliards d'euros (2,1 % du PIB) contre 74 milliards (2,6 % du PIB) au premier trimestre 2018. Cette détérioration provient d'une évolution négative à la fois du surplus de biens (-4 %) et de celui des services (-25 %) ainsi que de l'aggravation du déficit du revenu secondaire (13 %). La hausse du surplus du revenu primaire n'a pas suffi à compenser les évolutions négatives précitées.

Dans le compte des transactions financières, les flux d'investissements directs se sont caractérisés, au cours de l'année 2018, par des opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-220 milliards d'euros) que pour les engagements (-272 milliards d'euros). Ces opérations pourraient être liées à la réforme fiscale américaine. Celle-ci s'est en effet traduite par des opérations de restructuration des multinationales d'origine américaine ayant abouti à des rapatriements des profits détenus par leurs filiales étrangères. Concernant les investissements de portefeuille, en 2017 et 2018, les investisseurs non-résidents ont réduit leurs placements en titres de dette à long terme émis par la zone euro. Ces titres ont, en effet, subi des ventes nettes atteignant 136 milliards d'euros en 2017 et 113 milliards d'euros en 2018. Ces évolutions s'expliquent notamment par la demande accrue de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de son programme d'achat d'actifs. Toutefois, au cours du premier trimestre 2019, les achats nets par des non-résidents des titres de dette à long terme émis par la zone euro ont repris à concurrence de 111 milliards d'euros, achats nets qui n'avaient pas été observés depuis le second trimestre 2015. Les titres de dette à court terme de la zone euro avaient, quant à eux, fait l'objet d'achats nets de 52 milliards d'euros en 2016 et 6 milliards en 2017 avant de subir d'importantes ventes nettes de 74 milliards d'euros en 2018. Au premier trimestre 2019, les transactions sur ce type d'instruments se sont à nouveau soldées par des achats nets (12 milliards d'euros).

Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents avaient fortement accru leurs achats nets, qui étaient passés de 112 milliards en 2016 à 486 milliards d'euros en 2017, avant de retomber à 158 milliards d'euros en 2018. Au premier trimestre 2019, les titres de participation émis par la zone euro ont, par contre, subi des ventes nettes à concurrence de 10 milliards d'euros.



Source : BCE

De leur côté, les résidents de la zone euro ont réduit leurs placements dans les titres étrangers. Au cours de l'année 2018, les transactions sur titres de participation étrangers se sont soldées par des achats nets de 19 milliards d'euros, contre 198 milliards en 2017. Au premier trimestre 2019, des ventes nettes d'un montant de 6 milliards d'euros ont été observées. Les achats de titres de dette étrangers ont baissé à 165 milliards d'euros au cours de l'année 2018 (62 milliards au premier trimestre 2019), contre 454 milliards d'euros en 2017. Ainsi, les flux d'investissements de portefeuille se sont soldés par des sorties nettes de capitaux de 214 milliards d'euros en 2018 et de 297 milliards d'euros en 2017. Les transactions du premier trimestre 2019 se sont, en revanche, soldées par des entrées nettes de capitaux (56 milliards d'euros).

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2019 de l'Eurosystème, l'expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro devrait s'élever à 1,2 % en 2019 et à 1,4 % en 2020 et 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2019 et à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2020 et de 0,1 point de pourcentage pour 2021.

La croissance de la consommation privée devrait être solide sur l'horizon de projection. Le degré de confiance relativement favorable des consommateurs, les améliorations attendues sur le marché du travail et la hausse des salaires réels par employé laissent présager une forte croissance de la consommation au cours des prochains trimestres. À cela s'ajoutent les effets positifs des allègements fiscaux dans certains pays. Par la suite, le ralentissement progressif de l'emploi et des transferts budgétaires en faveur des ménages devraient peser sur la consommation privée.

La hausse de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré. L'investissement des entreprises devrait progresser sur l'horizon de projection, quoiqu'à un rythme plus mesuré. Le ralentissement du premier trimestre 2019 devrait se poursuivre sur le reste de l'année, du fait de la relative faiblesse du commerce mondial et des préoccupations persistantes concernant les politiques commerciales mondiales, une sortie du Royaume-Uni sans accord et l'atterrissage brutal de l'économie chinoise. Toutefois, un certain nombre de facteurs devraient continuer à soutenir les investissements des entreprises dans la zone euro. Premièrement, l'utilisation des capacités de production reste supérieure à sa moyenne à long terme et une proportion plus élevée qu'à l'accoutumée des entreprises manufacturières cite le manque d'équipement comme facteur limitant la production.

Deuxièmement, les conditions de financement devraient rester accommodantes sur la période de projection. Troisièmement, les bénéfices devraient augmenter et donc venir s'ajouter aux importants excédents d'actifs liquides accumulés par les entreprises au cours des dernières années. Enfin, les entreprises pourraient augmenter leurs investissements pour compenser les contraintes liées à l'offre sur le marché du travail.

La croissance des exportations hors zone euro devrait être modérée en 2019, avant d'accélérer sur le reste de l'horizon de prévision, globalement en phase avec la demande extérieure. La croissance des importations hors zone euro devrait également s'affaiblir à court terme, dans le sillage des exportations, et du fait de la faiblesse des investissements et de l'activité dans certains pays de la zone euro. Ensuite, les importations hors zone euro devraient croître globalement en lien avec la demande totale (demande intérieure plus exportations).

Concernant les finances publiques, le solde budgétaire devrait se dégrader en 2019 et rester inchangé les années suivantes, tandis que le ratio de dette publique sur PIB poursuivrait sa baisse. Le creusement du déficit public s'expliquerait par la détérioration du solde primaire corrigé de sa composante conjoncturelle, en raison de l'orientation budgétaire plus expansionniste. Cette dernière serait en partie seulement compensée par la légère diminution des paiements d'intérêts, résultante du refinancement d'anciennes dettes par de nouvelles dettes à des taux d'intérêt plus bas. L'orientation à la baisse du ratio dette publique sur le PIB est confortée par l'écart de plus en plus favorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal de la dette.

Le Conseil des gouverneurs a estimé lors de sa réunion du 6 juin 2019 que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restaient orientés à la baisse, en raison du maintien prolongé des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

En ce qui concerne l'inflation, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,2 % en mai 2019, contre 1,7 % en avril, en raison principalement d'une hausse plus faible des prix de l'énergie et des services. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait ralentir au cours des prochains mois, avant d'accélérer à nouveau vers la fin de l'année. Abstraction faite de la récente volatilité due à des facteurs temporaires, les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais les tensions sur les coûts de main-d'œuvre continuent de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'inflation sous-jacente devrait donc augmenter à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire, la poursuite de la croissance économique et le renforcement de la hausse des salaires.

Les projections macroéconomiques de juin 2019 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,3 % en 2019, de 1,4 % en 2020 et de 1,6 % en 2021. Par comparaison aux projections de mars 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2019 et à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2020.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques pour la zone euro
(taux de variation annuels en pourcentages, sauf mention contraire)

	PROJECTIONS DE JUIN 2019				PROJECTIONS DE MARS 2019			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB réel	1,8	1,2	1,4	1,4	1,9	1,1	1,6	1,5
		[0,9 - 1,5]	[0,5 - 2,3]	[0,4 - 2,4]		[0,7 - 1,5]	[0,7 - 2,5]	[0,5 - 2,5]
Consommation privée	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,6	1,4
Consommation publique	1,1	1,4	1,4	1,4	1,1	1,7	1,6	1,4
Investissement	3,3	2,7	2,0	2,0	3,3	2,1	2,4	2,0
Exportations	3,2	2,2	2,9	3,2	2,8	2,8	3,6	3,2
Importations	3,2	2,7	3,2	3,4	2,7	3,7	4,1	3,5
Emploi	1,5	1,0	0,6	0,6	1,4	0,7	0,6	0,6
Taux de chômage ⁴	8,2	7,7	7,5	7,3	8,2	7,9	7,7	7,5
IPCH	1,8	1,3	1,4	1,6	1,7	1,2	1,5	1,6
		[1,2 - 1,4]	[0,7 - 2,1]	[0,8 - 2,4]		[0,9 - 1,5]	[0,8 - 2,2]	[0,8 - 2,4]
IPCH ex énergie	1,3	1,2	1,5	1,7	1,2	1,4	1,6	1,6
Solde budgétaire des administrations publiques ⁵	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1
Dettes brutes des administrations publiques ⁶	85,1	83,7	82,1	80,6	85,0	83,8	82,3	81,1

Source : BCE

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

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), qui avait fortement rebondi en 2017, a reculé en 2018, s'établissant à 1,5 %. Cette décélération, qui reste modérée, est le résultat de la combinaison d'une forte décélération des prix des services et d'une accélération des prix de l'énergie. Pour rappel, une mesure du gouvernement modifiant les modalités du chèque-service accueil pour les crèches et les foyers du jour pour enfants avait impliqué, en 2018, un impact de -0,7 p.p. sur l'inflation des prix des services et de -0,4 p.p. sur l'inflation globale. Le paiement de la tranche indiciaire au mois d'août a permis d'amorcer une accélération de l'inflation des services qui s'est encore renforcée en novembre avec la fin de l'effet de la mesure gouvernementale précitée. La conjonction de ces deux facteurs a dès lors permis de retrouver un niveau d'inflation plus en ligne avec le contexte de conjoncture favorable et de hausse salariale observé au Luxembourg en 2018.

Au cours des cinq premiers mois de l'année 2019, le taux de variation annuel moyen de l'IPCN s'est établi à 2,1 %, soit proche des niveaux atteints en fin d'année 2018.

⁴ Pourcentages de la population active.

⁵ Pourcentages du PIB.

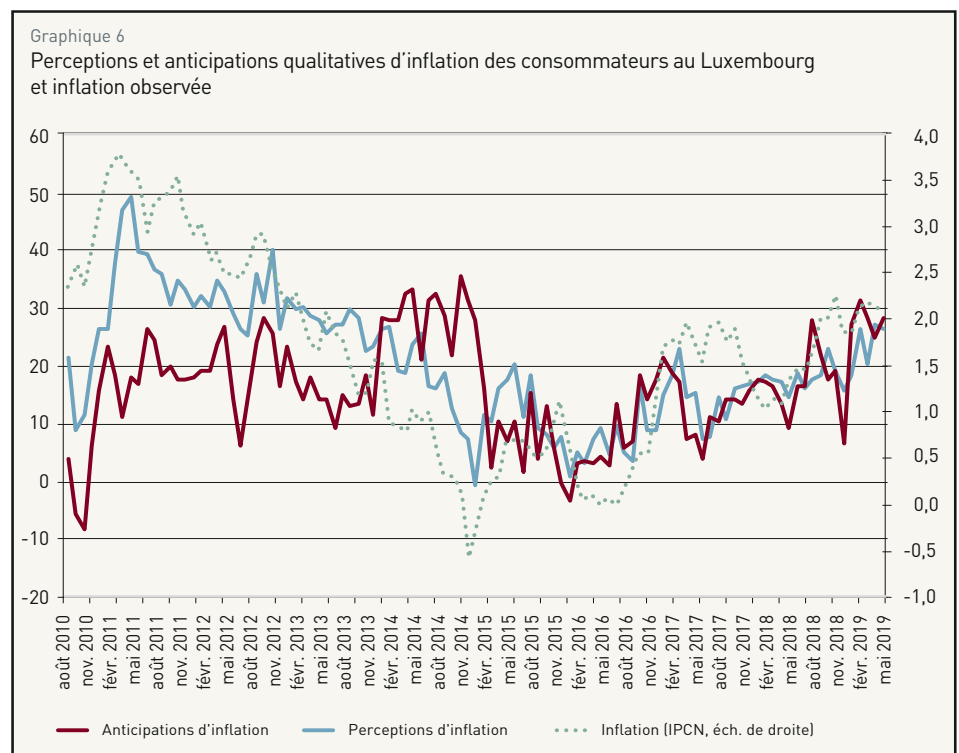
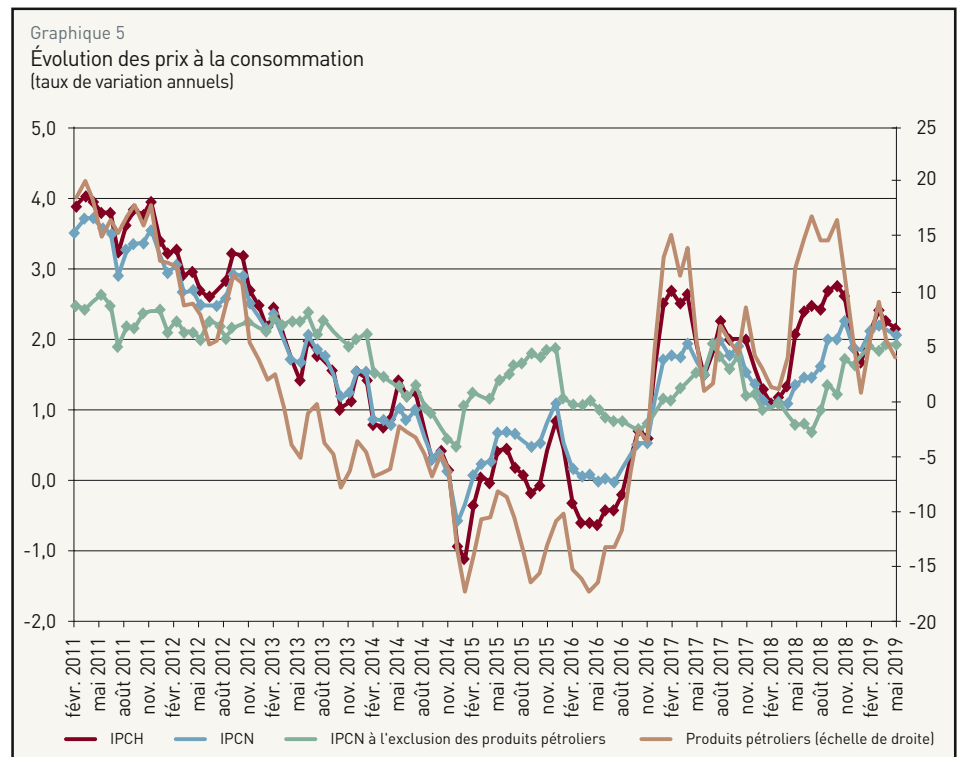
⁶ Pourcentages du PIB.

Le différentiel d'inflation avec la zone euro, qui avait exceptionnellement été négatif en 2018, à hauteur de -0,5 p.p., est redevenu positif au premier trimestre 2019 atteignant +0,4 p.p. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel d'inflation, qui avait été de -0,2 p.p. en 2018, s'est établi à +0,6 p.p. au premier trimestre de 2019. Lors de ce trimestre, le taux d'inflation en Belgique a été similaire à celui observé au Luxembourg. En France et en Allemagne, l'inflation a en revanche connu une forte décélération et s'est établie à des niveaux nettement inférieurs à celui du Luxembourg. Le différentiel d'inflation du Luxembourg, cumulé sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au premier trimestre 2019, a atteint respectivement +11,2 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +8,9 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture de la BCL⁷ auprès des consommateurs, les anticipations d'inflation, après avoir reculé lors du quatrième trimestre 2018, ont de nouveau atteint des niveaux élevés en 2019. Les perceptions d'inflation, qui en 2018 avaient atteint leur plus haut niveau en octobre, ont également fortement progressé début 2019.

1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels,



7 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.

qui avaient rebondi en 2017 (+ 2,9 %), ont encore accéléré en 2018 avec une progression de 4,6 %. Ils ont néanmoins reculé de 1,9 % au premier trimestre 2019.

Sur l'ensemble de l'année 2018, ce sont les secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation qui ont soutenu la progression des prix de l'ensemble des biens industriels, alors que les prix des biens d'équipement ont peu progressé et les prix des biens énergétiques ont connu une évolution négative. Ce sont toutefois également ces deux secteurs qui ont déclenché le recul des prix à la production au quatrième trimestre. Le profil trimestriel révèle en effet une accélération de la progression des prix jusqu'au troisième trimestre, suivie d'une évolution négative au quatrième trimestre. Celle-ci s'est ensuite accentuée au premier trimestre 2019.

Les prix à la construction avaient accéléré en 2018, pour atteindre une hausse annuelle de 2,6 % en octobre. Sur base semestrielle, les prix à la construction ont progressé de 1,7 % en octobre 2018 (par rapport à avril 2018).

Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression soutenue. Après une hausse de 5,7 % en 2017, la croissance des prix immobiliers s'est accélérée à 7,1 % en 2018. Cette accélération est surtout due à la croissance soutenue enregistrée aux troisième et quatrième trimestres 2018 (de respectivement 2,4 % et 2,7 % sur une base trimestrielle).

Tableau 3 :

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

	2017	2018	2018-T1	2018-T2	2018-T3	2018-T4	2019-T1
Ensemble des produits industriels	2,9	4,6	1,4	1,5	2,7	-0,9	-1,9
Biens intermédiaires	6,7	7,6	1,4	2,2	4,7	-1,1	-3,8
Biens d'équipement	4,6	1,4	-0,3	0,0	-0,2	0,3	3,2
Biens de consommation	-0,6	3,7	3,6	1,2	-2,6	-1,6	-3,1
Biens énergétiques	-10,1	-5,4	0,4	0,0	4,6	0,2	4,2
Prix à la construction	1,3	2,6		0,8*		1,7*	
Prix immobiliers résidentiels	5,7	7,1	2,9	0,9	2,4	2,7	

*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.
Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

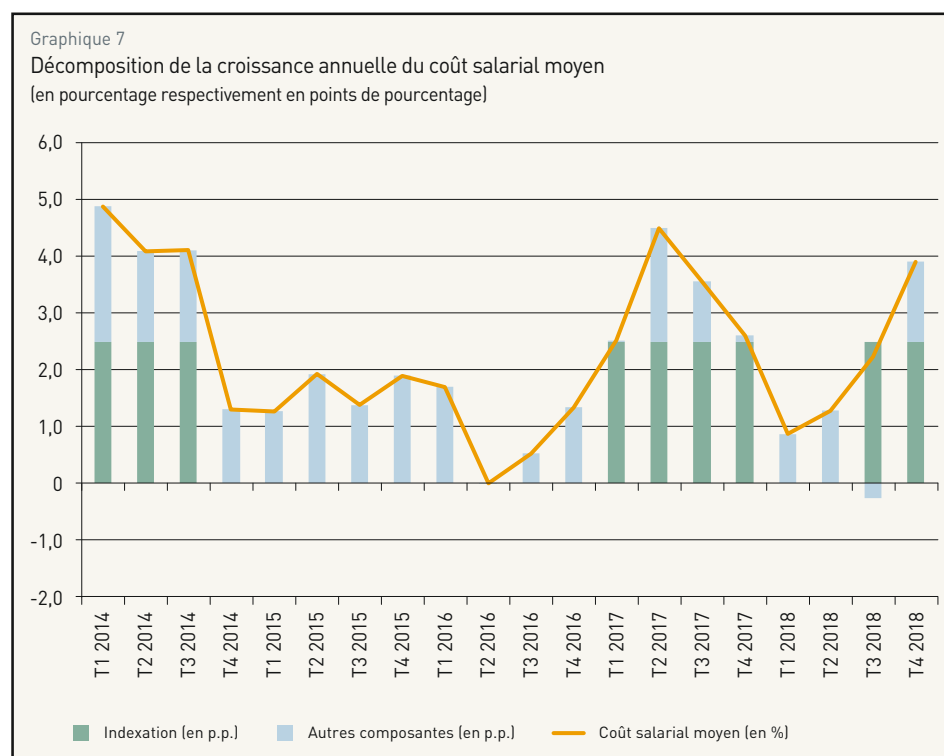
La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en mars 2019, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 3,9 % au quatrième trimestre 2018, après une hausse de 2,2 % au trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression s'explique principalement 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.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme l'accélération de l'évolution du coût salarial moyen, mais témoigne d'une progression légèrement plus forte que celle retracée par les comptes nationaux. Néanmoins, il est à rappeler que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences méthodologiques⁸.

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

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques. Cette hausse a cependant été particulièrement importante dans les services aux entreprises (+6,4 %), le secteur financier (+5,8 %), les autres activités de services (+5,1 %) et la construction (+4,2 %).

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 a principalement été imputable au déclenchement de la tranche indiciaire, payée en août 2018. La contribution des composantes dites réelles s'est également révélée positive. Cette évolution positive devrait se poursuivre au premier trimestre 2019, entre autres sous l'impact de la hausse du salaire social minimum au mois de janvier. Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux. Ces derniers sont susceptibles de faire l'objet de révisions au cours de publications ultérieures.



Sources : STATEC, calculs BCL

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				
	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
Industrie, y compris énergie	-0,7	1,4	0,6	0,1	0,7	1,4	-0,4	2,3	1,2	2,7
Construction	0,0	-1,1	1,5	1,9	2,5	3,4	-0,8	0,6	2,3	4,2
Commerce ; réparation d'automobiles et de motos ; transports et entreposage ; hébergement et restauration	-0,5	0,7	0,6	0,1	0,4	3,7	-0,2	1,0	1,0	1,8
Information et communication	1,0	0,1	2,4	-2,2	1,3	3,9	1,2	3,7	1,1	1,5
Activités financières et d'assurance	-3,4	3,7	1,6	-1,4	1,7	-4,2	2,0	2,5	0,3	5,8
Activités immobilières	-0,8	-2,2	-0,5	2,0	1,7	7,9	-2,2	-0,7	-1,6	0,8
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	-0,7	-0,6	1,8	2,5	2,6	4,6	0,3	0,6	3,0	6,4
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	2,5	-0,1	0,1	2,0	0,7	4,8	2,5	0,4	4,5	2,8
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services	0,2	0,7	0,2	3,2	0,9	4,4	1,5	0,5	4,4	5,1
Coût salarial moyen - économie totale	-0,2	0,1	1,2	1,2	1,3	2,6	0,9	1,3	2,2	3,9

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées des variations saisonnières.

Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Le marché du travail montre des signes de stabilisation depuis quelques mois. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé en glissement annuel de 3,7 % au quatrième trimestre 2018, une croissance en baisse par rapport au trimestre précédent. Selon des estimations du STATEC⁹, la progression de l'emploi se serait ensuite stabilisée à ce taux de 3,7 % en moyenne au cours des mois allant de janvier à avril 2019.

Tableau 5 :

Emploi et chômage

(taux de variation annuel moyen, sauf indication contraire)

	2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019*
Emploi salarié total	3,8	3,8	3,7	3,7
Salariés frontaliers	4,7	4,8	4,7	5,0
Salariés résidents	3,1	3,0	2,9	2,6
Travailleurs indépendants	2,6	2,7	2,7	2,5
Emploi total	3,7	3,8	3,6	3,7
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	17,7	16,8	26,2	12,6
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	13,9	7,5	20	-4,5
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	-5,7	-6,2	-8,9	-5,8
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	5,5	5,4	5,2	5,3
Mesures pour l'emploi	-7,1	-6,1	-13,3	-15
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large)	-6,1	-6,1	-10	-7,9

Remarque : les données relatives au premier trimestre 2019 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives aux salariés résidents incluent uniquement les résidents travaillant sur le territoire luxembourgeois.

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

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a poursuivi sa progression. L'écart de croissance entre emploi frontalier et résident s'est établi à 2,2 p.p. au quatrième trimestre 2018, après 1,8 p.p. le trimestre précédent. Selon les données provisoires, cet écart se serait à nouveau accentué au premier trimestre 2019. La progression annuelle de l'emploi résident a décéléré de 3,1 % en moyenne au cours de la première moitié de 2018 à moins de 3 % actuellement, tout en se maintenant à un rythme largement supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise (1,9 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008). Par ailleurs, une décomposition par nationalité révèle que si l'emploi des résidents de nationalité étrangère a continué de croître à un rythme plus soutenu que celui de leurs homologues luxembourgeois, l'emploi de ces derniers a fortement accéléré au cours des derniers trimestres.

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

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, révèle que trois secteurs ont continué de se démarquer en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation), des branches « commerce, transports et HORECA » et des services aux entreprises. De leurs côtés, la construction et le secteur financier au sens large ont contribué chacun à hauteur de respectivement 0,5 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié total¹⁰.

Dans une optique prospective, l'emploi intérimaire, généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi, a reculé de 5 % en janvier 2019¹¹, après une baisse de 1,7 % au cours du quatrième trimestre 2018. Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent pas encore de déterminer si cette récente baisse est temporaire ou, au contraire, annonce un revirement de tendance sur le marché du travail.

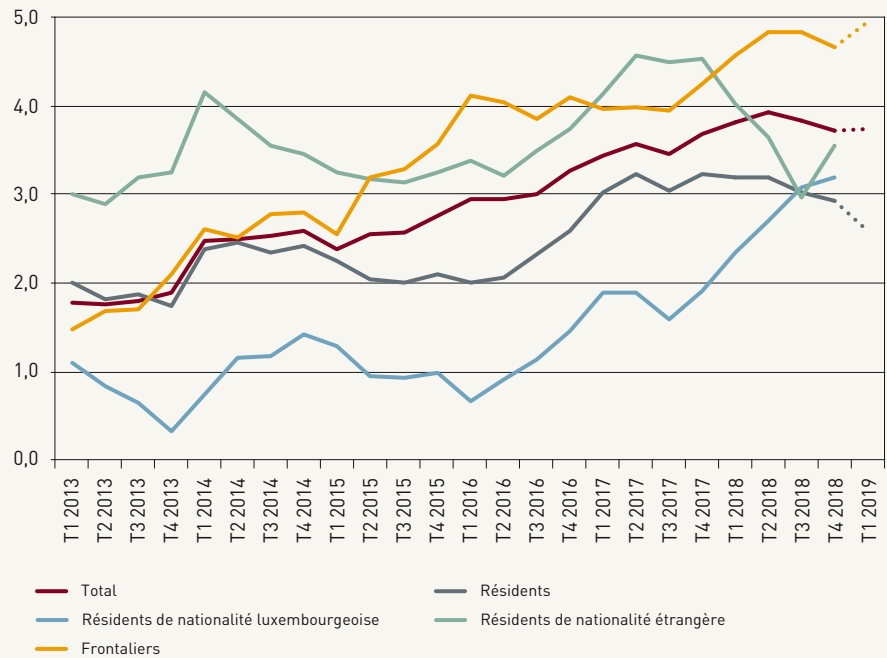
Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, demeurent orientées à la hausse dans les services

10 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 inclut par exemple les activités de gestion de fonds ou encore le courtage de valeurs mobilières et de marchandises. Cependant, l'emploi s'est également inscrit en hausse, en glissement annuel, dans le secteur bancaire.

11 Cette baisse s'explique en partie par le fait que le congé collectif d'hiver dans la construction a principalement concerné les jours de travail en janvier 2019.

Graphique 8

Progression de l'emploi salarié selon la résidence et la nationalité
(en pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

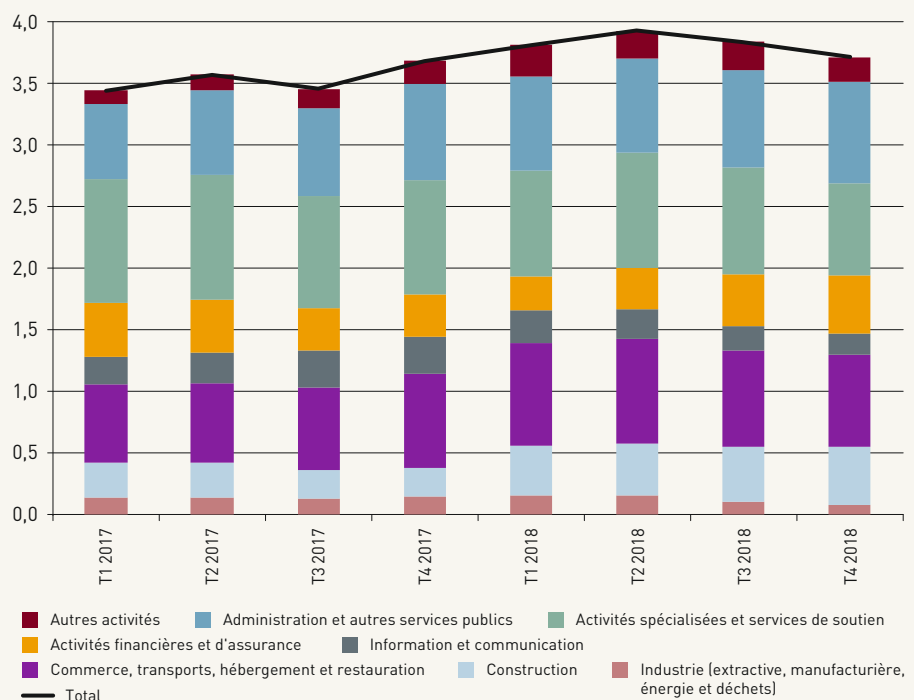


Remarque : les données relatives au premier trimestre 2019 demeurent provisoires. Par ailleurs, lors de la rédaction de ce bulletin, la répartition de l'emploi salarié résident par nationalité n'était pas encore disponible en ce qui concerne le premier trimestre 2019.

Sources : STATEC, calculs BCL

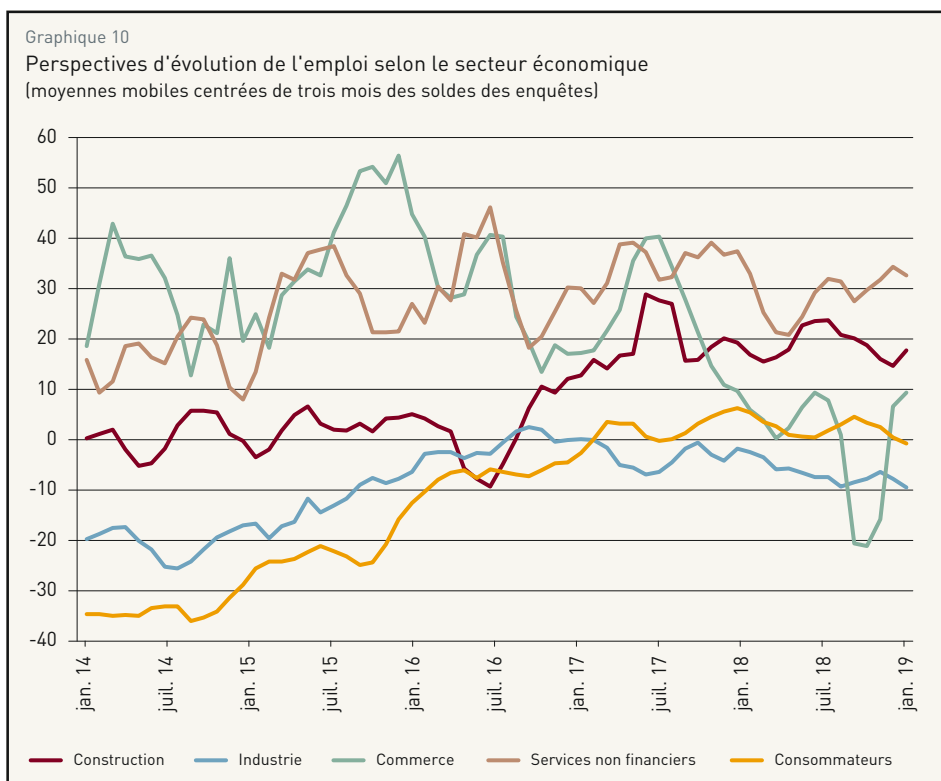
Graphique 9

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



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Graphique 10
 Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique
 (moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Sources : BCL, Commission Européenne, STATEC, calculs BCL

ment au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise¹². Le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à près de 3 500 unités en moyenne au cours des mois de janvier à avril 2019, en baisse de 2,4 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au cours des quatre premiers mois de 2019, un tiers 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 en ordre d'importance par celles du secteur commercial (y compris les transports et l'HORECA) et du secteur public au sens large qui ont contribué chacun à respectivement 20 % et 16 % des postes vacants. Le secteur financier, la construction et l'industrie ont pour leur part contribué à respectivement 8 %, 7 % et 4 % des postes vacants à pourvoir.

1.2.2.2 Le chômage

Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 5,1 % en début d'année courante, soit le niveau le plus bas enregistré depuis mi-2009, avant de rebondir à 5,4 % en avril 2019. Par ailleurs, après avoir connu une forte baisse tout au long de l'année 2018, le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a connu une légère hausse en avril 2019 (de 0,5 % en base annuelle) et ce pour la première fois depuis fin 2014. Une analyse détaillée révèle que cette augmentation s'expliquerait principalement par une hausse du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation supérieur et/ou âgés de 30 à 39 ans.

Cependant, cette récente détérioration du chômage doit être quelque peu nuancée et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, au mois de décembre 2018, l'ADEM a introduit une nouvelle procédure

(non financiers) et la construction. Après s'être fortement détériorées en fin d'année 2018, les anticipations d'évolution de l'emploi se sont redressées dans le commerce. Par ailleurs, tout en demeurant orientées à la baisse, les perspectives d'embauche dans l'industrie restent au-dessus de leur moyenne de long terme.

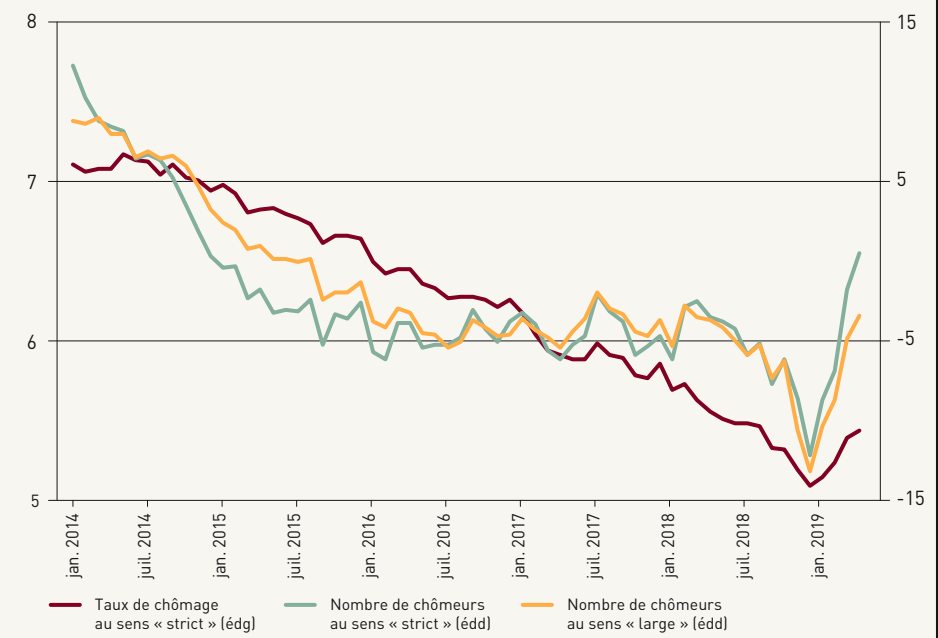
Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à plus de 7 400 unités en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année courante, soit une hausse d'environ 11 % par rapport à la période correspondante en 2018. Le taux d'emplois vacants est donc large-

12 En effet, ce dernier s'est établi à 1,7 % en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2019, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008.

d'inscription des demandeurs d'emploi. Ce changement d'ordre technique a pu engendrer un décalage dans le temps de la prise en compte des nouvelles inscriptions dans les statistiques (et a ainsi aussi pu amplifier la décreue du taux de chômage au tournant de l'année). Cette situation devrait s'être normalisée en début d'année 2019. Dans le même temps, la réforme du Revenu Minimum Garanti (RMG), qui a été remplacé par le Revenu d'Inclusion Sociale (REVIS) en janvier 2019, est susceptible d'avoir (eu) un impact haussier sur le nombre de demandeurs d'emplois au cours des premiers mois de 2019. En effet, rappelons que l'un des principaux objectifs de cette réforme est de promouvoir l'activation des bénéficiaires et leur (ré-)insertion sur le marché du travail¹³. Cependant, l'impact de ces changements législatifs sur l'évolution du chômage ne devrait être visible que jusqu'au mois d'avril 2019, une fois tous les nouveaux dossiers traités. Par conséquent, les prochaines publications de données permettront de déterminer si la récente hausse du chômage

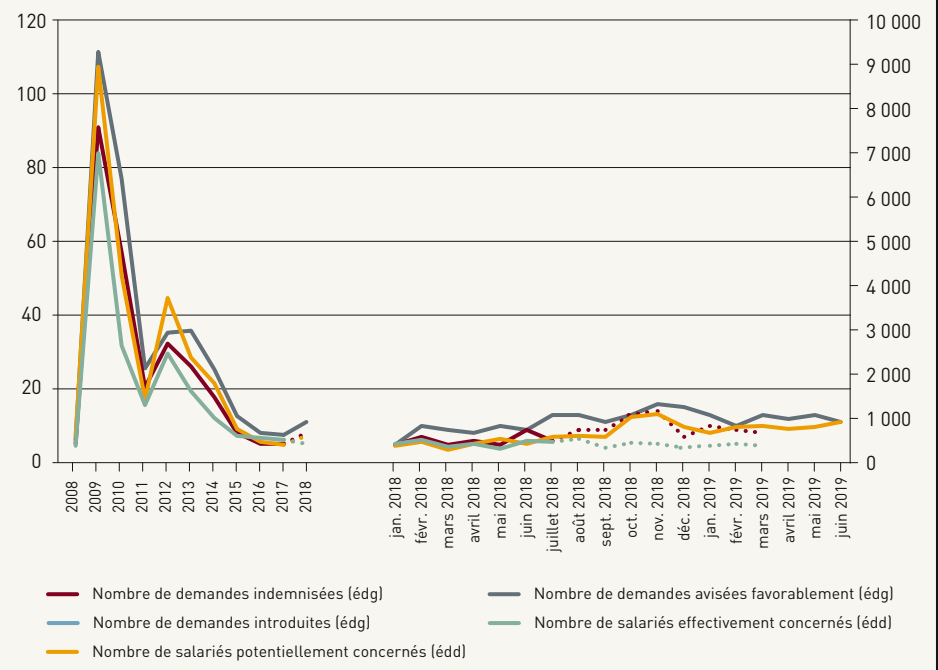
13 Désormais, chaque demandeur adulte membre du ménage souhaitant bénéficier du REVIS (et qui n'exerce pas d'activité professionnelle ou ne poursuit pas des études par exemple) fait l'objet d'un profilage par l'ADEM afin de déterminer sa capacité d'intégration sur le marché de l'emploi. Si la personne est jugée apte à intégrer le marché de l'emploi, elle doit s'inscrire en tant que demandeur d'emploi à l'ADEM. En revanche, si la personne présente des besoins spécifiques en matière d'activation sociale et professionnelle, elle est orientée vers l'Office National d'Inclusion Sociale (ONIS) (pour suivre des formations par exemple). Dans l'ancien système (RMG), seule la personne membre du ménage percevant le RMG et désignée en tant que « demandeur principal » devait s'inscrire auprès de l'ADEM.

Graphique 11
Évolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en taux de variation annuel)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 12
Évolution du chômage partiel
(en nombre)



Remarque : Les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement touchés demeurent provisoires.
Source : Comité de conjoncture, calculs BCL

s'explique exclusivement par ces phénomènes d'ordre technique et transitoire ou, au contraire, témoigne d'un revirement conjoncturel.

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi a poursuivi la trajectoire descendante entamée depuis le mois d'avril 2016. Ce nombre s'est établi à près de 4 300 unités en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2019, soit 15,1 % de moins qu'il y a un an.

En ce qui concerne le chômage partiel, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est inscrit en hausse de 1 % au cours du premier semestre 2019, en comparaison avec le deuxième semestre 2018. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires mais indiquent, au contraire, une baisse, de l'ordre de 7 %, du recours au chômage partiel. Cette divergence entre recours potentiel et effectif suggère que quelques entreprises introduisent des demandes de chômage partiel par précaution, sans y avoir effectivement recours.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle**, qui avait entamé un recul au deuxième trimestre 2018, a poursuivi sa tendance baissière lors du premier trimestre 2019 (-2,2 %). Sur l'ensemble de l'année 2018, la production industrielle avait reculé de 1,8 %. La sidérurgie, qui avait connu une évolution très dynamique en 2018, a également reculé au premier trimestre 2019, de manière plus marquée que le reste de l'industrie.

Le niveau de confiance prévalant dans l'industrie, qui avait reculé en 2018, a accentué sa baisse au début de l'année 2019. Depuis avril, l'indicateur de confiance se situe ainsi en-deçà de sa moyenne historique.

Cette dynamique moins favorable se retrouve également, mais dans une moindre mesure, au niveau de la zone euro. La production industrielle, qui avait progressé de 1,0 % en 2018 et avait reculé de 1,9 % lors du quatrième trimestre 2018, a de nouveau baissé au premier trimestre 2019 (-0,6 %). La production industrielle dans la zone euro se situe toutefois à des niveaux proches des niveaux d'avant-crise. Au Luxembourg, la production reste en revanche inférieure de plus de 10 % aux niveaux observés début 2007.

Tableau 6 :

Indicateurs relatifs aux secteurs de l'industrie et de la construction (en taux de variation annuel)

	2017	2018	2018-T1	2018-T2	2018-T3	2018-T4	2019-T1
Industrie							
Production par jour ouvrable - Total	3,6	-1,8	1,6	-2,9	-3,3	-2,5	-2,2
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	-7,0	14,3	14,0	16,6	18,2	8,4	-5,7
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	3,8	-2,0	0,5	-2,9	-3,1	-2,6	-1,3
Construction							
Production par jour ouvrable - Total	1,5	3,8	7,1	3,2	1,1	3,9	1,8
Heures travaillées	1,1	3,7	5,1	3,2	1,3	4,8	0,9
Permis de bâtir	2,4	11,1	-13,4	2,7	-20,7	82,3	

Sources : STATEC, calculs BCL

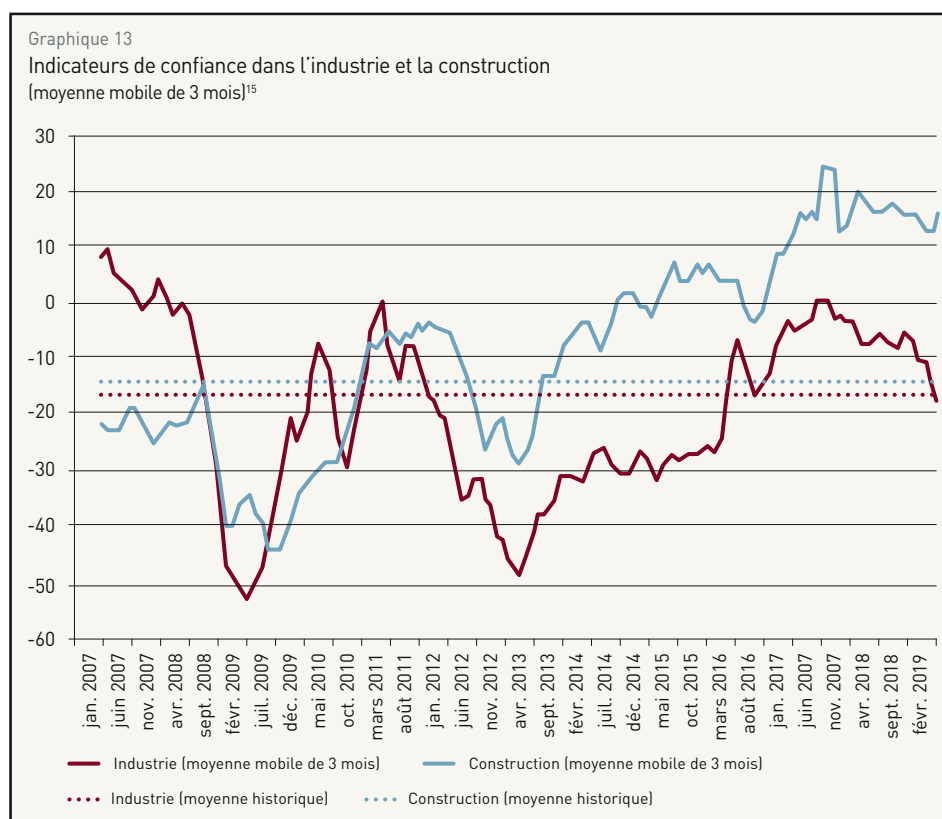
Le secteur de la **construction**, qui avait crû de façon modérée en 2017, a connu une accélération de sa croissance en 2018, la production par jour ouvrable progressant de 3,8 % et le nombre d'heures travaillées de 3,7 % par rapport à 2017. Au premier trimestre de 2019, l'activité dans la construction a ralenti mais continue de progresser. La production par jour ouvrable a ainsi augmenté de 1,8 % par rapport au premier trimestre 2018. Le nombre d'heures travaillées a en revanche été pénalisé par un effet de calendrier, le nombre de jours de congés d'hiver dans le bâtiment tombant en janvier (plutôt qu'en décembre) ayant été plus important qu'en 2018.

En 2018, le nombre de permis de bâtir a connu une évolution contrastée¹⁴. Le premier et le troisième trimestre ont accusé un net recul du nombre de permis délivrés, alors que le quatrième trimestre connaissait un rebond très important.

Depuis janvier 2018, la confiance dans ce secteur reste de mise et l'indicateur synthétique issu des enquêtes de conjoncture s'est maintenu à des niveaux historiquement élevés (Graphique 13).

1.2.3.2 Le commerce et les autres services non financiers

Les ventes dans le commerce ont connu en moyenne des évolutions favorables en 2018. La croissance annuelle du chiffre d'affaires (CA) s'est établie autour de 6,5 % dans le commerce de détail ainsi que dans le commerce de gros et à 4,3 % dans la vente et réparation d'automobiles et de motos (Tableau 7). Au premier trimestre 2019, la croissance du CA s'est poursuivie dans ces trois branches. Les ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et, dans une bien moindre mesure, la vente par correspondance (VPC) ont continué à contribuer de manière positive aux statistiques du commerce de détail.



Sources : Commission européenne, calculs BCL

¹⁴ Il convient aussi de relever que les statistiques de cette série ont été révisées pour les premiers trimestres de 2018, ce qui est exceptionnel pour ces données administratives.

¹⁵ Données corrigées des variations saisonnières.

Les immatriculations automobiles ont été de leur côté quasiment stables en moyenne annuelle en 2018 du fait des reculs observés aux troisième et quatrième trimestres 2018¹⁶. Ces reculs – initiés en septembre dernier avec une baisse exceptionnelle de 35 % qui faisait suite à des hausses de 22 % en août et 9 % en juillet – se sont poursuivies jusqu'en janvier dernier. Au cours des quatre mois suivants, les immatriculations automobiles se sont inscrites en nette progression. Au total, sur les cinq premiers mois de l'année 2019, les statistiques indiquent une hausse cumulée de 3,6 % des nouvelles immatriculations automobiles au Luxembourg. Dans l'Union européenne, les données indiquent au contraire une baisse de 2,6 % en moyenne sur les quatre premiers mois de l'année 2019.

Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du CA s'est quelque peu modérée au premier trimestre 2019 par rapport aux rythmes qui avaient été observés en moyenne en 2017 et 2018. Dans le secteur des transports, les évolutions ont été contrastées. Au premier trimestre 2019, la croissance sur un an du CA n'a été que modeste dans le transport aérien, sensiblement plus conséquente dans le transport terrestre et vigoureuse dans le transport fluvial. Dans le même temps, le CA a enregistré un nouveau recul dans le secteur de l'entreposage et des services auxiliaires des transports.

Tableau 7 :

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

	2017	2018	2018-T1	2018-T2	2018-T3	2018-T4	2019-T1
Immatriculations de voitures	4,4	0,1	7,2	4,8	-1,8	-12,3	4,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	6,5	4,3	7,7	10,8	-1,7	-0,7	5,2
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	11,8	6,5	2,6	2,5	7,8	13,1	11,0
Commerce de détail	-21,4	6,4	4,7	4,7	7,7	8,4	5,8
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	10,2	11,9	5,5	10,4	14,3	16,7	15,0
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	3,0	4,0	4,3	1,8	4,6	5,2	1,5
Hôtels et restaurants	4,9	4,8	5,7	4,2	4,0	5,4	3,7
Transports aériens	17,9	7,7	17,2	19,4	6,6	-5,9	1,0
Transports par eau	0,8	-15,3	-14,4	-30,1	-16,4	-0,7	19,3
Transports terrestres	7,3	3,4	5,0	0,0	7,2	2,1	5,9
Entreposage et services auxiliaires des transports	12,7	6,3	17,9	15,4	4,0	-7,3	-6,0

* 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 2018 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

1.2.3.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

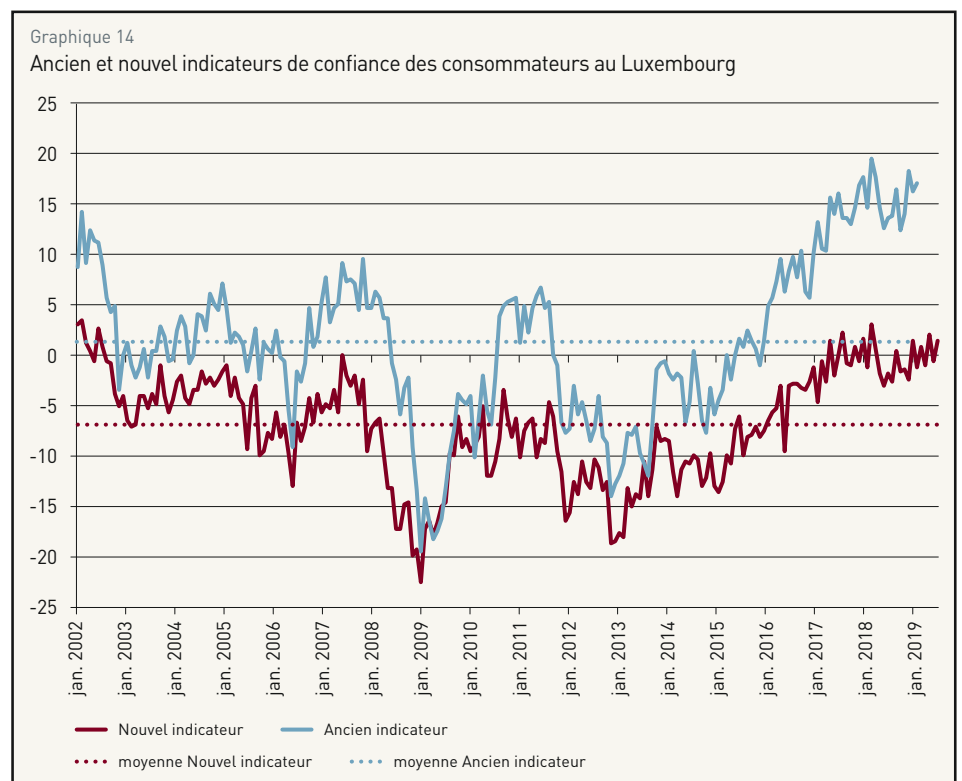
La Banque centrale du Luxembourg a révisé la composition de son indicateur de confiance des consommateurs. Depuis janvier 2019, et conformément à la nouvelle méthodologie de la Commission européenne¹⁷, l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg résulte de la moyenne de quatre soldes : (1) les anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale au Luxembourg ; (2) la perception de leur situation financière au cours des 12 derniers mois ;

16 Ces mouvements ont fait suite à l'entrée en vigueur au 1^{er} septembre 2018 des nouvelles normes européennes d'homologation WLTP (pour *Worldwide harmonised Light vehicle Test Procedure*). Le cycle d'homologation WLTP, qui a remplacé le précédent cycle NEDC (pour *New European Driving Cycle*), consiste en une série de tests à la fois plus complexes et dont la durée des épreuves est supérieure ; et à une nouvelle épreuve routière plus proche des conditions normales d'utilisation d'un véhicule.

17 Commission européenne (2018) "A revised Consumer Confidence Indicator", Note du 21 décembre 2018 (https://ec.europa.eu/info/files/revised-consumer-confidence-indicator_en).

(3) les anticipations relatives à leur situation financière au cours des 12 prochains mois ; et (4) les intentions des ménages en termes d'achats importants (meubles, biens électriques...)¹⁸.

Le nouvel indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a été reconstitué sur toute la période historique (janvier 2002-décembre 2018). Il se différencie de l'ancien indicateur du fait de l'introduction de deux nouvelles composantes en lieu et place des anticipations portant sur le chômage au Luxembourg et la capacité d'épargner des ménages: il s'agit de la perception des ménages de leur situation financière au cours des 12 derniers mois et de leurs intentions en termes d'achats importants (meubles, biens électriques...). Le graphique 14 montre le nouvel indicateur de confiance ainsi que l'ancien qui a été publié jusqu'en décembre 2018¹⁹.



Source : BCL

Les dernières données de l'enquête indiquent que la confiance des consommateurs – qui résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes – s'est redressée en mai 2019, renouant ainsi avec son niveau le plus élevé depuis le début de l'année 2019, déjà atteint en mars 2019. Il en est de même pour la composante relative à la perception des ménages de leur situation financière. Les trois autres composantes de l'indicateur ont évolué de manière contrastée par rapport au mois de janvier. En mai, la révision à la baisse des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg est venue confirmer la tendance baissière amorcée en décembre dernier. Les anticipations des ménages portant sur leur situation financière ont, de leur côté, retrouvé leur niveau du début de l'année. Enfin, les intentions des consommateurs en termes d'achats importants sont demeurées durant quatre mois au-dessus de leur niveau de janvier 2019.

Depuis mai 2016, la confiance des consommateurs du Luxembourg évolue au-dessus de sa moyenne de long terme. Cette bonne performance s'explique en grande partie par les niveaux relativement élevés des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière future. Soulignons aussi que la première de ces deux composantes, après avoir atteint un maximum historique en janvier 2018, fluctue depuis mars 2018 autour de ce niveau très élevé. De même, les anticipations des ménages relatives à leur situation financière, même si elles ne dégagent aucune tendance depuis deux ans, évoluent néanmoins à des niveaux nettement supérieurs à leur moyenne de long terme.

¹⁸ Les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs sont corrigées des variations saisonnières.

¹⁹ Il apparaît que le nouvel indicateur connaît moins de mouvements extrêmes et évolue autour d'une valeur moyenne inférieure à celle de l'ancien indicateur.

Ce n'est que plus tard que les deux autres composantes sont repassées durablement au dessus de leur moyenne historique. C'est le cas depuis décembre 2016 pour les perceptions des ménages relatives à leur situation financière. Par ailleurs, la forte hausse enregistrée par cette composante en mai dernier lui a permis d'atteindre son niveau le plus haut depuis avril 2002. Enfin, les intentions des consommateurs en termes d'achats importants – composante particulièrement erratique d'un mois à l'autre – qui avaient atteint leur maximum historique en juin 2017, puis à nouveau en mars 2019, évoluent à nouveau au-dessus de leur moyenne historique depuis janvier 2019.

Concernant la zone euro, les dernières données disponibles indiquent un redressement de la confiance des consommateurs au mois de mai, portant ainsi l'indicateur à son niveau le plus élevé depuis le début de l'année 2019. Cette amélioration, si elle était confirmée au cours des prochains mois, indiquerait un retournement à la hausse de la confiance dans la zone euro qui a, en effet, été orientée à la baisse depuis le début de l'année 2018.

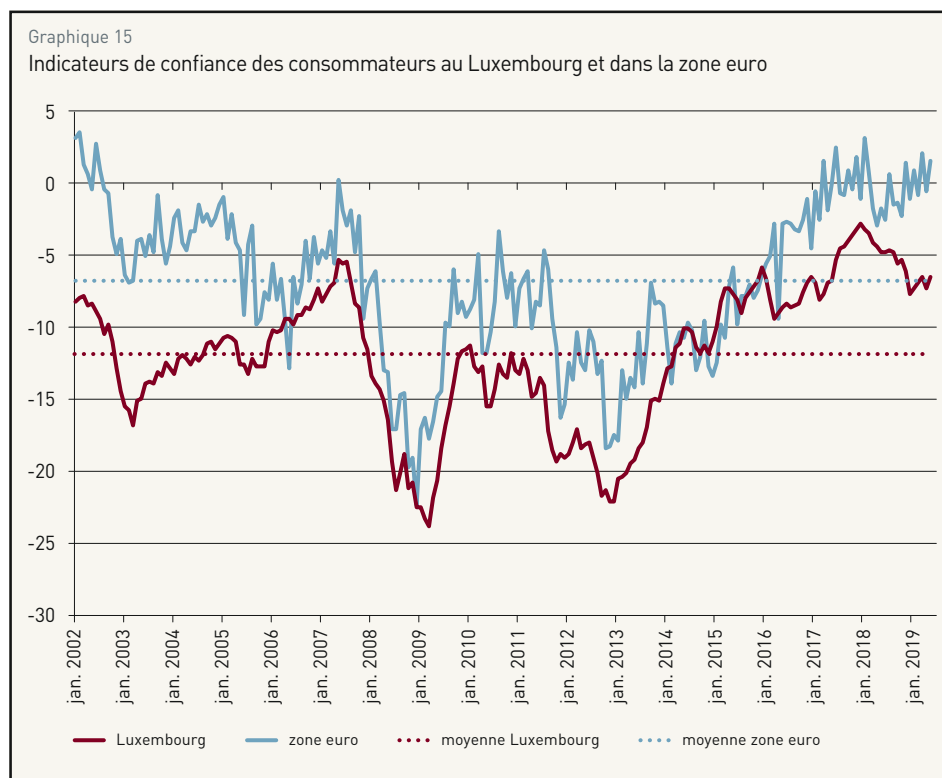
Tableau 8 :

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSUMMATEURS	SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG- ANTICIPATIONS	SITUATION FINANCIÈRE PASSÉE DES MÉNAGES	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES- ANTICIPATIONS	ACHATS IMPORTANTES - INTENTIONS DES MÉNAGES
2017	mai	0	8	3	2	-13
	juin	2	6	3	3	-2
	juillet	-1	9	2	3	-17
	août	-1	7	1	2	-14
	septembre	1	11	1	7	-15
	octobre	-1	11	0	3	-15
	novembre	2	10	5	6	-13
	décembre	-1	4	4	3	-16
2018	janvier	3	15	5	6	-14
	février	1	10	3	3	-14
	mars	-2	4	2	6	-18
	avril	-3	4	1	3	-20
	mai	-2	6	1	5	-19
	juin	-3	3	2	4	-20
	juillet	1	8	4	5	-14
	août	-2	2	3	5	-16
	septembre	-1	4	5	3	-17
	octobre	-2	4	3	6	-24
	novembre	1	8	4	6	-12
	décembre	-1	8	2	4	-17
2019	janvier	1	6	4	5	-12
	février	-1	3	-1	5	-11
	mars	2	2	1	7	-2
	avril	-1	4	1	1	-8
	mai	2	3	6	5	-8

Note : Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière passée, à la situation financière future et aux intentions d'achats importants des ménages représentent les écarts entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration. L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, situation financière passée, situation financière future et intentions d'achats importants des ménages.

Source : BCL



Sources : BCL, Commission européenne

Encadré 1

LES LOCATAIRES ET L'ACCESSION À LA PROPRIÉTÉ²⁰

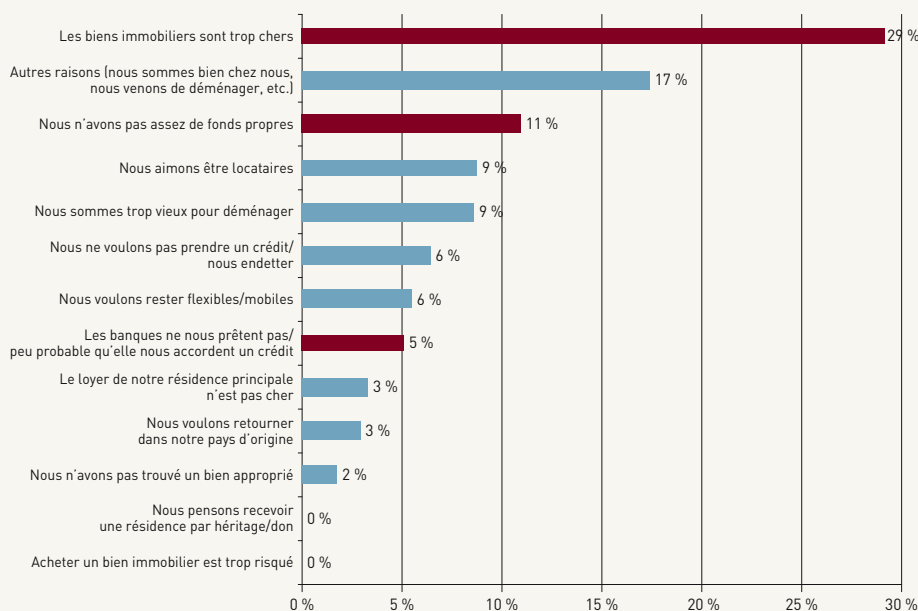
Environ deux tiers des ménages luxembourgeois sont propriétaires de leur résidence principale. Au Luxembourg, l'accession à la propriété est souvent préférée à la location en raison du dynamisme du marché immobilier, des avantages fiscaux et des aides au logement accordées par l'État. Dans ce contexte, plusieurs questions se posent : qu'en est-il du tiers des ménages qui louent leur logement ? Pourquoi choisissent-ils de louer plutôt que d'acheter ? Les raisons sont-elles liées à la situation financière ou aux préférences individuelles des ménages ?

Dans son édition 2014, l'Enquête luxembourgeoise sur les finances et la consommation des ménages (LU-HFCS) comprenait plusieurs questions à ce sujet. Les ménages qui n'étaient pas propriétaires ont été interrogés sur les raisons de leur choix et sur leurs éventuels projets de devenir propriétaires. Par exemple, parmi les 32,4 % des ménages locataires, environ trois quarts (75,5 %) ont déclaré qu'ils n'avaient pas l'intention de devenir propriétaires.

²⁰ Le contenu de cet encadré provient d'un cahier technique lié au rapport économique de l'OCDE sur le Luxembourg. Voir Claveres, G., T.Y. Mathä, G. Pulina, J. Stráský, N. Woloszko and M. Ziegelmeyer (2019), "Housing and inequality: The case of Luxembourg and its cross-border workers", *OECD Economics Department Working Papers*, forthcoming, OECD Publishing, Paris.

Graphique 1

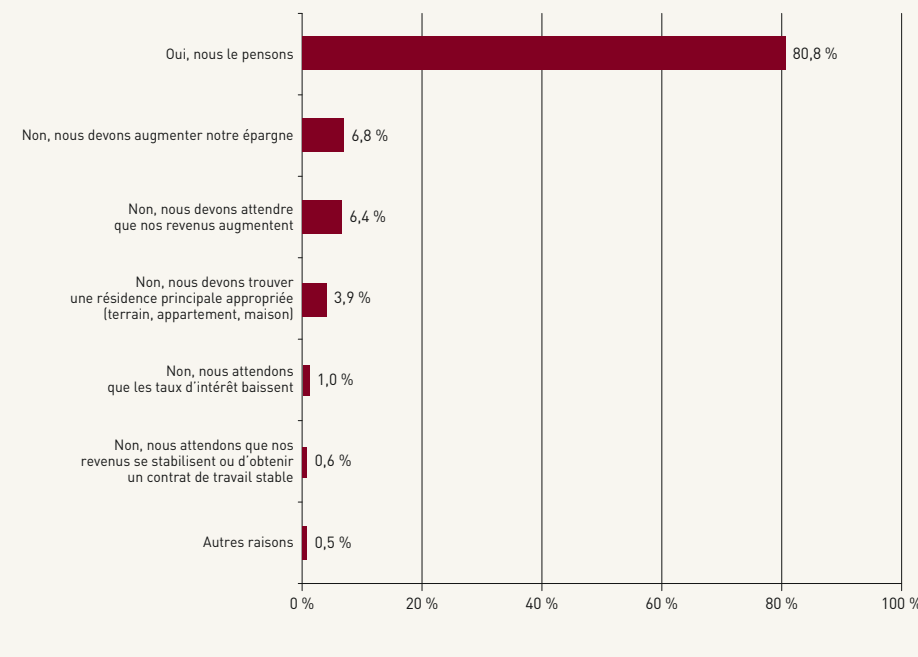
Principale raison avancée pour ne pas acquérir une résidence au Luxembourg



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

Graphique 2

Pensez-vous devenir propriétaire au cours des cinq prochaines années ?



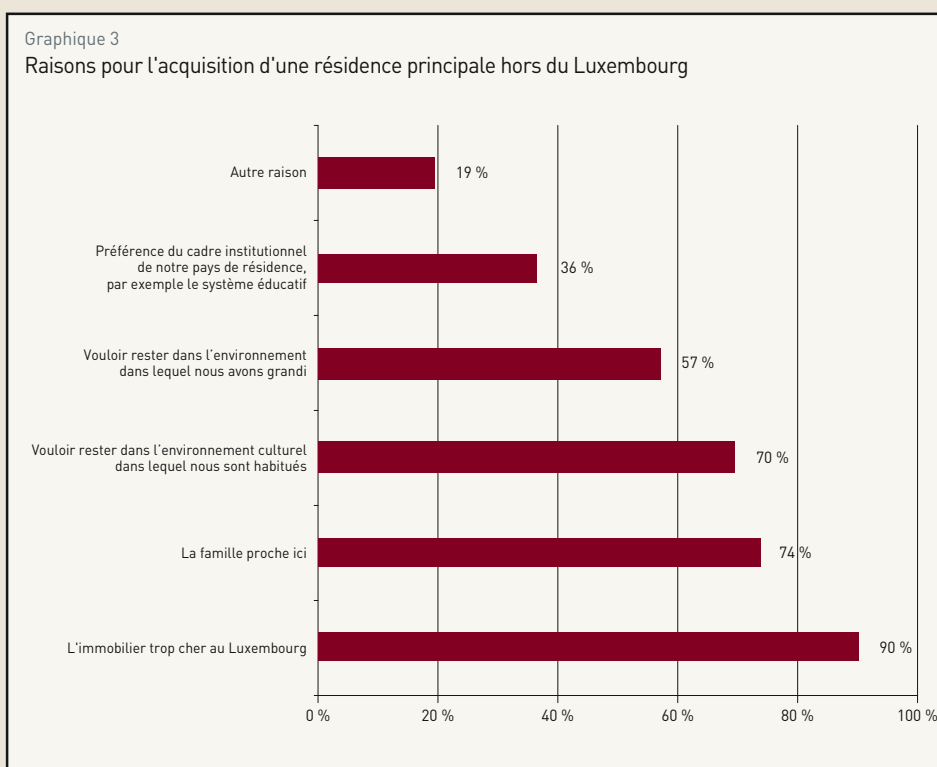
Note : Question adressée aux 24,5 % des ménages prévoyant devenir propriétaire un jour. Source : Calculs BCL basés sur la 2ème édition de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Le graphique 1 présente les différentes raisons avancées pour expliquer la décision de ne pas devenir propriétaire. La plus fréquente était la cherté de l'immobilier (29 %), suivie de l'insuffisance de fonds propres (11 %). En outre, 5 % des ménages locataires craignaient que la banque leur refuse un crédit. Ainsi, 45 % citaient des raisons financières, tandis que 55 % exprimaient une préférence pour la location ou avaient d'autres raisons pour ne pas acheter un logement.

Parmi les ménages locataires, un quart (24,5 %) prévoyait de devenir propriétaires un jour. Parmi eux, 81 % prévoyait l'accession à la propriété dans les cinq ans à venir (Graphique 2). Pour les autres, les deux principales raisons invoquées pour ne pas acheter dans un avenir proche étaient une épargne insuffisante (7 %) et/ou un revenu insuffisant (6 %).

En combinant les informations obtenues à partir des réponses précédentes, il en résulte une image globale de la situation des ménages. Ainsi, 67,6 % des ménages étaient propriétaires de leur résidence, 6,5 % prévoyait d'acheter d'ici 5 ans, 1,5 % projetaient de le faire après 5 ans. 11,1 % des ménages n'avaient pas l'intention d'acheter pour des raisons financières et 13,4 % invoquaient une préférence pour la location ou d'autres

raisons. Les ménages qui n'envisageaient pas d'acheter ou qui n'envisageaient d'acheter qu'après cinq ans se caractérisaient généralement par des niveaux relativement faibles de revenu brut ou de patrimoine net. De plus, dans ces ménages le niveau d'éducation de la personne de référence (c'est-à-dire la personne financièrement informée) était généralement plus faible. Les personnes plus âgées étaient généralement propriétaires. Les ménages qui envisageaient d'acheter étaient jeunes et généralement employés. Enfin, les femmes et les hommes dégageaient un comportement fort semblable face à la décision d'acheter ou de louer.



Note : Multiples raisons possibles.

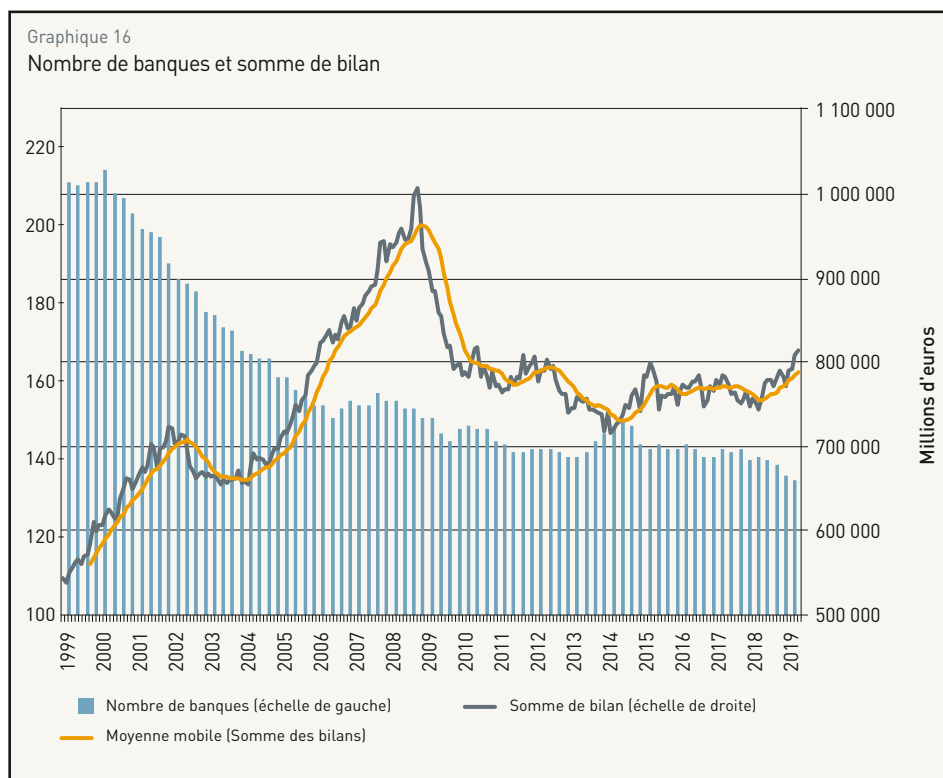
Source : Calculs BCL basés sur la 2^{ème} édition de la XB-HFCS.

Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Les contraintes financières étaient un facteur important pour 11,1 % des ménages au Luxembourg (12,6 % si l'on inclut les ménages qui reportaient leurs projets d'achat). Ces contraintes pourraient inciter les ménages concernés à acheter ou à construire dans la région transfrontalière plutôt qu'au Luxembourg. Les résultats d'une enquête parallèle destinée aux ménages des travailleurs frontaliers (XB-HFCS) révèlent que 90 % déclaraient habiter les régions voisines du Grand-Duché parce que les biens immobiliers étaient trop chers au Luxembourg (Graphique 3). Les autres raisons invoquées étaient le souhait d'habiter près des membres de leur famille (74 %), la préférence pour leur propre environnement culturel (70 %), le désir de rester dans l'environnement de leur enfance (57 %) ou la préférence pour le cadre institutionnel de leur pays de résidence (36 %). Plus généralement, cela montre l'importance des liens familiaux, notamment le fait qu'une grande partie des frontaliers a grandi à proximité du Luxembourg. Ceci est confirmé par le fait qu'entre 84 % et 91 % des frontaliers vivent dans le pays où ils sont nés²¹.

21 Voir Mathä, TY, G. Pulina and M. Ziegelmeyer (2018): The Cross-border Household Finance Consumption Survey: Results from the second wave, BCL WP 119. Banque centrale du Luxembourg.

Graphique 16
Nombre de banques et somme de bilan



Source : BCL

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les établissements de crédits

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 30 avril 2019, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 133 unités, par rapport à 140 en avril 2018. Cette évolution s'explique par la fermeture de onze banques et quatre constitutions. Il faut préciser que les cessations d'activités ont résulté dans la plupart des cas d'un transfert d'activités entre filiales. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 24 unités présentes. On y dénombre également 15 banques françaises, 14 banques chinoises et

11 banques suisses. Par ailleurs, parmi les banques inscrites sur la liste officielle se trouvent respectivement 7 banques luxembourgeoises, 6 banques italiennes, 6 banques japonaises et 5 banques suédoises.

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

Malgré la tendance baissière du nombre de banques, il est à noter, depuis la mi-2015, une légère tendance inverse concernant l'effectif dans les établissements de crédit établis au Luxembourg. En effet, l'emploi bancaire s'est élevé à 26 630 personnes en mars 2019. Sur un an, l'emploi bancaire est en hausse de 310 emplois. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a augmenté de 313 postes.

Le bilan des établissements de crédit

Au 30 avril 2019, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements de crédit présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 811,5 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse de 53,1 milliards d'euros, soit 7,0 %, par rapport au 30 avril 2018.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (52,3 %) du total de l'actif fin avril 2019. Ces créances ont augmenté de 32,2 milliards d'euros pour porter l'encours à 424,8 milliards d'euros, soit une hausse de 8,2 % en glissement annuel.

Tableau 9 :

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

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	2018 04	2018 12	2019 04	2018 04 - 2019 04		2018 12 - 2019 04		2019 04
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	392 547	395 268	424 789	32 242	8,2	29 521	7,5	52,3
Créances sur la clientèle	219 228	229 979	236 628	17 400	7,9	6 649	2,9	29,2
Portefeuille titres	125 634	127 071	131 703	6 069	4,8	4 632	3,6	16,2
Autres actifs	20 969	16 374	18 343	-2 626	-12,5	1 969	12,0	2,3
Total de l'actif	758 378	768 692	811 463	53 085	7,0	42 771	5,6	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 11,4 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre 129 milliards d'euros fin avril 2019. Ce montant se décompose en 70,3 milliards d'euros sur les comptes courants et 58,9 milliards dans la facilité de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans la facilité de dépôt, ont enregistré une hausse consécutive en rythme annuel et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait continué à être négatif sur cette même période. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 16 avril 2019, le montant moyen sur la période de constitution de ces réserves a été de 5 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires moyennes de 68,5 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 17,4 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 7,9 %, pour atteindre un encours de 236,6 milliards d'euros fin avril 2019. Entre avril 2018 et avril 2019, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 1 170 millions d'euros, soit une hausse de 4,6 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2,4 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 8,5 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 6,1 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 131,7 milliards d'euros fin avril 2019, soit une hausse de 4,8 %. Ce portefeuille a représenté 16,2 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 92 % de titres de créance à revenu fixe et à 8,0 % de titres à revenu variable comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2019, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 121,2 milliards d'euros, ce qui correspond à une hausse nominale de 7,4 milliards d'euros (6,5 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a diminué de 1,3 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 18,3 milliards d'euros fin avril 2019, soit 2,3 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a augmenté de 18,7 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 269,3 milliards d'euros fin avril 2019. Le concours de la BCL aux établissements de crédit a baissé de 0,5 milliard d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont augmenté de 19,2 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoires interbancaires à concurrence de 31,4 milliards d'euros fin avril 2019.

Tableau 10 :

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

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	2018 04	2018 12	2019 04	2018 04 - 2019 04		2018 12 - 2019 04		2019 04
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	250 613	252 019	269 269	5 446	2,2	1 414	0,6	32,8
Dettes envers la clientèle	358 227	367 998	385 477	20 791	5,9	1 545	0,4	47,4
Dettes représentées par un titre	65 120	67 782	73 242	6 635	10,4	2 252	3,3	8,9
Autres passifs	84 418	80 893	83 475	682	0,8	1 955	2,3	10,9
Total du passif	758 378	768 692	811 463	33 554	4,5	7 166	0,9	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

Au 30 avril 2019, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 27,3 milliards d'euros (soit 7,6 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 385,5 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 47,5 % 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 résidente, étaient les dépôts des autres intermédiaires financiers (+8,5 milliards d'euros), des ménages et ISBLM résidant au Luxembourg (+3,3 milliards d'euros) et des sociétés non financières (+3,0 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres de créance a augmenté de 8,1 milliards d'euros par rapport à avril 2018 et a représenté 73,2 milliards d'euros en fin de période, soit 9,0 % 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.

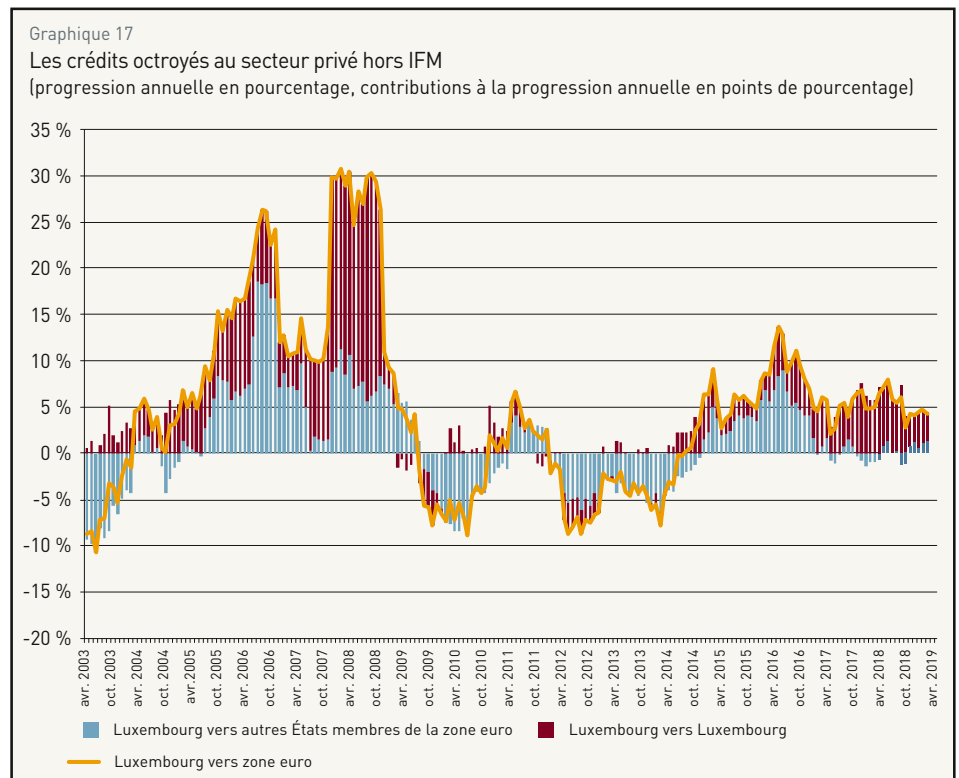
Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 0,9 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 83,5 milliards d'euros fin avril 2019, soit 10,3 % du passif.

L'évolution des crédits au secteur privé

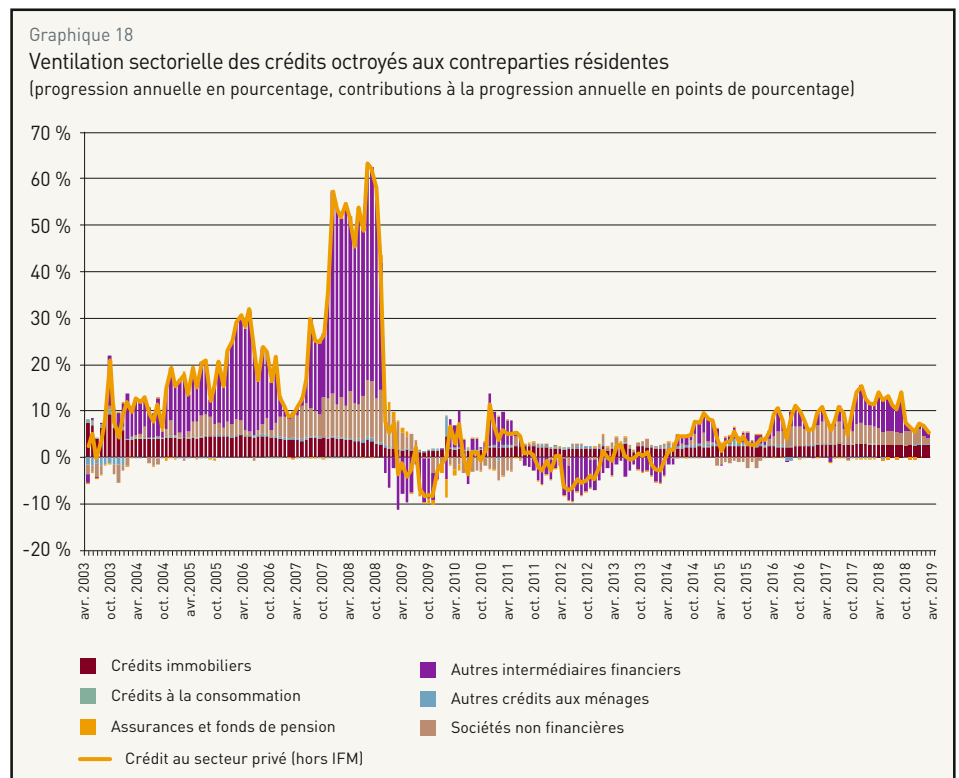
Les crédits octroyés par les banques luxembourgeoises au secteur privé non bancaire de la zone euro ont connu une progression annuelle de 4,2 % en avril, après une croissance assez stable de 4,4 % au cours du premier trimestre. Celle-ci a été majoritairement soutenue par la croissance des crédits octroyés aux contreparties résidentes. Les crédits octroyés aux contreparties non résidentes ont fourni une contribution faiblement positive après des contributions négatives au quatrième trimestre 2018 (Graphique 17).

Selon les données d'avril 2019, la majeure partie des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 43 % des encours ont été attribués aux entreprises, 29 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 26 % aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financiers et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à un rythme annuel de 5,6 % en avril 2019 (Graphique 18). Cette dynamique est largement attribuable à l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages, qui ont contribué à hauteur de 2,8 p.p. à la croissance annuelle en avril. La contribution des crédits aux AIF résidents a été de 1,4 p.p., tandis qu'une contribution de 1,2 p.p. provient des crédits aux sociétés non financières (SNF).



Source : BCL



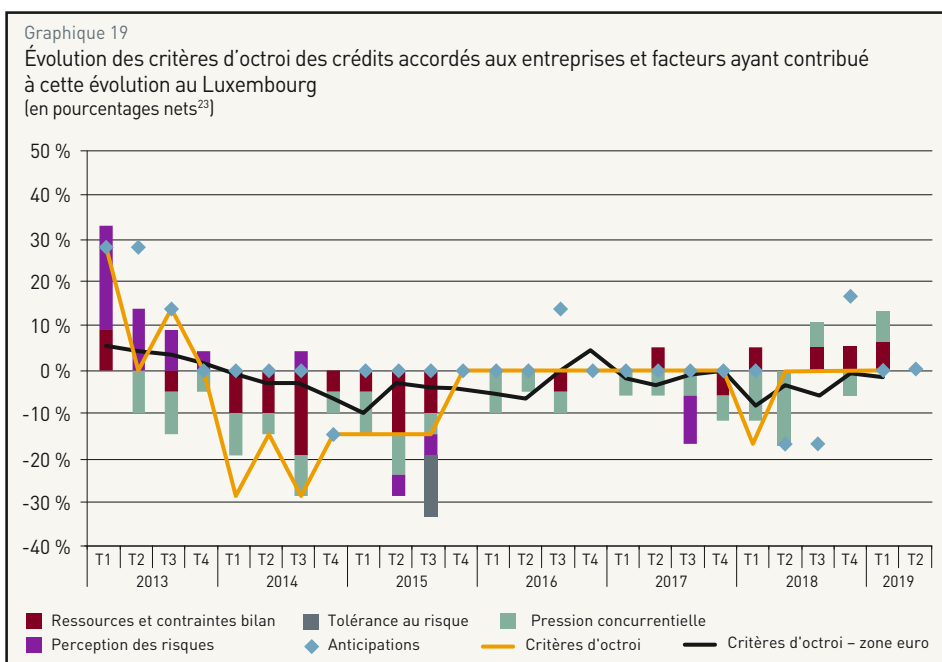
Source : BCL

Concernant les différents secteurs résidents, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont connu une croissance relativement stable. Celle-ci a atteint un rythme annuel de 8,5 % en avril 2019 (par rapport à 8,3 % au premier trimestre et au quatrième trimestre 2018). Les crédits à la consommation ont légèrement ralenti sur les deux derniers trimestres, progressant à un taux annuel de 2,1 % en avril 2019 (comparé à 2,5 % en moyenne sur les deux trimestres précédents). 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 4,6 % en avril 2019, une nette décélération par rapport au premier trimestre (9,6 % par an) et au quatrième trimestre 2018 (10,0 % sur base annuelle). Les crédits octroyés aux AIF résidents ont crû à un rythme annuel de 4,3 % en avril 2019, soit un rythme légèrement plus élevé qu'au premier trimestre (3,6 % par an), mais nettement inférieur à la croissance enregistrée au quatrième trimestre 2018 (13,3 %).

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 crédits²². Lors de l'édition d'avril 2019, 144 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 6 au Luxembourg.²³

Pour cette édition, les questions rétrospectives faisaient référence au premier trimestre 2019, tandis que les questions prospectives couvraient le deuxième trimestre 2019.



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.

22 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf

23 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 » ou « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » ou « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

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

Crédits accordés aux entreprises

Au premier trimestre 2019, les critères d'octroi de crédits aux entreprises sont restés inchangés selon les banques de l'échantillon luxembourgeois (Graphique 19), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Ces critères d'octroi ont pourtant connu un léger effet de durcissement émanant d'une moindre pression concurrentielle et du coût des fonds propres des banques. 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 a été citée comme facteur principal contribuant à cet assouplissement.

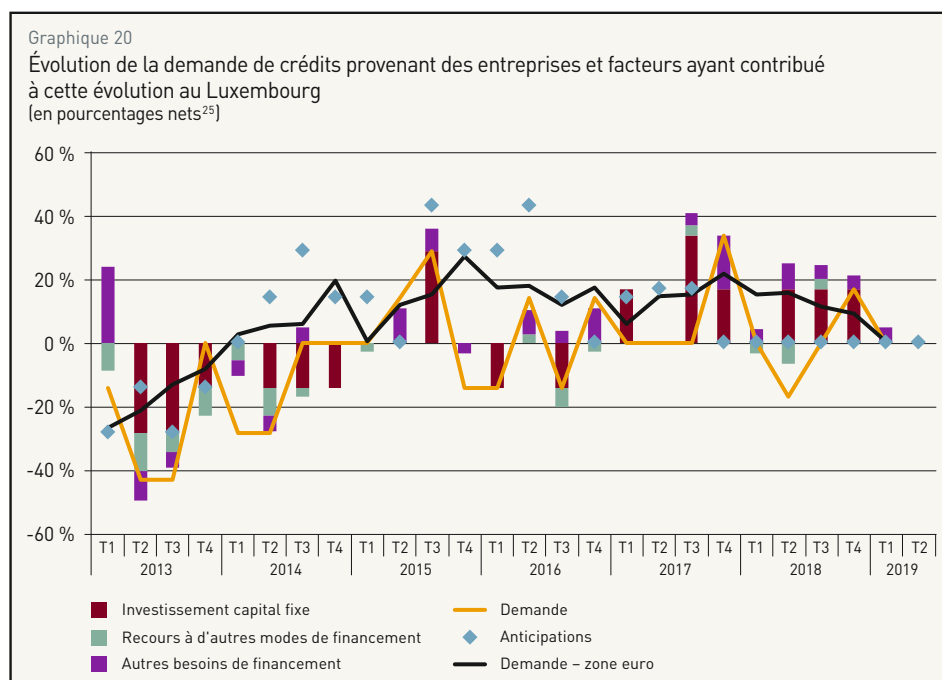
Les banques au Luxembourg ont indiqué s'attendre à une stabilité des critères d'octroi de crédits aux entreprises au cours du deuxième trimestre 2019. Dans la zone euro, les banques anticipent un léger assouplissement de leurs critères d'octroi sur cette période.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi²⁴, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère augmentation de leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une hausse de leurs marges sur les prêts plus risqués, mais ont noté une légère baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen. Les autres conditions d'octroi sont restées globalement inchangées au cours du premier trimestre au Luxembourg comme dans la zone euro.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises est restée inchangée au premier trimestre 2019 (Graphique 20), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Les banques ont identifié un léger effet positif sur la demande de crédit associé à une augmentation du besoin en fonds de roulement.²⁵

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

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

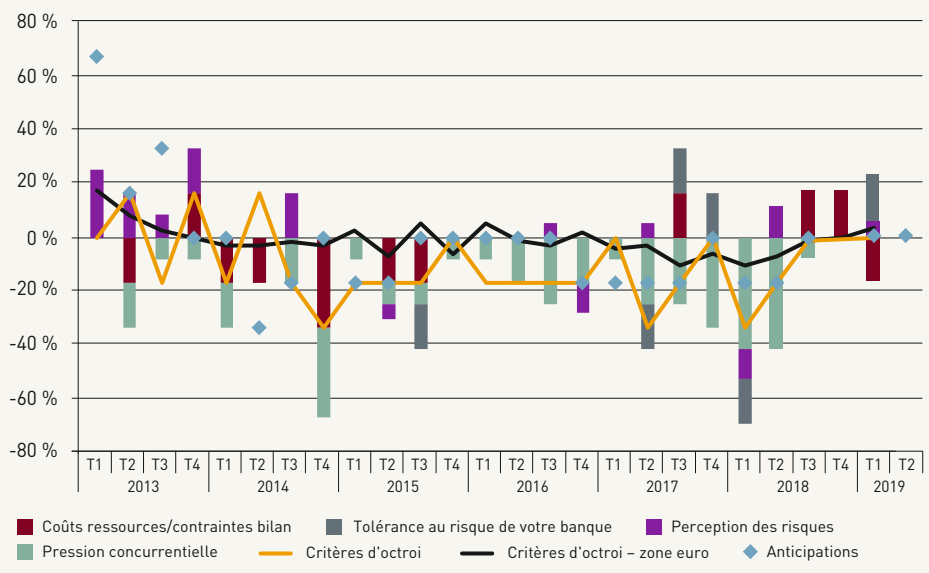


Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Emission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la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

Source : BCL

Graphique 21

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

Au niveau de la zone euro, les banques ont également noté une stabilisation de la demande de crédits provenant des entreprises. Seule la demande des PME a légèrement augmenté au niveau de la zone euro. Une augmentation de l'investissement en capital fixe de la part des entreprises et le niveau bas des taux d'intérêt ont principalement contribué à augmenter la demande, tandis qu'un recours accru vers d'autres moyens de financement des entreprises a atténué la demande de crédits.

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré que leurs critères d'octroi sont restés inchangés depuis le quatrième trimestre

2018 (Graphique 21). L'effet d'assouplissement résultant d'une augmentation de la concurrence de la part d'autres banques a été neutralisé par l'effet de durcissement induit par la progression du coût des ressources et par une diminution de la tolérance au risque de la part des banques. Au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré avoir légèrement durci leurs critères d'octroi. Ce durcissement est principalement attribué à une progression du coût des ressources, tandis qu'une augmentation de la pression concurrentielle a eu un effet d'assouplissement.

Les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à ce que leurs critères d'octroi pour les crédits à l'habitat restent stables au cours du deuxième trimestre, tandis qu'au niveau de la zone euro les banques s'attendent à un nouveau durcissement.

En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont déclaré qu'au cours du premier trimestre elles ont réduit leurs marges sur les prêts de risque moyen, mais elles ont également diminué leur quotité d'emprunt (ratio prêt-valeur) et augmenté les garanties requises. Au niveau de la zone euro, les banques ont légèrement réduit leurs marges sur les prêts de risque moyen et légèrement augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués. Globalement, elles n'ont pas modifié leurs autres conditions d'octroi.

Au Luxembourg, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a augmenté au premier trimestre 2019 (Graphique 22). Selon les banques, la demande de crédits a bénéficié d'une amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix) et du niveau faible des taux d'intérêt. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant également aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et au niveau faible des taux d'intérêt.

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

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré que leurs critères d'octroi sont restés globalement inchangés au cours du premier trimestre 2019. Seule une dégradation de la capacité de remboursement a eu un léger effet durcissant sur les critères d'octroi. Les banques de la zone euro ont indiqué une légère détérioration de leurs critères d'octroi, principalement induite par la progression du coût de leurs ressources.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré que leurs marges et leurs autres conditions de crédit sont restées inchangées. Les banques de la zone euro ont déclaré que leurs marges sur les prêts de risque moyen ont légèrement diminué. Elles ont cependant indiqué une hausse de leurs marges sur les prêts plus risqués et une augmentation de leur frais autres que les intérêts.

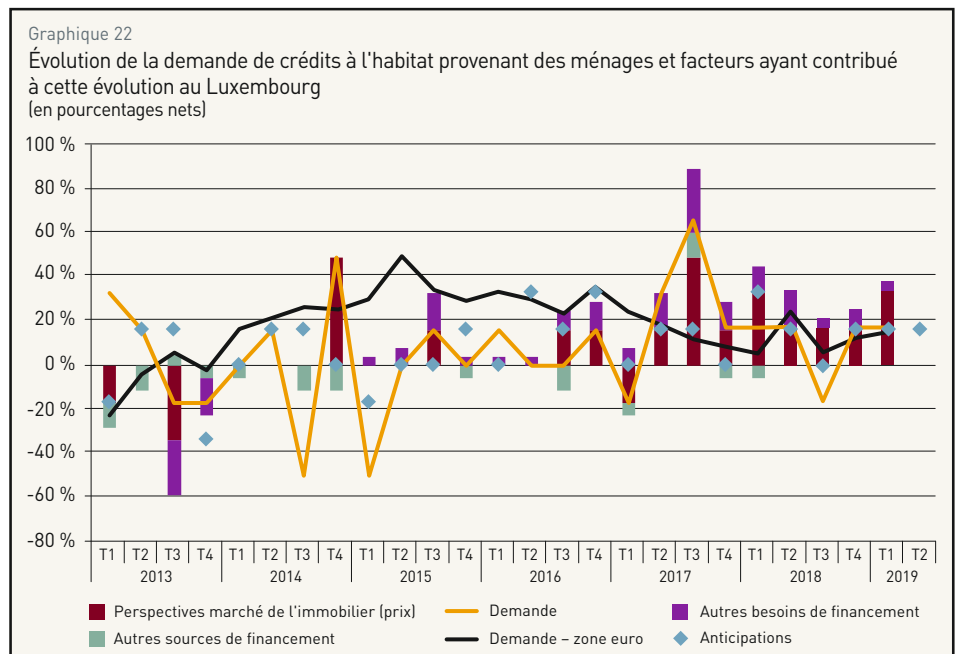
Les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à un assouplissement des critères d'octroi au cours du deuxième trimestre, tandis que les banques de la zone euro ont indiqué s'attendre à une future détérioration de leurs critères d'octroi.

Selon les banques au Luxembourg, la demande pour les prêts à la consommation et autres prêts aux ménages est restée inchangée au cours du premier trimestre 2019. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une légère augmentation de la demande de crédit, principalement attribuée au faible niveau des taux d'intérêt.


Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'avril 2019 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.

Selon les banques au Luxembourg, le premier trimestre 2019 n'a pas apporté des modifications à leurs conditions d'accès au financement par dépôts ou au financement de marché. Pour la zone euro, les banques ont relevé une amélioration de leurs conditions d'accès au financement de détail et au financement par titres de créances. Les conditions d'accès au financement interbancaire sont restées inchangées au niveau de la zone euro.



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



La deuxième question ad hoc concernait le niveau actuel des critères d'octroi par rapport à leur niveau au premier trimestre 2003 (début de l'enquête) et au deuxième trimestre 2010 (intensification de la crise des dettes souveraines). Cette question diffère sensiblement par rapport à la formulation classique de la question relative aux critères d'octroi, qui se limitait à l'évolution sur les trois derniers mois. Pour les prêts aux entreprises, la plupart des banques de l'échantillon luxembourgeois a affirmé que le niveau de leurs critères d'octroi est similaire à celui appliqué en 2003. Concernant les prêts à l'habitat accordés aux ménages, les banques luxembourgeoises ont signalé que leurs critères d'octroi étaient légèrement plus souples qu'en 2003. Dans les deux cas, la plupart des banques a déclaré que leurs critères d'octroi étaient légèrement plus souples que ceux appliqués au deuxième trimestre 2010.

Au niveau de la zone euro, les résultats indiquent que la majorité des banques a répondu que leurs critères d'octroi pour ces deux catégories de prêts se trouvaient à des niveaux similaires à ceux appliqués en 2010 et en 2003.

La troisième question ad hoc portait sur l'effet que le programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème a pu avoir sur les actifs des banques. Au Luxembourg et au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre octobre 2018 et mars 2019 ce programme a eu un léger impact positif 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.

La quatrième question ad hoc concernait l'effet du programme étendu d'achat d'actifs sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques au Luxembourg ont indiqué qu'entre octobre 2018 et mars 2019 les critères et conditions d'octroi n'ont été que marginalement affectés par ce programme. Au niveau de la zone euro, les banques ont signalé que le programme d'achat d'actifs a eu un léger effet d'assouplissement sur les critères d'octroi, principalement pour les crédits aux entreprises. Les banques de la zone euro ont également indiqué que ce programme les a incités à augmenter leurs volumes de prêts aux entreprises.

La dernière question ad hoc s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre octobre 2018 et mars 2019 cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. Le taux négatif a aussi quelque peu contribué à baisser à la fois les taux d'intérêt et les marges sur les prêts aux entreprises et aux ménages. D'autre part, le taux négatif de la facilité de dépôt a eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux entreprises au Luxembourg comme au niveau de la zone euro.

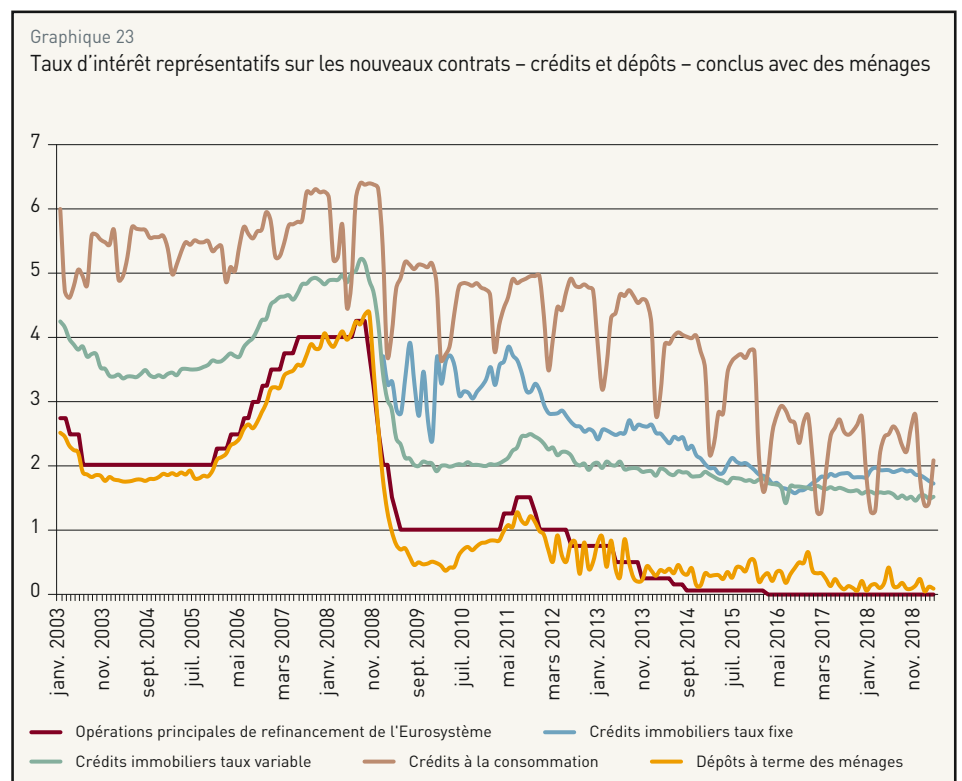
Taux d'intérêt

Concernant les crédits à la consommation, les nouveaux contrats conclus avec les ménages durant le premier trimestre de 2019 restent marqués par d'importants effets saisonniers en raison des conditions avantageuses offertes par les banques durant le traditionnel festival de l'automobile. Les taux sur les nouveaux crédits accordés avec une période de fixation supérieure à un an qui dominent ce type de prêts se sont contractés durant cette période, tandis que les volumes d'activité ont progressé. Dans le détail, le taux sur les contrats conclus avec une période de fixation comprise entre un et cinq ans s'est inscrit à 1,39 % en février 2019, pour un volume d'activité mensuel de 78 millions d'euros. Il convient de noter cependant que ce taux a progressé de 10 points de base en rythme annuel après avoir atteint son minimum historique en février 2018.

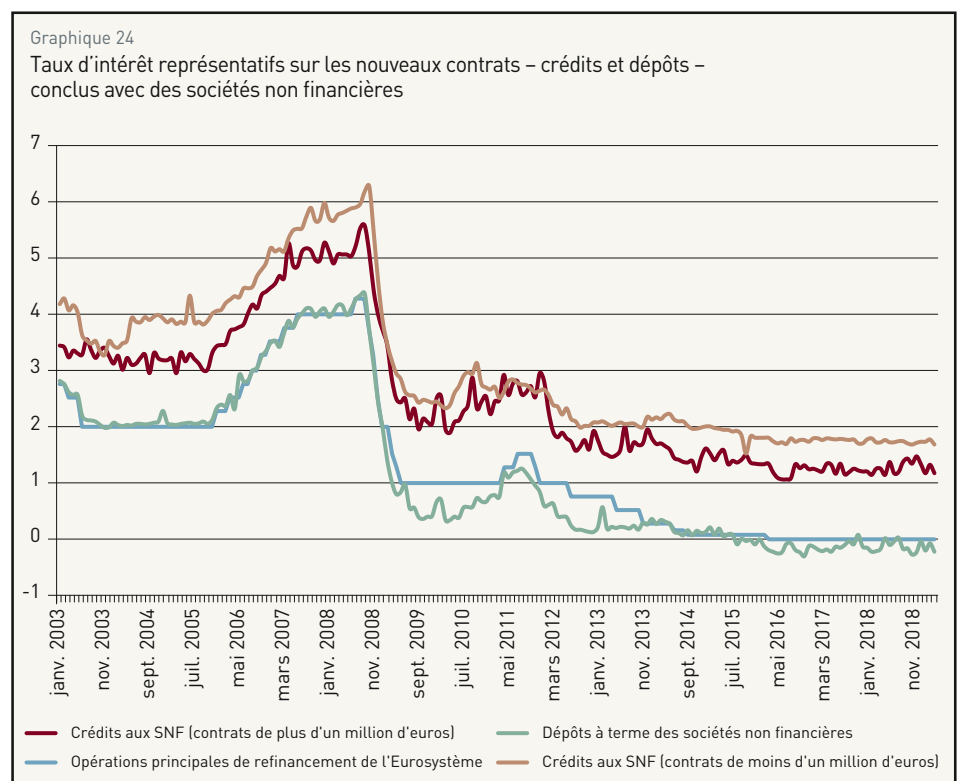
Après une fin d'année 2018 marquée par une hausse de la demande de crédits immobiliers, le volume d'activité mensuel mesuré par les crédits nouvellement négociés s'est stabilisé depuis le mois de janvier 2019. Ainsi, selon les derniers chiffres provisoires compilés par la BCL, le volume d'activité s'est inscrit à 566 millions d'euros pour le mois d'avril 2019. Il convient de souligner que le volume des contrats fixes est évalué à 322 millions d'euros en avril 2019 contre 244 millions d'euros pour les contrats à taux variable. Si le taux variable est resté globalement stable depuis janvier 2019 pour s'inscrire à 1,51 % au mois d'avril 2019, le taux fixe a diminué graduellement pour se fixer à 1,72 %.

Malgré son inhérente hétérogénéité, la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages est restée relativement stable depuis le mois de janvier 2019 tant en termes de volume d'activité que de taux moyen négocié. Notons que cette catégorie regroupe divers segments d'activité tels que les prêts aux étudiants, les prêts liés à des investissements financiers ou encore les crédits accordés aux sociétés unipersonnelles et les associations sans but lucratif au service des ménages. Ce type de créances étant typiquement contracté à taux variable, le taux moyen pondéré des crédits nouvellement accordés avec une période de fixation d'un an s'est inscrit à 1,18 % en avril 2019.

Les conditions de financement bancaire aux entreprises sont également restées relativement stables depuis ce début d'année. Le taux variable sur les crédits



Source : BCL



Source : BCL

nouvellement accordés avec une catégorie de montant inférieur à un million d'euros, reflétant les conditions d'emprunt des petites et moyennes entreprises, s'est élevé à 1,68 % en avril 2019 contre 1,72 % un an auparavant. Le taux variable pour les nouveaux contrats accordés pour une catégorie de montant supérieur, les prêts plus larges étant typiquement demandés par les plus grandes entreprises, a atteint 1,15 % en avril 2019 contre 1,23 % durant la même période de l'année précédente.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôt demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Le taux d'intérêt sur les dépôts à vue des ménages a baissé à 11 points de base depuis le mois de février et évolue autour de zéro pour les sociétés. Le taux sur les nouveaux dépôts à terme avec une maturité initiale à un an s'est élevé à 8 points de base en avril 2019 pour les ménages et -23 points de base pour les sociétés.

Profits et pertes

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédits (y compris leurs succursales à l'étranger) s'est inscrit en forte baisse en comparaison avec le premier trimestre de l'année précédente pour s'élever à 964 millions d'euros à la fin du mois de mars 2019. En substance, cette dégradation provient d'une baisse généralisée des principales sources de revenus bancaires et une forte progression des frais de personnel.

Tableau 11 :

Compte de résultats agrégé en cours d'année des établissements de crédits, y compris les résultats des succursales étrangères des établissements luxembourgeois¹⁾

(en millions d'euros, sauf indication contraire)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2018	2018 03	2019 03	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	13 441	3 072	3 934	862	28,1
2	Intérêts bonifiés	8 457	1 767	2 665	898	50,8
3	Marge sur intérêts (1-2)	4 983	1 305	1 268	-37	-2,8
4	Revenus nets sur commissions	4 977	1 260	1 234	-26	-2,1
5	Revenus sur opérations de change	326	113	52	-61	-54,0
6	Dividendes reçus	846	161	46	-115	-71,4
7	Autres revenus nets	573	114	129	15	13,2
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	6 722	1 648	1 462	-186	-11,3
9	Produit bancaire (3+8)	11 706	2 952	2 730	-222	-7,5
10	Frais de personnel	3 243	775	854	79	10,2
11	Frais d'exploitation	3 060	747	796	49	6,6
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	6 303	1 522	1 649	127	8,3
13	Amortissements sur immobilisé non financier	329	80	116	36	45,0
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	5 074	1 350	964	-386	-28,6

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

Sources : CSSF, calculs BCL

Globalement, l'année 2018 est satisfaisante avec un résultat avant provisions, dépréciations et impôts qui s'élève à 5 milliards d'euros.

Au niveau des revenus récurrents, la marge sur intérêts s'est inscrite légèrement à la baisse en comparaison annuelle avec le premier trimestre 2018 pour atteindre 1,31 milliard d'euros. Si l'évolution de l'agrégat est marquée par de fortes variations individuelles, il convient de souligner que plus de la moitié des établissements de crédits a rapporté une hausse de la marge sur intérêts. Les commissions nettes perçues ont également baissé en rythme annuel pour s'élever à 1,26 milliard d'euros.

Concernant les autres sources de revenus, les dividendes reçus se sont également inscrits en retrait par rapport à l'année précédente. Ce poste est influencé par des dividendes élevés perçus par une grande banque de la place l'année précédente et qui sont absents au premier trimestre 2019. Les profits tirés du commerce de devises et les gains enregistrés par les dérivés de change détenus à l'actifs se sont également inscrits en forte baisse sur un an. Enfin, la catégorie résiduelle des autres revenus nets est l'unique source de revenus ayant enregistré une évolution favorable.

Le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées, a diminué de 222 millions d'euros sur un an pour s'élever à 2,73 milliards d'euros au premier trimestre 2019.

Du côté des charges, les frais de personnel ont fortement progressé par rapport au mois de mars 2019. Il convient d'inscrire cette évolution dans le contexte de la hausse du personnel employé dans le secteur bancaire au premier trimestre 2019. Les autres frais d'exploitation et les amortissements sur actifs immobilisés et non financiers ont également augmenté entre mars 2018 et mars 2019.

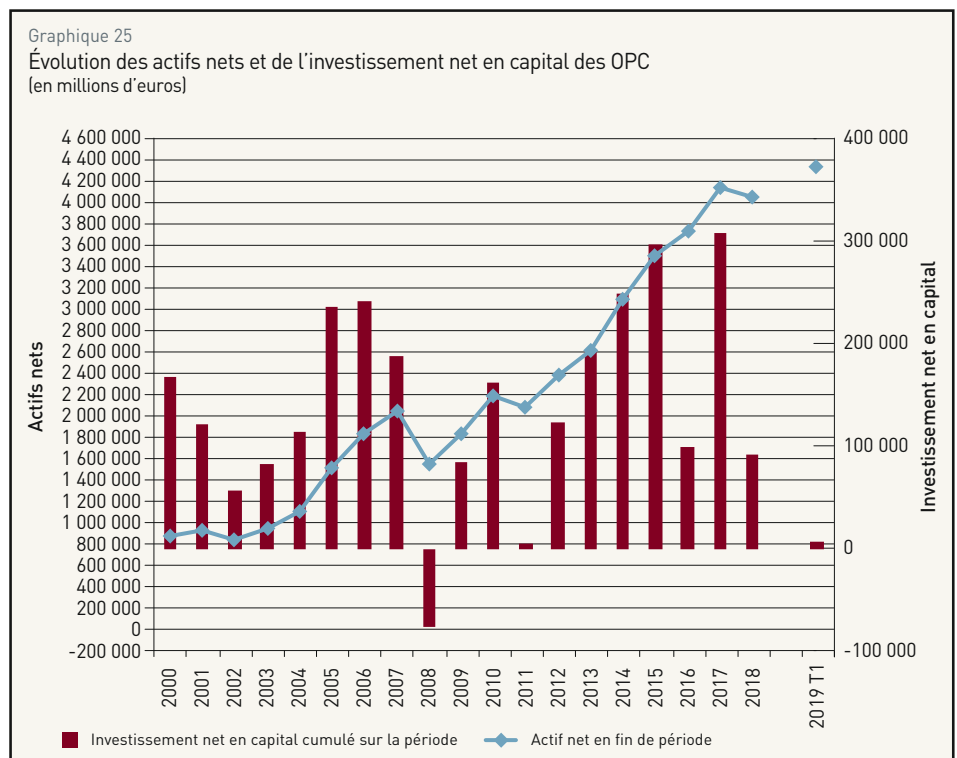
1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de décembre 2018, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 40 unités, pour s'établir à un total de 3 868 unités à la fin mars 2019. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 19 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 898 à 14 917 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 7,0 % pour s'établir, à la fin mars 2019, à 4 350,4 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (+278,9 milliards d'euros). Les investissements nets ont également contribué, mais dans une moindre mesure, à la hausse des actifs sous gestion (+6,9 milliards d'euros).



Source : CSSF

Tableau 12 :

Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL ¹⁾²⁾	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS ²⁾³⁾	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	409	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	413	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	402	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	414	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	409	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	412	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	403	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	407	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	381	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	331	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	197	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	170	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	161	3 506 201	16 032	-99 502	93 986	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	155	3 741 330	5 403	55 044	235 129	2,9		
2017	4 044	14 728	145	4 159 614	20 998	2 817	418 284	11,2		
2018	3 908	14 898	139	4 064 644	-12 860	-114 828	-94 970	-2,3		
2019										
jan	3 889	14 892	139	4 199 723	-4 354	139 433	-14 307	-0,3	135 079	3,3
fév	3 890	14 925	142	4 262 654	-7 096	70 027	75 331	1,8	62 931	1,5
mars	3 868	14 917	148	4 350 449	18 335	69 460	201 551	4,9	87 795	2,1

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

²⁾ Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives à l'année 2019.

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

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

Source : CSSF

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, *hedge funds* et autres fonds) est présentée dans le tableau 13.

Tableau 13 :

Évolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement
(en millions d'euros, encours en fin de période)

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014 ¹⁾	1 160 765	1 033 393	679 643	57 593	192 512	45 089
2015	1 260 504	1 155 294	825 444	70 883	232 427	51 891
2016	1 338 924	1 182 454	892 224	100 598	259 904	64 776
2017	1 439 865	1 363 065	1 016 288	98 669	258 128	88 785
2018	1 386 325	1 335 058	1 043 269	120 713	256 255	70 160
2019						
janvier	1 424 070	1 429 366	1 068 279	121 130	267 629	71 470
février	1 441 360	1 472 601	1 082 223	122 859	274 511	79 044
mars	1 480 767	1 496 410	1 103 255	123 768	281 753	80 238

¹⁾ Les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification des fonds par politique d'investissement à partir de décembre 2014. La classification actuelle des fonds domiciliés au Luxembourg est désormais 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 13 reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie « autres fonds » reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a eu pour effet d'augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 39 milliards d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 6,8 % par rapport au quatrième trimestre de 2018. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 12,1 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 496,4 milliards d'euros à la fin du mois de mars 2019. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 5,7 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 2,5 %, 10,0 % et 14,4 %.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin mars 2019, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 148 unités, un effectif en hausse de 9 unités par rapport au mois de décembre 2018.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 en raison d'un changement de définition²⁶.

La somme des bilans

Entre la fin du quatrième trimestre de 2018 et la fin du premier trimestre de 2019, la somme des bilans a augmenté de 5,1 %, passant de 308,7 milliards d'euros à 324,5 milliards d'euros. Cette évolution s'explique principalement par le dynamisme des émissions nettes de parts.

La politique d'investissement

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

Fin mars 2019, le portefeuille de titres représentait 76,7 % de l'actif, soit 248,9 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 21,9 %, soit 71 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, l'évolution du total bilantaire s'est accompagnée d'une hausse de l'encours du portefeuille de titres (+17,8 %).

26 Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Tableau 14 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution
(encours en fin de période¹)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	03-2018	12-2018	03-2019	03-2018 - 03-2019		12-2018 - 03-2019		03-2019
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	52 936	85 502	71 003	18 067	34,1	-14 499	-17,0	21,9
Portefeuille titres	211 343	219 973	248 883	37 540	17,8	28 910	13,1	76,7
Autres actifs	3 339	3 194	4 611	1 272	38,1	1 417	44,4	1,4
Total de l'actif	267 618	308 669	324 497	56 879	21,3	15 828	5,1	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (142,1 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (46,2 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (58,8 milliards d'euros).

Entre la fin du quatrième trimestre de 2018 et la fin du premier trimestre de 2019, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de 17,8 %. 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 +16,8 %, +22,4 % et -0,6 %.

Tableau 15 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties¹⁾

(en millions de EUR ; données brutes ; encours en fin de période)

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	03-2018	12-2018	03-2019	03-2018 - 03-2019		12-2018 - 03-2019		03-2019
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	113 293	121 659	142 133	28 840	25,5	20 474	16,8	57,5
Administrations publiques	38 085	37 785	46 242	8 157	21,4	8 457	22,4	18,7
Autres secteurs	55 150	59 177	58 838	3 688	6,7	-339	-0,6	23,8
Total	206 528	218 621	247 213	40 685	19,7	28 592	13,1	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 2

L'ACTIVITÉ DES FONDS DE PRÊTS AU LUXEMBOURG

Depuis la crise financière de 2007-2008, la réduction du levier d'endettement et les nouvelles contraintes réglementaires ont conduit les banques à ralentir leur octroi de crédits à l'économie réelle. La réduction du rôle des banques dans le financement de l'économie, combiné à une recherche de rendement de la part des investisseurs, a favorisé le développement des prêteurs alternatifs non-bancaires.

Selon le rapport « *Financing the economy 2016* » publié par l'AIMA (*Alternative Investment Management Association*), les îles Caïmans et le Luxembourg sont les pays de domiciliation les plus populaires pour les prêteurs alternatifs non-bancaires, suivis par l'Irlande, le Royaume-Uni et les États-Unis²⁷. D'un point de vue réglementaire, l'octroi et l'acquisition de prêts peuvent être effectués par différents véhicules d'investissement au Grand-Duché, à savoir les fonds alternatifs, les organismes de titrisation et les sociétés de participations financières (SOPARFI)²⁸.

Parmi ces différents acteurs, les fonds de prêts (*loan funds*) exercent un rôle croissant dans le financement de l'économie réelle, avec des implications potentielles pour le suivi des développements de crédit et les activités du système bancaire parallèle (*shadow banking*) dans la zone euro. Les fonds de prêts sont des intermédiaires financiers qui collectent l'épargne, principalement des investisseurs institutionnels. Leur activité consiste à octroyer et/ou à acquérir des crédits de sociétés non financières, qui peuvent être utilisés à des fins d'investissement, de croissance externe ou de refinancement, mais également pour le financement de projets immobiliers ou de projets d'infrastructures.

L'objectif de cet encadré est de présenter l'activité des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg. Cette étude est basée sur les données compilées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) qui sont complétées, le cas échéant, par les informations contenues dans les états financiers disponibles dans le Registre du Commerce et des Sociétés (RCS). Les principales catégories de fonds de prêts sont présentées dans un premier temps afin de mettre en place le contexte de l'analyse. L'environnement réglementaire des fonds de prêts au Luxembourg et leur activité en termes de compositions de bilan et de détentions de portefeuille sont ensuite abordés dans un deuxième temps, avant de proposer des éléments de réflexion concernant les implications potentielles au niveau de l'analyse monétaire et de la stabilité financière.

Typologie des fonds de prêts

Deux catégories principales de fonds de prêts peuvent être distinguées en fonction du type d'instruments financiers dans lequel ces fonds investissent : (i) les fonds de prêts senior (*senior loan funds*) acquièrent des prêts à effets de levier (*leveraged loans*) qui ont été accordés à des entreprises de moyenne et de grande taille et qui sont négociés sur le marché secondaire des prêts syndiqués et, (ii) les fonds de dette privée (*private debt funds*) octroient et acquièrent des prêts généralement accordés à des entreprises de petite et de moyenne tailles qui recourent à des instruments non cotés qui s'échangent sur des marchés de gré à gré caractérisés par de très faibles volumes de transactions.

Les prêts senior (*senior loans*) sont des prêts accordés à des entreprises de qualité *non-investment grade* pour financer des acquisitions, pour restructurer une dette ou supporter une expansion. Les prêts senior sont sécurisés par des garanties adossées sur les actifs de l'entreprise et sont prioritaires au niveau du remboursement de la dette²⁹. Par conséquent, les pertes en cas de défaut de l'emprunteur sont plus limitées par rapport aux obligations à haut rendement, en particulier lorsque des clauses protectrices (*covenants*) sont ajoutées aux contrats de prêt. Les prêts senior sont aussi appelés prêts à effet de levier ou prêts à taux variables, d'une part, parce qu'ils rajoutent du levier d'endettement à des entreprises qui sont déjà lourdement endettées, et, d'autre part, parce que les intérêts payés

27 Le rapport est disponible sous le lien suivant : <https://www.aima.org/uploads/assets/uploaded/2bf221d8-6f9a-4d9d-b946b09374cd94fa.pdf>

28 Ogier (2016) « *Direct lending and Luxembourg debt funds* », Mai 2016.

29 Pour plus de détails, voir Voya (2017) « *Diversify your portfolio with senior loans* », Investor insight, Février 2017.

sur ces dettes sont périodiquement réajustés, sur une base mensuelle ou trimestrielle, en fonction des variations de taux sur le marché monétaire. Enfin, les prêts senior sont souvent labellisés comme prêts bancaires (*bank loans*) étant donné que ces instruments sont négociés sur le marché secondaire des prêts syndiqués par des banques.

Les prêts senior sont un instrument de diversification intéressant pour un portefeuille puisqu'ils représentent une catégorie intermédiaire entre les obligations à haut rendement et les obligations d'entreprises *investment grade* en termes de couple rendement/risque. Ils fournissent, en effet, un rendement plus élevé car les entreprises qui émettent ces prêts sont notées en dessous de la catégorie *investment grade*. En outre, le risque de taux d'intérêt est plus faible que pour les instruments à revenu fixe traditionnels. De par leur structure à taux variable, la durée des prêts senior, c'est-à-dire la sensibilité du prix des titres à un changement de taux d'intérêt sur le marché, est marginale, ce qui confère à ces actifs une qualité de couverture en période de hausse des taux d'intérêt. Enfin, étant donné que ces titres sont prioritaires dans la structure du financement des entreprises, le risque de crédit est également plus limité en comparaison avec des obligations à haut rendement. Cependant, la structure à taux variable de ces prêts les rend tributaires de la capacité de remboursement des emprunteurs en période de hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire. En outre, le risque de marché subsiste bel et bien pour cette classe d'actifs en cas de survenance d'un événement de défaut de grande ampleur (voir la faillite de Lehman Brothers en octobre 2008), et ce d'autant plus que le risque de liquidité demeure plus élevé que sur le marché traditionnel des obligations d'entreprises³⁰.

(ii) À côté du marché plus traditionnel des prêts syndiqués, le marché de la dette privée (*private debt*) a gagné de l'importance depuis la dernière crise financière. Ce marché est davantage associé à des fonds de prêts impliqués dans le financement de petites et moyennes entreprises, ou dans le financement de projets immobiliers ou de projets d'infrastructures³¹.

Le financement par la dette privée diffère du financement obligataire traditionnel. Selon l'AIMA³², "[p]rivate credit is credit that is extended to companies or projects on a bilaterally negotiated basis. It is not publicly traded such as many corporate bonds and is originated or held by lenders other than banks. It takes various legal forms including loans, bonds, notes or private securitization issues". En outre, par opposition aux obligations émises sur les marchés de dettes publiques, les dettes privées sont généralement collatéralisées ou protégées par des covenants sur les contrats de prêt.

Les fonds de dettes privées (*private debt funds*) fournissent des facilités de financement à des entreprises par le biais d'un large éventail d'instruments qui englobe l'ensemble de la structure du financement : dette senior sécurisée et non-sécurisée, prêts mezzanine, financement unitranche à taux fixe combinant à la fois la dette senior et la dette subordonnée, mais aussi quasi-fonds propres (c'est-à-dire obligations convertibles et actions préférentielles). Les fonds de dettes privées peuvent acquérir ces instruments sur des marchés de gré à gré et/ou initier ces opérations de financement en structurant directement les contrats de prêt avec les entreprises.

Selon le Conseil de Stabilité Financière (CSF), trois modèles de prêt direct (*direct lending*) ont émergé au cours des dernières années³³ : (i) dans le premier modèle (*bilateral lending*), les institutions non-bancaires développent une expertise en matière d'analyse du risque de crédit, de valorisation du collatéral et du recouvrement de créances, (ii) dans le deuxième modèle (*specialized loan funds*), un gérant de fonds regroupe un certain nombre de prêts que les investisseurs non-bancaires peuvent financer en achetant des parts. Dans ce segment de marché, les fonds de *private equity* capitalisent sur leur expertise en identifiant des entreprises cibles à des fins d'acquisition et l'étendent

30 En dépit des initiatives de la *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA) de rendre les transactions sur les prêts senior plus efficaces et uniformes, par exemple à travers la création de codes ISIN et le développement d'un indice de marché, le *S&P/LSTA Leveraged Loan Index*, le marché secondaire des prêts syndiqués est moins liquide que celui des obligations d'entreprises.

31 Pour plus de détails, voir L. Petit et T. de Vergnes, "Le nouveau paysage de la dette privée en Europe", NextFinance, Avril 2015.

32 <https://www.aima.org/acc/about-private-credit.html>

33 Voir Annexe 3 du rapport 2013 du CSF sur la *shadow banking* pour une description des trois principaux modèles identifiés au niveau des activités de prêt direct par des fonds, et H. Kraemer-Eis et al. (2014) "Institutional non-bank lending and the role of debt funds", EIF Research & Market Analysis, Working Paper 2014/25, pour une présentation d'exemples pratiques d'activités de prêts non-bancaires dans différents pays européens.

au financement par la dette. (iii) Dans le troisième modèle (*co-origination with a bank*), une non-banque et une banque entrent dans un partenariat dans lequel la banque assure le suivi des emprunteurs, initie les contrats de prêts, et les distribue à la non-banque, qui fournit le financement de ces opérations.

Pour les petites et moyennes entreprises, les fonds de dettes privées représentent une source de financement alternative au crédit bancaire traditionnel. En effet, alors que des grandes entreprises peuvent accéder à des sources de financement non-bancaires en émettant des obligations sur les marchés de dettes publics, les petites et moyennes entreprises ne possèdent pas la taille critique pour le faire. En outre, les entreprises avec un niveau de qualité de crédit plus faible qui se retrouvent en situation de rationnement du crédit par les banques peuvent ainsi recourir à des prêteurs non-bancaires. Dans une autre optique, les projets d'infrastructures peuvent engager des horizons de financement qui sont trop longs pour les marchés obligataires publics. De ce fait, les prêteurs non-bancaires spécialisés dans la création et/ou l'acquisition de dettes senior et subordonnées liées à des projets d'infrastructures constituent une alternative intéressante pour le financement de ces projets.

Du point de vue des investisseurs, les fonds de dettes privées offrent une grande variété de profils risque/rendement. D'un côté, les fonds qui investissent dans la dette adossée à des projets d'infrastructure sont très attractifs pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui recherchent des flux de revenus stables sur le long terme³⁴. De l'autre côté, les fonds qui acquièrent des dettes d'entreprises proches de la faillite (*distressed debt*) ou des prêts non-performants (*non-performing loans*) cédés par des banques offrent le profil risque/rendement le plus élevé. Les stratégies intermédiaires incluent, entre autres, les fonds de dettes privées qui investissent dans la dette mezzanine. Ces prêteurs alternatifs sont généralement des fonds de *private equity* qui capitalisent sur leur expertise dans le domaine des opérations de rachats par emprunt (LBOs, *Leverage Buyout Operations*) pour construire un portefeuille de dette mezzanine. Dans la structure de financement d'une entreprise, la dette mezzanine est subordonnée en priorité de paiement à la dette senior. Les intérêts payés sont donc plus élevés, mais le principal avantage de la dette mezzanine réside dans le fait qu'elle permet au prêteur d'entrer dans le capital de l'entreprise, une fois que les intérêts ont été payés. Le retour sur investissement est alors particulièrement élevé lorsque le prêteur transforme la dette mezzanine en bons de souscription d'actions avant de les revendre.

L'environnement réglementaire au Luxembourg

Contrairement à d'autres pays comme l'Irlande et la France, le Luxembourg n'a pas adopté de cadre réglementaire spécifique pour les fonds de prêt. Cependant, le cadre juridique existant au Luxembourg est suffisamment flexible pour permettre à des fonds d'investissement de poursuivre une activité de crédit.

Les prêts ne sont pas éligibles dans le cadre de la Directive OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières). Par conséquent, les fonds d'investissement qui s'engagent dans des activités de prêts opèrent de facto sous la Directive relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM, *Alternative Investment Fund Manager*). Suite à la publication de l'opinion de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) concernant un cadre européen sur la création de prêts par les fonds d'investissement³⁵, la CSSF a mis à jour sa rubrique FAQ sur son site internet pour préciser que la création de prêt et la participation/acquisition de prêts ne sont pas interdites par la Directive AIFM³⁶. "*Loan origination is the process, initiated by its AIFM or the AIF itself, of actively granting a loan as part of its investment policy. [...] this concept refers to, and may comprise all relevant steps in the origination process, that is, among others, receiving and processing loan applications, performing the credit assessment and borrower selection, setting the characteristics of a specific loan (e.g. pricing (interest rates and fees), type of documentation, collateral requirements),*

34 La dette d'infrastructure est différente de la dette d'entreprise dans la mesure où les flux de trésorerie qui remboursent les prêteurs proviennent principalement de revenus prévisibles issus de projets bénéficiant de monopoles ou de quasi-monopoles (e.g. transports, énergie, traitement de l'eau ou télécommunications).

35 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-opinion-eu-framework-loan-origination-investment-funds>

36 http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ_AIFMD.pdf

monitoring, servicing and provisioning. Loan participation/acquisition by an AIF is the process, initiated by its AIFM or, where applicable, by the AIF itself, of purchasing/acquiring all or parts of an existing loan or package of loans on the secondary market from a third party after its origination. It also refers to any other way for the AIF to acquire loans as an investment apart from loan origination (such as e.g. participation in syndicated loans)."

Statistiques descriptives et composition du bilan

Le champ de cette étude se focalise sur les fonds d'investissement non-OPCVM qui sont impliqués dans l'octroi de crédit à travers la création et/ou l'acquisition de prêts. Par conséquent, le champ de l'étude englobe les fonds d'investissement qui détiennent (directement ou indirectement) des portefeuilles de crédit et qui opèrent dans le cadre de la loi sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS), la partie II de la loi de 2010, la loi sur les Sociétés d'investissement en capital risque (SICAR), ainsi que les Fonds d'investissement alternatifs non-réglementés qui incluent, notamment, les Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés (FIAR).

Actuellement, la base signalétique de la CSSF ne permet pas d'identifier les fonds de prêts, et il n'existe pas non plus de critère de sélection dans Bloomberg qui permette d'élaborer une telle liste. L'échantillon de fonds de prêts référencé par les services statistiques de la BCL, qui sert de base à cette étude, est donc inédit. Cet échantillon a été établi à partir de l'analyse de la politique d'investissement des 4 700 fonds alternatifs recensés par la BCL pour la période de décembre 2018. Les informations présentées dans les tableaux et graphiques suivants proviennent de la collecte statistique de la BCL. En raison de différences méthodologiques concernant la définition retenue pour les fonds de prêts, les chiffres présentés ci-dessous ne sont pas directement comparables avec l'enquête récemment publiée par KPMG/ALFI qui évalue à environ 50 milliards d'euros les actifs sous gestion pour ce segment de marché³⁷.

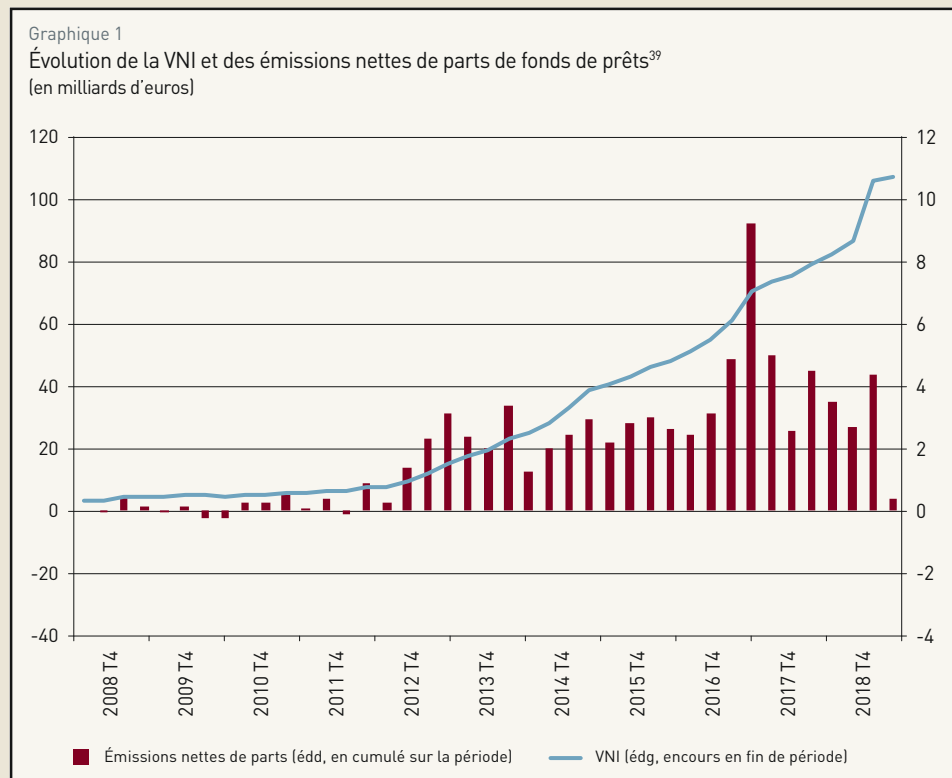
Le graphique 1 présente l'évolution de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) et les émissions nettes de parts des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg sur la période allant de décembre 2008 à décembre 2018. L'activité des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg a significativement augmenté au cours de la période sous revue pour atteindre 106,5 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2018, répartis entre 399 entités. Les 20 plus grands compartiments représentaient environ 40 % du total des actifs sous gestion. 68,3 % de l'activité de ces prêteurs non-bancaires est enregistrée sous la loi sur les FIS, 15,7 % sous la partie II de la loi de 2010, 13,3 % sous la loi sur les FIAR, et, enfin, 2,7 % sous la loi sur les SICAR³⁸.

L'activité des fonds de prêts ventilée selon la nature de leur activité est présentée dans le graphique 2. La majeure partie de l'activité sur ce segment de marché est due à des fonds de prêts senior (*senior loan funds*), c'est-à-dire des fonds qui investissent principalement dans des titres négociés sur le marché secondaire des prêts syndiqués par des banques. La taille moyenne de ces fonds, qui sont principalement gérés par de grandes sociétés de gestion et des institutions spécialisées dans les stratégies de crédit, est supérieure à 600 millions d'euros. Les fonds de dettes immobilières et de dettes infrastructures (*real estate and infrastructure debt funds*) sont également un acteur important du paysage des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg. L'encours des actifs sous gestion adossé à des projets immobiliers et des projets d'infrastructures atteignait respectivement 12,7 milliards d'euros et 2,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2018. Les fonds de dettes privées et de prêts directs (*private debt and direct lending funds*), qui comprennent les fonds investissant dans un large éventail d'instruments de dettes non cotées, incluant la dette mezzanine, affichent quant à eux une VNI de 20,5 milliards d'euros. Les fonds de stratégie multi-crédits (*multi-credit strategy funds*), qui utilisent les prêts senior, les produits structurés et la dette privée comme instruments alternatifs de diversification dans le cadre de leur portefeuille obligataire, et les fonds de fonds de prêts, qui sont spécialisés dans la sélection de parts émises par des fonds de prêts, gèrent respectivement 9,1 milliards d'euros et 5,2 milliards d'euros d'actifs. Enfin, les fonds de prêts qui investissent

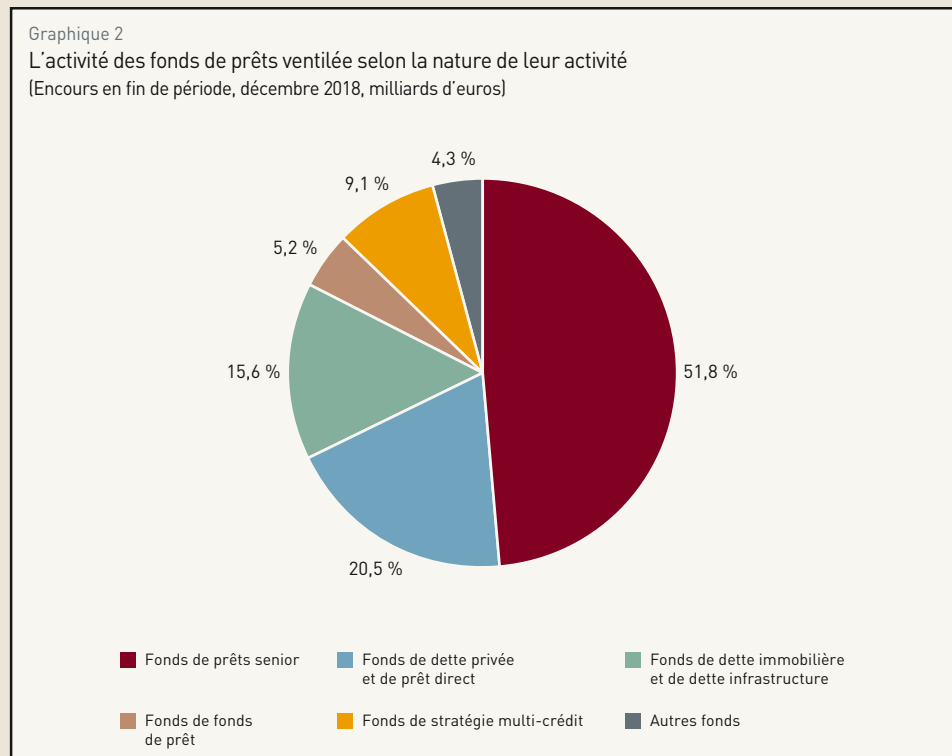
37 À noter en outre que les fonds de microfinance, qui font partie de l'enquête de KPMG/ALFI sur les fonds de prêt, ont été volontairement exclus du champ de cette étude.

38 Selon l'étude de KPMG/ALFI sur les fonds de prêt, la ventilation est respectivement de 78 % pour les FIS, 13 % pour les FIAR, et 9 % pour les OPCs de la Partie II de la loi de 2010, alors que les SICAR sont seulement marginales.

dans d'autres actifs comme les obligations structurées adossées à des prêts senior (*Collateralised Loan Obligations*, CLOs), les créances commerciales (*trade receivables*), les dettes d'entreprises proches de la faillite (*distressed debt*) ou les prêts non-performants (*non-performing loans*) complètent l'échantillon avec une VNI d'environ 4,3 milliards d'euros.³⁹



Source : BCL



Source : BCL

³⁹ L'analyse des émissions nettes de parts est assez difficile à réaliser en raison de l'existence d'un biais du survivant (*survivorship bias*). En effet, étant donné que la liste des fonds de prêts a été établie pour la période de référence de décembre 2018, l'impact des fermetures de fonds sur les transactions n'est pas pris en compte sur la période de l'échantillon. Il est aussi important de noter que les fonds d'investissement alternatifs non réglementés ont été intégrés dans la série à partir du mois d'août 2018. Actuellement, seuls les fonds d'investissement alternatifs non réglementés qui dépassent le seuil de 500 millions d'euros sont sujets à la collecte statistique de la BCL. Voir à ce sujet la circulaire BCL 2018/241.

La composition du bilan agrégé des fonds de prêts est présentée dans le tableau 1. Avec un actif total de 119,0 milliards d'euros et une VNI de 106,5 milliards d'euros, les fonds de prêts affichent un levier d'endettement de 10,5 %. Par conséquent, le levier d'endettement n'est pas une caractéristique saillante dans la stratégie des fonds de prêts, en particulier lorsque les prêts intra-groupes sont pris en compte dans le calcul du ratio.

Tableau 1 :

Composition du bilan des fonds de prêt

(encours en fin de période, décembre 2018, milliards d'euros)

DÉPÔTS ET CRÉANCES	20,9	EMPRUNTS	6,2
dont dépôts bancaires	5,9	dont dette	1,7
dont créances sur des entreprises	1,9	dont repos et ventes à découvert	1,3
dont créances sur des AIFs	13,1	dont financement intra-groupe	3,2
TITRES DE CRÉANCE	69,8		
dont obligations	4,8		
dont prêts senior	42,6		
dont produits structurés	8,2		
dont dette privée	14,2		
TITRES DE PARTICIPATIONS	21,1	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	106,5
dont actions cotées	1,4		
dont parts de fonds	8,4		
dont actions non cotées	1,9		
dont participation dans des sociétés affiliées	9,4		
AUTRES ACTIFS ET INSTRUMENTS FINANCIERS DÉRIVÉS	7,2	AUTRES PASSIFS ET INSTRUMENTS FINANCIERS DÉRIVÉS	6,3
Total de l'actif	119,0	Total du passif	119,0

Source : BCL

Concernant l'actif du bilan, les dépôts reflètent principalement le besoin des fonds ouverts de détenir un montant suffisant de liquidités en cas de retraits non anticipés des détenteurs de parts. De manière assez intéressante, le montant de créances sur les autres intermédiaires financiers (AIF) est relativement élevé, ce qui illustre le fait que les fonds de prêts utilisent souvent des véhicules ad-hoc (*special purpose vehicles*, SPV) pour cibler leur portefeuille d'actifs. L'existence de structures à double niveau impliquant des SPV est également mis en évidence par l'importance des participations détenues dans des sociétés affiliées, la plupart d'entre elles étant domiciliées au Luxembourg.

Les prêts senior constituent l'essentiel du portefeuille de dettes des fonds de prêts avec un encours de 42,6 milliards d'euros, parmi lesquels 70 % sont émis par des sociétés non-financières américaines. Sur les détentions restantes, 8,0 milliards d'euros sont émis par des sociétés non-financières de la zone euro, parmi lesquels 2,3 milliards d'euros sont émis par des entités domestiques, principalement des filiales financières de compagnies étrangères opérant au Luxembourg.

En ce qui concerne les instruments de dette privée, qui incluent un large ensemble d'instruments non cotés englobant l'ensemble de la structure du financement des entreprises, les émetteurs sont principalement des résidents du Luxembourg, des autres pays de la zone euro et, dans une moindre mesure, des États-Unis, avec des encours respectifs de 5,0 milliards, 4,5 milliards et 1,8 milliards d'euros. De nouveau, les positions vis-à-vis des entités luxembourgeoises reflètent l'utilisation de SPV par des fonds de dettes privées. Les produits structurés (*Asset Backed Securities* et *Collateralised Loan Obligations*) détenus dans le portefeuille sont quant à eux principalement émis par des véhicules de titrisation domiciliés au Luxembourg (3,9 milliards d'euros), dans les autres pays de la zone euro (1,7 milliard d'euros), dans les îles Caïmans (0,9 milliard d'euros), et aux États-Unis (0,3 milliard d'euros).

L'activité des fonds de fonds de prêts est reflétée par la détention de parts de fonds, parmi lesquelles près de la moitié sont émises par des entités luxembourgeoises. Enfin, les actions non cotées comprennent des instruments tels que les actions préférentielles et les actions ordinaires, c'est-à-dire les instruments utilisés dans le cadre des stratégies des fonds de dettes privées, en particulier lorsque des opérations de rachats par effet de levier (*Leverage Buy Out*, LBOs) sont concernées.

Implications pour l'analyse monétaire et la stabilité financière

Le marché des prêts à effets de levier et de la dette privée fait partie du système bancaire parallèle (*shadow banking*) qui s'est développé au cours des décennies précédentes. Une part croissante des prêts aux sociétés non financières se situe désormais dans les bilans des fonds de prêts, qui opèrent en dehors du champ de réglementation du secteur bancaire.

L'activité des fonds de prêts a plusieurs implications pour l'analyse monétaire et le suivi des développements du crédit dans la zone euro : (i) le marché des prêts senior permet aux banques de restructurer leur portefeuille de prêts en les vendant aux investisseurs sur les marchés secondaires. Par conséquent, l'acquisition de prêts senior par les fonds de prêts permet d'alléger le bilan des banques et, ce faisant, d'augmenter leur capacité à créer de nouveaux prêts⁴⁰. (ii) L'encours de crédits détenu par ces fonds n'est pas inclus dans les agrégats monétaires, qui sont basés sur les statistiques des institutions financières et monétaires, à savoir les banques et les fonds monétaires⁴¹. Or, l'activité des fonds de prêts devrait être prise en compte dans l'analyse des développements de crédits de la même manière que les émissions obligataires, c'est-à-dire un faible taux de croissance des prêts aux sociétés non financières ne signifie pas nécessairement un ralentissement du crédit ou un faible niveau d'activité des entreprises dans la mesure où ces dernières peuvent recourir à des instruments de financement alternatifs, en l'occurrence, par le biais des émissions de dettes privées⁴².

Du point de vue de la stabilité financière, les risques liés au marché américain des prêts à effet de levier ont récemment été mis en avant par de nombreux organismes, notamment la Réserve fédérale, le Fonds monétaire international et la Banque des règlements internationaux. En effet, le marché des prêts à effets de levier affiche certaines similitudes avec les développements qui ont précédé la crise des *subprime* : (i) les crédits sont octroyés à taux variables à des entreprises qui sont déjà lourdement endettées, ce qui signifie que la probabilité de défaut augmente avec la remontée des taux d'intérêt par la Réserve fédérale. (ii) La qualité des emprunteurs a tendance à diminuer et la part des contrats de prêts à clauses allégées (*covenant-lite*) augmente au fil du temps. (iii) Ces prêts sont souvent restructurés sous forme de CLOs par des véhicules de titrisation pour être vendus sur les marchés financiers à des investisseurs institutionnels et notamment à des fonds d'investissement. Dans ces circonstances, l'exposition des fonds luxembourgeois au marché américain des prêts à effet de levier devrait faire l'objet d'une attention particulière, étant donné que les perturbations sur ce marché pourraient potentiellement se traduire par des rachats de parts et, ce faisant, engendrer de possibles effets de contagion à d'autres segments du secteur financier.

40 Pour une présentation du marché européen des prêts à effet de levier et leur rôle dans la restructuration du bilan des banques, voir A. Lehmann (2018) « *Risk reduction through Europe's distressed debt market* », Bruegel, Policy contribution, Issue n°2, Janvier 2018.

41 L'activité des fonds de prêts est cependant prise en compte dans une analyse plus approfondie focalisée sur le financement externe des sociétés non financières qui intègre, à part les prêts bancaires, le financement par émission d'actions, le financement par émissions obligataires et les prêts des autres intermédiaires financiers. Voir par exemple les statistiques sur les ménages et entreprises publiées régulièrement par la BCE, dont les dernières données sont disponibles sous http://sdw.ecb.europa.eu/web/generator/prl/pr_qsa_0101_2018q4.pdf.

42 Il est important de noter que l'identification du pays de domiciliation des sociétés non financières auxquelles les prêts sont accordés n'est pas toujours évidente, en particulier lorsque les fonds de prêts utilisent une structure à double niveau pour cibler leur portefeuille d'actifs.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2018 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 2,6 % en 2018, après une hausse de 1,5 % l'année précédente. L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale publiée en mars 2019 n'a pas apporté de révisions aux données publiées antérieurement.

D'après ces comptes nationaux, en 2018, les consommations privées et publiques auraient progressé respectivement de 4,2 % et 4,0 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en baisse de 2,7 %, après une hausse de 4 % en 2017. De leur côté, les exportations et les importations auraient augmenté de respectivement 4,5 % et 5,1 %. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2018 aurait été par ailleurs principalement imputable à la demande interne, dont la contribution à la croissance économique se serait établie à hauteur de 2,0 p.p., après 1,5 p.p. l'année précédente.

Tableau 16 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande (en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	2014	2015	2016	2017	2018
Consommation privée	4,1	3,2	1,7	3,0	4,2
Consommation publique	1,9	2,8	2,5	3,1	4,0
Formation brute de capital fixe	9,5	-9,9	10,4	4,0	-2,7
Exportations	16,4	5,3	3,8	-1,9	4,5
Importations	19,5	4,3	4,5	-2,2	5,1
Exportations nettes	1,1	10,4	0,1	-0,4	1,5
Produit intérieur brut	4,3	3,9	2,4	1,5	2,6

Source : STATEC

De même, en 2018, la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, serait expliquée principalement par la bonne performance des services aux entreprises et du secteur public au sens large (y compris l'éducation et la santé).

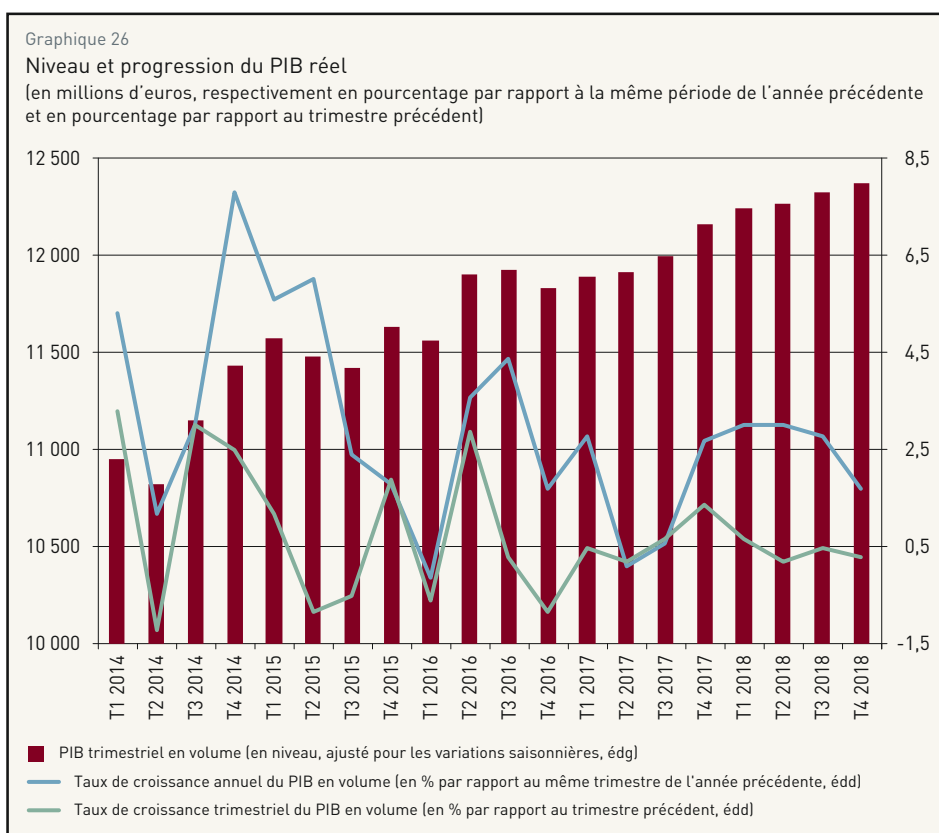
Ces données doivent être interprétées avec prudence eu égard à leur caractère provisoire. Rappelons aussi que le STATEC avait noté en octobre 2018, lors de la publication des données de la comptabilité nationale pour l'année 2017, que la croissance économique des années récentes était impactée négativement par une incidence à la baisse en provenance des activités de certaines entreprises multinationales. De manière générale, les informations fournies s'avèrent néanmoins insuffisantes et ne permettent guère à un observateur externe, même averti, de se forger une image claire sur l'état et l'évolution de l'économie luxembourgeoise⁴³.

43 Voir aussi BCL (2018) « Les données récentes de la comptabilité nationale », encadré N°5 publié aux pp.73-76 du bulletin 2018/3.

Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2018, a fait ressortir une légère hausse du PIB réel de 0,3 % par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une progression de 1,7 % (Graphique 26).

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au quatrième trimestre 2018, et en glissement annuel, les consommations privées et publiques auraient progressé respectivement de 3,2 % et 4,7 %. La formation brute de capital fixe aurait augmenté de 3,3 % (après la baisse de 2,1 % le trimestre précédent) et les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 3,2 %, alors que les importations auraient progressé de 3,9 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes de la demande se seraient inscrites en hausse.



Sources : STATEC, calculs BCL

Tableau 17 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(données en volume 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			
	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
Consommation privée	1,6	0,3	0,9	0,3	5,1	4,3	4,2	3,2
Consommation publique	0,7	0,5	1,7	1,7	3,8	3,5	3,9	4,7
Formation brute de capital fixe	2,5	0,1	-8,6	10,1	-4,8	-6,9	-2,1	3,3
Exportations	0,6	1,6	-0,1	1,2	5,2	5,8	4,0	3,2
Importations	1,5	0,8	-0,3	1,8	5,9	6,1	4,5	3,9
PIB réel	0,7	0,2	0,5	0,3	3,0	3,0	2,8	1,7

Source : STATEC

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans la construction (+11,5 %), la branche « information et communication » (+6,2 %) ⁴⁴ et dans une moindre mesure dans les activités immobilières (+4,9 %). En revanche, la valeur ajoutée aurait sensiblement diminué dans le secteur financier (-4,1 %) ⁴⁵.

Tableau 18 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

(données en volume 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			
	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
Secteur primaire	-1,2	5,4	4,0	-3,4	5,6	5,4	6,4	4,7
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-3,6	1,5	1,0	0,2	4,3	4,3	0,7	-1,1
Construction	7,6	1,9	-0,3	2,0	6,3	5,0	6,6	11,5
Commerce, transports, hébergement et restauration	-0,3	-0,2	0,8	1,0	1,9	3,3	2,6	1,3
Information et communication	8,5	-4,5	1,1	1,4	-2,9	-1,6	4,9	6,2
Activités financières et d'assurance	-1,4	-1,5	1,3	-2,4	2,1	-1,0	0,8	-4,1
Activités immobilières	1,6	1,1	1,2	0,9	2,0	3,8	4,8	4,9
Services aux entreprises et location	0,7	0,2	0,1	0,7	4,3	5,0	4,7	1,7
Administrations publiques, éducation et santé	1,4	0,6	1,0	1,4	5,7	4,8	4,4	4,5
Autres activités de services	0,5	-2,0	1,9	-0,6	4,7	1,1	1,6	-0,2
Valeur ajoutée totale	0,3	0,3	0,5	0,2	2,6	2,9	2,9	1,3
PIB réel	0,7	0,2	0,5	0,3	3,0	3,0	2,8	1,7

Source : STATEC

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la plus récente version des comptes nationaux trimestriels, publiée en mars 2019, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance sur douze mois : 2,8 % au lieu de 3,1 % pour le troisième trimestre 2018, 3,0 % au lieu de 3,3 % pour le deuxième trimestre 2018 et 3,0 % au lieu de 3,4 % pour le premier trimestre 2018. Aucune information n'était encore disponible pour le premier trimestre de l'année en cours lors de la rédaction de ce bulletin.

1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2019

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte d'évolutions conjoncturelles mitigées, datent de décembre 2018 ⁴⁶. L'activité économique dans la zone euro avait décéléré et le PIB réel avait progressé de seulement 0,2 % en moyenne sur la deuxième moitié de l'année, soit à un rythme moins élevé que lors des cinq trimestres précédents. Au Luxembourg, la publication des comptes nationaux annuels avait confirmé le fort ralentissement de la croissance en 2017. Au deuxième semestre 2018, les évolutions sur les marchés boursiers sont restées volatiles. Les indicateurs d'activité suggéraient une continuation du dynamisme dans le

⁴⁴ Cette hausse pourrait éventuellement s'expliquer par les transactions sur avions ou satellites.

⁴⁵ Il convient de rappeler que d'autres indicateurs de court terme témoignent d'une évolution plutôt morose dans le secteur financier en fin d'année 2018. À titre d'exemple, rappelons qu'au quatrième trimestre 2018, la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement a stagné en glissement annuel et s'est inscrite en baisse de 3,0 % en base trimestrielle. Dans le secteur bancaire, le produit bancaire des établissements de crédit aurait enregistré une légère hausse en glissement annuel (+0,7 %).

⁴⁶ Voir BCL, Bulletin 2018/3, pp. 78-87.

secteur financier, mais en-deçà du rythme de 2017. 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 1,5 % en 2017 à 3,6 % en 2018 et une poursuite de la croissance proche de 3,5 % en 2019.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis ces projections de décembre 2018, le diagnostic conjoncturel a connu une évolution nuancée. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2018, publiés en mars 2019, la croissance du PIB réel aurait seulement été de 2,6 %, soit 1,0 p.p. de moins que projeté. Malgré une accélération de l'activité économique, à contre-courant de la décélération dans la zone euro, le niveau de la croissance de 2018 serait resté relativement bas.

L'évolution de l'activité au deuxième semestre de l'année 2018, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait aussi montré des signes de ralentissement par rapport aux deux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation annuel au deuxième semestre aurait été de 2,3 % en moyenne, contre 2,9 % au semestre précédent. L'acquis de croissance pour l'année 2019, tel qu'enregistré à la fin du quatrième trimestre 2018 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 0,5 %.

S'agissant de la première moitié de l'année 2019, les évolutions sur les marchés financiers ont été plutôt favorables. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, se sont inscrits en hausse depuis janvier 2019. Fin avril 2019, ils avaient effacé la baisse du trimestre précédent et sont revenus à leur niveau de fin de l'année 2017. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 2,1 % au premier trimestre 2019, de sorte que l'acquis de croissance de la VNI fin mars pour l'année 2019 s'est chiffré à 2,7 %. L'industrie des fonds d'investissement, qui avait connu une décélération de la croissance en 2018, devrait donc progresser en 2019. Cependant, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, les revenus nets sur commissions (-2,8 %) et la marge d'intérêt des banques (-2,1 %) se sont inscrits en baisse au premier trimestre 2019⁴⁷. Dans ce contexte, la contribution du secteur financier à la croissance économique pourrait être plutôt modérée.


En ce qui concerne le secteur non financier, la croissance dans la zone euro, après un ralentissement en fin 2018, s'est accélérée à 0,4 % au premier trimestre 2019 (voir aussi la section 1.1.6), ce qui devrait a priori avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie se sont dégradés ces derniers mois, mais tout en restant à des niveaux proches de leur moyenne historique. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble et la forte hausse de l'emploi en particulier, suggèrent une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

Rappelons que la croissance assez anémique du PIB réel en 2017 provient en premier lieu d'une performance très faible du secteur non financier. Selon le STATEC, ce résultat s'explique surtout par quelques opérations exceptionnelles de groupes multinationaux présents sur le territoire du Grand-Duché⁴⁸. La faible croissance en 2018 laisse présager que ces phénomènes « atypiques »⁴⁹ ont persisté et ont continué à peser sur la croissance du PIB réel au Luxembourg. À ce stade et en l'absence d'informations supplémentaires, il est difficile pour un observateur externe de se forger

⁴⁷ Pour les détails, voir la section 1.2.4.1 sous « Profits et pertes », pp.58-60.

⁴⁸ Voir entre autres STATEC (2018), Communiqué de presse n°37 du 19 octobre 2018 relatif à la publication des données de la comptabilité nationale.

⁴⁹ Voir STATEC (2018), Conjoncture Flash 10/2018.



une image claire sur l'état et l'évolution de l'économie luxembourgeoise ainsi que sur l'impact quantitatif de ces phénomènes a priori exceptionnels et donc temporaires. L'incertitude entourant ces phénomènes ainsi que leur incidence sur les estimations et les projections du PIB restent donc très élevées⁵⁰. Cette situation pose de sérieux problèmes, notamment dans le contexte des projections macroéconomiques.

En dépit du niveau de croissance étonnamment faible que le Luxembourg aurait connu en 2017 et 2018 sur la base des comptes nationaux, il n'y a guère d'indications domestiques pointant en direction d'un affaiblissement important et durable de la croissance. Par contre, les hypothèses pour l'environnement européen et international sont devenues moins favorables au cours des derniers mois.

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 19.

Entre décembre 2018 et mai 2019, le prix du pétrole a décliné de plus de 25 % pour clôturer à moins de 65 dollars le baril. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, la diminution du prix du pétrole devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'horizon de projection (décembre 2021). En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 68 dollars en 2019, 66 dollars en 2020 et 63 dollars en 2021. Par rapport aux prévisions de décembre 2018, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été marginalement révisées à la hausse en 2019 et à la baisse pour 2020 et 2021.

La croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait ralentir en 2019 avant de se stabiliser à 3,6 % sur l'horizon de projection. La croissance du commerce mondial devrait quant à elle être quasiment nulle en 2019 avant de se redresser nettement en 2020 et de poursuivre son accélération en 2021.

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, nettement ralentir en 2019, avant d'accélérer en 2020 et 2021. Rappelons que la demande internationale adressée au Luxembourg est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Cette demande externe a été sensiblement révisée à la baisse en 2019 et 2020 et, de manière modérée, en 2021 par rapport à nos projections de décembre.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx large, devraient reculer sur l'horizon de projection. Les baisses resteraient modérées en moyenne annuelle. Par rapport à décembre 2018, les évolutions anticipées de cet indice ont été sensiblement révisées à la hausse en 2019 et, de manière plus modérée en 2020. Les anticipations relatives à l'année 2021 sont en revanche quelque peu inférieures à celles qui prévalaient en décembre dernier. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro, ont été revues marginalement à la baisse par rapport à décembre : l'euro devrait désormais s'établir à 1,12 dollar en moyenne annuelle de 2019 à 2021. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois sont restées inchangées pour

50 Voir BCL, Bulletin 2018/3 Encadré 5 « Les données récentes de la comptabilité nationale », pp. 73-76.

l'année 2019 et ont été révisées à la baisse en 2020 et 2021. Celles portant sur les taux à 10 ans ont pour leur part été révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection par rapport à décembre dernier.

Par rapport à l'exercice de décembre 2018, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, sensiblement moins favorables pour l'année 2019 et quasi-inchangées pour 2020 et 2021.

Tableau 19 :

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques

(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires) ⁵¹

	2018	2019	2020	2021
Prix du pétrole en \$/bl	71,1 (-0,7)	68,1 (0,6)	65,8 (-1,0)	62,7 (-3,2)
Taux de change \$/€	1,18 (-)	1,12 (-0,01)	1,12 (-0,01)	1,12 (-0,01)
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,3 (-)	-0,3 (-)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,5)
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,1 (-)	0,8 (-0,6)	0,9 (-0,8)	1,1 (-0,8)
Eurostoxx (évolution en %)	-0,4 (-0,3)	-2,6 (5,7)	-1,4 (1,1)	-2,5 (-0,3)
Commerce mondial (hors zone euro)	4,6 (-0,6)	0,7 (-2,9)	2,8 (-0,8)	3,4 (-0,3)
PIB mondial (hors zone euro)	3,8 (-)	3,3 (-0,2)	3,6 (-)	3,6 (-)
PIB zone euro	1,8 (-0,3)	1,2 (-0,7)	1,4 (-0,3)	1,4 (-0,1)
Demande internationale adressée au Luxembourg	3,0 (-0,1)	2,4 (-1,4)	3,0 (-1,0)	3,3(-0,2)

Source : BCE

Au-delà de ces hypothèses purement techniques et communes, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario général de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail dans la section 1.1.8 de ce Bulletin. Il prévoit une expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro, qui devrait s'élever à 1,2 % en 2019 et à 1,4 % en 2020 et 2021. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH devrait quant à elle s'établir à 1,3 % en 2019, 1,4 % en 2020 et 1,6 % en 2021.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de juin 2019 aboutissent à une progression du PIB réel en 2019 de l'ordre de 2,6 %, soit 0,9 p.p. de moins qu'anticipé auparavant. Cette révision à la baisse s'explique en premier lieu par un contexte moins favorable au niveau international. Elle intègre aussi l'hypothèse d'une certaine persistance des phénomènes « atypiques » qui ont pesé sur la croissance récente dans le secteur non financier. Cependant, eu égard à l'estimation disponible de la croissance pour l'année 2018 de 2,6 %, ces projections signifient une stabilisation à ce niveau de la croissance économique au Luxembourg en 2019.

Pour l'année 2020, la croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait accélérer à environ 3,1 % dans le contexte d'un rebond de la croissance mondiale. Compte tenu des hypothèses techniques et de l'expansion soutenue attendue dans la zone euro, des effets positifs sur la croissance au Luxembourg devraient se manifester au cours de la période de projection. Ceci explique la continuation d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise.

⁵¹ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2018. Celles-ci sont calculées en différence pour le prix du pétrole et les taux de croissance, en pourcentage pour les variables en niveau et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

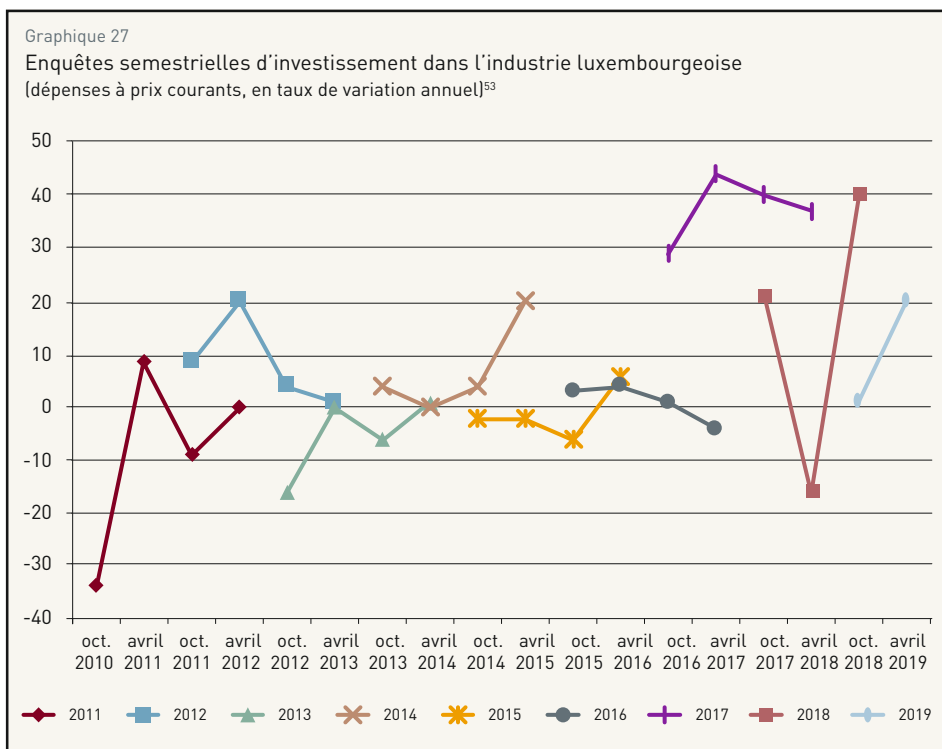
Cette croissance moyenne bien basse au cours des années récentes a une incidence sur les estimations de la croissance potentielle de l'économie luxembourgeoise. La croissance tendancielle a ainsi été revue à la baisse et s'établit désormais dans une fourchette allant de 2,0 % à 2,7 %. Des explications additionnelles sur ces estimations sont fournies dans l'encadré 3 « Croissance potentielle et écart de production » de ce bulletin.

Une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales ont pris effet en début des années 2017, 2018 et 2019⁵². Ces allègements fiscaux ont augmenté le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera sans doute 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. À l'heure actuelle, il semble que ces mesures fiscales n'aient pas encore eu d'incidences importantes sur les dépenses de consommation des ménages résidents et les dépenses d'investissement des entreprises.

Selon les données provisoires de la comptabilité nationale, la croissance de 2,6 % du PIB réel en 2018 résulterait d'une contribution de 2,0 p.p. de la demande domestique (y compris les variations de stocks et les acquisitions moins cessions d'objets de valeur) et d'une contribution positive plus modeste des exportations nettes de biens et services. L'année 2019 devrait être marquée par une stabilisation du rythme de croissance économique. Le redressement de la demande domestique serait compensé par une décélération des exportations et donc une contribution plus faible des exportations nettes de biens et services.⁵³

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril 2019, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus plus optimistes en matière d'investissements et ont revu à la hausse leurs anticipations pour l'année en cours. 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



Source : Commission européenne

52 Pour plus de détails, voir avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3 et avis de la BCL sur le projet de budget 2019 dans le bulletin 2019/1.

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

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 d'allègements fiscaux 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, à 25 % à partir de 2019, le régime de la bonification d'impôt pour investissements est devenu notamment plus avantageux à partir de l'année 2017⁵⁴.

Tableau 20 :

Projections macroéconomiques générales de juin 2019 et révisions par rapport à décembre 2018

(en pourcentage de variation et en points de pourcentage)

	PROJECTIONS DE JUIN 2019					RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉC. 2018			
	2017	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
PIB réel	1,5	2,6	2,6	3,1	3,1	-1,0	-0,9	-0,3	-0,1
IPCH	2,1	2,0	1,9	1,6	1,6	-	-	-0,2	-0,2
IPCN	1,7	1,5	1,8	1,7	1,7	-	-	-0,1	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,6	1,0	1,8	1,8	1,9	-	-	-0,1	-0,1
IPCN énergie	4,4	8,3	2,3	-0,9	-1,2	-	0,6	-0,4	-0,6
Échelle mobile des salaires	2,5	1,0	1,9	2,1	1,5	-	-	-	-0,2
Coût salarial moyen	3,3	2,2	2,9	2,9	2,5	-0,1	-	-	-0,1
Emploi salarié	3,5	3,8	3,4	2,9	2,9	-0,1	0,1	-	-
Taux de chômage	5,9	5,5	5,2	5,0	4,9	-0,1	-0,1	-0,1	-
Solde public	1,4	2,4	1,4	1,3	1,0	1,0	0,2	0,3	-0,2
Dette publique	23,0	21,4	20,3	20,0	19,8	-0,2	-1,3	-1,6	-1,4

Source : BCL

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 du Luxembourg demeurent relativement favorables. À la fin de l'année 2018, la Commission européenne a ainsi conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ». Elle a néanmoins retenu que trois indicateurs du tableau de bord de la Commission dépassaient leur seuil d'alerte. Il s'agit de la dette du secteur privé⁵⁵, du taux d'activité⁵⁶ ainsi que du taux de chômage à long terme. 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 conjonction de la forte hausse

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

55 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.

56 Le taux d'activité correspond au nombre de personnes économiquement actives (aussi appelé force de travail) âgées de 15 à 64 ans en pourcentage de la population totale du même âge.

des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois⁵⁷.

1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

Des signes de stabilisation sont perceptibles depuis l'automne dernier sur le marché de l'emploi. La progression annuelle de l'emploi a gravité autour de 3,7 %, tirée essentiellement par le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation), les branches « commerce, transports et HORECA » et les services aux entreprises. Le taux de vacance d'emplois, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, s'est maintenu au-dessus de sa moyenne historique, ce qui témoigne d'une forte demande de travail. 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, la construction et, dans une moindre mesure, dans le commerce de détail. Elles sont orientées à la baisse dans l'industrie, tout en demeurant au-dessus de leur moyenne de long terme.

Dans une optique prospective, après une forte accélération en 2018, la hausse de l'emploi devrait décélérer par la suite. L'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs cycliques et soumis à la concurrence internationale – pourrait certes davantage bénéficier de la bonne conjoncture, mais l'embellie conjoncturelle devrait continuer à se répercuter favorablement sur l'emploi des résidents, contribuant ainsi à réduire le chômage. 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). Au final, sur l'horizon de projection, le taux de chômage au sens « strict » reculerait graduellement à respectivement 5,2 % en 2019 et 5,0 % en 2020, avant de passer ensuite sous la barre des 5 % en 2021.

Cette amélioration de la composante « volume » du marché du travail ne manquera pas d'avoir une réaction sur le volet du coût du travail. En ce qui concerne les salaires réels, les perspectives économiques favorables et le recul du chômage devraient contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Le scénario de base tient compte de l'accord salarial signé dans la fonction publique, de l'ajustement du salaire social minimum au 1^{er} janvier 2019 ainsi que des accords signés dans le secteur financier et de la construction. Les projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajusté en janvier 2021, eu égard à l'évolution projetée des salaires réels horaires en 2018 et 2019. Elles tiennent également compte de l'impact de l'indexation des salaires à l'évolution des prix. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires devraient être déclenchées au quatrième trimestre 2019 et au deuxième trimestre 2021. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,9 % en 2019 et 2020, avant de décélérer à 2,5 % l'année suivante.

1.2.6.5 Prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) atteindrait un taux de 1,8 % en 2019 en accélération par rapport à 2018 (1,5 %). Elle reculerait ensuite à 1,7 % en 2020 et 2021, soit en dessous de sa moyenne historique.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir à 1,8 % en 2019, en forte accélération par rapport à 2018 (1,0 %). Elle se stabiliserait à ce

⁵⁷ Voir aussi la section 1.2.6.7 relative à l'analyse des risques.

niveau en 2020. L'inflation sous-jacente accélérerait légèrement en 2021 pour atteindre 1,9 %, un niveau proche de sa moyenne historique.

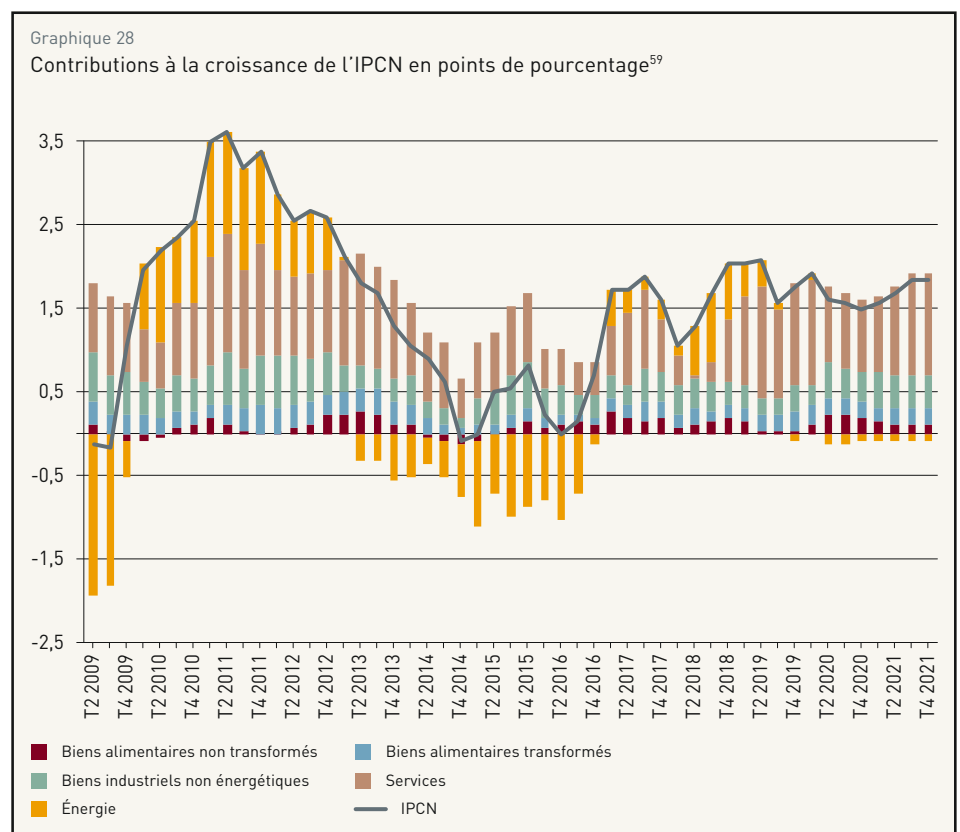
À court terme, l'inflation sous-jacente et l'inflation globale restent sous l'effet de la fin de l'impact à la baisse de la mesure du gouvernement changeant les modalités de remboursement des frais de crèche, d'une part, et des impacts indirects et de second tour de l'indexation automatique des salaires qui a eu lieu en août 2018, d'autre part.

Pour le reste de l'horizon de projection, la progression de l'inflation sous-jacente à un rythme proche de sa moyenne historique se situerait dans un contexte de croissance soutenue de l'emploi et d'une hausse robuste des salaires réels. En 2020, l'inflation des services et l'inflation globale seraient néanmoins affaiblies par l'impact émanant de l'introduction de la gratuité des transports publics. Cette mesure pourrait avoir une incidence négative de -0,24 % sur le niveau de l'IPC⁵⁸. À ceci s'ajoute une contribution légèrement négative en 2020 et 2021 de la composante énergie. De ce fait, l'inflation globale serait inférieure à l'inflation sous-jacente lors de ces deux années.⁵⁹

En fonction de ces prévisions et comme déjà mentionné ci-dessus, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le quatrième trimestre 2019. La tranche indiciaire subséquente serait due pour le deuxième trimestre 2021.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait en 2019 un taux de progression légèrement supérieur et un taux de progression légèrement inférieur à l'IPC^N en 2020 et 2021, du fait des pondérations plus élevées des prix de l'énergie dans l'indice harmonisé.

En comparaison avec l'exercice de décembre 2018, les projections de l'inflation globale sont restées inchangées pour l'année 2019 et elles ont été légèrement abaissées pour les années 2020 et 2021. Ces adaptations s'expliquent principalement par des hypothèses plus basses du prix du pétrole en euros et de l'incidence à la baisse résultante de l'introduction de la gratuité des transports publics.



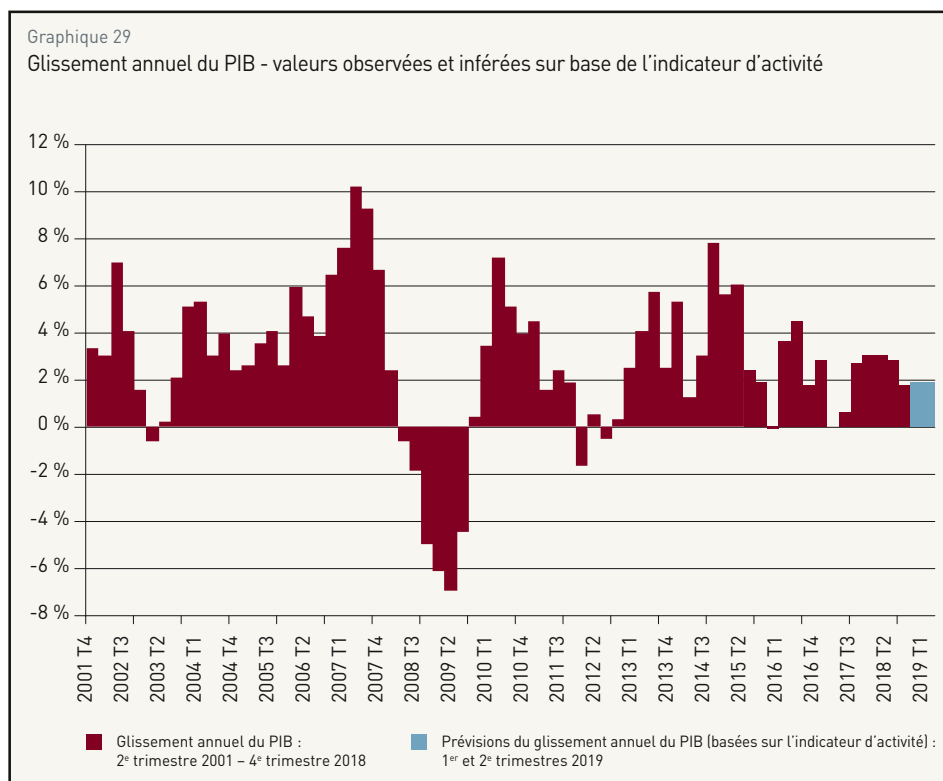
Sources : STATEC, BCL (projections)

58 Voir la réponse du STATEC à la question parlementaire n° 327.

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

Graphique 29

Glissement annuel du PIB - valeurs observées et inférées sur base de l'indicateur d'activité



Source : BCL

1.2.6.6 Analyse des risques

L'interprétation des données de la comptabilité nationale pour les années récentes n'est guère une tâche aisée, du fait de l'incidence disproportionnée des activités de certaines entreprises sur les données agrégées. L'incertitude qui en émane affecte l'évolution récente de l'économie luxembourgeoise et a fortiori les projections.

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les informations conjoncturelles les plus récentes et qui se base sur les derniers comptes nationaux), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 1,8 % au premier et au deuxième trimestre 2019. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 0,8 %

au premier trimestre et 0,2 % au quatrième trimestre. Sur la base de ces prévisions, l'acquis de croissance pour 2019 à l'issue du deuxième trimestre s'élèverait à 1,5 %. Ce scénario est moins optimiste que les prévisions macroéconomiques actuelles de la BCL qui tablent sur une croissance de 2,6 % en 2019. Pour atteindre cette croissance sur l'ensemble de l'année, le PIB devrait progresser en moyenne de 1,5 % lors deux derniers trimestres de 2019. Comme mentionné ci-dessus, l'indicateur d'activité intègre mécaniquement les derniers comptes nationaux, l'analyse qui en découle est donc tributaire des révisions qui pourraient être apportées à ceux-ci.

Le programme de coalition pour la législature 2018-2023 prévoit des mesures qui, si elles étaient adoptées, auraient une influence sur des variables macroéconomiques. Ces mesures seront intégrées dans les projections au fur et à mesure que les aspects techniques et l'échéancier de leurs mises en œuvre auront été suffisamment spécifiés. À cet effet, l'introduction de la gratuité de l'accueil et de l'encadrement des élèves du fondamental dans les maisons relais pendant les semaines scolaires pourrait avoir une incidence à la baisse non-négligeable sur les prix à la consommation.

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. Les projections n'intègrent pas d'impact de ces nouvelles mesures réglementaires sur l'activité économique, faute d'une estimation de ses effets potentiels réalisée par les administrations compétentes.

Le CERS a mené une évaluation des risques pesant sur les marchés immobiliers résidentiels dans l'Union européenne. Le 22 septembre 2016, il a lancé des avertissements à huit pays, dont

le Luxembourg. Le CERS a jugé que la conjonction de la forte hausse des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois⁶⁰. 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 a estimé 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 (CdRS) « continue d'examiner l'opportunité de prendre des mesures additionnelles pour réduire les sources de vulnérabilité précitées »⁶¹. Ainsi, le gouvernement a soumis un projet de loi en décembre 2017 afin d'introduire des limites au ratio prêt initial sur la valeur du collatéral, au ratio charges d'emprunt initial sur le revenu et à l'échéance initiale de l'emprunt⁶².

L'incertitude élevée liée au « Brexit » persiste et en particulier d'un Brexit sans conclusion d'un accord de sortie ordonnée du Royaume-Uni. Ce risque n'est pas spécifique à l'économie luxembourgeoise et sa matérialisation aura des répercussions sur les relations commerciales du Royaume-Uni avec tous les pays de l'Union européenne et donc aussi sur l'activité économique des pays de l'Union. Pour une économie très ouverte comme celle du Luxembourg, il faudrait s'attendre non seulement à un impact direct sur le volume de ses échanges commerciaux avec le Royaume-Uni, mais aussi des retombées additionnelles via le canal du commerce international et des marchés financiers.

60 Voir l'alerte sous les liens suivants : <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.

61 Comité du risque systémique, Rapport annuel 2016, p. 9. Pour une analyse du marché immobilier, voir BCL (2019) Revue de stabilité financière 2018, pp. 22-33.

62 Voir BCL (2018) Revue de stabilité financière, p.21.

Encadré 3

CROISSANCE POTENTIELLE ET ÉCART DE PRODUCTION

Selon les projections de la BCL, le PIB se rapprocherait de son niveau potentiel en 2019, réduisant l'écart de production qui devrait toutefois rester faiblement négatif. La BCL utilise six méthodes différentes d'estimation de l'écart de production⁶³, dont une estime un écart de production nul en 2019, trois situent l'écart entre -0,4 % et -0,1 %, et la dernière estime l'écart à 0,8 %. En 2020, toutes ces méthodes estiment que l'écart sera (faiblement) positif. Sur la base des projections, l'écart positif devrait augmenter graduellement pour s'établir entre 0,6 % et 1,2 % en 2021. Les projections de la BCL envisagent une croissance réelle du PIB proche de 3 % en 2020 et 2021, dépassant ainsi la croissance potentielle, qui est estimée entre 2,0 % et 2,7 %.

La première colonne du Tableau 1 se rapporte au PIB respectivement observé et prévu, tandis que la deuxième colonne se réfère aux estimations du PIB potentiel par la méthode de la tendance linéaire, la seule à postuler une croissance potentielle à taux constant. Afin d'éviter des estimations peu plausibles, cette méthode incorpore un changement structurel en 2009 destiné à capturer l'impact de la crise⁶⁴. Selon la tendance linéaire ainsi modifiée, la croissance potentielle entre 1980 et 2008 était de 5 %, mais celle entre 2010 et 2019 est estimée à seulement 2,6 %. Selon les méthodes d'estimation présentées par les autres colonnes, la croissance potentielle peut varier d'année

63 Pour des explications détaillées sur les différentes méthodes, voir le cahier d'études No. 4 de la BCL.

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

en année, mais ces variations sont généralement assez réduites d'une année à l'autre. L'exception est la méthode se basant sur une fonction de production (dernière colonne), dont les estimations sont plus volatiles parce qu'elles dépendent d'un plus grand nombre de variables observées. En particulier, depuis décembre 2018, les données relatives au stock de capital ont été sujettes à des révisions qui ont concerné les observations pour les années 2014, 2015 et 2016. Ces révisions concernent également le taux de dépréciation du capital, ayant des conséquences pour les années postérieures à 2017.

Tableau 1 :

Estimations de l'écart de production et la croissance potentielle

	PIB RÉEL	TENDANCE LINÉAIRE	HODRICK-PRESCOTT	HARVEY-JAEGER	KUTTNER	APEL-JANSSON	FONCTION PRODUCTION
	CROISSANCE (EN %)		ESTIMATIONS DE LA CROISSANCE POTENTIELLE (EN %)				
2014	4,3	2,6	2,4	2,5	2,4	2,6	2,5
2015	3,9	2,6	2,5	2,5	2,4	2,5	1,4
2016	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	4,5
2017	1,5	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4	3,1
2018	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,8
2019	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,6	1,9
2020	3,1	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,1
2021	3,1	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7	2,0
	(MIA €)	ESTIMATIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION (EN % DU PIB POTENTIEL)					
2014	44,38	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8	-0,6	-0,3
2015	46,12	0,7	0,9	0,7	0,6	0,8	2,2
2016	47,23	0,6	0,8	0,6	0,6	0,8	0,1
2017	47,96	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	-1,4
2018	49,21	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-1,5
2019	50,49	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,8
2020	52,03	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3	0,1
2021	53,64	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	1,2
	RÉVISIONS CROISSANCE (EN P.P.)	RÉVISIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION PAR RAPPORT AUX ESTIMATIONS EN DÉCEMBRE 2018 (EN P.P.)					
2014	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,6	-0,2
2015	0,0	0,4	0,4	0,3	0,4	0,7	-0,3
2016	0,0	0,6	0,6	0,5	0,5	0,7	0,3
2017	0,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,1
2018	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-1,2

Sources : calculs BCL, données STATEC

La partie inférieure du Tableau 1 indique les révisions de l'écart de production par rapport aux estimations élaborées lors de l'exercice de projection en décembre 2018. L'ampleur de ces révisions illustre la fragilité de toutes les méthodes d'estimation et la nécessité d'interpréter les résultats avec précaution. Par rapport aux projections de décembre, la faible croissance du PIB observée en 2018 a réduit l'écart de production négatif estimé pour cette année par l'ensemble des méthodes utilisées. Par conséquent, la plupart des méthodes estime que l'écart reste négatif en 2018 et 2019 (contrairement aux résultats de décembre). L'écart deviendrait (faiblement) positif seulement en 2020, pour s'élargir en 2021.

Quant à la croissance potentielle (partie supérieure du Tableau 1), elle se situait entre 2,5 % et 2,8 % en 2018. Sur la base des projections, la croissance potentielle devrait connaître une légère accélération jusqu'en 2020. L'évolution de la croissance potentielle est bien plus volatile selon l'approche par la fonction de production que pour les autres méthodes. Comme mentionné ci-dessus, ceci résulte du plus grand nombre de variables observées qui sont prises en considération par cette approche et de la volatilité du stock de capital tel que calculé par le STATEC.

Globalement, ces estimations de la croissance potentielle sont cohérentes avec celles publiées par d'autres institutions (Tableau 2). Celles-ci ont aussi été révisées vers le bas par rapport aux publications antérieures. Pour l'année 2018, les estimations de la BCL sont moins pessimistes que celles intégrées au programme de stabilité et de croissance publié par le ministère des Finances (2,0 %) ou celles intégrées aux prévisions de la Commission européenne (1,7 %). À l'horizon 2020, toutes ces institutions envisagent une accélération graduelle de la croissance potentielle au Luxembourg, sauf le FMI, qui anticipe une stabilisation à un niveau proche des estimations de la BCL pour cette année.

Tableau 2 :

Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg

(en %)

	2017	2018	2019	2020
Programme de stabilité et de croissance (avril 2019)	2,7	2,0	2,6	2,9
Commission européenne (Prévisions, mai 2019)	2,1	1,7	2,0	2,4
FMI (Article IV Luxembourg, mai 2019)	2,7	2,4	2,6	2,5
OCDE (Economic Outlook 105, mai 2019)	2,8	2,6	2,6	2,6
STATEC (note de conjoncture 1-19, juin 2019)	n.d.	2,7	2,8	3,0

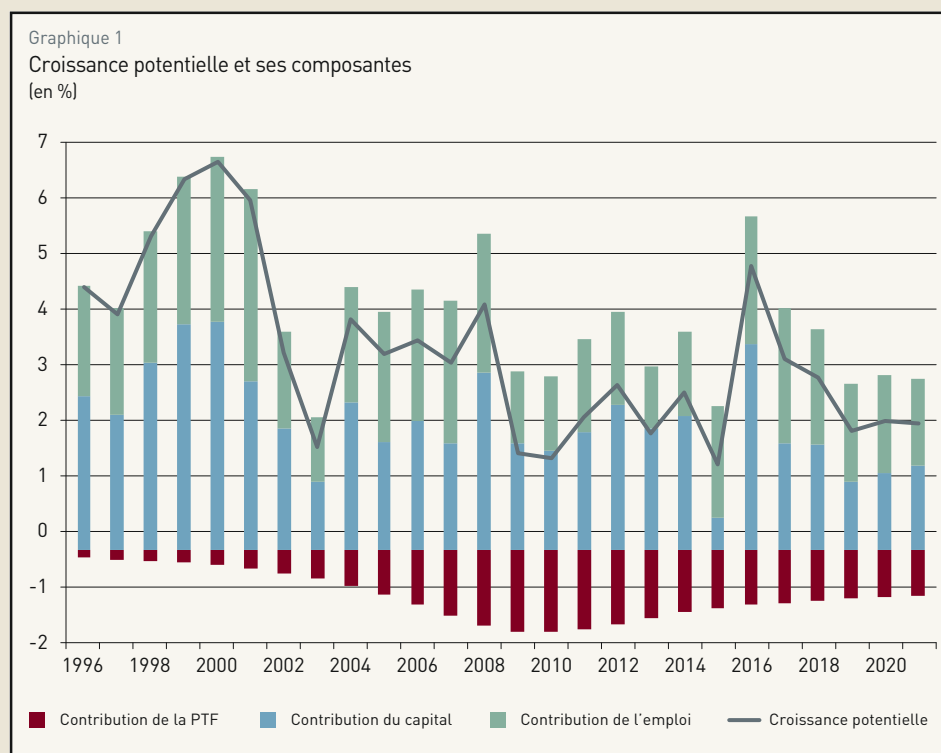
Sources : FMI, Ministère des Finances, OCDE, Commission européenne, STATEC

Décomposition de la croissance potentielle

L'approche par la fonction de production permet de décomposer la croissance potentielle en trois contributions : celle du capital, celle de l'emploi et celle de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est calculée comme un résidu de Solow à travers un exercice de comptabilité de la croissance⁶⁵. Historiquement, la croissance potentielle au Luxembourg est principalement déterminée par les contributions des facteurs emploi et capital, puisque la contribution de la PTF a été plus limitée et même négative depuis 1996 (possiblement à cause de la part croissante des services dans l'économie nationale).

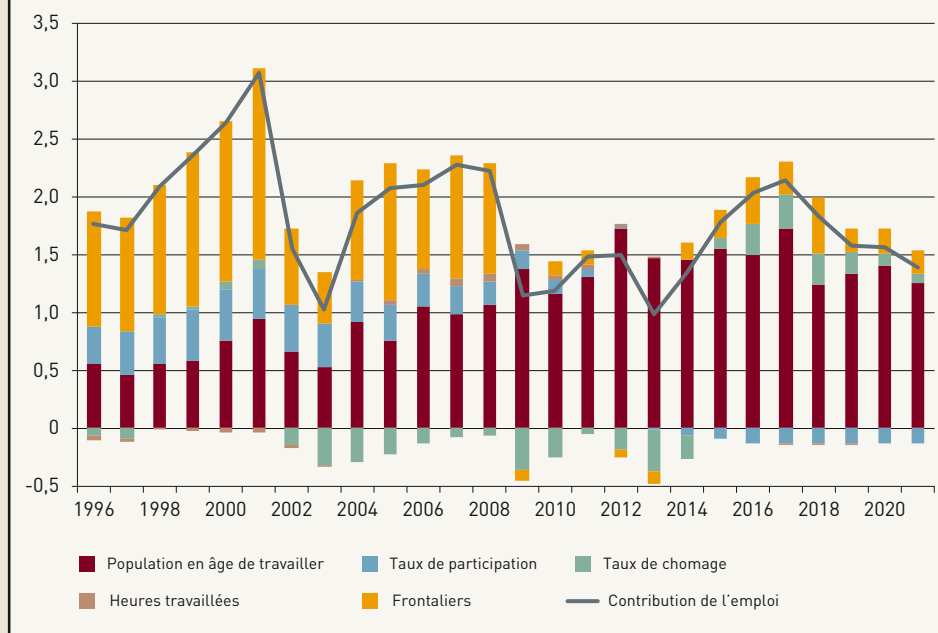
Les données les plus récentes confirment la contribution négative de la PTF en 2016 et 2017, années marquées par une progression du PIB réel nettement plus faible que celle de l'emploi, suivie par une stabilisation en 2018. Selon les projections, la contribution

⁶⁵ Les résultats de la BCL divergent de ceux de la base AMECO parce que la méthode harmonisée appliquée par la Commission européenne ignore la contribution des travailleurs frontaliers, contaminant l'estimation de la PTF pour le Luxembourg. De plus, la Commission européenne utilise ses propres estimations du stock de capital, tandis que la BCL préfère les estimations publiées récemment par Eurostat au sein des données de comptabilité nationale SEC 2010.



Sources : calculs BCL, données STATEC

Graphique 2
 Décomposition de la contribution de l'emploi à la croissance potentielle
 (en %)



Sources : calculs BCL, données STATEC

davantage, en analysant les variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), des heures travaillées par personne employée et du travail frontalier fourni par les non-résidents. Entre 1996 et 2001, la contribution de l'emploi à la croissance potentielle dépendait fortement de l'afflux de frontaliers. Lors de la crise, la contribution des frontaliers est devenue négative pour la première fois en 2009 et depuis elle est restée plus contenue, atteignant seulement 0,5 p.p. en 2018. Sur l'horizon de projection, elle devrait se situer autour de 0,2 p.p.

Depuis 2008, la contribution de l'emploi à la croissance potentielle dépend principalement de la croissance de la population en âge de travailler. Suite à une forte poussée de l'immigration, cette contribution a dépassé 1,7 p.p. en 2017, mais elle a baissé à 1,2 p.p. en 2018. En 2019 et 2020, la contribution de la population en âge de travailler devrait augmenter légèrement avant de s'atténuer en 2021 sous l'influence du vieillissement démographique.

Les autres composantes de la contribution de l'emploi jouent des rôles plus limités. Le taux de participation au marché de l'emploi a fourni une contribution faible mais positive jusqu'en 2012 ; depuis, cette contribution est devenue marginalement négative (-0,1 p.p.). À l'inverse, le taux de chômage a fourni une contribution faiblement négative depuis 2002, en raison d'une tendance haussière du chômage structurel, mais sa contribution est devenue faiblement positive depuis le retournement du chômage observé en 2015. Cette contribution était proche de 0,3 p.p. en 2016-18 mais devrait diminuer sur l'horizon de projection, tout en restant légèrement positive. Enfin, la contribution des heures travaillées par personne a été faiblement négative depuis des décennies, reflet d'un recours croissant au temps partiel et au travail intérimaire. Elle devrait rester proche de zéro sur l'horizon de projection.

de la PTF devrait graduellement se rapprocher de zéro.

La contribution du capital a été volatile en 2015 et 2016, avant de s'établir à des niveaux proches de sa moyenne historique (1,9 p.p.) en 2017 et 2018. Selon les projections, cette contribution devrait augmenter légèrement en 2020 et 2021. Enfin, la contribution de l'emploi a été très forte en 2016 et 2017, dépassant 2 p.p. grâce à l'afflux continu de travailleurs frontaliers et à l'immigration. En 2018, la contribution de l'emploi a baissé à 1,8 p.p. et sur l'horizon de projection elle devrait diminuer graduellement.

La contribution de l'emploi peut être décomposée

1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir enregistré une forte croissance en atteignant 12,7 milliards d'euros en 2017 (une hausse de 6 % par rapport à l'année 2016), les exportations de biens ont ralenti leur progression pour s'établir à 13 milliards d'euros en 2018 (3 % par rapport à 2017) et à 3,3 milliards au premier trimestre 2019 (3 % par rapport au premier trimestre 2018). De même, les importations de biens ont ralenti leur croissance en atteignant près de 20 milliards d'euros en 2018 (5 %) et 5 milliards au premier trimestre 2019 (2 %). Elles avaient pourtant affiché une croissance de 8 % en atteignant 19 milliards d'euros en 2017. Le déficit du commerce extérieur, qui était reparti à la hausse en 2017 (10 % à 6,3 milliards d'euros) et en 2018 (8 % à 6,8 milliards d'euros), s'est pour sa part stabilisé au premier trimestre 2019 (Tableau 21).

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation sur la période 2013-2016 suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Sur cette même période, 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 années précitées. Cette tendance s'est inversée en 2017 et en 2018, car soutenus par la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières, les prix à l'importation ont affiché une hausse supérieure à celle des prix à l'exportation. En conséquence, les termes de l'échange se sont détériorés en 2017 (-1,4 %) et en 2018 (-2 %).

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, se sont redressées de 12 % en 2017 et de 7 % en 2018, avant de baisser au premier trimestre 2019 (-2 %). Toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement en 2017 et en 2018 ainsi qu'au premier trimestre 2019. 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 7 % en 2017, de 4 % en 2018 et de 3 % au premier trimestre 2019. Les ventes vers les autres pays d'Europe, qui étaient en hausse en 2017 (10 %), ont largement baissé en 2018, avant de rebondir au premier trimestre 2019. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 3 % du total, se sont réduites de 2 % en 2017 et de 13 % en 2018, avant de remonter de 12 % au premier trimestre 2019. Les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total), qui avaient baissé en 2017 (-11 %) et en 2018 (-1 %), ont progressé de 3 % au premier trimestre 2019.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers, 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 19 % en 2017, 28 % en 2018 et 11 % au premier trimestre 2019. De même, les importations de produits chimiques et de biens intermédiaires ont fortement progressé en 2017, en 2018 et au premier trimestre 2019. En revanche, les importations de matériel de transport (incluant les satellites et les avions) qui ont été particulièrement soutenues en 2017, se sont réduites de 12 % en 2018 et de 3 % au premier trimestre 2019. Les importations en provenance de la zone euro (86 % de toutes les importations) ont progressé de 9 % en 2017, de 8 % en 2018 et de 3 % au premier trimestre 2019. Par contre, les livraisons des États-Unis (3 % de toutes les importations) ont reculé de 23 % en 2017, de 15 % en 2018 et de 14 % au premier trimestre 2019. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) n'ont pas connu d'évolutions remarquables en 2018 et au premier trimestre 2019, après leur forte progression en 2017.

Tableau 21 :

Commerce extérieur du Luxembourg

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
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	11 672,9	2,5	17 658,1	-2,6	-5 985,2	-11,2
2016	11 903,1	2,0	17 636,1	-0,1	-5 733,0	-4,2
2017	12 660,5	6,4	18 983,8	7,6	-6 323,3	10,3
2018	12 998,0	2,7	19 838,6	4,5	-6 840,6	8,2
2019						
1 ^{er} trim.	3 336,9	2,9	5 047,0	2,2	-1 710,1	0,9

Source : STATEC

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

Le compte courant s'est soldé par un excédent en hausse de 2,5 % à 2,8 milliards d'euros en 2018 (soit 4,8 % du PIB), comparé à un surplus de 2,7 milliards d'euros en 2017. Cette légère amélioration s'explique par une évolution favorable du surplus de biens et services, qui a été, toutefois, partiellement compensée par l'aggravation du déficit des revenus.

Le déficit des biens s'est contracté de 9 % à 2,9 milliards d'euros en 2018. Cette résorption s'explique par la croissance du surplus généré par les opérations de négoce international (achat et vente de biens à l'étranger sans passage physique de la frontière nationale) qui a effacé la hausse du déficit des marchandises du commerce général. Ce dernier s'est en effet creusé de 7 % à 6 milliards d'euros en 2018, principalement sous l'effet de l'augmentation des importations de produits énergétiques et chimiques, ainsi que de la consommation intermédiaire de la sidérurgie.

Le surplus des échanges internationaux de services s'est accru de 5,5 % en atteignant 22,6 milliards d'euros en 2018. Les exportations nettes de services non financiers ont connu une progression beaucoup plus importante que celles des services financiers qui ont été impactées par les turbulences sur les marchés financiers en fin d'année 2018. Le surplus des services financiers n'a en effet progressé que de 0,8 % en atteignant près de 16 milliards d'euros sur toute l'année 2018. Sur la même année, l'excédent de services non financiers a augmenté de 18,7 % pour atteindre 6,5 milliards d'euros. Cette dernière évolution provient des services d'assurance, du transport et des voyages, ainsi que des autres services aux entreprises (conseil en gestion, audit, comptabilité et surtout services liés au commerce).

Le déficit du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) s'est aggravé de 8 % pour atteindre 16 milliards d'euros sur toute l'année 2018. Cette détérioration

s'explique en grande partie par l'accroissement des bénéfices attribués aux investisseurs non-résidents. À cela s'ajoute le solde négatif de la rémunération des frontaliers qui s'est creusé de 4 % à 9,8 milliards d'euros sur l'année 2018.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont été dominés par des opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-398 milliards d'euros) que pour les engagements (-404 milliards d'euros). Ces opérations, qui ont déjà été observées au dernier semestre 2017, ont concerné un nombre réduit de SOPARFI, qui ont soit restructuré, soit cessé ou délocalisé leurs activités. Elles pourraient être liées à la réforme fiscale américaine et/ou aux changements du contexte fiscal international dans le cadre de la lutte contre l'érosion de la base fiscale et les transferts de bénéfices (projet BEPS).

Concernant les investissements de portefeuille, les transactions sur titres émis par le Luxembourg (parts d'OPC en grande partie) se sont soldées par des entrées en forte baisse à 157 milliards d'euros en 2018, comparées à des entrées de 391 milliards en 2017. En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont également réduit leurs placements qui ont totalisé 73 milliards d'euros en 2018 contre 324 milliards d'euros sur la même période en 2017. Les flux d'investissements de portefeuille se sont ainsi soldés par des entrées nettes de 84 milliards d'euros en 2018, compensées par des sorties nettes dans les flux d'autres investissements (dépôts et crédits classiques) et dans les flux de produits dérivés.

Tableau 22 :

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

	2017			2018		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	327 687	324 932	2 755	346 444	343 621	2 823
Biens	17 899	21 054	-3 155	18 658	21 526	-2 868
Marchandises générales (yc « or non monétaire »)	15 097	21 054	-5 957	15 172	21 526	-6 354
Négoce international (exportations nettes)	2 802		2 802	3 485		3 485
Services	91 523	70 109	21 414	96 549	73 962	22 587
Services financiers	53 075	37 215	15 860	54 797	38 803	15 994
Services non financiers	38 448	32 894	5 554	41 752	35 159	6 593
Revenu primaire	209 160	224 383	-15 223	220 521	236 971	-16 450
Revenu secondaire	9 105	9 386	-280	10 716	11 162	-446
COMPTE DE CAPITAL	469	694	-225	1 300	599	701
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			2 532			3 535
INVESTISSEMENTS DIRECTS	166 730	109 825	56 906	-398 302	-403 950	5 648
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	293 125	140 339	152 786	-319 798	-352 090	32 292
Autres capitaux	-126 395	-30 515	-95 880	-78 504	-51 860	-26 644
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	323 707	391 110	-67 403	73 486	157 190	-83 704
Titres de participation	122 545	375 459	-252 914	49 887	180 265	-130 378
Titres de créance	201 161	15 651	185 510	23 599	-23 075	46 675
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			-15 344			20 286
AUTRES INVESTISSEMENTS	71 961	43 460	28 501	86 230	24 991	61 239
AVOIRS DE RÉSERVE			-128			66
ERREURS ET OMISSIONS			1			11

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au troisième trimestre 2018, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont diminué de 489 milliards d'euros en atteignant 10 589 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2018. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont, de leur côté, baissé de 494 milliards d'euros, en s'établissant à 10 561 milliards d'euros fin décembre 2018. Ces baisses s'expliquent à la fois par des opérations de désinvestissement et par les turbulences observées sur les marchés financiers en fin d'année 2018. La position extérieure nette du Luxembourg s'est en revanche améliorée de 5 milliards en atteignant 27 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2018, les baisses ayant davantage affecté les engagements que les avoirs financiers extérieurs.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 8 milliards à 679 milliards d'euros, fin décembre 2018. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est accru de 12 milliards pour s'établir à 391 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est, pour sa part, légèrement accru de 3 milliards à 1 052 milliards d'euros, fin décembre 2018.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 5 148 milliards d'euros, fin décembre 2018, après avoir subi un effet-flux largement négatif (désinvestissements de 257 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 469 milliards d'euros fin décembre 2018, soit une baisse de 245 milliards d'euros, résultante également d'un large effet-flux négatif.

Les investissements de portefeuille ont été négativement impactés par la baisse des cours boursiers au dernier trimestre 2018. L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 834 milliards d'euros fin décembre 2018, soit une chute de 248 milliards d'euros, résultante à la fois d'un effet négatif de valorisation (-194 milliards d'euros) et d'un effet-flux négatif (-54 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 886 milliards d'euros fin décembre 2018, soit une baisse de 245 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet négatif de valorisation (-219 milliards) et d'un effet-flux négatif (-26 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 389 milliards d'euros fin décembre 2018, soit une baisse de 8 milliards d'euros résultante d'un effet négatif de valorisation, compensé partiellement par un effet-flux positif. En atteignant 998 milliards d'euros fin décembre 2018, l'encours d'engagements s'est, pour sa part, réduit de 20 milliards d'euros suite à un large effet-flux négatif.

Tableau 23 :

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

	ENCOURS FIN 2018 T3	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2018 T4
Position extérieure nette	22,2	0,1	5,1	27,4
Avoirs extérieurs bruts	11 078	-289	-200	10 589
Engagements extérieurs bruts	11 055	-289	-205	10 561
Investissements directs nets	688	-16	8	679
Avoirs	5 401	-257	4	5 148
Engagements	4 713	-241	-3	4 469
Investissements de portefeuille nets	-1 049	-28	25	-1 052
Avoirs	4 082	-54	-194	3 834
Titres de participation	1 985	-34	-186	1 764
Titres de créance	2 098	-20	-8	2 070
Engagements	5 131	-26	-219	4 886
Titres de participation	4 003	16	-219	3 800
Titres de créance	1 128	-42	0	1 086
Produits dérivés nets	3,5	10,2	-5,7	8,1
Autres investissements nets	379	34	-22	391
Avoirs	1 398	12	-20	1 389
Engagements	1 019	-22	2	998
Avoirs de réserve	0,79	0,02	0,01	0,82

Source : BCL

1.2.10 Les projections de finances publiques

Cette partie présente les soldes des administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2019 à 2021, tels qu'ils résultent des exercices de projections biannuels de la BCL.

En raison des élections législatives qui se sont déroulées le 14 octobre 2018, les projections de finances publiques de la BCL de décembre 2018 avaient été réalisées selon un scénario « à politique inchangée ». Certaines de ces annonces ont ensuite été détaillées dans le projet de budget pour 2019 et le projet de programmation pluriannuelle pour la période 2018-2022, qui ont été présentés devant le Parlement le 5 mars 2019 et votés par ce dernier le 25 avril 2019.

Le tableau 24 reprend les principales mesures incluses dans les documents budgétaires et susceptibles d'affecter les projections de finances publiques au cours de la prochaine législature.

Tableau 24 :

Principales mesures et coûts budgétaires inclus dans la programmation pluriannuelle 2018-2022

(en millions d'euros)

MESURES	IMPACT BUDGÉTAIRE				
	RECETTES	2019	2020	2021	2022
Paquet de mesures concernant la TVA, hausse des accises sur les carburants		3	3	3	3
Crédit d'impôt salaire social minimum		-60	-60	-60	-60
Gratuité des transports en commun			-18	-28	-28
Baisse de l'IRC de 1 p.p. et agrandissement de la tranche de revenu imposable au taux réduit de l'IRC*			-50	-50	-50
Total des mesures sur les recettes		-57	-125	-135	-135
Total des mesures sur les recettes (% du PIB)		-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
DÉPENSES	2019	2020	2021	2022	
Rémunérations	61	57	57	57	
Consommation intermédiaire	52	45	43	40	
Formation de capital	40	27	40	45	
Subventions diverses	30	46	45	51	
Prestations sociales	6	10	70	70	
Transferts courants	54	70	81	91	
Transferts en capital divers	3	10	21	18	
Divers	2	2	1	3	
Total des mesures sur les dépenses	247	267	358	375	
Total des mesures sur les dépenses (% du PIB)	0,4	0,4	0,5	0,5	
Total des mesures sur recettes - dépenses (% du PIB)	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	

*Le coût budgétaire de cette mesure a été annoncé par le ministre des Finances lors de son discours de présentation du projet de budget 2019. Dans son avis sur le projet de budget 2019 et la programmation pluriannuelle 2018-2022, la BCL a estimé le déficit fiscal de cette mesure à environ 100 millions d'euros soit 0,2 % du PIB (voir avis de la BCL sur le projet de budget 2019, pages 61-67)
Source : Programmation pluriannuelle 2018-2022, calculs BCL

Des mesures additionnelles, présentées ci-après, incluses dans l'accord de coalition du 3 décembre 2018 mais non reprises dans le tableau 24 sont également susceptibles d'être mises en œuvre durant la présente législature. Elles concernent le volet relatif aux impôts directs à charge des ménages et des entreprises :

- Continuation des efforts sur la voie de l'imposition individuelle de manière à garantir à terme un modèle fiscal neutre quant au mode de vie des personnes. Ainsi, l'imposition individuelle devrait progressivement être généralisée et un barème d'impôt unique devrait être introduit.
- Possible augmentation du crédit d'impôt de 20 000 € par personne concernant les droits d'enregistrement pour une première acquisition immobilière (« Bëllegen Akt ») en fonction du nombre d'enfants faisant partie du ménage.
- Mise en place d'une réforme de l'impôt foncier.

La BCL a intégré dans ses projections décrites ci-dessous, les mesures présentées dans le tableau 24 car suffisamment spécifiées.

Situation budgétaire : revue de l'année 2018

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début avril 2019 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs⁶⁶, a enregistré un excédent pour l'année 2018 de 1,4 milliard d'euros, soit 2,4 % du PIB. Cette forte hausse par rapport au solde de 1,4 % du PIB tel que notifié pour l'année 2017, est la résultante de l'augmentation du ratio des recettes totales et de la stabilisation du ratio des dépenses totales. Cet excédent est plus favorable que celui prévu tant dans les projections de la BCL de décembre 2018 (1,4 %) que dans le projet de plan budgétaire pour l'année 2019 que le gouvernement a envoyé à la Commission européenne le 15 octobre 2018 (1,5 % du PIB).

La forte hausse du surplus des administrations publiques a trouvé son origine principalement dans le surplus dégagé, pour la première fois depuis 2008, au niveau de l'administration centrale (surplus de 0,1 % du PIB).

L'amélioration de la situation budgétaire de l'administration centrale entre 2017 et 2018 a ainsi été attribuable essentiellement à une progression importante des recettes (+10 %). L'impôt courant sur le revenu a ainsi progressé de 14,2 % en raison notamment des montants exceptionnellement élevés récoltés en 2018 au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités. Quant aux dépenses, elles ont progressé de 7,7 % entre 2017 et 2018 en raison de la dynamique observée dans la rémunération des salariés (+8,9 %), des autres transferts courants (+6,2 %) et des investissements directs (+5,4 %).

La dette publique atteignait 12,6 milliards d'euros, soit 21,4 % du PIB à la fin de l'année 2018, en baisse de 1,6 % du PIB par rapport à 2017.

1.2.10.1 Les recettes

Par rapport au niveau de 44,3 % du PIB enregistré en 2013, le ratio des recettes totales des administrations publiques a baissé dans un premier temps de 1 p.p. pour atteindre 43,3 % du PIB à la fin de l'année 2015, avant de remonter au cours des trois années suivantes à concurrence de 0,4 p.p. en 2016, de 0,7 p.p. en 2017 et de 1,1 p.p. du PIB en 2018 (voir tableau 25).

L'évolution observée entre 2013 et 2015 a résulté essentiellement de la baisse du ratio des impôts indirects, qui est passée de 12,9 % du PIB en 2013 à 12,0 % du PIB en 2015. On peut également relever une baisse du ratio des cotisations sociales entre 2013 et 2015 à concurrence de 0,3 % du PIB. Ces baisses n'ont été que très légèrement compensées par la hausse du ratio des impôts directs qui est passé de 14,2 % du PIB en 2013 à 14,5 % du PIB en 2015.

⁶⁶ Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

Tableau 25 :

Recettes de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2019						PROJECTIONS BCL JUIN 2019		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Impôts directs	14,2	13,6	14,5	15,0	15,4	16,7	16,0	15,9	15,9
dont à charge des ménages	8,9	8,8	9,3	9,5	9,3	9,6	9,7	9,9	10,0
dont à charge des sociétés	5,3	4,8	5,2	5,6	6,2	7,1	6,3	6,0	5,9
Impôts indirects	12,9	13,1	12,0	11,9	11,9	12,1	11,9	11,8	11,6
Cotisations sociales	12,4	11,9	12,1	12,2	12,5	12,4	12,5	12,5	12,5
Autres recettes	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6	4,4	4,2	4,2	4,2
Recettes totales	44,3	43,3	43,3	43,7	44,4	45,5	44,7	44,4	44,3
Croissance nominale des recettes totales (%)	5,1	4,7	3,7	4,3	5,4	9,1	3,4	4,9	5,4

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

Les évolutions de ces différents ratios peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs.

Premièrement, depuis le 1^{er} janvier 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique sont distribuées selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, qui a inclus une période transitoire de 2015 à 2018⁶⁷, a eu comme conséquence une diminution des recettes de TVA à partir de 2015. Deuxièmement, cette perte de recettes a été en partie compensée par des mesures mises en place dans le cadre du budget pour l'année 2015, à savoir le « Paquet pour l'avenir », l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5 % et la hausse de tous les taux de TVA (à l'exception du taux super-réduit) de 2 p.p. Troisièmement, la croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés, etc.) a été de plus faible ampleur que celle du PIB nominal, ce qui correspond à un « effet de découplage »⁶⁸.

L'augmentation du ratio des recettes totales par rapport au PIB observée entre 2015 et 2016 (hausse du ratio de 0,4 p.p.) provient essentiellement du ratio des impôts directs à charge des ménages et des entreprises et du ratio des cotisations sociales dont les hausses (+0,5 % et +0,1 % du PIB) ont plus que compensé les baisses enregistrées au niveau du ratio des impôts indirects (-0,1 p.p.) ainsi que de celui relatif aux autres recettes (-0,2 p.p.).

La hausse à concurrence de 0,5 p.p. du ratio de la fiscalité directe à charge des ménages et des entreprises a trouvé son origine dans l'apparition de « revenus imprévus »⁶⁹, alors que ce sont des effets de découplage qui ont prévalu dans la baisse, certes moins prononcée, observée dans le ratio des impôts indirects (-0,1 p.p.).

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

68 Un effet de découplage apparaît lorsque le PIB nominal évolue à un rythme différent de celui observé dans le chef d'une base imposable (consommation privée, rémunération des salariés, etc.).

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

En 2017, les recettes totales ont connu une croissance nominale de 5,4 % par rapport à 2016. Le ratio des recettes totales par rapport au PIB a quant à lui crû de 0,7 p.p. pour s'établir à 44,4 % du PIB. Cette hausse a trouvé son origine principalement dans la hausse des ratios liés aux impôts directs et des cotisations sociales.

Le ratio ayant trait aux cotisations sociales a augmenté de 0,3 p.p. en raison d'effets de découplage. La base imposable (compensation des salariés) a en effet connu une croissance importante en raison du paiement d'une tranche indiciaire en janvier 2017 et de la prime liée à l'accord salarial dans la fonction publique.

Alors que le ratio ayant trait à la fiscalité directe a enregistré au total une hausse de 0,4 p.p. en 2017 par rapport à 2016, ses deux composantes, à savoir le ratio des impôts directs à charge des ménages et celui à charge des entreprises, ont évolué dans des directions opposées.

Le ratio des impôts directs à charge des ménages a reculé de 0,2 p.p. en raison de la mise en œuvre de la réforme fiscale sur le volet des personnes physiques (adaptation du barème, des crédits d'impôts, abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire, ...).

Ces effets à la baisse sur le ratio des impôts directs à charges des ménages ont été plus que compensés par la hausse, à concurrence de 0,6 p.p., du ratio des impôts directs à charge des sociétés, hausse due à l'apparition de revenus imprévus, générés en raison de la non-adaptation du taux d'imposition des avances versées par les sociétés, ainsi que par l'accélération des recours aux soldes d'impôts dus pour des exercices antérieurs.

Enfin, le ratio des impôts indirects est resté stable à 11,9 % du PIB par rapport à son niveau observé en 2016, la déperdition additionnelle des recettes de TVA liée au commerce électronique (impact négatif d'environ -0,4 % du PIB) ayant été au final compensée par des revenus imprévus.

En 2018, la croissance nominale des recettes totales s'est élevée à 9,1 %, soit la croissance annuelle la plus importante observée depuis 2013, et le ratio des recettes totales a enregistré une hausse significative de l'ordre de 1,1 p.p. pour s'établir à 45,5 % du PIB. La hausse du ratio des impôts directs à charge des ménages (de 0,3 p.p. pour s'établir à 9,6 % du PIB) et des sociétés (de 0,9 p.p. pour s'établir à 7,1 % du PIB) ont contribué à cette hausse du ratio des impôts directs de 1,3 p.p. et ce, malgré l'impact décalé de la réforme fiscale sur le volet des personnes physiques⁷⁰ ainsi que du premier impact négatif de la réforme fiscale sur le ratio des impôts directs à charge des sociétés (baisse du taux de taxation de 21 % à 19 %). Concernant le ratio relatif à l'impôt des sociétés, c'est principalement l'apparition de revenus imprévus, générés en raison de l'accélération des recours aux soldes d'impôts dus pour des exercices antérieurs ainsi que la mise en place de la déclaration électronique obligatoire pour les sociétés (induisant leur imposition automatique), qui ont été à l'origine de cette croissance.

Le ratio ayant trait aux impôts indirects a augmenté également mais dans une moindre mesure, de 0,2 p.p. pour atteindre 12,1 % du PIB, en raison principalement de l'apparition de revenus imprévus. Les ratios des cotisations sociales et des autres recettes ont quant à eux enregistré des légères baisses à concurrence de 0,1 p.p. et de 0,2 p.p. pour s'établir à respectivement 12,4 % et 4,4 % du PIB.

70 L'imposition des ménages par voie d'assiette afférente aux revenus de 2017 a eu un impact négatif sur le ratio des impôts directs à charge des ménages observé en 2018.

Les recettes : projections relatives à 2019

Rappelons que les projections de la BCL pour la période 2019-2021 intègrent les mesures incluses dans les documents budgétaires votés par le Parlement le 25 avril 2019.

En 2019, les recettes nominales connaîtraient une hausse plus modérée qu'en 2018, se chiffrant à 3,4 % pour atteindre 27,7 milliards d'euros, et le ratio des recettes par rapport au PIB baisserait à concurrence de 0,8 p.p. (pour se fixer à 44,7 % du PIB). Cette baisse serait principalement attribuable à la diminution du ratio des impôts à charge des sociétés (de 0,8 p.p. pour s'établir à 6,3 % du PIB, du fait de la baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités de 19 % à 18 %) et du caractère non récurrent des revenus imprévus encaissés en 2018. Les ratios des autres recettes et des impôts indirects baisseraient également de 0,2 p.p. pour s'établir à respectivement 4,2 % et 11,9 % du PIB. Dans le cas des impôts indirects, la baisse du ratio serait attribuable à la perte du reliquat des recettes en provenance du commerce électronique et d'une perte imprévue de revenus⁷¹. Les légères hausses des ratios relatifs aux impôts directs à charge des ménages (+0,1 p.p. pour atteindre 9,7 % du PIB) et aux cotisations sociales (+0,1 p.p. pour atteindre 12,5 % du PIB) ne compenseraient que très légèrement les baisses précitées.

Les recettes : projections relatives à 2020 et 2021

En 2020 et en 2021, les recettes totales retrouveraient une croissance nominale plus soutenue de respectivement 4,9 % et 5,4 %. Le ratio des recettes totales par rapport au PIB continuerait cependant de baisser légèrement de 0,3 p.p. en 2020 et de 0,1 p.p. en 2021 pour atteindre respectivement 44,4 % et 44,3 % du PIB.

Le ratio ayant trait à la fiscalité directe diminuerait aussi légèrement de 0,1 p.p. en 2020 à 15,9 % du PIB avant de se stabiliser en 2021. Ses deux composantes, à savoir le ratio des impôts directs à charge des ménages et celui à charge des entreprises, évolueraient cependant dans des directions opposées.

Le ratio des impôts directs à charge des entreprises continuerait à baisser en raison de l'impact décalé de la réforme fiscale et de la baisse additionnelle du taux de l'impôt des sociétés de 18 % à 17 %. Ces effets seraient presque entièrement compensés par la hausse, de 0,3 p.p. du ratio des impôts directs à charge des ménages. Cette dernière trouverait son origine dans la dynamique du marché de l'emploi et dans les hausses salariales, du fait notamment de l'indexation des salaires, combinées à la progressivité du barème.

Le ratio des impôts indirects baisserait à concurrence de 0,1 % en 2020 et 0,2 % du PIB en 2021 en raison principalement d'effet de découplage et d'une perte imprévue de revenus.

Les ratios des cotisations sociales et des autres recettes seraient stables au cours de ces deux années et s'établiraient à 12,5 % et 4,2 % du PIB à la fin de l'horizon de projection.

Au final, le ratio des recettes afficherait une baisse de 1,2 % du PIB sur l'horizon de projection, sous l'effet de la réforme fiscale et des mesures annoncées par le gouvernement, de la perte finale des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2019 ainsi que des effets de découplage négatifs dans le chef de certaines catégories de recettes et de pertes imprévues de revenus.

⁷¹ Les pertes imprévues de revenus (« revenue shortfalls ») peuvent être définies comme étant des revenus moins importants que ceux projetés à partir des élasticités en vigueur. Ces pertes de revenus peuvent résulter de nombreux facteurs : développements négatifs sur les marchés d'actifs, taxes non encaissées, etc.

1.2.10.2 Les dépenses

La part des dépenses totales des administrations publiques dans le PIB a affiché une baisse de 1,4 p.p. entre 2013 et 2016, passant de 43,3 % à 41,9 % du PIB avant d'enregistrer un rebond de 1,1 p.p. en 2017 pour se fixer à 23,8 milliards d'euros (Tableau 26).

L'évolution des dépenses prises dans leur ensemble a été affectée en 2016 par les éléments suivants.

Premièrement, un effet de base négatif résultant de la prime non-récurrente de 0,9 % payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique. Deuxièmement, l'absence d'indexation des salaires au cours de l'année 2016 a freiné la croissance des dépenses nominales. Troisièmement, l'environnement de faible inflation a freiné la hausse d'autres dépenses, notamment les dépenses de consommation intermédiaire.

En 2016, alors que le ratio des investissements publics a été stable à 4,0 % du PIB, celui ayant trait aux autres dépenses a par contre affiché une hausse de 0,3 p.p. pour atteindre 3 % du PIB. Les autres dépenses incluent notamment les investissements indirects (transferts en capitaux), dont la croissance a reflété une politique volontariste menée par le gouvernement en matière d'infrastructures afin de préparer la croissance future de l'économie luxembourgeoise.

En 2017, alors que la croissance nominale des dépenses s'est élevée à 6,5 %, celle ayant trait au PIB nominal n'a, d'après les données disponibles, été que de 3,7 %. Les éléments suivants ont affecté l'évolution des dépenses nominales prises dans leur ensemble.

Le ratio des dépenses d'investissement a augmenté à concurrence de 0,2 p.p. pour atteindre 4,2 % du PIB. Ce niveau de dépenses traduit la mise en œuvre de projets d'envergure tels que la construction du tramway dans la ville de Luxembourg, ainsi que l'amélioration de l'infrastructure routière et ferroviaire.

Les hausses des ratios des dépenses de consommation et des transferts sociaux (de respectivement 0,2 et 0,6 p.p.) ont trouvé leur origine essentiellement dans le paiement de la tranche indiciaire intervenu en janvier 2017, la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique⁷², ainsi que dans la hausse des dépenses de pension. La hausse du ratio liée aux transferts sociaux peut également être attribuée à la mise en place de la réforme relative au congé parental.

Les ratios des subsides et des autres dépenses étaient stables par rapport à leur niveau de 2016, à respectivement 1,1 % et 3,1 % du PIB.

En 2018, les dépenses totales ont augmenté en nominal de 6,8 % et le ratio des dépenses s'est établi à 43,1 % du PIB, soit un niveau comparable à celui dégagé en 2017.

Les très légères baisses dans les ratios relatifs aux transferts sociaux (en relation avec la baisse des versements liés aux indemnités de chômage) et aux investissements ont été compensées par des hausses modérées dans les ratios des subsides et de la consommation. La hausse de ce dernier ratio a trouvé son origine, entre autres, dans les développements observés dans la rémunération des salariés (indexation des salaires, augmentation de 1,5 % du point indiciaire et reclassement de certaines carrières dans la fonction publique).

⁷² L'accord salarial intervenu dans la fonction publique en décembre 2016 consiste en un versement d'une prime unique égale à 1 % en 2017 et en une augmentation de 1,5 % du point indiciaire en 2018.

Les dépenses : projections pour la période 2019 - 2021

Sur l'horizon de projection, les dépenses totales augmenteraient en nominal respectivement de 5,6 %, 5,3 % et 6,1 % en 2019, 2020 et 2021.

Le ratio des dépenses totales n'augmenterait que légèrement sur l'horizon de projection par rapport au niveau observé en 2018 (43,1 % du PIB). La hausse de 0,2 p.p. du ratio en 2019 serait suivie d'une baisse en 2020 (-0,1 p.p.) et d'une nouvelle hausse en 2021 (+0,2 p.p.).

Tableau 26 :

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

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2019						PROJECTIONS BCL JUIN 2019		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Transferts sociaux	22,4	21,8	21,5	21,3	21,9	21,8	21,8	21,7	21,6
Investissements publics	3,5	3,7	3,9	4,0	4,2	4,1	4,2	4,2	4,5
Dépenses de consommation ¹⁾	12,7	12,2	12,6	12,5	12,7	12,8	12,9	12,9	12,8
Subsides ²⁾	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Autres dépenses	3,3	2,8	2,7	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Dépenses totales	43,3	42,0	41,9	41,9	43,0	43,1	43,2	43,1	43,3
Croissance nominale des dépenses totales (%)	3,6	3,8	3,4	3,2	6,5	6,8	5,6	5,3	6,1

¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

²⁾ À l'exclusion des transferts en capital.

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

En 2019, de légères hausses de 0,1 p.p. seraient enregistrées dans les ratios des dépenses d'investissement et de consommation pour s'établir respectivement à 4,2 % et 12,9 % du PIB. Ces hausses trouveraient leur origine principalement dans la poursuite d'une politique volontariste en matière d'infrastructure ainsi que dans le paiement d'une tranche indiciaire.

Les ratios liés aux transferts sociaux, aux subsides et aux autres dépenses seraient par contre stables par rapport à leurs niveaux observés en 2018.

En 2020, alors que les dépenses totales connaîtraient une croissance de 5,3 %, le ratio de ces dépenses demeurerait largement stable à 43,1 % du PIB.

En 2021, la dynamique des dépenses (croissance de 6,1 %) entraînerait une hausse du ratio des dépenses totales de l'ordre de 0,2 p.p. à 43,3 % du PIB. Les baisses dans les ratios relatifs aux transferts sociaux et aux dépenses de consommation à concurrence de 0,1 p.p. ne compenseraient pas la hausse de 0,3 p.p. du ratio des dépenses d'investissement qui atteindrait 4,5 % du PIB, niveau le plus élevé depuis l'année 2010. Cette hausse trouverait son origine principalement dans l'achat de l'aéronef militaire A400M.

Au total, le ratio des dépenses publiques devrait afficher une légère hausse de 0,2 % du PIB sur l'horizon de projection.

La maîtrise du ratio des dépenses est essentielle compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et des coûts liés au vieillissement de la population ; en effet, les dernières projections incluses dans le rapport de 2018 sur le vieillissement indiquent une accélération des coûts à long terme liée au vieillissement par rapport à ceux inclus dans le rapport de 2015.

1.2.10.3 Les capacités ou besoins de financement

Pour les administrations publiques, l'année 2018 s'est caractérisée par un excédent de 1,4 milliard d'euros, soit 2,4 % du PIB. La hausse par rapport au solde de 1,4 % pour l'année 2017 est la résultante d'une augmentation du ratio des recettes totales plus élevée que celle observée sur le volet des dépenses totales.

Tableau 27 :

Soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2019						PROJECTIONS BCL JUIN 2019		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ensemble des administrations publiques	1,0	1,3	1,4	1,9	1,4	2,4	1,4	1,3	1,0
p.m. impact des mesures de consolidation - paquet 2019 -2022							0,5	0,7	0,8
dont administration centrale	-1,0	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5	0,1	-0,5	-0,6	-0,9
dont communes	0,4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,5	0,2	0,2	0,2
dont sécurité sociale	1,6	1,4	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Budget pluriannuel de mars 2019	--	--	--	--	1,4	2,6	1,0	1,4	1,5
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de juin 2019 de la BCL ¹⁾	2,3	1,8	0,7	1,5	1,9	3,2	2,0	1,4	0,5
Estimation du budget pluriannuel de mars 2019						2,6	0,9	0,8	1,1

¹⁾ Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode agrégée fondée sur l'écart de production et la semi élasticité du solde budgétaire par rapport à l'écart de production.

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

La BCL a intégré dans ses projections l'impact des mesures présentées par le gouvernement, en fonction des informations dont elle dispose⁷³. L'impact de ces mesures serait de 0,5 % du PIB en 2019, 0,7 % en 2020 et 0,8 % en 2021.

En 2019, le surplus des administrations publiques baisserait de 1,0 p.p. du PIB pour se fixer à 1,4 % du PIB, sous l'influence d'un surplus moindre des administrations locales et de la réapparition d'un déficit au niveau de l'administration centrale, en raison principalement du caractère non récurrent des hausses de recettes observées en 2018.

En 2020, la baisse du surplus des administrations publiques (-0,1 p.p.) résulterait de la légère dégradation des soldes de la sécurité sociale (le surplus serait ramené à 1,7 % du PIB), et de l'administration centrale (légère hausse du déficit à concurrence de 0,1 p.p. pour atteindre 0,6 % du PIB).

Enfin en 2021, l'excédent de 1,0 % du PIB dégagé au niveau des administrations publiques serait en baisse par rapport au solde dégagé en 2020. Le déficit au niveau de l'administration centrale (-0,9 p.p.)

⁷³ L'impact des mesures est repris des estimations du gouvernement contenues dans le projet de budget 2019, à l'exception de l'impact de l'abaissement du taux d'imposition des sociétés de 18 % à 17 %, qui a été chiffré à 100 millions d'euros, soit 0,2 % du PIB par la BCL.

serait en hausse alors que les surplus des administrations locales et de la sécurité sociale seraient stables par rapport à ceux dégagés en 2020.

Selon les estimations de la BCL, le surplus des administrations publiques apuré des évolutions cycliques et des mesures temporaires et non récurrentes, soit le surplus structurel, aurait été de 3,2 % du PIB en 2018. Ce surplus diminuerait ensuite de manière assez linéaire pour atteindre 0,5 % du PIB en 2021.

Selon nos projections, le gouvernement serait donc en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) sur tout l'horizon de projection, fixé à -0,5 % du PIB depuis le 1^{er} janvier 2017 et qui passerait à 0,5 % du PIB à partir de 2020⁷⁴. Il convient de rappeler que le nouvel OMT à un niveau supérieur résulte de la prise en compte de la hausse des dépenses liées au vieillissement à long terme (telles que publiées dans le rapport sur le vieillissement 2018 de l'*Ageing Working Group*). Ces dépenses incluent celles liées aux pensions, dont les projections se basent sur une augmentation de la population à l'horizon de 2070 (dernières projections démographiques publiées par Eurostat en mars 2017) qui serait de moindre ampleur que celle projetée lors de la précédente actualisation (AWG 2015)⁷⁵.

Il ressort également du tableau 27 que les soldes structurels contenus dans le programme de stabilité publié en avril 2019, seraient en ligne avec les OMT respectifs pour les années 2019-2021.

1.2.10.4 La dette publique : évolution récente et perspectives

Après avoir été caractérisée par une stabilité à un bas niveau de 7 % du PIB jusqu'en 2007, la dette des administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la participation de l'État dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'administration centrale. La garantie financière accordée à un autre groupe bancaire n'est pas incluse dans la dette publique, mais représente un risque potentiel si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie a atteint 2,55 milliards d'euros, soit environ 4,3 % du PIB de 2018. Après un pic de 23,7 % observé en 2013, le ratio de dette publique s'établissait à 20,7 % du PIB à la fin de l'année 2016. La baisse du ratio observée en 2016 provient principalement du report de l'émission d'une obligation d'un montant de 2 milliards d'euros de la fin 2016 au début de 2017. Cette émission obligataire, la première effectuée par le gouvernement depuis le mois de juillet 2013 (à l'exception de l'émission du Sukuk à l'automne 2014), a eu un impact à la hausse sur le ratio de dette publique, qui s'établissait ainsi à 23,0 % du PIB à la fin de l'année 2017.

En 2018, la dette nominale consolidée des administrations publiques a légèrement diminué, passant de 12 697 millions d'euros à la fin 2017 à 12 587 millions d'euros à la fin 2018. Cette baisse de la dette nominale a également eu un impact sur le ratio de dette qui s'affichait ainsi à 21,4 % du PIB à la fin de l'année 2018 (contre 23 % du PIB en 2017). Sur l'horizon de projection, le ratio de dette publique devrait continuer à diminuer pour s'établir à un niveau de 19,8 % du PIB en 2021.

La dynamique du ratio de dette publique serait influencée par trois composantes : un « effet boule de neige », le surplus primaire et l'ajustement stock-flux.

74 L'OMT du Luxembourg sera fixé à +0,5 % du PIB pour la période 2020-2022. Ce niveau correspond à l'OMT minimal tel que calculé par la Commission européenne en mars 2019.

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

D'un côté, « l'effet boule de neige »⁷⁶ et le surplus primaire des administrations publiques auraient un impact à la baisse sur le ratio de dette (-2,6 % et -4,4 % du PIB respectivement).

D'un autre côté, l'ajustement stock-flux⁷⁷ aurait un impact à la hausse sur le ratio (+5,3 % du PIB). En effet, 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. De plus, il est stipulé dans le programme de stabilité publié en avril 2019 que l'État central procèdera à un refinancement intégral par émission de dette de tous les emprunts obligataires et bancaires venant à échéance sur l'horizon de projection.

Au total, les deux premières composantes citées ci-dessus auraient un impact d'une plus grande ampleur que le dernier effet précité et entraîneraient le ratio de dette à la baisse.

Sur l'horizon de projection, la dette publique resterait donc inférieure à 30 % du PIB, niveau que le gouvernement s'est engagé à ne pas dépasser au cours de la législature actuelle⁷⁸.

Dans une optique plus globale, il convient de mettre en parallèle les engagements⁷⁹ des administrations publiques luxembourgeoises avec les actifs financiers détenus et qui sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC 2010.

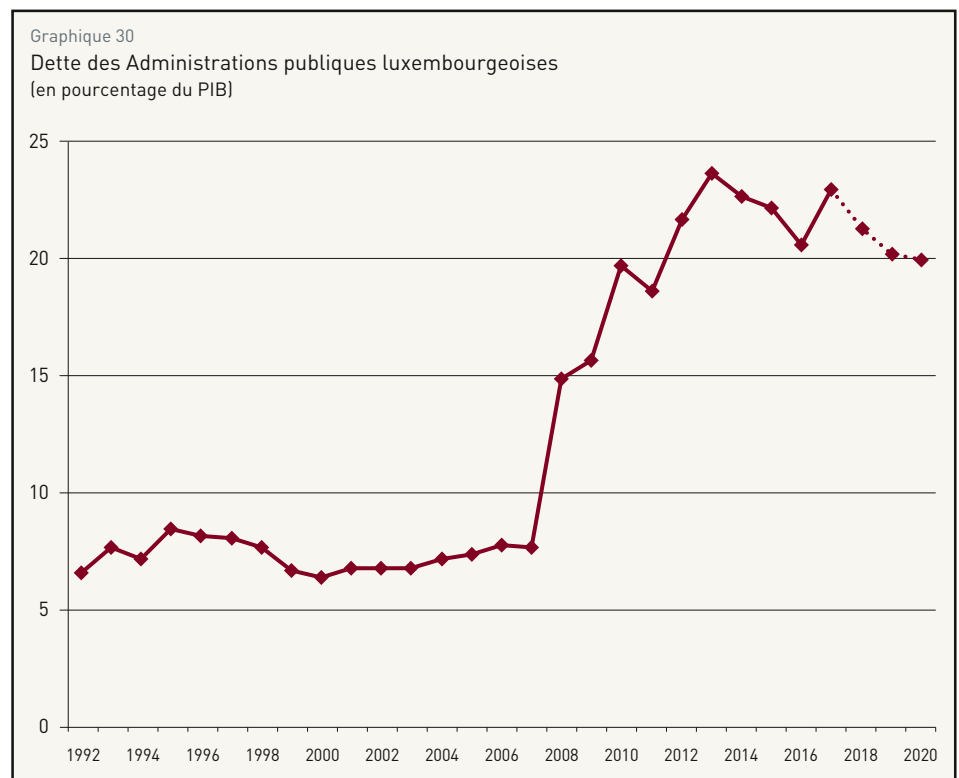
Les actifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, de parts d'OPC, de participations, de dépôts et d'autres comptes à recevoir. Ce portefeuille inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'État dans différentes sociétés financières et non financières.

76 L'effet boule de neige correspond à la différence entre le taux d'intérêt implicite sur la dette et la croissance nominale du PIB.

77 L'ajustement stock-flux correspond à la variation du niveau de dette qui n'est pas reflétée par le déficit. Il peut être dû à divers facteurs (vente ou achat d'actifs financiers, privatisation, nationalisation, variation de taux de change affectant des titres de dette libellés en devises étrangères, ...).

78 Selon l'accord de coalition présenté le 3 décembre 2018, les objectifs du gouvernement en matière de finances publiques pour la période 2018-2023 sont les suivants :
- respecter l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT), tout au long de la législature ;
- veiller de façon conséquente à maintenir la dette publique à tout moment en-dessous de 30 % du PIB.

79 Les engagements financiers des administrations publiques diffèrent de la dette dans son acception « Maastricht » tant au niveau de la composition des instruments financiers inclus dans ces derniers que de leur valorisation.



Sources : STATEC, calculs BCL

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises se financent par l'émission de titres, ainsi qu'au moyen d'emprunts contractés auprès d'institutions bancaires locales. Le poste « numéraire et dépôts » enregistre la valeur nominale des pièces de monnaie émises par la BCL pour le compte de l'État.

Tableau 28 :

Évolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises

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

	12-2015	12-2016	12-2017	12-2018
Actifs financiers	40 699	41 892	44 516	45 223
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	7 897	7 122	8 935	9 343
Titres autres qu'actions	8 705	9 189	9 271	9 194
Crédits	1 180	1 129	1 090	1 114
Actions et autres participations	18 176	19 830	20 467	20 744
Autres comptes à recevoir	4 742	4 621	4 752	4 828
Passifs financiers	15 971	15 408	16 984	16 951
Numéraire et dépôts	272	281	290	300
Titres autres qu'actions à long terme	7 149	7 231	9 031	8 935
Crédits	4 925	4 493	4 157	4 036
Autres comptes à payer	3 626	3 403	3 507	3 680
Patrimoine net financier	24 728	26 484	27 532	28 272

Source : BCL, STATEC

Il ressort du tableau 28 qu'à la fin de l'année 2018, les actifs financiers des administrations publiques s'élevaient à 45 223 millions d'euros, soit 77 % du PIB, tandis que les engagements financiers se chiffraient à 16 951 millions d'euros, soit 29 % du PIB, de sorte que les actifs financiers nets détenus par les administrations publiques luxembourgeoises représentaient 48 % du PIB à la fin de l'année 2018.

