

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	12
1.1	La situation économique et financière dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.1.2	Les marchés obligataires	13
1.1.3	Les marchés d'actions	14
1.1.4	Les marchés de changes	14
1.1.5	Les prix à la consommation	15
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	15
1.1.7	Les projections de la zone euro	16
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	18
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	19
1.2.1	Les prix et les coûts	19
1.2.1.1	Les prix à la consommation	19
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	32
1.2.1.3	Les coûts salariaux	33
1.2.2	Le marché du travail	34
1.2.2.1	L'emploi	34
1.2.2.2	Le chômage	37
1.2.3	Les activités sectorielles	38
1.2.3.1	L'industrie et la construction	38
1.2.3.2	Le commerce et les autres services non financiers	40
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	40
1.2.4	Le secteur financier	49
1.2.4.1	Les établissements de crédits	49
1.2.4.2	Les organismes de placement collectif	61
1.2.5	La croissance économique	65
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2019	69
1.2.6.1	Évolutions récentes	69
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	70
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	71
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	73
1.2.6.5	Les prix à la consommation	74
1.2.6.6	Les finances publiques	75
1.2.6.7	Analyse des risques	76
1.2.7	Le commerce extérieur	78
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.8.1	Le compte courant	79
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	80
1.2.9	La position extérieure globale	80
<u>Encadré 1 :</u>		
	Incidence des mesures gouvernementales sur les indices des prix à la consommation	20
<u>Encadré 2 :</u>		
	Premiers résultats de l'édition 2018 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg	42
<u>Encadré 3 :</u>		
	La vulnérabilité financière des ménages au Luxembourg - mise au jour à partir de l'édition 2018 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages	45

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

Lors de sa réunion du 12 décembre 2019, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé 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 -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, depuis le 1^{er} novembre les achats nets ont repris dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs et d'y mettre fin peu avant qu'il ne commence à relever ces taux.

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 de l'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.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, le 2 octobre 2019 la BCE a commencé à publier l'€STR (*Euro short-term rate*), un nouveau taux de référence à court terme en euros. Ce dernier est une moyenne pondérée des coûts des opérations d'emprunt au jour le jour libellées en euros pour les banques de la zone euro. L'€STR s'est établi à -0,54 % le 13 décembre 2019. Quant au taux EONIA¹, il est descendu davantage en territoire négatif par rapport à juin 2019 pour se situer à -0,5 % mi-décembre. Les niveaux de ces deux taux d'intérêt traduisent la baisse du taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,5 % le 18 septembre 2019.

Les taux EURIBOR, avec une maturité allant de 1 mois à 12 mois, ont également enregistré une diminution par rapport à juin 2019. Ainsi, le 13 décembre 2019, les taux EURIBOR 1 mois, EURIBOR 3 mois et EURIBOR 6 mois se sont fixés respectivement à -0,5 %, -0,4 % et -0,3 %. Enfin, mi-décembre, le taux EURIBOR 12 mois est ressorti à -0,3 %.

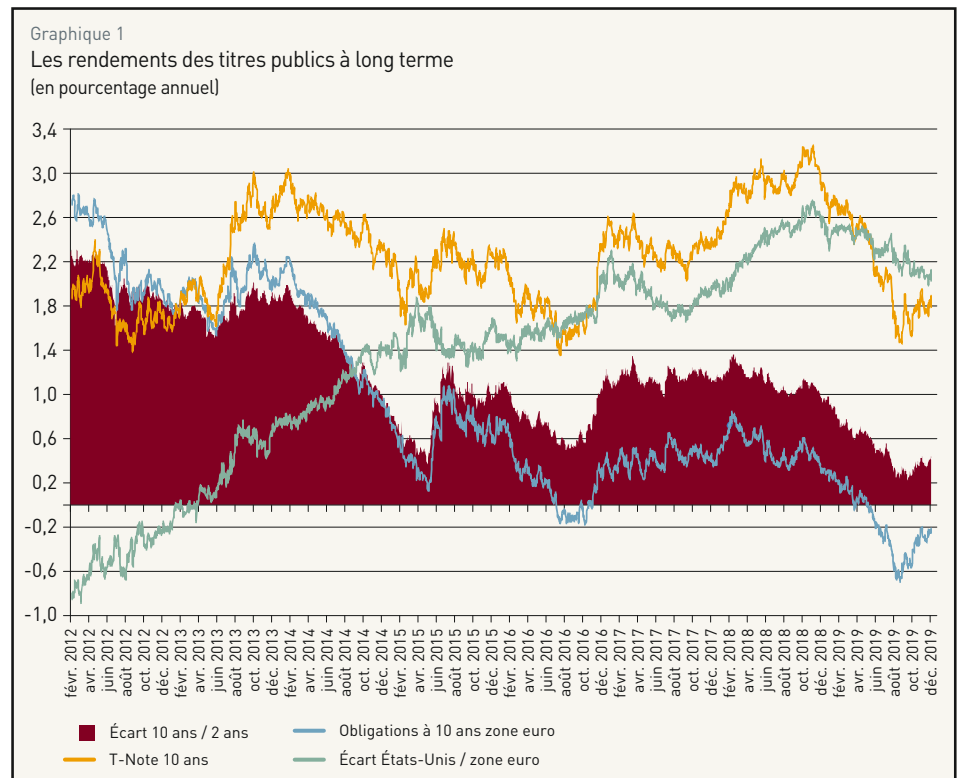
Au sujet de l'analyse monétaire, le taux de progression annuel de l'agrégat M3 a été de 5,6 % en octobre 2019, inchangé par rapport au mois précédent. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit M1 a augmenté à 8,4 % en octobre 2019, comparé à 7,9 % en septembre 2019.

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 de 0,2 p.p. pour s'établir à 3,8 % en octobre 2019. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a été de 3,5 % en octobre, soit 0,1 p.p. de plus par rapport au mois précédent.

1 À partir du 2 octobre 2019, le taux EONIA est calculé en ajoutant 8,5 points de base au taux €STR.

1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, le rendement des titres publics à 2 ans a augmenté de 3 points de base sur la période allant du 7 juin 2019 au 13 décembre 2019 pour se fixer à -0,65 %. Le rendement des titres publics à 10 ans est resté stable à -0,21 %. Cette évolution pourrait être attribuée aux anticipations des acteurs de marché relatives aux conséquences d'une faible dynamique de croissance économique dans la zone euro, même si quelques indices pointent vers une stabilisation de la croissance. Dans ce contexte, l'ensemble complet de mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs en septembre 2019 vise à assurer un degré élevé de soutien monétaire. Le différentiel de rendement entre les taux obligataires à 10 ans et à 2 ans s'est quelque peu réduit durant cette période.

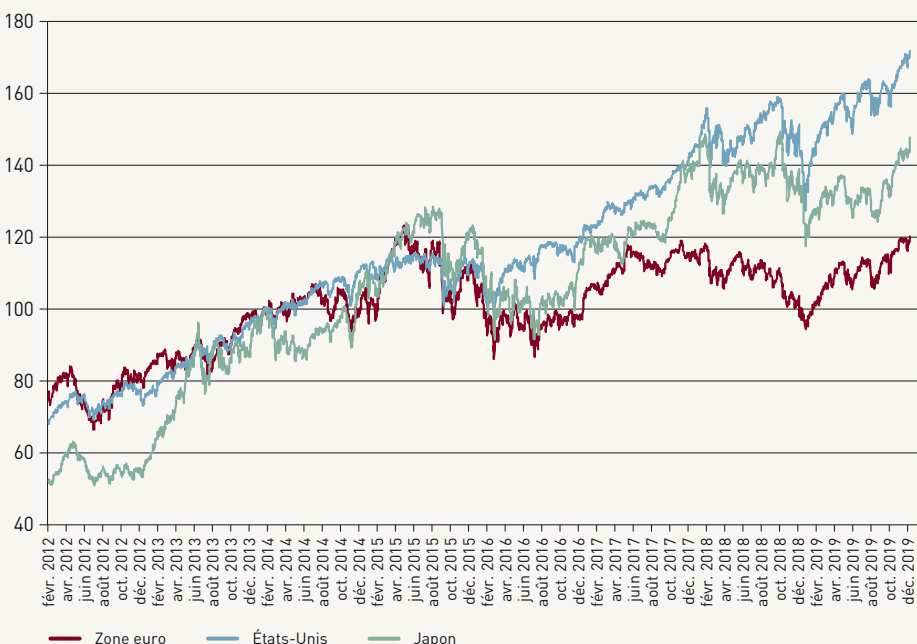


Sources : BCE, Bloomberg

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a enregistré une baisse de près de 30 points de base par rapport à juin 2019 pour se situer à 1,8 % le 13 décembre 2019. Cette baisse intervient dans un contexte de craintes d'un ralentissement de la croissance mondiale en général et notamment de la croissance américaine. Cependant, le marché du travail est resté solide, avec un taux de chômage de 3,5 % en novembre 2019, à son plus bas niveau depuis 50 ans. Alors que les dépenses des ménages ont progressé à un rythme soutenu, les investissements fixes des entreprises et les exportations sont restés faibles. Aussi, le taux d'inflation globale se situait en dessous de 2 % sur une base annuelle.

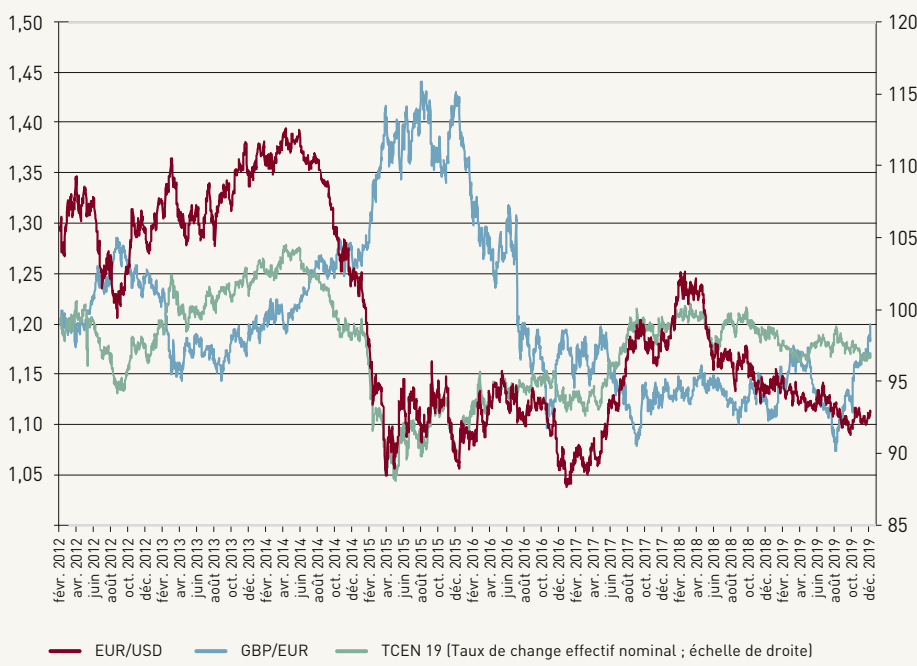
Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est réduit au cours de la période analysée pour s'établir à 2,03 p.p. le 13 décembre 2019.

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



Source : Bloomberg

Graphique 3
Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg

1.1.3 Les marchés d'actions

Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a enregistré une hausse de 10,3 % entre le 7 juin 2019 et le 13 décembre 2019. L'indice a augmenté de 26 % depuis le début de l'année, dans le contexte de trois baisses des taux d'intérêt directeurs par le Système fédéral de réserve américain.

En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a augmenté de 10,4 % entre le 7 juin 2019 et le 13 décembre 2019. Les dernières évolutions haussières interviennent dans un environnement de diminution de la prime de risque sur actions. Enfin, au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 a enregistré une hausse de 15 % sur la même période.

1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 7 juin 2019 au 13 décembre 2019, le taux de change effectif nominal de l'euro a connu une légère dépréciation de 1,2 %. Sur cette période, l'euro s'est déprécié de 6,2 % vis-à-vis de la livre sterling. Il s'est aussi légèrement déprécié (de 1,9 %) 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.

Concernant les autres principales devises mondiales, au cours de la période sous revue, l'euro s'est déprécié de 0,9 % vis-à-vis du yen japonais, de 2,3 % face au franc suisse et de 4,8 % vis-à-vis du rouble russe. Il est resté relativement stable par rapport au yuan renminbi.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est déprécié de 1,9 % 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), s'était établie à 1,7 % en 2018. Lors des dix premiers mois de 2019, elle a fortement reculé, s'établissant en moyenne à 1,2 %. En octobre, l'inflation a atteint 0,7 %, pénalisée par la contribution négative des prix de l'énergie.

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	2019-T1	2019-T2	2019-T3	OCT. 2019	NOV. 2019*
IPCH global	1,5	1,7	1,4	1,4	1,0	0,7	1,0
Produits alimentaires non transformés	2,2	2,5	1,9	0,6	1,6	0,7	1,8
Produits alimentaires transformés	1,6	2,1	1,9	1,8	1,9	1,8	2,1
Produits manufacturés hors énergie	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Énergie	4,9	6,4	3,9	3,6	-0,7	-3,1	-3,2
Services	1,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,5	1,9
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,5

Source : Eurostat. * Estimation rapide Eurostat

L'évolution de l'inflation globale en 2019 se décompose en une décélération modérée lors des deux premiers trimestres et un recul plus marqué ensuite. 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 relativement stable lors des dix premiers mois de 2019, s'établissant en moyenne à 1,1 %, en légère décélération par rapport à 2018.


Le prix du pétrole, qui avait entamé un recul au quatrième trimestre 2018, a continué de baisser en moyenne sur les onze premiers mois de 2019. Le prix des autres matières premières non énergétiques a aussi été en baisse, ce qui n'a pas empêché une légère accélération de l'inflation des produits manufacturés hors énergie. En revanche, les prix des produits agricoles ont progressé sans pouvoir empêcher un léger recul de l'inflation des produits alimentaires transformés au cours des dix mois.

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

Au cours du troisième trimestre 2019, le PIB de la zone euro a progressé de 0,2 % par rapport au trimestre précédent. Au cours du deuxième trimestre, le PIB avait également augmenté de 0,2 %.

La progression au troisième trimestre, a concerné tous les pays de la zone euro pour lesquels les données étaient disponibles.

Les données relatives au Luxembourg n'ont pas encore été publiées. Les informations disponibles concernant ses trois principaux partenaires économiques indiquent une accélération de la croissance en Belgique (+0,4 %, après +0,3 % au deuxième trimestre) et en Allemagne (+0,1 %, après -0,2 % au deuxième trimestre) et une stabilisation en France (+0,3 %, comme au deuxième trimestre).



La croissance trimestrielle de l'emploi dans la zone euro a de nouveau ralenti au troisième trimestre 2019 en s'établissant à 0,1 % (après +0,2 % au deuxième trimestre et +0,3 % au premier trimestre 2019). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 0,9 % (après +1,2 % au deuxième trimestre et +1,4 % au premier trimestre 2019).

Le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 7,5 % en octobre 2019, en baisse par rapport au taux de 7,6 % de septembre 2019 et au taux de 8,0 % d'octobre 2018. Il s'agit du taux le plus faible enregistré depuis juillet 2008. Selon Eurostat, 12,3 millions de personnes étaient au chômage en octobre 2019. Par rapport à septembre 2019, le nombre de chômeurs a diminué de 31 000. Comparé à octobre 2018, le chômage a baissé de 761 000 personnes.

Parmi les États membres, en octobre 2019 les taux de chômage les plus faibles ont été enregistrés en Allemagne (3,1 %) et à Malte (3,4 %). Les taux de chômage les plus élevés ont été relevés en Grèce (16,7 % en août 2019) et en Espagne (14,2 %).

1.1.7 Les projections de la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2019 de l'Eurosystème, le PIB en volume dans la zone euro devrait progresser de 1,2 % en 2019, de 1,1 % en 2020 et de 1,4 % en 2021 et 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2019, établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse pour 2020.

La croissance de la consommation privée devrait être soutenue par des conditions de financement favorables et une augmentation de la richesse nette des ménages. Les taux d'intérêt nominaux appliqués par les banques devraient encore légèrement baisser à court terme, avant de remonter légèrement en 2021-2022. Étant donné que les taux des prêts bancaires ne devraient augmenter que modérément au cours des prochaines années, les paiements d'intérêts bruts devraient rester à des niveaux bas, ce qui devrait continuer à soutenir la consommation privée. En 2020-2022, la richesse nette devrait encore augmenter en termes réels, stimulée par la poursuite de solides gains de valorisation des actifs immobiliers. Suite aux progrès réalisés en matière de désendettement, cette augmentation de la richesse nette devrait soutenir la consommation.

La hausse de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus modéré. L'investissement des entreprises devrait rester modéré à court terme, en grande partie du fait des effets cycliques défavorables associés à la faiblesse de la demande extérieure, d'une baisse de l'utilisation des capacités productives vers sa moyenne historique et d'une incertitude élevée. Cependant, à moyen terme, les investissements des entreprises devraient s'accélérer tout en restant moins dynamiques que les années précédentes, reflétant une évolution relativement modeste du commerce mondial ainsi que la baisse des besoins en nouvelles capacités de production. À plus long terme, l'incertitude devrait se dissiper, permettant aux entreprises de bénéficier de plusieurs facteurs. Premièrement, une croissance de la demande mondiale soutenue pendant plusieurs années conduira les entreprises à renforcer leurs investissements afin d'augmenter leur stock de capital productif. Deuxièmement, les conditions de financement devraient rester très favorables sur l'horizon de projection. Troisièmement, les marges de profits devraient s'améliorer, soutenant la croissance des investissements. Quatrièmement, les entreprises devraient bénéficier de la baisse de leur ratio de levier, suite à la reprise des cours des actions, l'accumulation d'actifs et la croissance modérée de la dette. Enfin, les paiements d'intérêts bruts des sociétés non financières ne devraient augmenter que graduellement au cours des prochaines années et ainsi soutenir l'investissement des entreprises.

La croissance des exportations devrait rester modérée à court terme et se redresser ensuite progressivement sur le reste de l'horizon de projection, globalement en ligne avec la demande étrangère. Les importations devraient progresser en ligne avec la demande totale (demande intérieure plus exportations) au cours de l'horizon de projection.

Concernant les finances publiques, le solde budgétaire de la zone euro devrait diminuer régulièrement au cours de la période 2019-2021 et se stabiliser en 2022, résultant en une trajectoire descendante pour le ratio de la dette. La baisse du solde budgétaire au cours de la période 2019-21 découle d'une orientation budgétaire expansionniste. Cette dernière serait seulement en partie compensée par une baisse des dépenses d'intérêt. La baisse du ratio dette publique sur PIB sur l'horizon de projection est confortée par l'écart favorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal, ainsi que par l'excédent primaire, bien que celui-ci diminue avec le temps.

Lors de sa réunion du 12 décembre 2019, le Conseil des gouverneurs a évalué les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, notamment ceux liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, et en a conclu qu'ils restaient orientés à la baisse mais étaient devenus moins prononcés.

En ce qui concerne l'inflation, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,0 % en novembre 2019, contre 0,7 % en octobre, en raison principalement d'une hausse plus forte des prix de l'alimentaire et des services. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait augmenter quelque peu au cours des prochains mois. À moyen terme, l'inflation devrait progresser, 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 décembre 2019 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,2 % en 2019, de 1,1 % en 2020, de 1,4 % en 2021 et de 1,6 % en 2022. Par comparaison aux projections de septembre 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2020 et légèrement à la baisse pour 2021.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques pour la zone euro

(taux de variation annuels en pourcentages, sauf mention contraire)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2019				PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2019		
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021
PIB réel	1,2	1,1	1,4	1,4	1,1	1,2	1,4
	[1,1 - 1,3]	[0,5 - 1,7]	[0,5 - 2,3]	[0,4 - 2,4]	[0,9 - 1,3]	[0,4 - 2,0]	[0,4 - 2,4]
Consommation privée	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3
Consommation publique	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4
Investissement	4,5	1,7	1,9	2,1	3,1	1,9	2,1
Exportations	2,3	1,9	2,5	2,6	2,3	2,4	3,0
Importations	3,1	2,5	2,8	2,8	2,6	3,1	3,4
Emploi	1,1	0,6	0,5	0,4	1,1	0,5	0,5
Taux de chômage ²	7,6	7,4	7,2	7,1	7,7	7,5	7,3
IPCH	1,2	1,1	1,4	1,6	1,2	1,0	1,5
	[1,2 - 1,2]	[0,6 - 1,6]	[0,7 - 2,1]	[0,8 - 2,4]	[1,1 - 1,3]	[0,4 - 1,6]	[0,7 - 2,3]
IPCH ex énergie	1,2	1,4	1,5	1,6	1,2	1,4	1,6
Solde budgétaire des administrations publiques ³	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-0,8	-0,8	-1,0
Dette brute des administrations publiques ⁴	84,5	83,4	82,3	81,1	83,8	82,5	81,2

Source : BCE

2 Pourcentages de la population active.

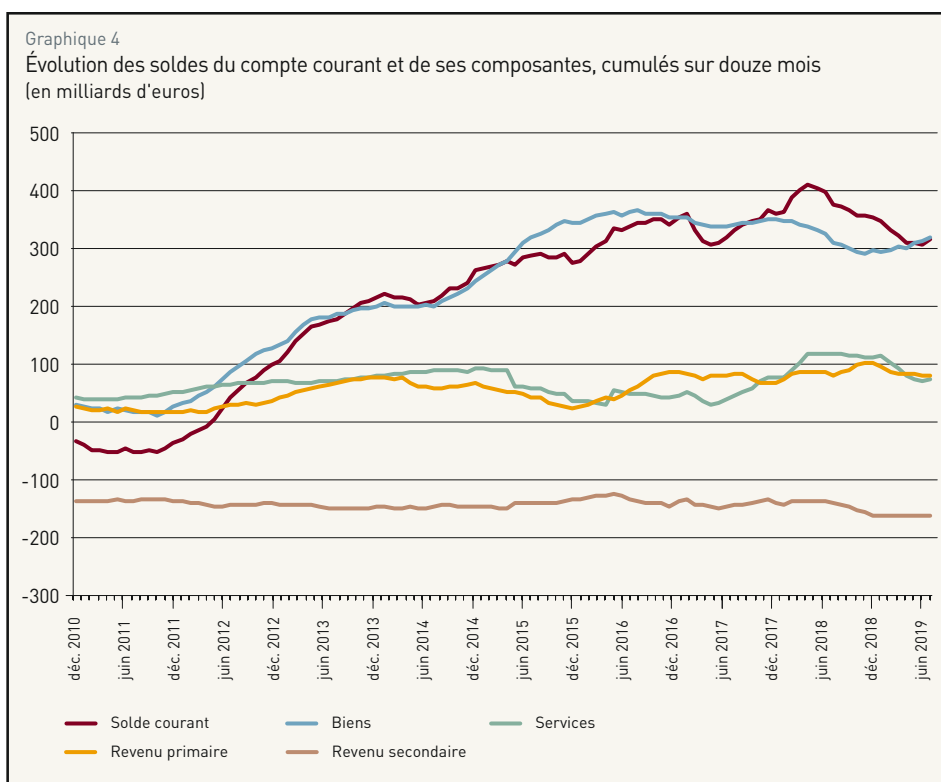
3 Pourcentages du PIB.

4 Pourcentages du PIB.

1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Sur les trois premiers trimestres 2019, la zone euro a dégagé un excédent courant de 204 milliards d'euros (2,3 % du PIB), comparé à un excédent de 247 milliards d'euros (2,9 % du PIB) sur la même période en 2018. Cette baisse provient d'une évolution défavorable du surplus des services, accompagnée d'une aggravation du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.). La détérioration du surplus relatif aux services s'explique par une croissance plus importante des importations (10 %) comparée aux exportations (4 %). La contribution positive la plus importante à l'excédent courant provient, comme d'habitude, des échanges des marchandises, dont le solde positif a progressé de 12 % pour s'établir à 238 milliards d'euros (2,7 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2019.

S'agissant du compte des transactions financières, en 2017 et en 2018 les investisseurs non-résidents avaient réduit leurs placements en titres de dette à long terme émis par la zone euro. Ces titres avaient, en effet, subi des ventes nettes atteignant 136 milliards d'euros en 2017 et 76 milliards d'euros en 2018. Ces évolutions s'expliquaient 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 des trois premiers trimestres 2019, les achats nets par des non-résidents ont repris à concurrence de 209 milliards d'euros. Les titres de dette à court terme de la zone euro avaient aussi fait l'objet d'importantes ventes nettes (80 milliards d'euros en 2018). Sur les trois premiers trimestres 2019, les transactions sur ce type d'instruments se sont à nouveau soldées par des achats nets (15 milliards d'euros). Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents avaient fortement accru leurs achats nets, qui s'élevaient à 454 milliards d'euros en 2017, avant de retomber à 117 milliards d'euros en 2018. Ces mêmes achats nets ont atteint 179 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019.



Source : BCE

De leur côté, les résidents de la zone euro ont réduit leurs placements dans les titres de participation étrangers. Au cours de l'année 2018, les transactions sur ces titres s'étaient soldées par des achats nets de 46 milliards d'euros, contre 203 milliards en 2017. Ces achats nets ont chuté à 17 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019. Après avoir baissé à 156 milliards d'euros au cours de l'année 2018 (contre 457 milliards en 2017), les achats de titres de dette étrangers ont augmenté à 245 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019. Ainsi, les flux d'investissements de portefeuille s'étaient respectivement soldés par des sorties nettes de capitaux de 331 milliards d'euros en 2017 et de 242 milliards d'euros en 2018.

En revanche, les transactions des trois premiers trimestres 2019 se sont soldées par des entrées nettes de capitaux (141 milliards d'euros).

Concernant les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs ont repris, pour atteindre 19 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des sorties nettes de 281 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019, résultantes à la fois d'une baisse des engagements de l'Eurosystème et d'un accroissement des créances des autres institutions financières monétaires.

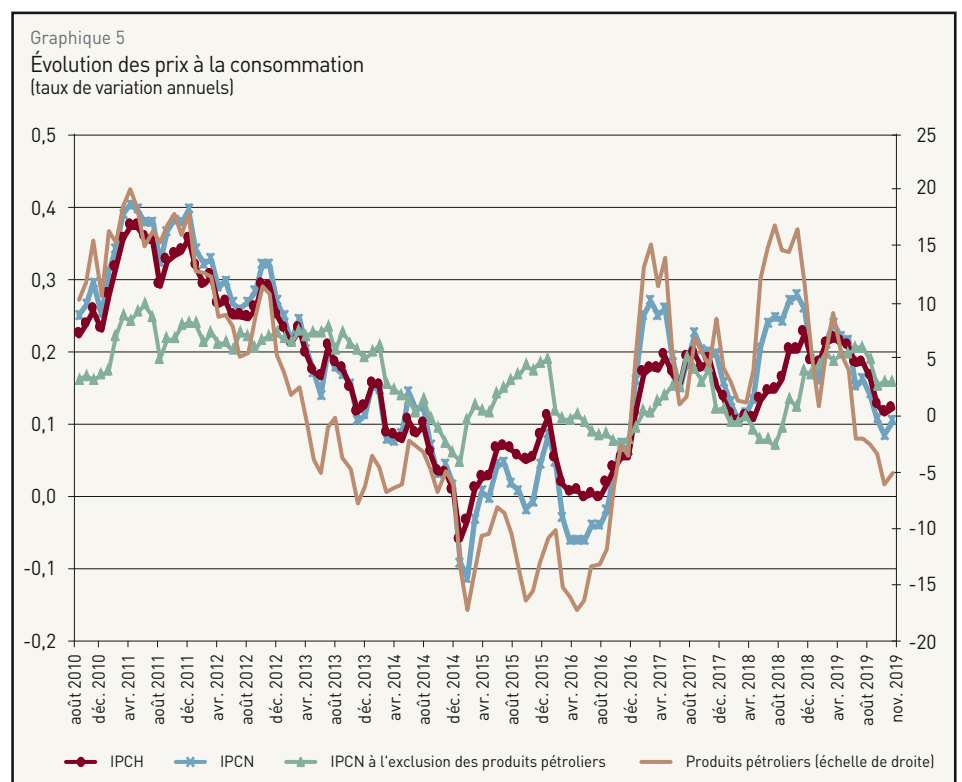
1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

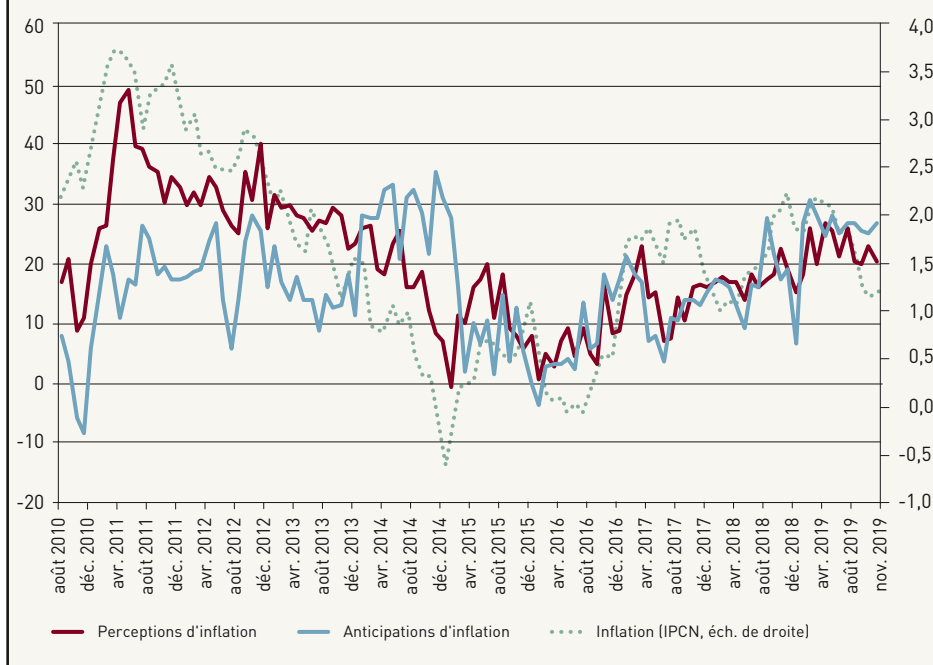
L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), avait ralenti en 2018⁵, mais a accéléré en 2019 pour atteindre 1,7 % en moyenne lors des 11 premiers mois de l'année.

Lors de la première moitié de l'année, l'inflation a été soutenue par l'évolution positive des prix de l'énergie et par l'accélération de l'inflation des services. Cependant, à partir du troisième trimestre, l'inflation a ralenti suite à l'évolution négative des prix de l'énergie et à la décélération des prix des services. L'inflation des services a été particulièrement faible de septembre à novembre, présentant une progression mensuelle négative et se situant sous les 2,0 % en rythme annuel.



⁵ Pour rappel, une mesure du gouvernement modifiant les modalités du chèque-service accueil pour les crèches et les foyers du jour pour enfants, introduite en octobre 2017, avait impliqué un impact de -0,4 p.p. sur l'inflation globale en 2018.

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



Sources : BCL, STATEC

Le différentiel d'inflation avec la zone euro, qui avait été exceptionnellement négatif en 2018, à hauteur de -0,2 p.p., est redevenu positif lors des trois premiers trimestres de 2019, atteignant +0,6 p.p. en moyenne. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel d'inflation qui avait été de -0,5 p.p. en 2018, s'est établi en moyenne à +0,5 p.p. lors des trois premiers trimestres de 2019. Depuis l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 1999, le différentiel cumulé du Luxembourg avec les pays limitrophes a atteint +10,6 p.p. et +8,4 p.p. avec à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL⁶, les anticipations d'inflation et les perceptions d'inflation, qui avaient fortement progressé début 2019, sont restées à un niveau élevé lors des mois suivants et ce,

malgré la décélération progressive de l'inflation à partir du mois de juin.

6 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.

Encadré 1 :

INCIDENCE DES MESURES GOUVERNEMENTALES SUR LES INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION

INTRODUCTION

L'inflation, qui peut être définie comme l'augmentation générale des prix, est calculée sur la base de la variation d'un indice des prix à la consommation. Cet indice synthétique agrège l'ensemble des prix d'un panier de biens et services en utilisant des pondérations issues de la consommation relative des ménages de chaque bien et service. Dans la zone euro, les pays membres utilisent comme mesure de l'inflation l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dont la définition est commune à tous les pays, les compositions étant elles propres à chaque pays.

La BCE adapte sa politique monétaire afin d'atteindre son objectif de stabilité des prix⁷ qui est défini par rapport à l'IPCH. L'IPCH reprend également des variations de prix qui résultent de mesures gouvernementales, qui ne dépendent ni des

7 La stabilité des prix est définie par la BCE comme « un taux annuel inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme ». Voir <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.fr.html>

forces de marché ni de la politique monétaire et que la BCE ne peut donc pas influencer. Il s'agit par exemple, mais pas exclusivement, des variations de prix issues des changements de la taxation indirecte ou des prix qui sont fixés par les administrations publiques. Il peut dès lors être intéressant d'isoler l'évolution de ces derniers et leur contribution à l'inflation globale pour étudier ensuite l'évolution de l'inflation globale à l'exclusion de l'incidence des mesures gouvernementales.

Dans cet encadré nous proposons de présenter une analyse descriptive de la contribution des mesures gouvernementales à l'inflation pour le Luxembourg, ses pays limitrophes et la zone euro sur la période 2004 à 2019. La première partie traite des considérations méthodologiques pour les prix administrés et les indices de prix à taux de taxation constants. La deuxième partie présente une analyse de la contribution des mesures gouvernementales à l'inflation globale au Luxembourg. La troisième partie compare ces évolutions avec ses pays limitrophes et la zone euro. Enfin, la dernière partie conclut l'analyse.

CONSIDÉRATIONS MÉTHODOLOGIQUES

Les pondérations utilisées dans les indices de prix sont généralement calculées en fonction des dépenses de consommation monétaires sur le territoire.⁸ Dans le cas de l'IPCH, ces pondérations comprennent donc les consommations des ménages résidents et non-résidents sur le territoire. Pour le Luxembourg, cela implique que l'IPCH comprend les dépenses effectuées par les touristes et frontaliers. Par contre, ces calculs excluent la consommation des ménages résidents dans les régions limitrophes et dans les lieux de vacances à l'extérieur du Luxembourg.

Certains pays calculent également un indice des prix à la consommation national (IPCN) dont la différence peut tenir à un schéma de pondération différent ou, plus généralement, à une méthodologie différente. Au Luxembourg, l'IPCN est calculé selon la méthodologie de l'IPCH mais ses pondérations sont calculées sur la base de la consommation nationale (c'est-à-dire par les résidents) sur le territoire plutôt que sur la base de la consommation intérieure (qui inclut la consommation des non-résidents) comme c'est le cas pour l'IPCH. Pour la plupart des pays, la distinction entre ces deux concepts est minime mais, dans le cas du Luxembourg, les écarts peuvent être non négligeables du fait de l'importance de la consommation transfrontalière, notamment pour les biens qui sont moins fortement taxés que dans les pays limitrophes, essentiellement les carburants, le tabac et l'alcool. Au Luxembourg, une importance particulière est accordée à l'IPCN, ce dernier étant l'indice de référence dans le mécanisme d'indexation automatique des salaires aux prix. Dans une comparaison européenne, la structure de l'IPCN est d'ailleurs davantage comparable à la structure des indices IPCH des pays limitrophes et de la zone euro. Cet encadré présente les résultats pour le Luxembourg, tant pour l'IPCH que pour l'IPCN.

Il est important de souligner que les prix à la consommation repris dans les indices IPCH et IPCN correspondent au coût réel auquel est confronté le consommateur. Ces prix incluent donc, par exemple, les taxes mais prennent également en compte les remboursements auxquels certains biens ou services donnent droit. Les mesures des autorités publiques peuvent dès lors exercer une influence directe sur les prix à la consommation en faisant varier les taxes indirectes imposées sur les biens vendus (TVA, accises, etc.). Elles peuvent aussi directement fixer ou réguler le prix de certains biens et services. Ces derniers sont généralement dénommés prix administrés.

Eurostat publie des séries qui permettent d'analyser l'incidence des mesures gouvernementales sur les prix à la consommation. Les prix administrés font partie intégrante de l'IPCH et peuvent appartenir à toute sous-composante (agrégats spéciaux) de l'IPCH. Concernant l'incidence des changements de la taxation indirecte, il s'agit des séries de l'IPCH à taux de taxation constants qui reflètent l'évolution des prix telle qu'elle aurait prévalu en l'absence de variation des taxes. Dans cet encadré nous nous proposons d'analyser en détail l'évolution de ces séries.⁹

8 Pour plus d'informations, consulter le manuel méthodologique de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH): <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/9479325/KS-GQ-17-015-EN-N.pdf/d5e63427-c588-479f-9b19-f4b4d698f2a2>

9 La BCL avait déjà analysé les contributions des mesures gouvernementales à l'inflation dans le bulletin 2004/3. http://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/Bull_2004_3/119593_CHAPITRE_02.pdf

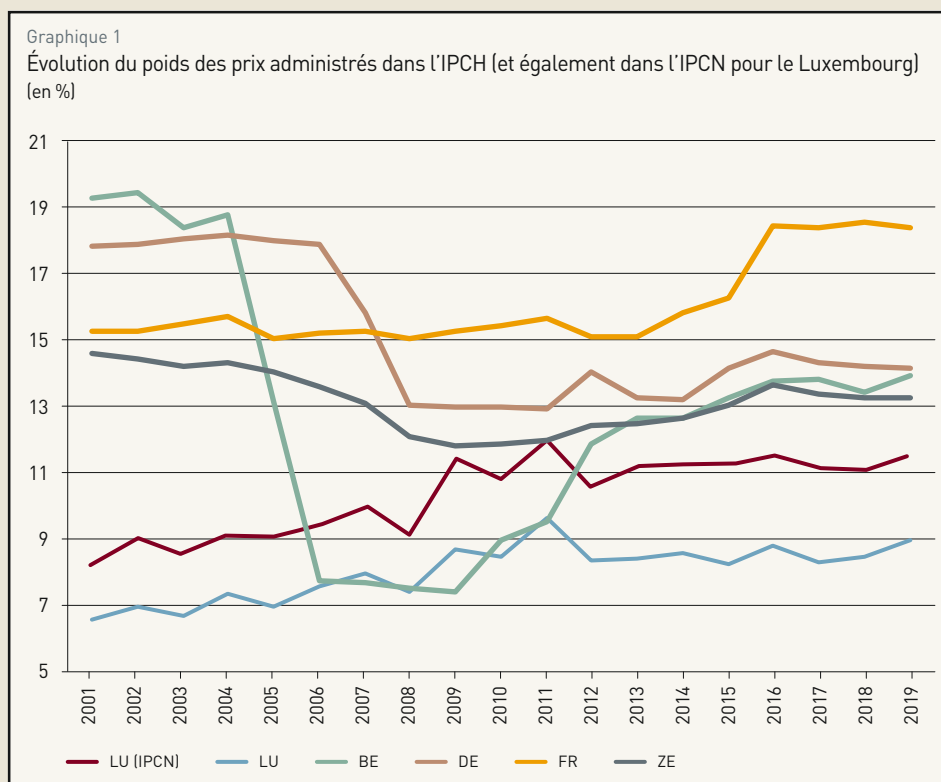
INDICE DES PRIX ADMINISTRÉS

Les biens et services dont les prix sont administrés diffèrent entre pays et, dans le cas du Luxembourg, ils sont identifiés par Eurostat en collaboration avec le STATEC¹⁰. Les prix administrés sont divisés en deux catégories principales : les prix administrés directs et les prix essentiellement administrés¹¹.

La première catégorie comprend les prix qui sont directement fixés par l'État. La seconde catégorie se réfère aux prix sur lesquels l'État exerce une influence significative (par exemple dans le cas où le prix fixé par une entreprise, publique ou privée, doit être approuvé par l'État). L'indice global des prix administrés recouvre ces deux catégories et est celui considéré dans cette analyse. Pour des raisons pratiques, les biens dont les prix sont subsidiés font également partie des prix administrés.¹²

L'État s'entend ici comme toute autorité étatique qu'elle soit centrale, régionale ou locale, qui peut avoir une influence sur les prix payés par les consommateurs. Cela comprend, par exemple, les administrations locales qui fixent les tarifs pour l'alimentation en eau ou l'enlèvement des ordures, mais également la Sécurité sociale qui fixe les remboursements pour les traitements médicaux et, *de facto*, aussi l'évolution des prix finalement payés par les patients. Les prix fixés par les entreprises qui assurent un service public (transport commun, services de poste, etc.) font également partie des prix administrés.

1. PONDÉRATIONS DES PRIX ADMINISTRÉS



Source : Eurostat

10 Voir le communiqué publié par Eurostat lors de la première publication de ces indices de prix en 2010 : https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/272989/HICP-AP_Definitions_Explanations.pdf/2578f921-41e4-4971-8878-ef37627a117e.

11 L'Observatoire de la formation des prix publie chaque semestre une analyse des prix à la consommation au Luxembourg et analyse dans ce cadre l'évolution des prix administrés. Le dernier rapport, portant sur le premier semestre 2019, peut être consulté à l'adresse : <https://odc.gouvernement.lu/fr/publications/rapport-etude-analyse/rapports-observatoire-formation-prix/rapport-semestriel-ofp/rs-ofp-016.html>

12 Techniquement, les subsides peuvent être apparentés à une taxe négative et relèveraient donc plutôt de l'analyse des prix à taux de taxation constants.

que la part des prix administrés en France, avec 18,4 % en 2019, reste nettement supérieure à la moyenne européenne (voir graphique 1).

Le tableau 1 liste les catégories de biens et services qui font partie des prix administrés au Luxembourg ainsi que leurs pondérations dans l'IPCN et l'IPCH.¹³

Tableau 1 :

Prix administrés au Luxembourg (en %, pour l'année 2019)

	POIDS DANS PRIX ADMIN.	POIDS DANS IPCN	POIDS DANS IPCH
Prix administrés directs			
Alimentation en eau	49,8	5,8	4,2
Collecte des ordures ménagères	62,8	7,3	5,3
Reprise des eaux usées	15,4	1,8	1,3
Produits pharmaceutiques : médicaments	80,6	9,3	7,0
Transport de personnes par chemin de fer	21,3	2,5	1,8
Transport de personnes par route	3,6	0,4	0,7
Transports combinés	62,8	7,3	5,7
Services postaux	3,6	0,4	0,3
Prix essentiellement administrés			
Services médicaux/Services paramédicaux	49,8	5,8	4,2
Services dentaires	16,6	1,9	1,6
Services hospitaliers	20,1	2,3	2,0
Cantines	74,6	8,6	8,9
Services de protection sociale	539,1	62,4	46,7
Total	1000	115,7	89,7

Source : Eurostat

Au Luxembourg, la part des prix administrés dans l'IPCH est globalement plus faible que dans l'IPCN, essentiellement parce que d'autres biens ont une part relative beaucoup plus importante dans l'IPCH que dans l'IPCN (comme les biens énergétiques ou le tabac) et parce que les biens et services dont les prix sont administrés sont essentiellement consommés par les résidents.

Les pondérations dans l'IPCH/IPCN se basent sur les dépenses de consommation monétaires des ménages passées¹⁴, ce qui, dans le cadre des prix administrés et plus particulièrement des biens ou services subsidiés, rend leur interprétation délicate. Ainsi, la baisse d'un prix administré ou l'augmentation de la participation de l'État dans le prix d'un bien ou d'un service subsidié (comme ce fut le cas pour les frais de crèches à partir de novembre 2017) amène, à terme, à une diminution de la pondération de ce bien/service dans l'indice total et donc à une baisse du poids des prix administrés. Un bien ou service dont le prix est entièrement subsidié par l'État n'entre d'ailleurs pas du tout dans la composition du panier de biens/services utilisé pour l'IPCH.¹⁵

13 La liste, par pays, des biens et services dont les prix sont administrés est disponible dans le document suivant : <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/272989/HICP-AP-Classification-March-2018/>

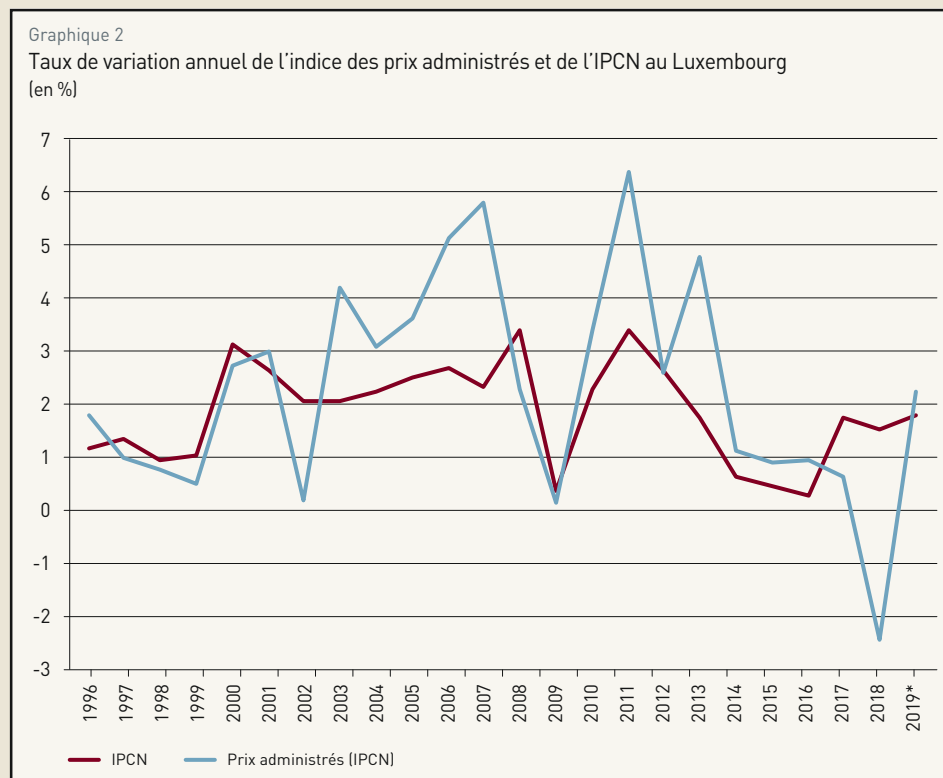
14 Typiquement, les pondérations en vigueur lors d'une année sont basées sur les consommations observées deux années auparavant.

15 En effet, dans ce cas, les ménages n'effectuent pas une dépense de consommation monétaire.

L'introduction de la gratuité des transports publics au Luxembourg en mars 2020 produira aussi deux effets sur l'IPCNI/IPCH. Dans une première étape, en mars 2020, les indices des prix des positions « Transport de personnes par chemin de fer » et « Transports combinés » baisseront fortement lorsque tous les services de transport public sur le réseau national deviendront gratuits. Dans une deuxième étape, en 2022, les pondérations de ces positions (qui seront basées sur les dépenses de consommation de 2020) devraient fortement baisser, car elles ne refléteraient plus que les services de transport public qui sont restés payants (comme la 1^{ère} classe dans les trains).

Une variation de la composition de l'indice des prix administrés peut également résulter du retrait ou du rajout de certains biens ou services dans la catégorie des biens administrés, en fonction des choix opérés par Eurostat et pris d'un commun accord avec les instituts statistiques nationaux. Ces choix se font en fonction des critères appliqués pour définir un bien/service dont le prix est administré. Dans les pays limitrophes, depuis 2001, on observe une combinaison de retraits et d'ajouts. Au Luxembourg, en revanche, il n'y a eu aucun rajout et trois retraits.¹⁶ Malgré ces retraits, la pondération des prix administrés a augmenté au cours du temps, ce qui peut s'expliquer par une consommation de plus en plus importante, en valeur, des biens et services dont les prix sont administrés. Cela peut donc être dû à une variation des quantités ou des prix, ou des deux.

2. ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX ADMINISTRÉS



Sources : Eurostat, STATEC, calculs BCL.
2019* : onze premiers mois

Historiquement, les prix administrés ont tendance à être plus dynamiques que l'IPCNI. L'inflation globale annuelle moyenne sur la période 1996-2018 s'est établie à 1,9 % alors que l'inflation moyenne des prix administrés a été de 2,3 %. Ce phénomène est particulièrement visible sur la période 2003-2013 (voir graphique 2). Toute autre chose égale par ailleurs, ces évolutions différenciées impliquent une augmentation mécanique de la part des prix administrés dans l'IPCNI. Depuis 2014, le différentiel d'inflation entre les deux séries a reculé et a même été négatif en 2017 et

16 Il s'agit des catégories : électricité (position retirée de l'indice des prix administrés à partir de 2008), autres services liés aux véhicules personnels (retirée à partir de 2012) et services sportifs et récréatifs (retirée à partir de 2017). En 2019, la pondération totale de ces trois catégories était égale à 2,7 % de l'IPCNI et 3,5 % de l'IPCNI.

2018. En 2018, l'inflation des prix administrés a été négative¹⁷, une première depuis les calculs de cette série, mais elle est redevenue positive en 2019.

INDICE DES PRIX À TAUX DE TAXATION CONSTANTS

Depuis octobre 2009, Eurostat publie des indices des prix à la consommation à taux de taxation constants. Ces indices sont disponibles pour l'indice des prix à la consommation harmonisé global (IPCH) et les principales sous-composantes.

L'idée sous-jacente dans les calculs des indices à taux de taxation constants consiste à appliquer les taux de taxation d'une période de référence (dans ce cas-ci il s'agit du mois de décembre de l'année précédente) aux prix hors taxes de la période sous considération.¹⁸ Cela permet de calculer un indice de prix tel qu'il aurait été si le taux de taxation n'avait pas varié. La différence entre le taux de variation de l'indice des prix « classique » (et qui intègre donc la taxation qui change) et de l'indice des prix à taux de taxation constants donne une indication de la contribution des taxes à l'inflation globale. Les taxes principalement considérées dans ces calculs sont la TVA et les accises. Le terme taux de taxation doit donc s'interpréter aussi bien comme le pourcentage du prix d'un bien (taxe *ad valorem*) que comme un montant forfaitaire prélevé sur une unité d'un bien.

Cette méthodologie a l'avantage d'être mécanique et transparente. Elle a néanmoins aussi l'inconvénient de ne pas prendre en compte l'impact des changements de taxation sur les prix hors taxes.

L'hypothèse implicite de cette approche est que la variation des taxes est entièrement transmise aux prix à la consommation (*full passthrough*), ce qui, selon le niveau de concurrence sur le marché des produits et, plus généralement, selon l'élasticité-prix du bien considéré, peut être plus ou moins réaliste. Il est probable que, dans de nombreuses situations et en tout cas à court terme, l'entreprise absorbe une partie de l'augmentation des taxes en réduisant sa marge de profit (équivalant à une baisse du prix hors taxes), ce qui ne sera pas capturé par les indices à taux de taxation constants.

Une seconde hypothèse sous-jacente est que la transmission d'un changement de taxe aux prix à la consommation est instantanée puisque le taux de taxation de référence utilisé est le même quel que soit le mois de l'année considéré. À nouveau, selon le contexte, cette hypothèse est plus ou moins réaliste. Dans certains cas, l'entreprise anticipe le changement de la taxation indirecte et adapte ses prix de vente avec l'entrée en vigueur du changement ; dans d'autres cas, elle n'adapte ses prix qu'avec un certain délai.

Sur la base de ces deux éléments, l'indice des prix à taux de taxation constants peut donc être considéré comme une indication de la limite supérieure de l'impact des taxes sur l'inflation globale.

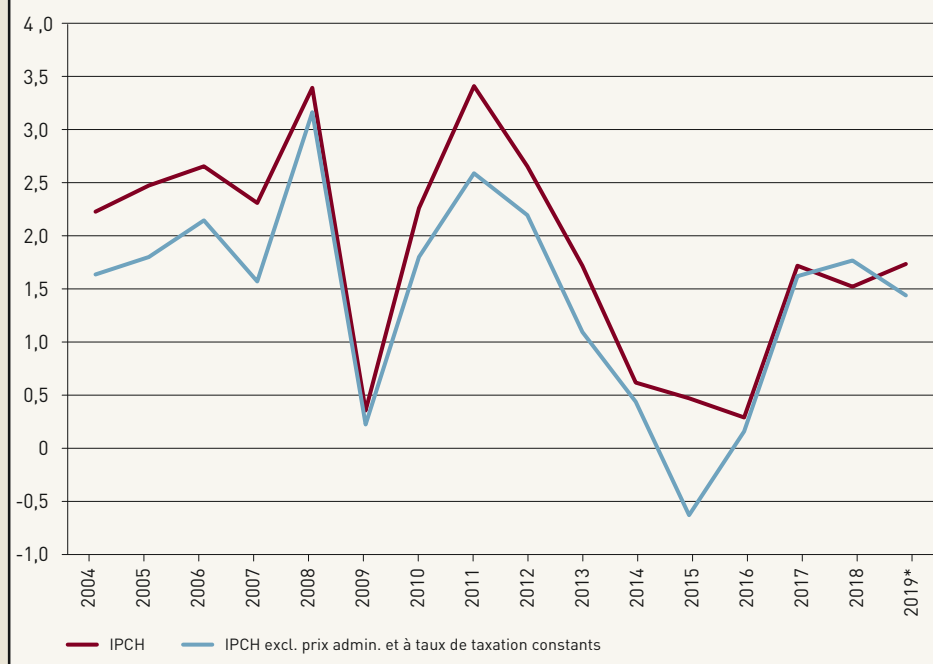
Le graphique 3 présente les taux de variation annuel de l'IPCH et de l'IPCH à taux de taxation constants pour le Luxembourg. L'inflation à taux de taxation constants est généralement inférieure à l'inflation globale, les taxes étant plus souvent relevées qu'abaissées. Les deux séries présentent néanmoins une dynamique similaire et sont généralement très proches, excepté lorsqu'une mesure importante sur la taxation est introduite. Ce fut notamment le cas au Luxembourg en 2015, lors de l'augmentation généralisée de deux points des taux de TVA.¹⁹ Lors de cette année, le taux d'inflation de

17 Une mesure du gouvernement modifiant les modalités du chèque-service accueil pour les crèches et les foyers du jour pour enfants avait été introduite fin 2017 et avait impliqué un impact de -3,1 p.p. sur les prix administrés et -0,4 p.p. sur l'inflation globale en 2018.

18 Pour ce faire, Eurostat doit donc également calculer les prix hors taxes. Pour une présentation détaillée de la méthodologie de calcul des indices à taux de taxation constants, voir *HICP-CT manual*, HICP 09/547 rev. 3, October 2009, Eurostat. https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/272986/HICP-CT_manual_2009.pdf/cc914f3f-ac65-43c8-85ec-f76ed5819122

19 Seul le taux super-réduit de 3 % n'avait pas été augmenté.

Graphique 3
Taux de variation annuel de l'IPCH et de l'IPCH à taux de taxation constants au Luxembourg
(en %)



Source : Eurostat.
2019* : onze premiers mois

gouvernementales, c'est-à-dire sans changement de la taxation indirecte et sans changement des prix administrés. Jusqu'en 2016, le taux d'inflation globale de l'IPCH a toujours été plus important (ou confondu) que le taux d'inflation excluant les mesures gouvernementales. Ce ne fut toutefois pas le cas en 2018 où l'exclusion des mesures gouvernementales donne lieu à une inflation plus élevée.

Sur le même graphique, une vision plus fine des mesures gouvernementales est donnée par les bâtons qui représentent la contribution à l'inflation globale des changements de taxation pour différentes catégories de biens ainsi que la contribution des prix administrés. Les contributions à l'inflation correspondent au taux de variation annuel de la sous-composante multipliée par son poids dans l'indice global. Elles présentent l'avantage de montrer les changements dans l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation, que ce soit à cause du taux de variation des prix administrés, de la variation de la taxation indirecte ou à cause des changements de pondérations. En revanche, l'utilisation des pondérations implique que les contributions ne correspondent pas à la différence entre les deux courbes.²¹

l'IPCH a été quasiment nul et aurait même été négatif sans le relèvement des taux de TVA²⁰, la différence s'élevant à 1,1 p.p. (graphique 3).

CONTRIBUTION DES MESURES GOUVERNEMENTALES À L'INFLATION AU LUXEMBOURG

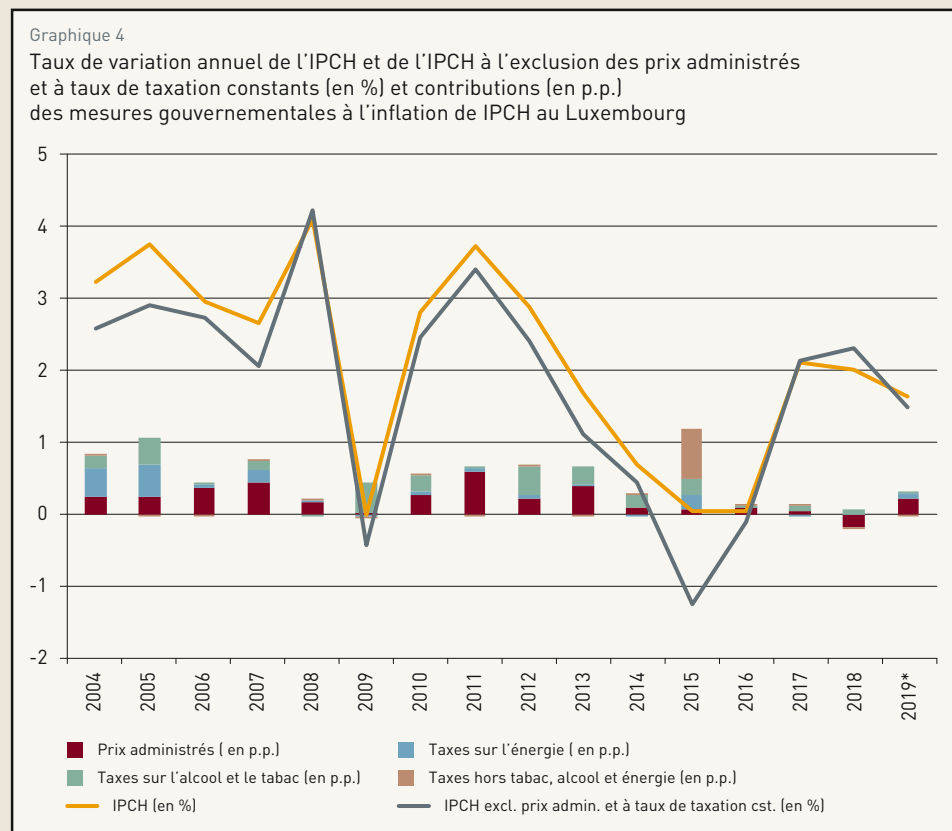
Dans cette section, l'impact total des mesures gouvernementales sur l'inflation au Luxembourg est présenté.

Les courbes du graphique 4 représentent le taux d'inflation annuel de l'IPCH et de l'IPCH à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants. Ce dernier peut être interprété comme le taux d'inflation tel qu'il aurait été sans mesures

20 Voir aussi BCL (2015) « Impact de l'augmentation de la taxation indirecte sur les prix à la consommation, Bulletin », 2015-1, pp.18-19.

21 Aussi, une contribution positive des taxes et des prix administrés à l'inflation globale n'implique pas forcément que l'inflation à l'exclusion des mesures gouvernementales soit inférieure à l'inflation globale. En effet, si le taux de variation des taxes et des prix administrés est positif mais inférieur à l'inflation globale, alors l'exclusion des mesures gouvernementales dans l'inflation donne une inflation plus élevée (ce qui a par exemple été le cas en 2008).

Historiquement, exception faite du plus fort de la crise en 2008 et 2009, les prix administrés ont contribué de manière positive et importante à l'inflation. Après la crise, la situation semblait être revenue à la normale mais, depuis 2014, cette contribution a nettement reculé, s'établissant à des niveaux très faibles, alors que l'inflation était également très basse. En 2018, la contribution des prix administrés a même été négative (essentiellement suite à la mesure gouvernementale changeant les modalités de remboursement des frais de crèches) impliquant une inflation excluant les mesures gouvernementales plus élevée que l'inflation globale. Une évolution négative des prix administrés est exceptionnelle, tant pour le Luxembourg que pour ses pays voisins et la zone euro dans son ensemble.



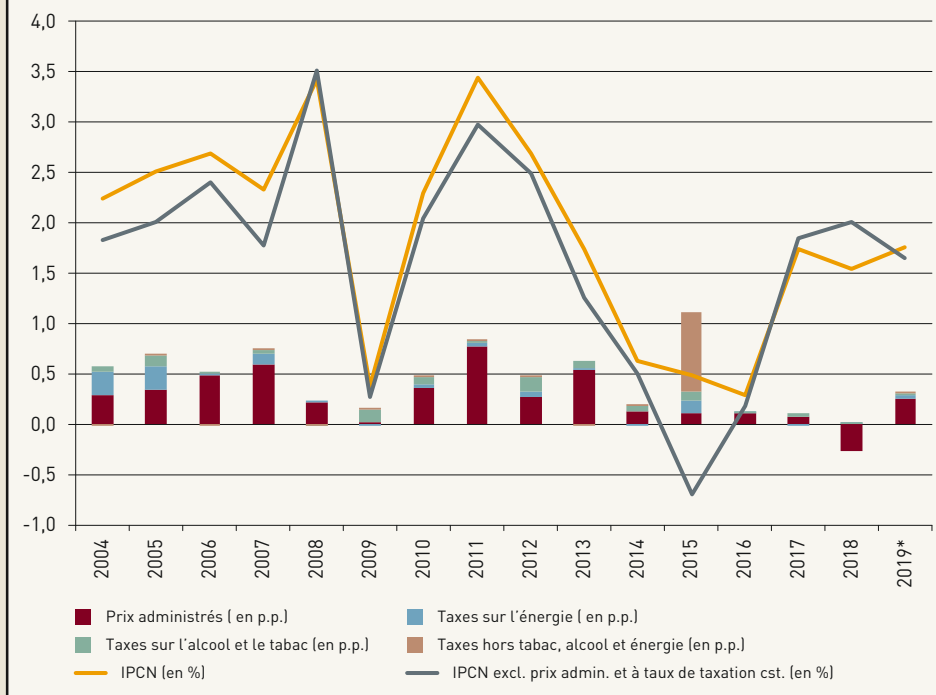
Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL.
2019* : onze premiers mois

La dynamique des contributions de la taxation indirecte est plus erratique. Les changements de taxation sur l'énergie²² ont ainsi contribué de manière positive à l'inflation globale en 2004 et 2005 mais ont depuis été relativement faibles. Depuis 2009, les modifications de taxes sur l'alcool et le tabac ont généralement plus contribué à l'inflation que les taxes sur l'énergie, mais leur contribution est minime depuis 2016. En 2015, la hausse généralisée de la TVA a fortement contribué à l'inflation globale qui, par ailleurs, aurait été négative, abstraction faite de cette mesure.

22 Il s'agit principalement des adaptations des droits d'accises sur l'essence, le diesel et le gasoil chauffage. Cette contribution regroupe aussi les incidences des adaptations des taux de TVA sur ces produits.

Graphique 5

Taux de variation annuel de l'IPCN et de l'IPCN à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants (en %) et contributions des mesures gouvernementales (en p.p.) à l'inflation de l'IPCN au Luxembourg



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL.
2019* : onze premiers mois

biens ont une pondération bien moins importante dans l'IPCN que dans l'IPCH. L'écart le plus significatif s'observe au niveau des contributions des taxes sur l'alcool et le tabac qui sont beaucoup plus faibles dans le cas de l'IPCN. Les contributions des taxes sur l'énergie sont également moindres mais la différence est moins marquée.

Exception faite de l'année 2015, l'influence des mesures gouvernementales sur l'inflation au Luxembourg s'est amoindrie ces dernières années et a même été négative en 2018. D'un point de vue historique, la différence entre l'inflation globale et l'inflation à l'exclusion des mesures gouvernementales est généralement relativement faible, d'autant plus si on considère l'IPCN plutôt que l'IPCH.

Le graphique 5, qui est le corollaire du graphique 4, présente le taux d'inflation annuel de l'IPCN et de l'IPCN à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants. Il reprend également les contributions des différentes mesures gouvernementales au taux d'inflation de l'IPCN²³.

La dynamique est sensiblement la même que pour l'IPCH (graphique 4), mais le niveau des contributions peut varier de manière non-négligeable. Les contributions des prix administrés sont par exemple supérieures dans le cas de l'IPCN du fait de leur pondération plus importante. Concernant les taxes sur l'énergie, le tabac et l'alcool, leurs contributions à l'inflation mesurée par l'IPCN sont plus faibles parce que ces

23 Les informations présentées sur ce graphique ont été calculées par la BCL sur la base des informations disponibles auprès du STATEC et d'Eurostat. Les prix administrés sont directement calculés sur la base des données du STATEC. Pour ce qui est des prix à taux de taxation constants, ceux-ci sont calculés par Eurostat uniquement dans leur version IPCH et selon une méthodologie difficilement reproductible. Pour dériver des indices IPCN à taux de taxation constants, nous avons utilisé le rapport entre les indices à taux de taxation constants IPCH et les indices (classiques) des sous-agrégats de l'IPCH principalement concernés par les changements de taxation indirecte (à savoir l'alcool, le tabac et l'énergie) que nous avons appliqués aux indices IPCN. Cette approximation donne des résultats tout à fait plausibles et réalistes. Elle nécessite une légère adaptation lors d'une augmentation généralisée des taux de TVA, comme ce fut le cas en 2015, car tous les biens et services sont concernés par l'augmentation de la TVA, et pas seulement ceux qui avaient été isolés dans les calculs.

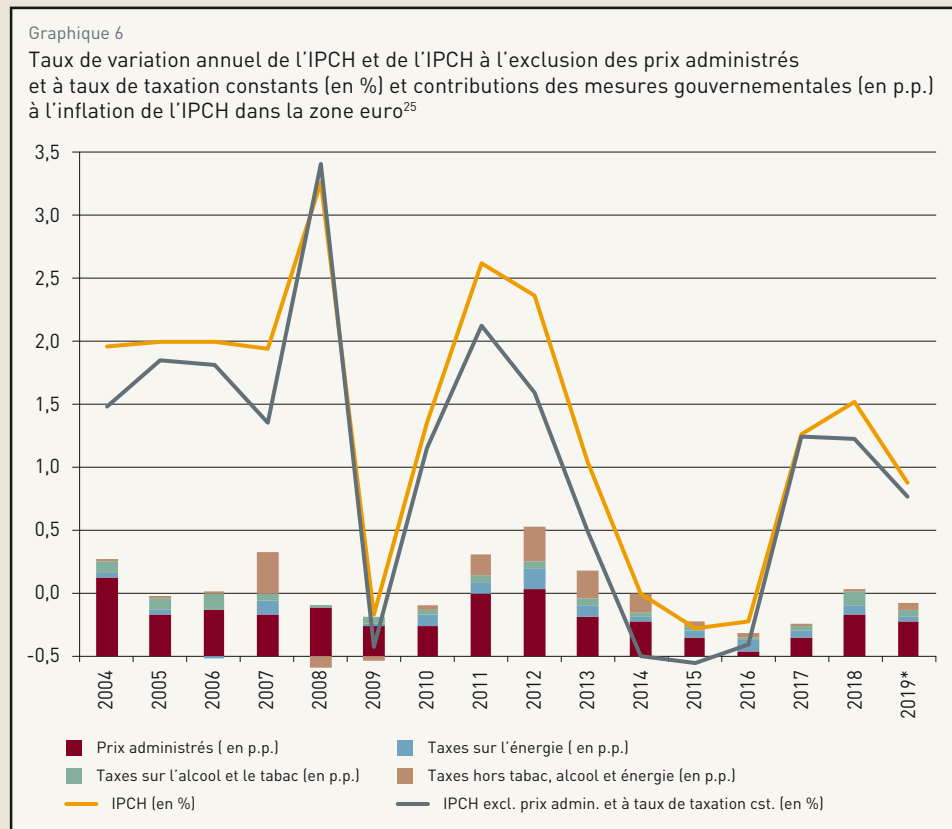
COMPARAISON DU
LUXEMBOURG AVEC
LA ZONE EURO ET LES
PAYS LIMITOPHES

Le graphique 6, qui est le corollaire du graphique 4, présente les données pour la zone euro²⁴. Il s'agit du taux d'inflation annuel de l'IPCH et de l'IPCH à exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants.

Les contributions des mesures gouvernementales dans la zone euro présentent un certain nombre de différences par rapport à la dynamique observée au Luxembourg. Tout d'abord, la contribution des prix administrés à l'inflation globale n'a quasiment pas régressé lors des années 2008-2010. En revanche, comme au Luxembourg, elle a fortement reculé sur la période

2015-2017. Depuis, elle est revenue à des niveaux plus élevés mais reste en-deçà de ceux observés auparavant. La deuxième différence significative tient à la contribution importante, lors de certaines années, des taxes hors tabac, alcool et énergie. Il s'agit essentiellement de 2007 et des années de 2011 à 2014. Cela s'explique principalement par l'augmentation généralisée des taux de TVA dans certains pays à ces périodes. En 2007, l'Allemagne a fortement relevé le taux de TVA, passant de 16 % à 19 %. Au début des années 2010, et au lendemain de la crise 2008-2009, de nombreux pays européens ont relevé leur taux de TVA afin d'augmenter les recettes fiscales. Citons, par exemple, l'Italie (2011 et 2013), le Portugal (2011), la Slovaquie (2011), l'Irlande (2011 et 2012), l'Espagne (2012), les Pays-Bas (2012), la Finlande (2013) et la France (2014).

Depuis 2015, la fin de ces épisodes de hausse des taxes indirectes combinée au recul des contributions des prix administrés a globalement impliqué un recul des contributions gouvernementales à l'inflation globale. Cette baisse se déroule toutefois dans un contexte d'inflation très faible et, bien qu'en recul, les contributions des mesures gouvernementales ont dès lors plutôt soutenu l'inflation. Cela est d'ailleurs visible sur le graphique 6 où, à l'exception de 2017, l'inflation à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants est toujours inférieure à l'inflation globale.

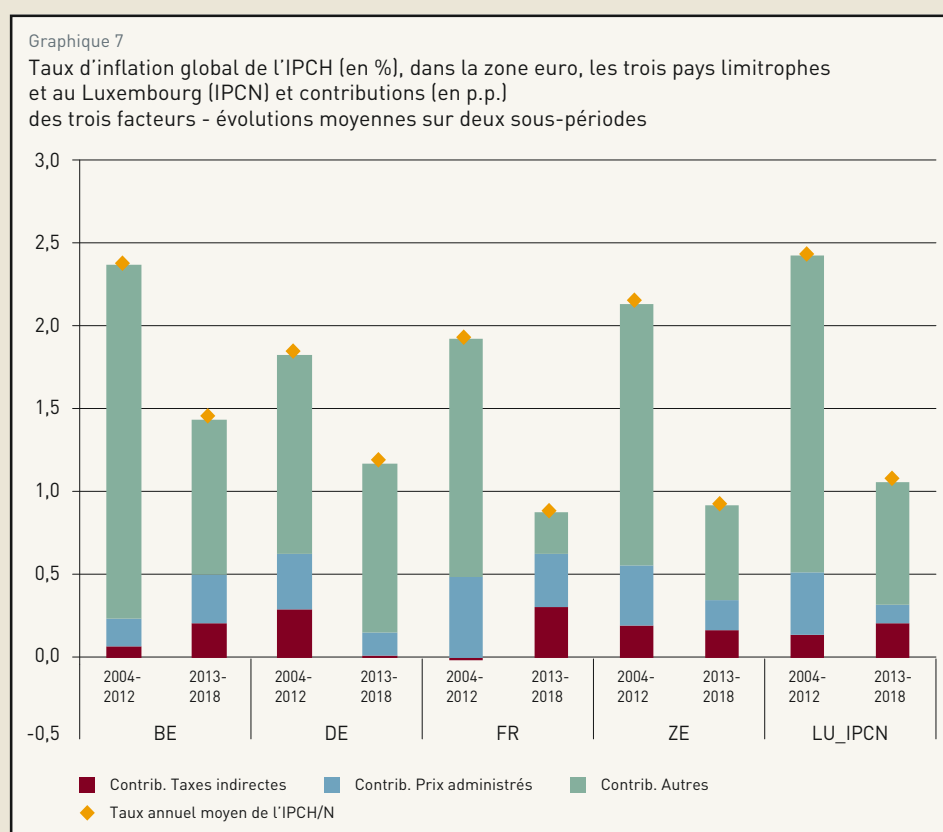


Sources : Eurostat, calculs BCL.
2019* : dix premiers mois

24 Voir aussi BCE (2011), « Gauging the impact of indirect taxation on euro area HICP inflation », Bulletin mensuel de mars 2011 et BCE (2013), « The impact of recent changes in indirect taxes on the HICP », Bulletin mensuel de mars 2012.

25 L'IPCH à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants n'est pas publié par Eurostat. Il a été estimé par agrégation sur la base de l'IPCH à taux de taxation constants et de la composante des prix administrés de l'IPCH. L'inflation des prix administrés a été supposée identique, que les taxes varient ou non.

Dans la suite de l'analyse, l'échantillon est fractionné en deux sous-périodes qui correspondent à des périodes d'inflation moyenne élevée (2004-2012) et d'inflation moyenne faible (2013-2018). Une analyse du Fonds Monétaire International²⁶ montre que, dans les pays industrialisés, le recul récent de l'inflation a été essentiellement observé dans le secteur des services, l'inflation relative aux biens étant plutôt à la hausse. Parmi les services dont l'inflation a été faible, voire négative, on peut citer les services médicaux, l'éducation, les services de transport, soit des domaines dans lesquels l'intervention de l'État est très présente. Cette observation laisse place à une interrogation sur le rôle que peuvent avoir eu les autorités publiques sur la faible inflation observée au cours de ces dernières années.



Sources : Eurostat, STATEC, calculs : BCL

« Autres composantes » a reculé de 1,6 p.p. sur la période 2004-2012 à 0,6 p.p. sur la période 2013-2018.

Le Luxembourg présente une dynamique relativement similaire mais la baisse de la contribution des mesures gouvernementales à l'inflation se décompose en un fort recul de la contribution des prix administrés et une stabilisation de la contribution des taxes indirectes, suite à la hausse généralisée de la TVA en 2015.

La Belgique et la France ont connu une évolution différente. Dans ces deux pays, les contributions des mesures gouvernementales ont en effet progressé lors de la période 2013-2018 par rapport à la période antérieure. La Belgique a introduit un *tax shift* à partir de 2016, compensant une baisse des charges sur les salaires des employés par une augmentation de la taxation indirecte. De son côté, la France a fortement augmenté les accises sur le tabac et l'alcool ses dernières années et elle a légèrement augmenté la TVA en 2014.

26 Voir FMI, World Economic Outlook, avril 2018, encadré 1.2 p. 37-39, « What Has Held Core Inflation Back in Advanced Economies? ».

L'Allemagne est un cas particulier puisqu'elle modifie rarement ses taux de taxation, l'exception étant l'augmentation généralisée de la TVA en 2007, qui explique d'ailleurs la contribution positive des taxes sur la période 2004-2012. Depuis, l'Allemagne n'a plus modifié ses taux de TVA ; les accises sur les carburants n'ont plus été modifiées depuis 2003. En conséquence, depuis 2008, l'entièreté des contributions des mesures gouvernementales à l'inflation en Allemagne est imputable aux prix administrés. D'ailleurs, celles-ci sont désormais en deçà de la moyenne de la zone euro.

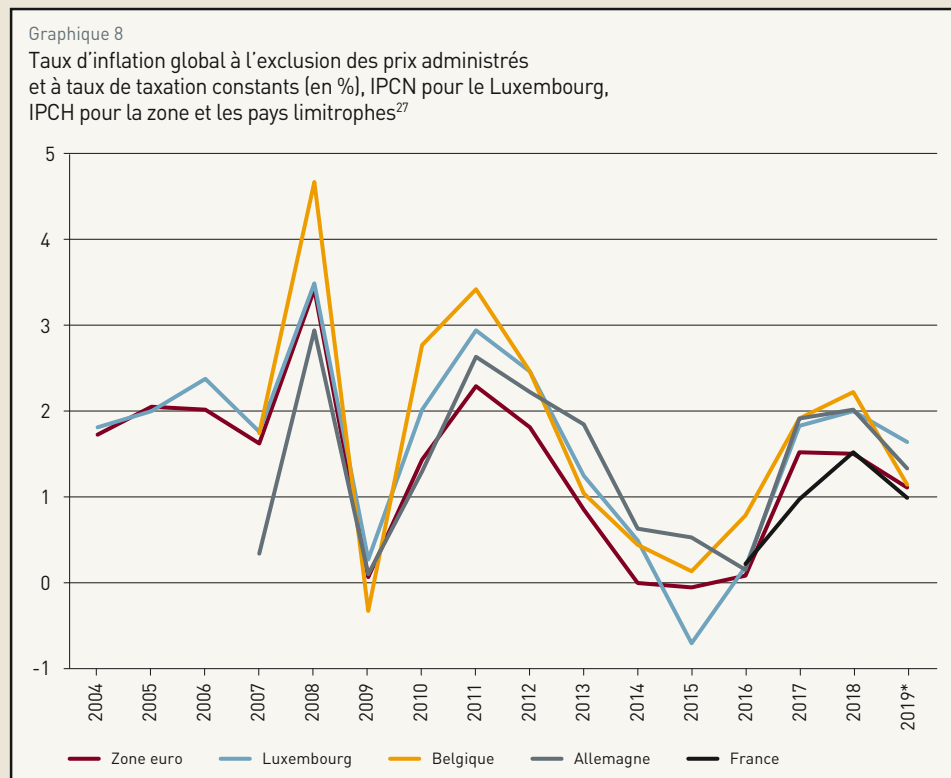
Au lieu d'isoler l'incidence des mesures gouvernementales sur le taux de progression de l'IPCH global, le graphique 8 présente le taux de variation annuel de l'IPCH à l'exclusion des prix administrés et à taxation indirecte constante, pour le Luxembourg, la zone euro et les trois pays limitrophes.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel moyen de cet indice a reculé de 1,8 % sur la période 2004-2012 à 0,7 % sur la période 2013-2018. Après avoir atteint un creux en 2014 et 2015 (0,0 %), l'inflation hors mesures gouvernementales a progressivement accéléré par la suite pour atteindre 1,5 % en 2017 et 2018. Elle a de nouveau reculé lors des dix premiers mois de 2019, à 1,1 % en moyenne.

Le Luxembourg et ses pays voisins affichent un profil assez similaire à celui de la zone euro. Depuis 2016, en France, le taux d'inflation à l'exclusion des prix administrés et à taxation indirecte constante est inférieur au taux d'inflation observé dans la zone euro. Par contre, en Allemagne, en Belgique et au Luxembourg (IPCN), ce taux a été supérieur au taux observé dans la zone euro.

En Allemagne, en 2007 (année de la hausse généralisée de la TVA), l'inflation à l'exclusion des prix administrés et à taux de taxation constants semble anormalement basse par rapport à la zone euro et aux pays voisins. Dans ce cas de figure, il est possible que l'augmentation de la TVA n'ait pas été entièrement

transmise aux prix à la consommation, contrairement à ce qui est supposé être le cas dans le calcul des indices à taux de taxation constants. De ce fait, pour cette année, la contribution de la variation de la taxation indirecte à l'inflation globale serait surestimée et, par conséquent, l'inflation à l'exclusion de la taxation indirecte (et des prix administrés) serait sous-estimée. La même remarque peut s'appliquer à l'augmentation de la TVA au Luxembourg en 2015. À l'exception de ces deux cas, les séries semblent globalement évoluer de concert.



Sources : Eurostat, STATEC, calculs BCL.
2019* : onze premiers mois

27 Les données en niveaux pour la France ne sont disponibles que depuis décembre 2014.

CONCLUSION

Dans la zone euro ou au Luxembourg, le recul de la contribution des mesures gouvernementales à l'inflation globale observé au cours des dernières années doit être appréhendé dans un contexte d'inflation faible. Dans les pays voisins du Luxembourg (à l'exception de l'Allemagne), ces contributions ont progressé. Néanmoins, que ce soit dans la zone euro, au Luxembourg ou dans ses pays limitrophes, les mesures gouvernementales ont continué de soutenir l'inflation globale comme en témoigne la progression de l'inflation à l'exclusion des mesures gouvernementales qui est généralement inférieure à la progression de l'IPCH.

En revanche, les prix administrés, qui constituaient la contribution la plus importante des mesures gouvernementales à l'inflation, ont eu tendance à reculer et l'ampleur de ce recul a été plus important que celui observé pour la contribution des taxes. Les prix administrés jouent désormais un rôle moindre qu'auparavant. Au Luxembourg, la contribution des prix administrés a même été négative en 2018, impliquant une inflation hors mesures gouvernementales plus importante que l'inflation globale, ce qui est exceptionnel.

1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient rebondi en 2018, progressant de 4,6 %. Au premier trimestre 2019 ils ont fortement reculé avant d'enregistrer une très légère baisse au deuxième et troisième trimestre.

Le secteur des biens intermédiaires et des biens de consommation, qui avaient soutenu la progression des prix de l'ensemble des biens industriels en 2018, ont été à l'origine du recul des prix à la production au premier trimestre 2019. Le second trimestre a enregistré des prix à la production quasiment stables, soutenus par l'évolution positive des prix des biens de consommation, alors que les prix des autres biens reculaient modérément. Au troisième trimestre, le recul modéré des prix à la production a trouvé son origine dans un recul des prix des biens de consommation, compensé par un rebond des prix des biens énergétiques.

Les prix à la construction ont accéléré en 2018, pour atteindre une hausse annuelle de 2,6 % en fin d'année. En avril 2019, les prix à la construction ont progressé de 1,5 % par rapport à octobre 2018. Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression soutenue avec une hausse de 7,0 % en 2018. Au premier trimestre 2019, les prix immobiliers ont progressé de 0,9 % sur base trimestrielle et ont fortement accéléré à 5,1 % au deuxième trimestre.

Tableau 3 :

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

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

* 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

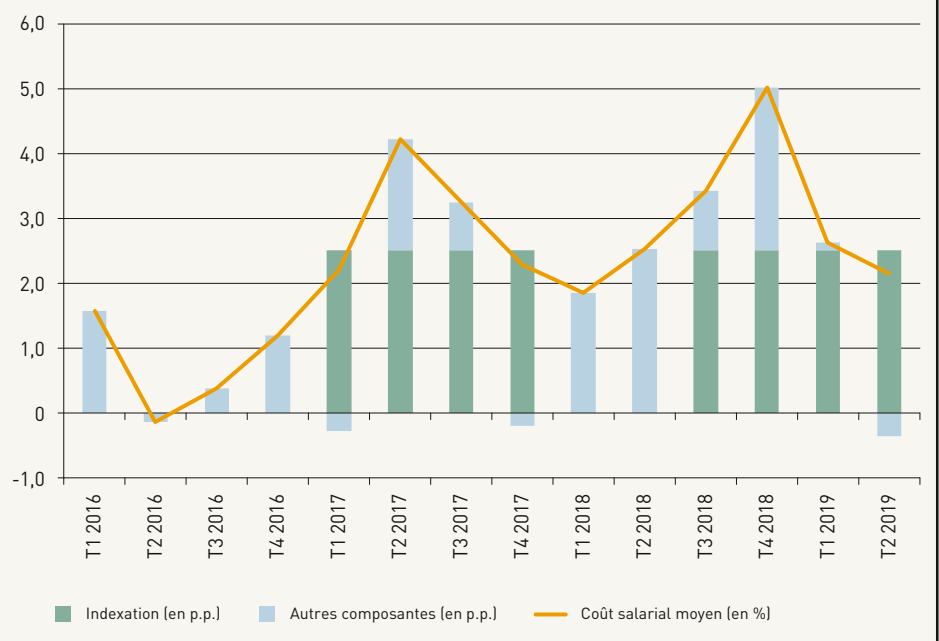
La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en octobre 2019, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 2,1 % au deuxième trimestre 2019, après une hausse de 2,6 % au trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression s'explique exclusivement 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 révélée négative à -0,4 p.p.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme le ralentissement du coût salarial moyen, mais témoigne d'une progression 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 que partiellement comparables, en raison de l'existence de divergences méthodologiques²⁸.

Abstraction faite de ces différences, les données administratives permettent cependant d'affiner l'analyse en décomposant le coût salarial moyen en divers éléments. Aussi, sur base des fichiers mensuels de la Sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé de 2,8 % au deuxième trimestre 2019. Cette hausse s'expliquerait principalement par la contribution des salaires de base,

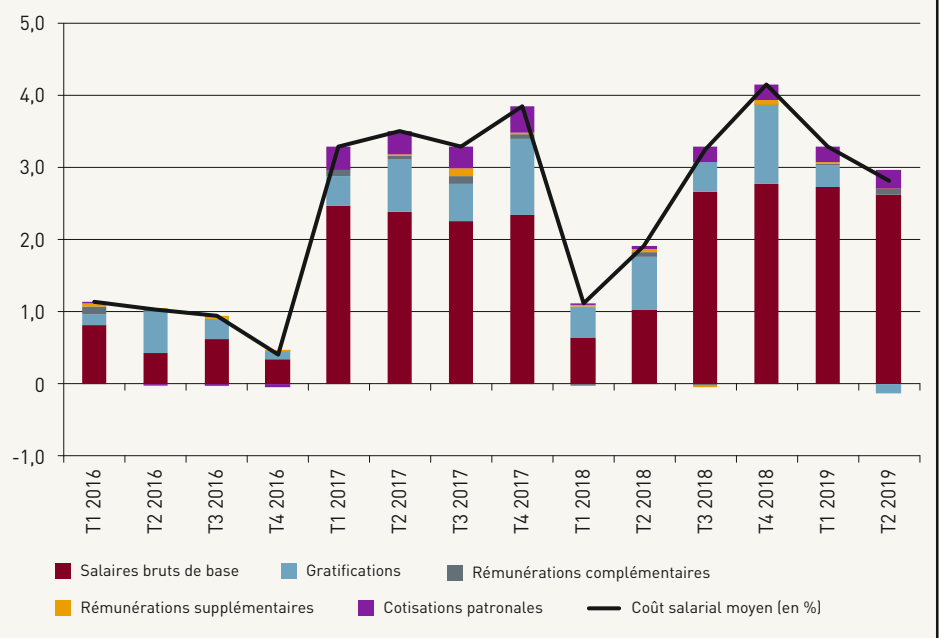
28 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

Graphique 7
Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 8
Contributions des différents éléments de rémunération à la progression annuelle du coût salarial moyen
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Remarque : les rémunérations complémentaires correspondent à des "éléments de rémunération qui sont payables mensuellement mais dont le montant est susceptible de varier d'un mois à l'autre (p.ex. les primes de rendement, les commissions, les primes sur objectifs etc.)". Ces rémunérations complémentaires se distinguent des autres rémunérations non récurrentes telles les gratifications ou autres primes. Le salaire brut de base correspond à la rémunération de base telle que stipulée dans le contrat de travail, Ce salaire inclut les suppléments de rémunération dont le montant reste fixe d'un mois à l'autre (p.ex. une allocation de famille) ainsi que toute augmentation, prévue par la loi (p.ex. suite à l'ajustement du salaire social minimum ou suite au paiement d'une tranche indiciaire) ou telle que stipulée dans le contrat de travail ou une convention collective.

Sources : IGSS, calculs BCL

tandis que l'apport des primes et gratifications distribuées se serait inscrit en retrait par rapport aux mois précédents.

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 autres activités de services (+4,3 %), la branche « information et communication » (+3,2 %) et la construction (+3,0 %).

Tableau 4 :

Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019
Industrie, y compris énergie	0,2	-0,1	0,8	-0,5	0,0	1,9	0,9	2,4	0,7	0,2
Construction	-0,5	1,2	2,4	-0,9	1,7	2,4	4,0	5,7	3,3	3,0
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,7	0,5	1,0	-0,1	1,2	3,4	3,3	4,4	2,0	2,6
Information et communication	2,5	-1,8	1,0	2,0	1,8	4,5	1,5	1,5	3,6	3,2
Activités financières et d'assurance	1,5	-0,6	2,1	-1,1	0,2	2,2	-0,1	5,3	1,7	0,7
Activités immobilières	-0,6	2,0	0,9	-1,8	2,3	3,2	2,7	3,9	2,3	1,6
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	1,6	2,2	2,7	-2,7	0,2	0,8	3,6	7,3	3,6	2,3
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,9	1,9	0,2	-0,1	0,5	3,0	6,9	4,4	2,9	2,3
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,4	3,0	0,5	0,5	0,4	0,6	4,2	4,6	4,3	4,3
Coût salarial moyen - économie totale	1,4	1,1	1,3	-1,1	0,8	2,5	3,4	5,0	2,6	2,1

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

Sources : Statec, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'un ralentissement 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. En revanche, la contribution des composantes dites réelles s'est révélée négative. 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.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Le marché du travail montre des signes de ralentissement depuis quelques mois. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé en glissement annuel de 3,8 % au deuxième trimestre 2019, une croissance stable par rapport au trimestre précédent. Selon des estimations du STATEC²⁹, la progression de l'emploi aurait ensuite ralenti à 3,7 % en moyenne au troisième trimestre 2019.

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

Tableau 5 :

Emploi et chômage

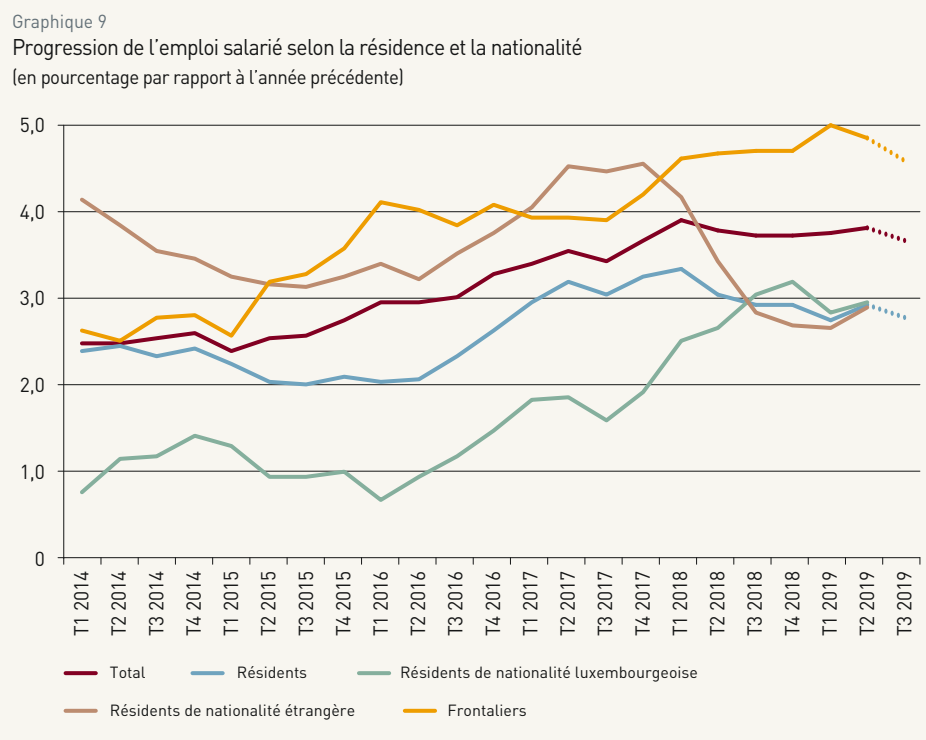
(taux de variation annuel moyen, sauf pour le taux de chômage)

	2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019*
Emploi salarié total	3,8	3,8	3,8	3,7
Salariés frontaliers	4,7	5,0	4,8	4,6
Salariés résidents	2,8	2,6	2,8	2,8
Travailleurs indépendants	2,7	2,4	3,2	2,6
Emploi total	3,7	3,7	3,8	3,6
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	17,6	12,6	3,0	0,3
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	13,7	-4,5	-2,3	4,3
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	-5,7	-5,8	2,2	2,1
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	5,4	5,3	5,4	5,4
Mesures pour l'emploi	-7,1	-15,0	-18,1	-13,8
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large)	-6,1	-8,0	-2,7	-1,7

Remarque : les données relatives au troisième 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 vu sa progression ralentir. L'écart de croissance entre emploi frontalier et résident s'est établi à 2,0 p.p. au deuxième trimestre 2019, après 2,4 p.p. le trimestre précédent. Selon les données provisoires, cet écart aurait à nouveau diminué au troisième trimestre 2019. La progression annuelle de l'emploi résident s'est maintenue à un niveau proche de 3 %, soit à un rythme largement supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise (égale à une croissance de 1,9 % en moyenne entre janvier 1998 et août 2008). Par ailleurs, une décomposition par nationalité révèle que l'emploi des résidents de nationalité luxembourgeoise a continué de croître à un rythme proche de celui des résidents étrangers.



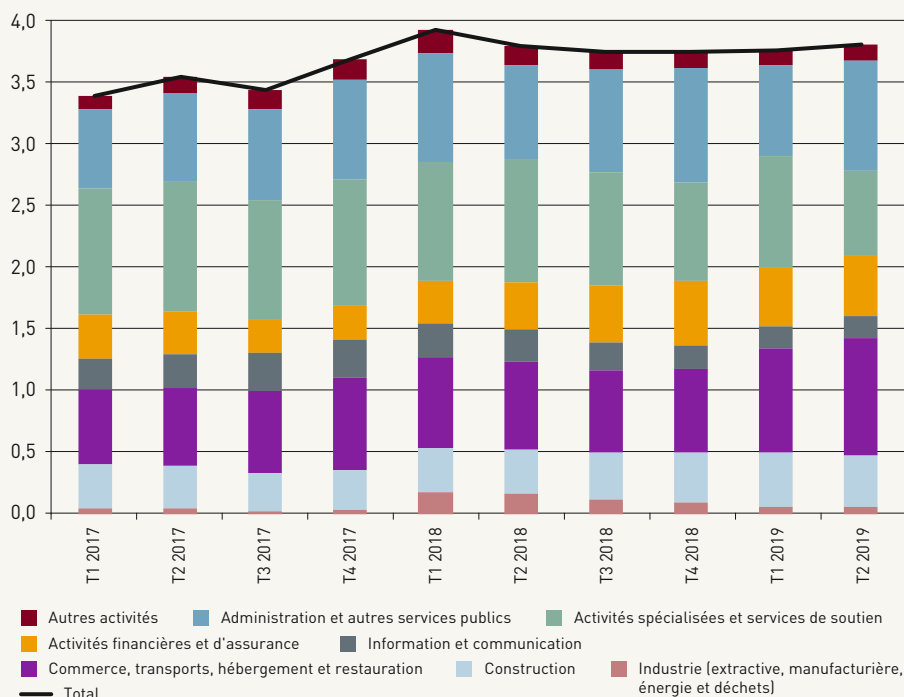
Remarque : les données relatives au troisième trimestre 2019 demeurent provisoires. Par ailleurs, lors de la rédaction de ce bulletin, la répartition de l'emploi salarié résident par nationalité n'était pas encore disponible en ce qui concerne le troisième trimestre 2019.

Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 10

Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique

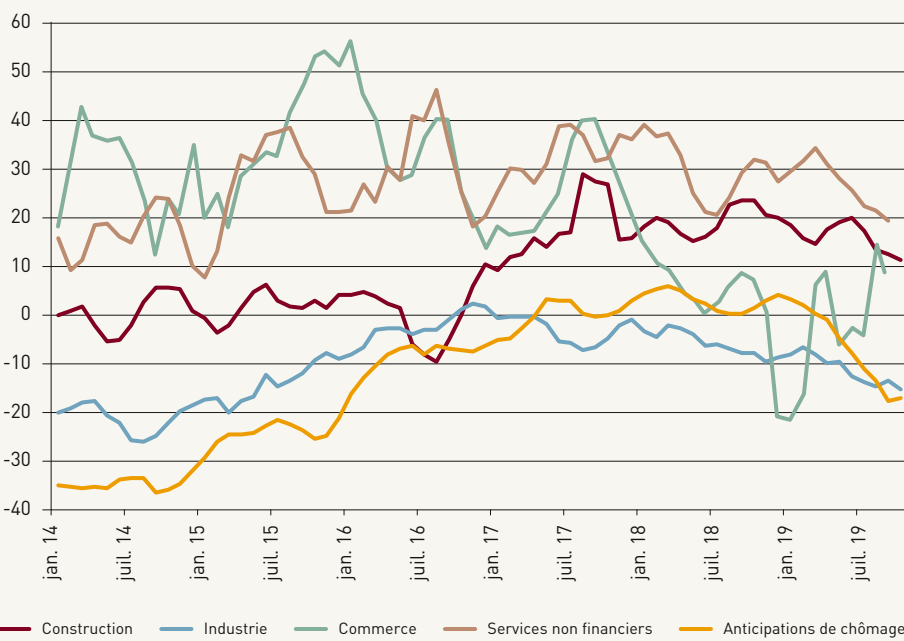
(en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Graphique 11

Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique et anticipations des ménages relatives à l'évolution du chômage (moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Sources : BCL, Commission Européenne, STATEC, calculs BCL

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, montre que deux secteurs ont continué à se démarquer en tant que principaux moteurs de la croissance de l'emploi au Luxembourg. Ils s'agit des branches « commerce, transports et HORECA » et du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation). Les services aux entreprises ont également continué à contribuer fortement à la croissance annuelle de l'emploi, mais leur contribution a diminué au deuxième trimestre 2019, ce qui pourrait indiquer un essoufflement de l'activité dans ce secteur. D'autre part, le secteur financier au sens large a contribué 0,5 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié total et la construction a contribué 0,4 p.p.³⁰.

Dans une optique prospective, l'emploi intérimaire, généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi, a diminué en glissement annuel de 3 % au deuxième trimestre 2019 (et de 2,3 % en juillet). Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent pas encore de déterminer si cette récente baisse reflète un trou d'air passager ou, au contraire, un revirement de tendance sur le marché du travail.

Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, ont diminué au cours

30 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 dans le secteur bancaire a également progressé en glissement annuel.

des derniers mois dans les services non financiers et la construction, tout en demeurant positives. Après s'être fortement détériorées au printemps 2019, les anticipations d'évolution de l'emploi se sont redressées dans le commerce. Par ailleurs, les perspectives d'embauches dans l'industrie ont continué de diminuer mais restent au dessus de leur moyenne de long terme.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail a généré un stock de plus de 7 500 offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) en moyenne sur les dix premiers mois de l'année 2019. Ceci représente une hausse d'environ 4 % par rapport à la période correspondante en 2018. Le taux d'emplois vacants est donc largement supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise³¹. En flux, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM s'est établi à près de 3 400 unités en moyenne au cours des mois allant de janvier à octobre 2019, en baisse de 2,2 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au cours des dix premiers mois de 2019, un tiers des offres d'emplois provenaient des services aux entreprises et des activités immobilières (y compris le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil). Les contributions de ces branches ont été suivies 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 maintenu stable à 5,3 % en octobre 2019, après la hausse observée au cours des premiers mois de l'année 2019. Le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a connu une forte baisse tout au long de l'année 2018, mais s'est inscrit en hausse entre les mois d'avril et octobre 2019 (de 2,1 % en moyenne en base annuelle) et ce, pour la première fois depuis fin 2014³².

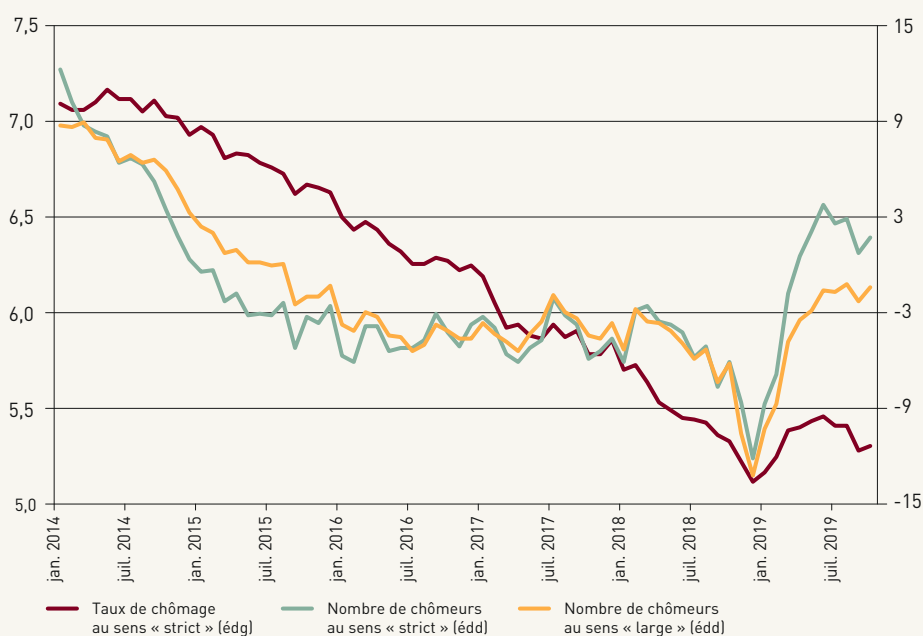
La détérioration du chômage observée en début d'année 2019 doit être quelque peu nuancée et ce pour plusieurs raisons. D'abord, au mois de décembre 2018, l'ADEM a introduit une nouvelle procédure d'inscription des demandeurs d'emploi. Ce changement d'ordre technique a pu engendrer un décalage dans le temps de la prise en compte des nouvelles inscriptions dans les statistiques (et a pu amplifier la décrue du taux de chômage au tournant de l'année). Cette situation devrait s'être normalisée en début d'année 2019. D'autre part, en janvier 2019 le Revenu Minimum Garanti a été remplacé par le Revenu d'Insertion Sociale (REVIS), ce qui est susceptible d'avoir augmenté 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 travail³³. Les prochaines publications de données permettront de déterminer si la récente hausse du chômage s'explique exclusivement par ces phénomènes d'ordre purement techniques ou, au contraire, par un revirement de nature conjoncturelle.

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

32 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.

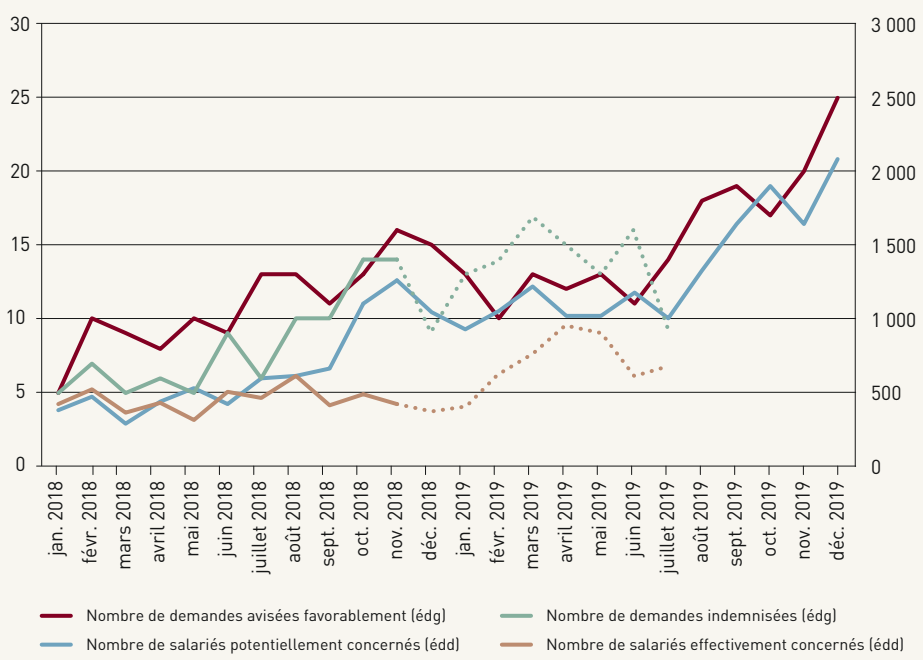
33 Désormais, pour tout ménage souhaitant bénéficier du REVIS, chaque adulte membre qui n'exerce pas d'activité professionnelle ou ne poursuit pas des études fait l'objet d'un profilage par l'ADEM afin de déterminer sa capacité d'intégration sur le marché de l'emploi. Si la personne est jugée apte à 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), seul la personne membre du ménage percevant le RMG et désignée en tant que « demandeur principal » devait s'inscrire auprès de l'ADEM.

Graphique 12
Évolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en taux de variation annuel)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 13
Évolution du chômage partiel
(en nombre)



Remarque: les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement touchés demeurent provisoires en ce qui concerne l'année 2018 et 2019.

Sources : Comité de conjoncture, calculs BCL

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 4 200 en moyenne au cours des dix premiers mois de 2019, soit 14,7 % de moins qu'il y a un an.

En ce qui concerne le chômage partiel, au cours du deuxième semestre 2019 le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est inscrit en hausse de 82 %, en glissement annuel. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires mais indiquent également une augmentation du recours au chômage partiel de près de 75 % au cours des sept premiers mois de l'année 2019, en comparaison annuelle. Ces évolutions suggèrent un ralentissement de l'activité dans l'industrie manufacturière.

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 des trois premiers trimestres de 2019 reculant de 1,7 % en moyenne. Sur la même période, la sidérurgie a également reculé, de manière plus prononcée.

L'indicateur de confiance dans l'industrie, qui avait baissé en 2018, a accentué son recul lors des onze premiers mois de 2019 et se situe dorénavant en deçà de sa moyenne historique.

Cette dynamique défavorable est également observée, dans une moindre mesure, au sein 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, a de nouveau baissé lors des trois premiers trimestres de 2019 (-1,3 % en moyenne). La production industrielle dans la zone euro se situe toutefois à des niveaux proches des niveaux d'avant-crise. Au Luxembourg en revanche, la production reste 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)

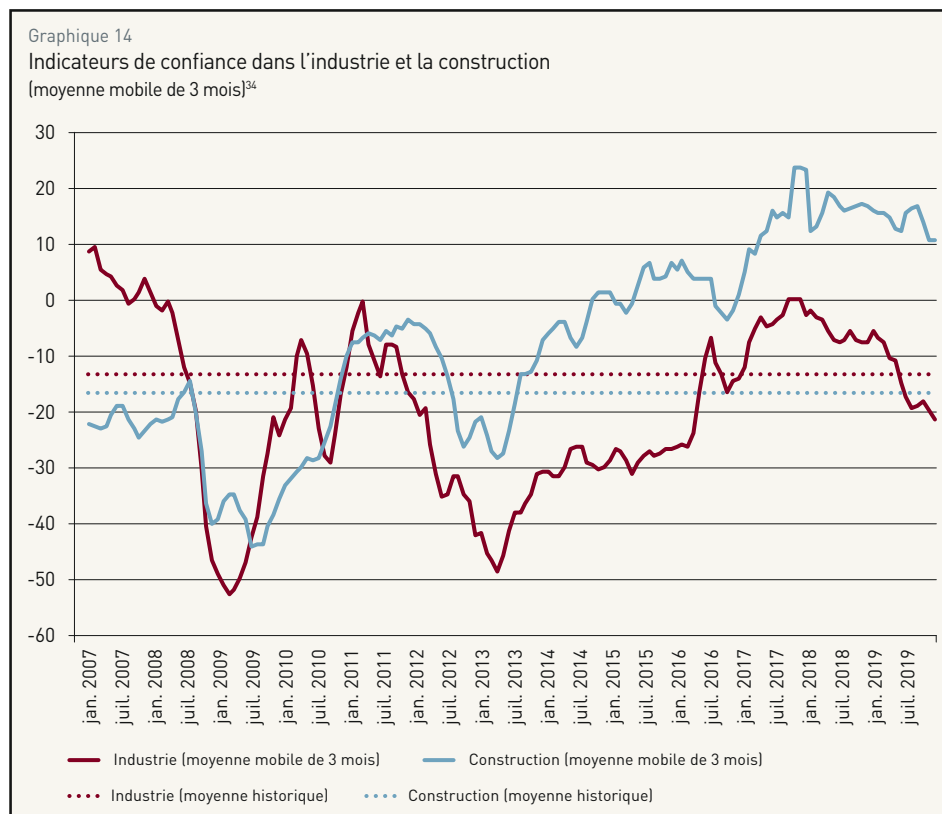
	2017	2018	2019-T1	2019-T2	2019-T3
Industrie					
Production par jour ouvrable - Total	3,7	-1,2	-1,5	-1,5	-2,0
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	-7,0	14,3	-5,0	-10,0	-7,8
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	3,9	-1,4	-1,2	-1,4	-1,9
Construction					
Production par jour ouvrable - Total	1,2	3,6	2,2	-0,7	3,1
Heures travaillées	1,1	3,7	1,6	1,0	3,9
Permis de bâtir	2,4	11,1	41,6	-23,5	

Sources : STATEC, calculs BCL

L'activité dans le secteur de la **construction**, qui avait fortement rebondi en 2018, a ralenti lors des trois premiers trimestres de 2019 mais est restée en progression (1,4 % en moyenne). La production par jour ouvrable a été pénalisée par un second trimestre en recul alors que la progression nombre d'heures travaillées restait positive lors de ce trimestre. L'évolution au troisième trimestre est plus encourageante et se situe dans la même dynamique que l'année passée.

Après avoir progressé de 11,1 % en 2018, le nombre de permis de bâtir a progressé de 9,0 % en moyenne lors des deux premiers trimestres de 2019.

La confiance dans ce secteur est globalement en recul mais l'indicateur synthétique issu des enquêtes de conjoncture reste à des niveaux historiquement élevés (voir le graphique 14).



Sources : Commission européenne, calculs BCL

34 Données corrigées pour les variations saisonnières.

1.2.3.2 Le commerce et les autres services non financiers

Dans le commerce de gros et de détail, les ventes ont ralenti au troisième trimestre 2019, tandis qu'elles ont fortement progressé dans le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles (voir tableau). Des effets de base favorables, liés aux faibles niveaux du troisième trimestre 2018 expliquent ce dernier résultat. En effet, le chiffre d'affaires (CA) dans le secteur commerce et réparation d'automobiles et de motocycles avait fortement reculé en septembre 2018 suite à l'entrée en vigueur au 1^{er} septembre 2018 des nouvelles normes d'homologation cohérentes avec le WLTP (en anglais *Worldwide harmonised Light vehicle Test Procedure*)³⁵. Dans le même registre, les immatriculations automobiles ont aussi fortement reculé en septembre 2018, bien qu'elles se soient redressées au troisième trimestre 2019. Les dernières données disponibles concernent le mois de novembre 2019. Elles indiquent une forte hausse des immatriculations (12,0 % après 13,8 % en octobre) en raison des effets de base encore favorables. Les statistiques couvrant les pays de l'Union européenne, disponibles pour le mois d'octobre 2019, bénéficient aussi de ces effets de base (+8,7 % en octobre).

Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du chiffre d'affaires a poursuivi sa modération au troisième trimestre 2019 par rapport aux rythmes observés en 2017 et 2018. Dans le secteur des transports, les évolutions ont été contrastées. Au troisième trimestre 2019, dans le transport aérien et le transport fluvial le chiffre d'affaires a accéléré en glissement annuel, tandis qu'il a ralenti dans le transport terrestre. Dans le secteur de l'entreposage et des services auxiliaires des transports, le chiffre d'affaires a enregistré un nouveau recul.

Tableau 7 :

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

	2017	2018	2018-T3	2018-T4	2019-T1	2019-T2	2019-T3
Immatriculations de voitures	4,4	0,1	-1,8	-12,3	4,0	-0,6	1,7
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	6,4	4,5	-1,6	0,5	8,6	1,9	9,8
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	11,5	6,4	7,6	13,5	8,9	17,2	2,4
Commerce de détail	-25,5	6,5	7,8	8,7	5,0	6,0	4,5
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC et VCMS)	3,0	4,1	4,6	5,4	1,6	4,8	3,8
Hôtels et restaurants	5,0	4,9	4,3	5,8	4,5	4,2	3,6
Transports aériens	17,9	7,7	6,6	-5,9	5,6	5,3	7,5
Transports par eau	0,8	-15,3	-16,3	-0,6	12,3	6,1	8,6
Transports terrestres	7,2	4,5	7,1	5,7	5,7	5,3	3,1
Entreposage et services auxiliaires des transports	12,5	6,7	4,1	-7,4	-5,3	-13,6	-8,1

* En valeur

Note : Les secteurs du commerce, des transports et de l'entreposage 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 publique (Codes NACE O à Q).

Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.3.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a baissé en septembre et octobre pour retrouver son niveau le plus bas depuis décembre 2016. Il a enregistré une nette amélioration en novembre 2019.

35 Le cycle d'homologation WLTP, qui a remplacé le précédent cycle NEDC (en anglais *New European Driving Cycle*), consiste en une série de tests plus complexes et d'une plus longue durée, avec une nouvelle épreuve routière plus proche des conditions normales d'utilisation d'un véhicule.

Novembre a été marqué par une stabilité des composantes relatives à la situation financière passée des ménages et à leurs intentions en termes d'achats importants. Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg et celles concernant leur situation financière ont été fortement révisées à la hausse.

Au niveau de la zone euro, la confiance des consommateurs s'est légèrement redressée au mois de novembre, rejoignant ainsi son niveau de juin 2019. Entre juin et novembre 2019, le niveau de confiance des consommateurs a nettement reculé en Belgique, tandis qu'il a augmenté en Allemagne et en France.

Tableau 8 :

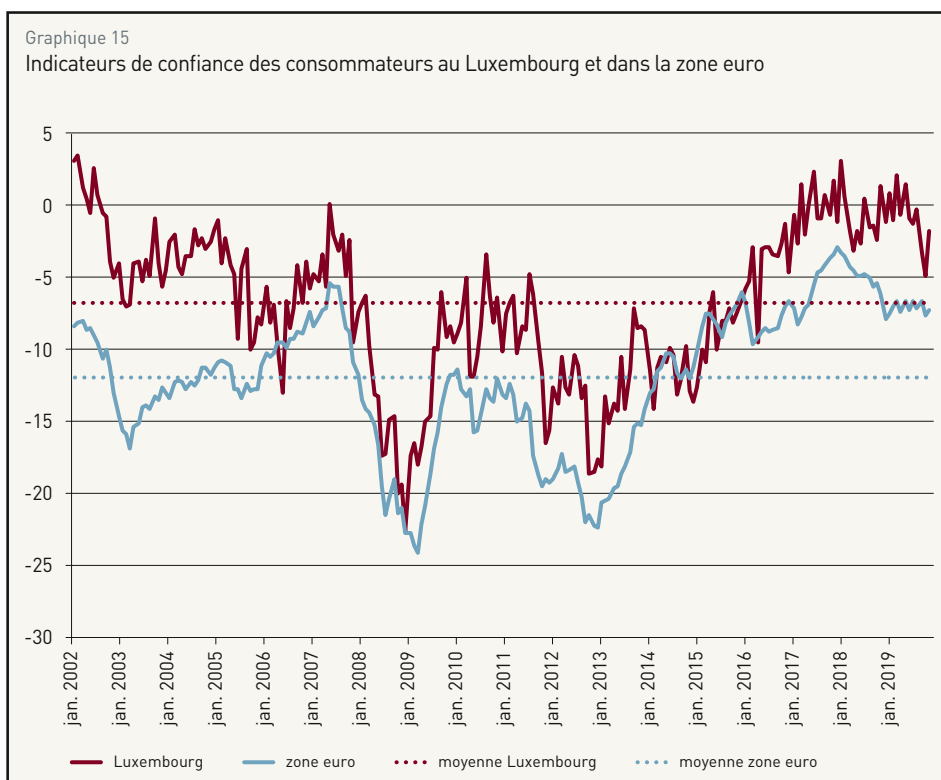
Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS	SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG- ANTICIPATIONS	SITUATION FINANCIÈRE PASSÉE DES MÉNAGES	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES- ANTICIPATIONS	ACHATS IMPORTANTES - INTENTIONS DES MÉNAGES
2017	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
	juin	-1	6	0	6	-16
	juillet	-1	4	-2	6	-13
	août	0	5	-2	6	-10
	septembre	-3	-3	-5	4	-9
	octobre	-5	-8	-2	2	-12
	novembre	-2	0	-2	7	-12

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

Graphique 15
Indicateurs de confiance des consommateurs au Luxembourg et dans la zone euro



Sources : BCL, Commission européenne

Encadré 2 :

PREMIERS RÉSULTATS DE L'ÉDITION 2018 DE L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES AU LUXEMBOURG

Cet encadré présente les principaux résultats de la troisième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg (LU-HFCS). Cette édition de l'enquête a été conduite en 2018 par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) en collaboration avec le *Luxembourg Institute of Socio-Economic Research* (LISER). L'objectif était de recueillir des informations détaillées sur les bilans des ménages (leurs actifs et leurs passifs) ainsi que sur leurs revenus et leur consommation. Ces informations permettent d'analyser la dette et le patrimoine des ménages et leur distribution à travers la population. Au Luxembourg, l'enquête LU-HFCS est la seule source de données détaillées sur les bilans des ménages individuels.³⁶

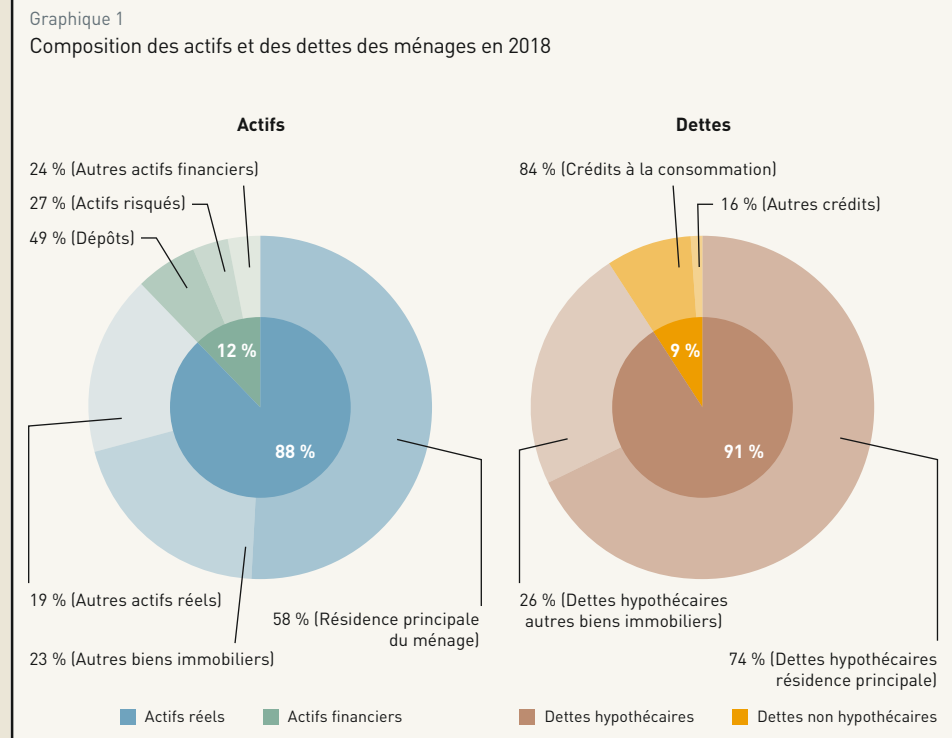
La troisième vague se base sur un échantillon représentatif comportant plus de 1 600 ménages résidant au Luxembourg. En comparant les différentes vagues de l'enquête, il faut tenir présent que chaque échantillon est sélectionné pour être représentatif de l'année en question et que les ménages retenus sont généralement différents d'un échantillon à l'autre.

ACTIFS DES MÉNAGES

Les actifs des ménages se composent d'actifs réels et d'actifs financiers. En général, les actifs réels, tels que les biens immobiliers, véhicules ou objets de valeur, représentent la part la plus importante du patrimoine. En 2018, ils

³⁶ Un cahier d'études contenant des informations plus détaillées devrait paraître bientôt en 2020.

représentaient 88 % de tous les actifs bruts³⁷ détenus par les ménages au Luxembourg (Graphique 1). La plupart des ménages était propriétaire de véhicules (87 %) ou de leur résidence principale (69 %). Une part importante des ménages était propriétaire d'autres biens immobiliers (26 %) ou d'objets de valeur (26 %). Ces statistiques sont proches de celles de 2014. En 2018, la valeur moyenne³⁸ des actifs réels bruts détenus par les ménages atteignait € 881 400. La résidence principale et les autres biens immobiliers constituaient les deux catégories les plus importantes (respectivement 58 % et 23 % du total des actifs réels). Les autres catégories ne représentaient qu'une part limitée des actifs réels, soit 15 % pour les entreprises individuelles, 3 % pour les véhicules et 1 % pour les objets de valeur.



Sources: Calculs BCL basés sur les vagues 1, 2 et 3 de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. Les actifs financiers excluent les pensions publiques et professionnelles.

En 2018, seulement 12 % de tous les actifs bruts détenus par les ménages étaient des actifs financiers (Graphique 1). Ceux-ci se composaient de dépôts (49 %), d'actifs risqués, tels que les fonds communs de placement (21 %) et les actions (7 %), et d'autres actifs financiers (24 %). Les actifs financiers les plus détenus étaient le compte à vue et le compte d'épargne, présents au sein de 97 % des ménages.

En 2018, la valeur moyenne des actifs financiers atteignait € 121 300, à comparer avec une valeur moyenne de € 132 400 en 2014. Moins de ménages détenaient des fonds communs de placement (15 % des ménages en 2014 et 12 % en 2018), des obligations (passage de 3 % à 1 % des ménages) ou des actions (de 9 % à 8 %).

L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES

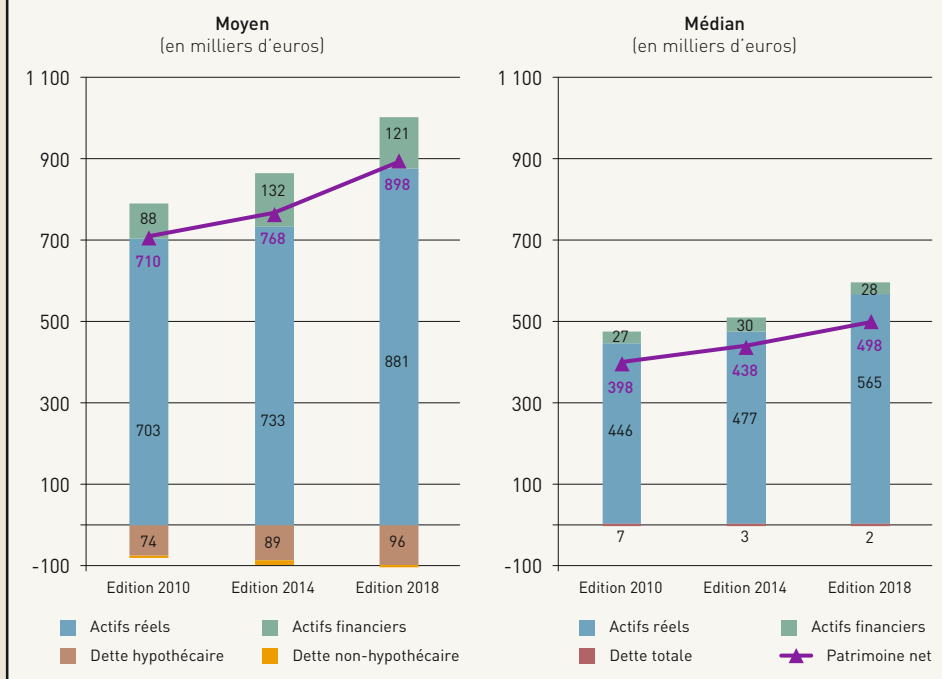
En 2018, un peu plus que la moitié des ménages détenaient au moins un type de dette (53 %). Il s'agissait de crédits hypothécaires, détenus par 31 % des ménages, ou d'autres types de dette, détenus par 35 % des ménages. La dette hypothécaire moyenne représentait la plus grande partie de la dette totale des ménages (91 %) (Graphique 1). La valeur moyenne de la dette des ménages a augmenté de 8 %, passant de € 97 300 en 2014 à € 104 800 en 2018, tandis que la part des ménages qui sont endettés a diminué, passant de 55 % à 53 %. Ainsi, parmi les ménages endettés, le montant moyen de la dette a augmenté de 10 % entre 2014 et 2018. Ces évolutions confirment des tendances déjà observées entre 2010 et 2014. La part des ménages ayant contracté

37 Les actifs bruts ne tiennent pas compte d'éventuelles dettes qui ont servi à financer leur acquisition.

38 Les valeurs sont arrondies et présentées en termes nominaux.

Graphique 2

Le patrimoine net médian et moyen des ménages, 2010, 2014 et 2018



Sources: Calculs BCL basés sur les vagues 1, 2 et 3 de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. Les actifs financiers excluent les pensions publiques et professionnelles.

des prêts à la consommation était pratiquement inchangée entre 2014 et 2018 (-0,1 points de pourcentage).

LE PATRIMOINE NET DES MÉNAGES ET L'INÉGALITÉ

Entre 2014 et 2018, la valeur moyenne du patrimoine net³⁹ des ménages a augmenté de 17 % en termes nominaux pour atteindre € 897 900 (Graphique 2). En termes réels, c.-à-d. après correction pour la variation des prix à la consommation, cela correspond à une augmentation de 12 %. La valeur médiane du patrimoine net (c.-à-d. la valeur du patrimoine net qui divise la population en deux moitiés) a atteint € 498 500, augmentant de 14 % en termes nominaux et de 9 % en termes réels.

Selon coefficient de Gini, les inégalités de patrimoine sont presque inchangées entre 2014 et 2018. En 2018, les 5 % des ménages les plus fortunés possédaient environ 38 % du patrimoine total des ménages, tandis que les 20 % des ménages les plus fortunés en possédaient près des deux tiers. Ces résultats ressemblent à ceux observés en 2014.

39 Le patrimoine net se calcule en déduisant le montant des dettes du montant des actifs (réels et financiers).

Encadré 3 :

LA VULNÉRABILITÉ FINANCIÈRE DES MÉNAGES AU LUXEMBOURG - MISE AU JOUR À PARTIR DE L'ÉDITION 2018 DE L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES

Cet encadré analyse la vulnérabilité financière des ménages résidents au Luxembourg à partir de l'édition 2018 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (HFCS)⁴⁰. La vulnérabilité financière est liée au risque qu'un ménage individuel ne puisse pas assurer les paiements réguliers de sa dette (défaut de paiement), mais aussi au rapport entre le montant de la dette et le niveau des actifs ou des revenus du ménage (levier financier).

Pour chaque ménage, nous mesurons sa probabilité de défaut par un indicateur basé sur ses revenus et dépenses mensuels, ainsi que le niveau de ses actifs liquides. Nous utilisons également des critères moins complexes pour identifier les ménages vulnérables, basés sur des indicateurs de surendettement plus communs, dont certains sont associés au risque de défaut et d'autres au levier financier⁴¹. Nous appliquons ces différentes approches afin d'identifier la part des ménages financièrement vulnérables dans plusieurs sous-groupes de la population.

Nous mesurons la probabilité de défaut d'un ménage en fonction de sa marge financière mensuelle et de ses actifs liquides⁴². La marge financière⁴³ est la différence entre le revenu brut du ménage et la somme de ses paiements pour impôts, cotisations de sécurité sociale, service de la dette, loyers et dépenses de base⁴⁴. Les actifs liquides sont la somme des dépôts (principalement des comptes à vue et des comptes d'épargne), des actions (y compris les fonds communs de placement composés principalement de titres boursiers, les comptes gérés et les *hedge funds*), des obligations (y compris les fonds composés principalement d'obligations) et de certains actifs moins liquides (y compris les participations dans des entreprises, sauf pour les travailleurs indépendants). La probabilité de défaut est fixée à zéro si les ménages ont une marge financière positive ou, si leur marge est négative, s'ils disposent d'actifs liquides suffisants pour couvrir leur marge pendant au moins trois mois (par convention, les prêts non performants sont définis par rapport à une limite de 90 jours). Sinon, la probabilité de défaut est une simple fonction du rapport entre la marge financière et le montant des actifs liquides.

En alternative, les ménages financièrement vulnérables peuvent être identifiés par des critères plus simples, par exemple quand certains ratios dépassent des seuils spécifiques. Trois de ces critères concernent des ratios entre les paiements du service de la dette et le flux des revenus ou le montant d'actifs liquides, se focalisant ainsi sur le risque de défaut :

- i) Ratio service de la dette sur revenu brut supérieur ou égal à 40 % ;
- ii) Ratio service de la dette hypothécaire sur revenu brut supérieur ou égal à 40 % ;
- iii) Ratio actifs liquides nets sur revenus mensuel brut inférieur à 2.

40 Voir encadré 2 et cahier d'études à paraître en 2020.

41 Les cahiers d'études BCL 113 et 121 présentent les différentes méthodes pour identifier les ménages vulnérables.

42 Voir Giordana et Ziegelmeier (2018) "Stress testing household balance sheets in Luxembourg", Cahier d'études BCL 121, à paraître dans le *Quarterly Review of Finance and Economics*.

43 Ampudia, van Vlokhoven et Zochowski (2016) "Financial fragility of euro area households," *Journal of Financial Stability*, 27, 250-262.

44 Pour chaque ménage, les dépenses de base comprennent les charges d'habitation (électricité, eau, gaz, téléphone, etc.), les dépenses pour les repas à domicile, et 50 % des dépenses pour les repas en dehors du domicile.

Les trois autres critères portent plutôt sur le levier financier :

- iv) Ratio dettes sur actifs supérieur ou égal à 75 % ;
- v) Ratio dettes sur revenu brut supérieur ou égal à 300 % ;
- vi) Quotité d'emprunt (rapport prêt-valeur) pour la résidence principale supérieur ou égal à 75 %.

Le Tableau 1 présente la part de la population des ménages endettés qui sont identifiés comme financièrement vulnérables en appliquant ces différents critères aux résultats des enquêtes de 2014 et 2018⁴⁵. La part des ménages financièrement vulnérables varie considérablement d'un indicateur à l'autre, car ils portent sur différents aspects. En 2018, notre mesure de la probabilité de défaut était positive pour 4,7 % des ménages endettés. Concernant les autres critères, pour 7,8 % des ménages endettés le service de la dette dépassait 40 % de leur revenu brut, et pour 8,8 % des ménages endettés le service de la dette hypothécaire dépassait 40 % de leur revenu brut. Selon ces résultats, la part des ménages qui sont financièrement vulnérables semble s'être réduite entre 2014 et 2018, mais ces différences ne sont pas statistiquement significatives. La baisse est particulièrement visible selon les critères qui considèrent la charge représentée par le service de la dette, ce qui est cohérent avec la baisse des taux d'intérêt depuis 2014.

Tableau 1 :

Part des ménages vulnérables selon la probabilité de défaut et d'autres critères

MESURES DE VULNÉRABILITÉ FINANCIÈRE	2014		2018	
	PART VULNÉRABLE	ERREUR STANDARD	PART VULNÉRABLE	ERREUR STANDARD
Probabilité de défaut > 0	5,5 %	1,1 %	4,7 %	1,0 %
Service de la dette/revenu ≥ 40 %	9,2 %	1,3 %	7,8 %	1,1 %
Service de la dette hypothécaire/revenu ≥ 40 %	10,3 %	1,7 %	8,8 %	1,7 %
Actifs liquides nets < 2 mois de revenu	55,7 %	1,9 %	56,2 %	2,2 %
Endettement sur actifs ≥ 75 %	12,0 %	1,4 %	10,1 %	1,3 %
Endettement sur revenu ≥ 300 %	25,8 %	1,8 %	26,1 %	1,8 %
Quotité d'emprunt ≥ 75 %	13,1 %	1,8 %	14,0 %	1,9 %

Remarque : Les résultats concernant le ratio service de la dette / revenu ≥ 40 % sont légèrement supérieurs à ceux présentés dans le cahier d'études 113 parce que les paiements pour dettes non garanties (DL2200 - flux) comprennent les paiements de leasing à partir de la troisième vague de l'enquête.

Source : Calculs de la BCL à partir des vagues 2-3 du LU-HFCS ; les données sont imputées et pondérées.

Le Tableau 2 fournit la part des ménages identifiés comme vulnérables pour différents sous-groupes de la population, selon la probabilité de défaut et les autres critères.

45 Pour plus de détails (et les résultats 2010), voir Giordana et Ziegelmeyer (2017) "Household debt burden and financial vulnerability in Luxembourg", cahier d'études BCL 113, publié par la Banque des Règlements Internationaux au *IFC Bulletin 46: Data Needs and Statistics Compilation for Macroeconomic Analysis*.


Tableau 2 :

Part des ménages financièrement vulnérables pour différents sous-groupes en 2018

MESURE DE VULNÉRABILITÉ	PROBABILITÉ DE DEFAULT > 0	SERVICE DE LA DÉTTE/ REVENU ≥ 40		ACTIFS LIQUIDES NETS/ REVENU < 2	RATIO D'ENDETTEMENT		QUOTITÉ D'EMPRUNT ≥ 75 %	
		DETTE TOTALE	DETTE HYPOTHÉCAIRE		SUR ACTIFS ≥ 75 %	SUR REVENU > 3		
VARIABLE	MOY.	MOY.	MOY.	MOY.	MOY.	MOY.	MOY.	
	Tous	4,7 %	7,8 %	8,8 %	56,2 %	10,1 %	26,1 %	14,0 %
Sexe de la personne de référence	H	2,8 %	6,4 %	6,8 %	50,1 %	7,8 %	23,7 %	11,0 %
	F	7,0 %	9,6 %	11,5 %	64,4 %	13,2 %	29,2 %	17,8 %
Âge de la personne de référence	16-34	4,8 %	6,8 %	11,6 %	63,7 %	13,7 %	40,7 %	21,6 %
	35-44	3,7 %	7,5 %	7,4 %	51,7 %	14,7 %	36,9 %	20,5 %
	45-54	5,3 %	8,0 %	7,4 %	57,2 %	4,1 %	16,6 %	2,9 %
	55-64	5,3 %	8,4 %	7,0 %	59,4 %	11,1 %	11,2 %	11,5 %
	65+	4,1 %	9,3 %	21,0 %	40,7 %	3,5 %	10,0 %	7,0 %
Taille du ménage	1	5,9 %	8,7 %	8,5 %	56,4 %	13,6 %	25,6 %	22,3 %
	2	2,0 %	5,1 %	6,5 %	50,5 %	7,3 %	20,1 %	8,5 %
	3	5,3 %	7,7 %	10,6 %	56,0 %	11,5 %	30,8 %	17,3 %
	4	2,3 %	6,5 %	6,5 %	60,8 %	7,5 %	26,5 %	11,3 %
	5 et+	11,0 %	13,9 %	14,1 %	60,2 %	11,8 %	31,2 %	11,1 %
Enfants à charge	0	3,9 %	7,0 %	8,4 %	54,5 %	9,7 %	21,1 %	14,7 %
	1	3,3 %	7,0 %	9,1 %	57,4 %	11,2 %	29,1 %	15,6 %
	2	4,6 %	7,2 %	5,3 %	59,2 %	9,9 %	32,1 %	14,3 %
	3 et+	11,7 %	14,9 %	17,7 %	56,4 %	10,7 %	33,9 %	8,3 %
État civil de la personne de référence	Célibataire	5,6 %	7,0 %	11,5 %	56,2 %	13,8 %	29,4 %	20,0 %
	En couple	2,8 %	7,2 %	6,8 %	53,2 %	7,3 %	24,8 %	11,7 %
	Divorcé	9,3 %	10,2 %	13,2 %	67,9 %	15,3 %	28,3 %	12,5 %
	Veuf	9,2 %	12,9 %	10,4 %	56,4 %	7,6 %	11,7 %	38,4 %
Pays de naissance de la personne de référence	BE	1,3 %	7,0 %	1,4 %	38,5 %	6,5 %	15,9 %	16,0 %
	DE	12,4 %	32,0 %	28,9 %	29,8 %	8,1 %	41,9 %	9,9 %
	FR	1,2 %	2,3 %	2,5 %	53,0 %	6,6 %	21,0 %	9,0 %
	IT	6,3 %	17,3 %	21,8 %	56,7 %	0,0 %	24,5 %	12,8 %
	LU	3,5 %	7,4 %	7,8 %	50,2 %	6,3 %	26,1 %	13,8 %
	PT	7,0 %	5,9 %	6,0 %	74,2 %	12,5 %	31,7 %	14,2 %
	Autre	7,3 %	9,1 %	15,0 %	66,7 %	22,6 %	25,0 %	17,1 %
Éducation de la personne de référence	Bas	7,6 %	7,9 %	10,3 %	70,4 %	12,9 %	19,1 %	5,9 %
	Moyen	4,8 %	8,0 %	10,2 %	61,5 %	10,5 %	28,0 %	18,5 %
	Haut	2,8 %	7,4 %	7,1 %	42,8 %	8,1 %	28,1 %	13,1 %
Situation professionnelle de la personne de référence	Salarié	3,9 %	6,0 %	6,9 %	57,2 %	10,1 %	28,9 %	13,8 %
	Indépendant	7,2 %	13,9 %	10,6 %	41,9 %	2,1 %	30,1 %	15,3 %
	Chômeur	1,5 %	15,0 %	0,0 %	78,8 %	39,4 %	30,0 %	59,0 %
	Retraité	2,0 %	6,0 %	10,0 %	48,3 %	7,5 %	7,8 %	8,0 %
	Autre	19,1 %	24,1 %	33,7 %	69,7 %	14,0 %	30,4 %	11,2 %
Résidence principale	Propriétaire	2,8 %	6,0 %	12,5 %	56,7 %	0,3 %	7,4 %	n.a.
	Hypothèque	4,9 %	11,3 %	8,5 %	47,5 %	7,9 %	44,4 %	14,0 %
	Locataire	6,3 %	2,2 %	9,0 %	74,4 %	26,0 %	7,5 %	n.a.
Revenu brut (quintiles)	Q1	21,9 %	26,8 %	55,5 %	78,9 %	22,5 %	29,7 %	14,2 %
	Q2	3,6 %	7,0 %	9,5 %	68,0 %	11,3 %	26,9 %	12,7 %
	Q3	4,3 %	7,4 %	7,8 %	57,1 %	9,9 %	32,1 %	17,7 %
	Q4	1,1 %	4,0 %	3,8 %	51,2 %	9,4 %	27,1 %	17,3 %
	Q5	0,6 %	2,7 %	3,0 %	39,7 %	3,8 %	17,8 %	9,1 %
Patrimoine net (quintiles)	Q1	7,4 %	1,5 %	7,3 %	87,4 %	44,6 %	9,9 %	100,0 %
	Q2	8,0 %	12,0 %	11,4 %	63,3 %	12,5 %	48,6 %	28,0 %
	Q3	4,0 %	6,8 %	4,6 %	61,5 %	0,3 %	30,8 %	5,6 %
	Q4	1,9 %	9,0 %	10,1 %	46,8 %	0,2 %	14,6 %	3,0 %
	Q5	2,0 %	7,5 %	9,4 %	25,0 %	0,0 %	17,9 %	3,1 %

n.a. : non applicable

Source : Calculs de la BCL à partir des vagues 2-3 du LU-HFCS ; les données sont imputées et pondérées.



Les différences ressortent le plus significativement à travers les différents niveaux du revenu brut et de la richesse nette (dernières lignes du Tableau 2). Il faut noter que la part des ménages vulnérables diffère selon le critère utilisé dans la colonne. Par exemple, selon les critères associés au risque de défaut (quatre premières colonnes), les ménages vulnérables sont relativement plus répandus parmi ceux à faible revenu brut (quintile 1). Par contre, selon les mesures de vulnérabilité associées au levier financier (trois dernières colonnes), les ménages vulnérables sont relativement plus nombreux parmi ceux à faible patrimoine net (quintile 1 ou 2).

En classant les ménages selon les caractéristiques de la personne de référence, l'analyse ne permet pas d'arriver à des résultats conclusifs. Par exemple, en se concentrant sur les critères liés au risque de défaut (quatre premières colonnes), la vulnérabilité financière est relativement plus fréquente parmi les ménages dont la personne de référence est une femme, ou les ménages où cette personne est née en Allemagne ou en France, ou ceux où elle est au chômage ou en situation professionnelle « autre »⁴⁶. La vulnérabilité financière est également plus fréquente parmi les ménages dont la résidence principale est louée ou sous hypothèque.

Par contre, quand on applique les critères basés sur le levier financier (trois dernières colonnes), la vulnérabilité financière est relativement plus fréquente parmi les ménages dont la personne de référence est une femme, ou les ménages où cette personne est née au Portugal ou dans un autre pays que ceux mis en évidence ici, ou les ménages où elle est jeune, célibataire ou divorcée, avec un niveau d'éducation moyen ou élevé, ou au chômage. La vulnérabilité financière est également plus fréquente parmi les ménages avec plusieurs enfants à charge ou les ménages dont la résidence principale est louée ou hypothéquée.

Une analyse plus poussée devrait considérer l'effet combiné des différentes caractéristiques des ménages, à la place de considérer l'effet d'une caractéristique à la fois, comme dans le tableau. Ceci nécessite le recours à des techniques économétriques qui permettent d'identifier la contribution individuelle de chaque caractéristique dans un contexte à plusieurs variables. Une telle analyse dépasse le cadre de cet encadré et fera l'objet d'un cahier d'études en préparation.

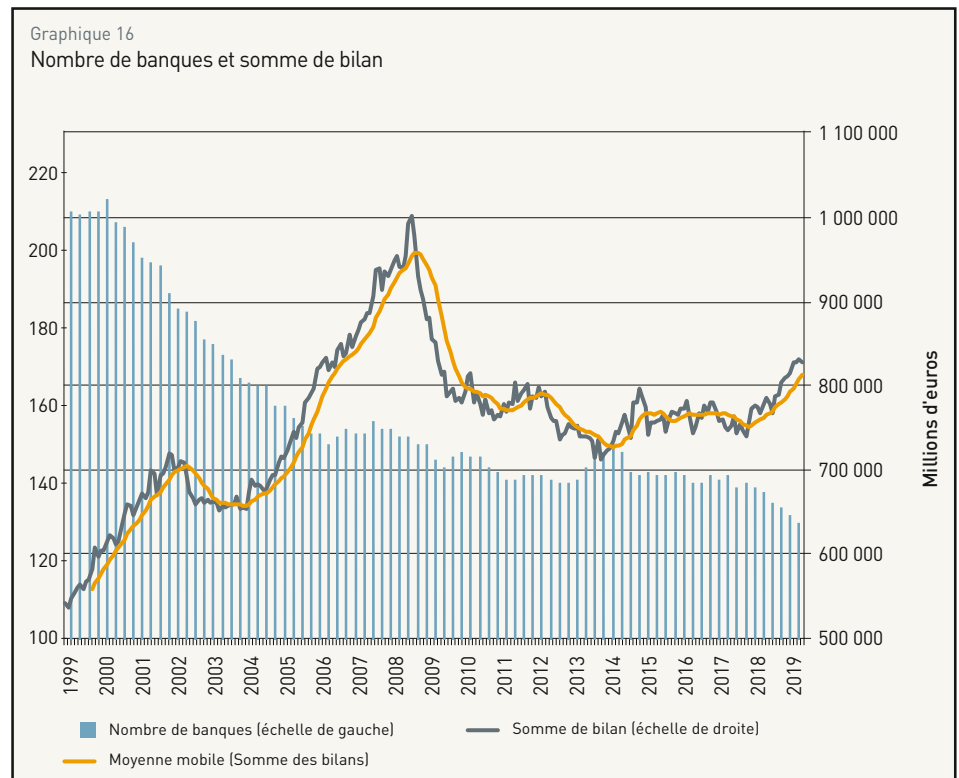
46 Cette dernière catégorie inclut les personnes travaillant sans rémunération (e.g. celles effectuant des tâches domestiques), les étudiants, les apprentis, les stagiaires non rémunérés ou les personnes handicapées.

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les établissements de crédits

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 30 septembre 2019, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 130 unités, par rapport à 138 en septembre 2018. Cette évolution s'explique par la fermeture de dix banques et deux ouvertures. Il faut préciser que les cessations d'activités ont résulté dans la plupart des cas d'un transfert d'activités entre filiales au Luxembourg. Les banques allemandes ont continué à dominer 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 8 banques luxembourgeoises, 5 banques italiennes, 6 banques japonaises et 4 banques suédoises.



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

Malgré la tendance baissière du nombre de banques, depuis la mi-2015 l'effectif dans les établissements de crédit établis au Luxembourg semble en progression. En effet, l'emploi bancaire s'est élevé à 26 438 personnes en septembre 2019 (contre 25 844 en septembre 2015). Sur un an, l'emploi bancaire est en hausse de 56 emplois. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 200 postes.

Le bilan des établissements de crédit

Au 30 septembre 2019, la somme des bilans de l'ensemble des établissements de crédit présents sur le territoire luxembourgeois s'est élevée à 833,2 milliards d'euros. Par rapport au 30 septembre 2018, le total bilantaire a enregistré une hausse de 52,8 milliards d'euros, soit 6,8 %.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (52,2 %) du total de l'actif fin septembre 2019. Ces créances ont augmenté de 30,9 milliards d'euros entre septembre 2018 et septembre 2019 pour porter l'encours à 435,2 milliards d'euros, soit une hausse de 7,6 % 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 09	2019 08	2019 09	2018 09 - 2019 09		2019 08 - 2019 09		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2019 09
Créances interbancaires	404 293	430 846	435 176	30 883	7,6	4 330	1,0	52,2
Créances sur la clientèle	227 519	243 171	244 858	17 339	7,6	1 687	0,7	29,4
Portefeuille titres	130 479	132 938	132 035	1 556	1,2	-903	-0,7	15,8
Autres actifs	18 066	21 618	21 146	3 080	17,0	-472	-2,2	2,5
Total de l'actif	780 357	828 573	833 214	52 857	6,8	4 641	0,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Les établissements de crédit luxembourgeois ont diminué leurs dépôts auprès de la BCL de 7,2 milliards d'euros en glissement annuel pour atteindre 123,6 milliards d'euros fin septembre 2019. Ce montant se décompose en 69,7 milliards d'euros sur les comptes courants et 53,9 milliards dans la facilité de dépôt. Les excédents de réserves, qui comprennent le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans la facilité de dépôt, ont enregistré une légère diminution en rythme annuel. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 29 octobre 2019, le montant moyen sur la période de constitution de ces réserves a été de 5,2 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 67,4 milliards d'euros en moyenne.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 17,3 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 7,6 %, pour atteindre un encours de 244,9 milliards d'euros fin septembre 2019. Entre septembre 2018 et septembre 2019, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 1 074 millions d'euros, soit une hausse de 4,1 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2,6 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 7,6 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 1,6 milliard d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 132 milliards d'euros fin septembre 2019, soit une hausse de 1,2 %. Ce portefeuille a représenté 15,8 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 92,7 % de titres de créance à revenu fixe et à 7,3 % de titres à revenu variable, comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin septembre 2019, le portefeuille obligataire a

atteint un montant de 122,4 milliards d'euros, ce qui correspond à une hausse nominale de 3,9 milliards d'euros (3,3 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a diminué de 2,3 milliards d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 3,1 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 21,1 milliards d'euros fin septembre 2019, soit 2,5 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a augmenté de 9,8 milliards d'euros sur une année, pour atteindre un encours de 266,9 milliards d'euros fin septembre 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 12,8 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 29,9 milliards d'euros fin septembre 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 09	2019 08	2019 09	2018 09 - 2019 09		2019 08 - 2019 09		2019 09
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	257 048	268 025	266 893	9 845	3,8	-1 132	-0,4	32,0
Dettes envers la clientèle	371 410	396 955	401 610	30 200	8,1	4 655	1,2	48,2
Dettes représentées par un titre	68 137	76 580	77 976	9 839	14,4	1 396	1,8	9,4
Autres passifs	83 762	87 013	86 735	2 973	3,5	-278	-0,3	10,4
Total du passif	780 357	828 573	833 214	52 857	6,8	4 641	0,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

Au 30 septembre 2019, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 30,2 milliards d'euros (soit 8,1 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 401,6 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 48,2 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques.

Les principaux postes qui ont influencé l'évolution des dettes envers la clientèle résidente étaient les dépôts des autres intermédiaires financiers (augmentation de 10,1 milliards d'euros), des ménages et ISBLM résidant au Luxembourg (3,4 milliards d'euros) et des sociétés non financières (0,2 milliards d'euros).

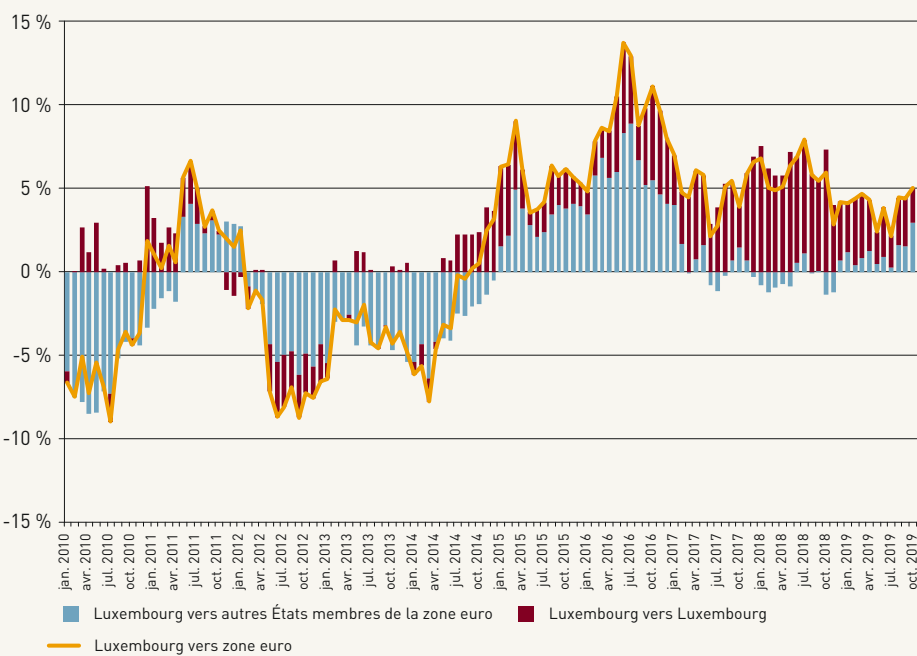
Le financement par émission de titres de créance a augmenté de 9,8 milliards d'euros par rapport à septembre 2018 et a représenté 77,9 milliards d'euros en fin de période, soit 9,4 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 2,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 86,7 milliards d'euros fin septembre 2019, soit 10,4 % du passif.

Graphique 17

Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM

(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

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 5,0 % en octobre 2019, après une légère accélération au cours du troisième trimestre de cette année. Celle-ci a été soutenue principalement par la croissance des crédits octroyés aux contreparties résidentes. Les crédits octroyés aux contreparties non résidentes ont aussi augmenté leur contribution au cours du troisième trimestre (voir graphique 17).

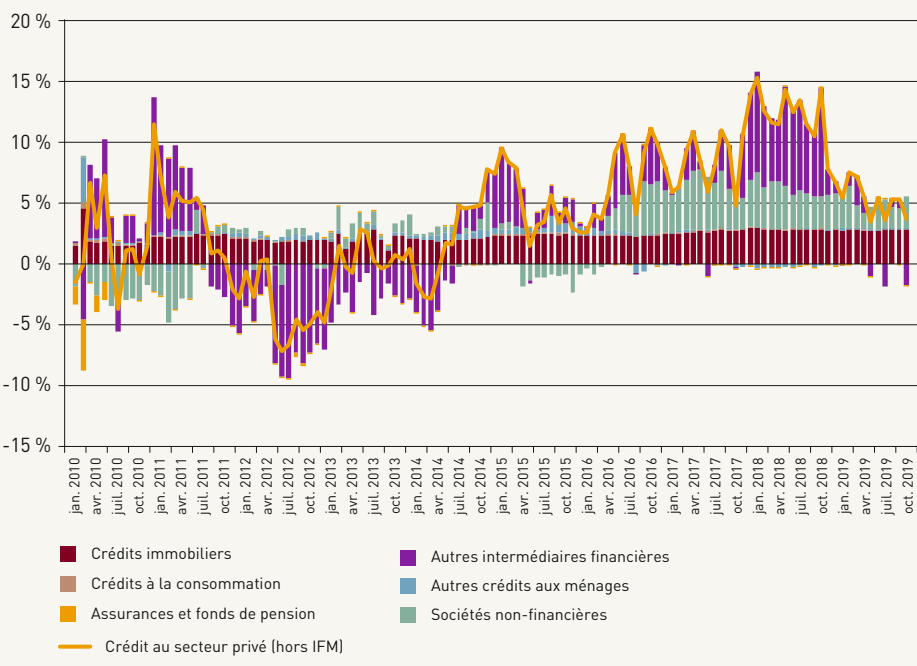
Selon les données d'octobre 2019, la plupart des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 43 % des encours ont été attribués aux entreprises, 29 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 26 % aux autres intermédiaires financiers, 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 3,8 % en octobre 2019 (voir graphique 18), soit une légère décélération par rapport à la croissance enregistrée au troisième trimestre de 2019 (4,8 % par an en moyenne). Ce ralentissement a été largement attribuable à l'évolution des crédits aux autres intermédiaires financiers. La contribution de ces derniers à la croissance annuelle en octobre était de -1,7 p.p. Les

Graphique 18

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

(progression annuelle en pourcentage)



Source : BCL

crédits immobiliers octroyés aux ménages ont contribué à hauteur de 2,8 p.p. et les crédits aux sociétés non financières résidentes ont contribué 2,6 p.p.

Concernant l'évolution des différents secteurs résidents sur les deux derniers trimestres, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont connu une croissance relativement stable. Celle-ci a atteint un rythme annuel de 8,7 % en octobre, après 8,3 % au deuxième trimestre et 8,5 % au troisième trimestre. Les crédits à la consommation ont légèrement accéléré en octobre, progressant à un taux annuel de 3,2 %, comparé à 2,1 % en moyenne au cours des 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 sociétés non financières au Luxembourg ont connu une progression annuelle de 9,4 % en octobre, soit une accélération par rapport au deuxième trimestre (6,2 %) et troisième trimestre (7,1 %). La progression annuelle des crédits octroyés aux AIF résidents se situait à -5,1 % en octobre contre une hausse de 0,8 % au deuxième trimestre, suivie par une baisse de -0,4 % au cours du troisième trimestre.

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 crédits⁴⁷. Lors de l'édition d'octobre 2019, 144 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 6 au Luxembourg.

Pour l'édition d'octobre 2019, les questions rétrospectives faisaient référence au troisième trimestre, tandis que les questions prospectives couvraient le quatrième trimestre.

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

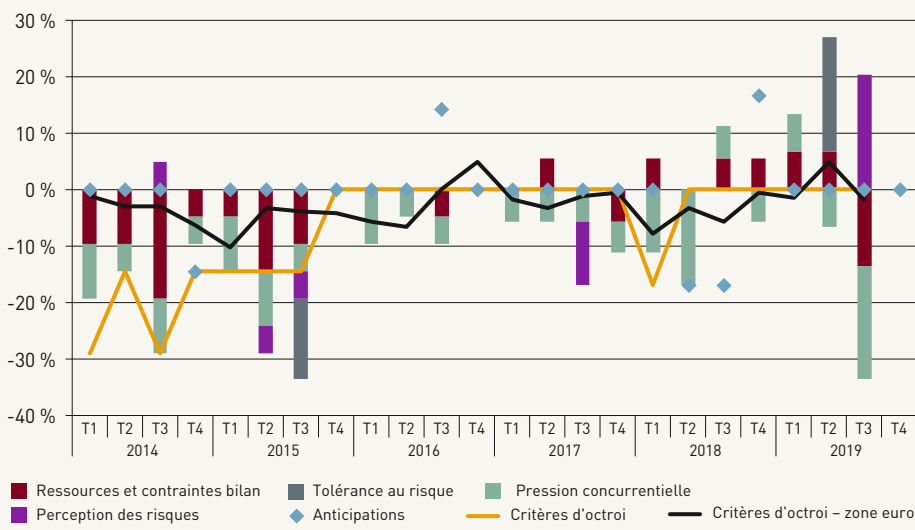
Crédits accordés aux entreprises

Au troisième trimestre, les critères d'octroi de crédits aux entreprises sont restés inchangés selon les banques de l'échantillon luxembourgeois (voir graphique 19), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Cette stabilité résulte de la combinaison de deux effets opposés. D'un côté, une augmentation de la pression concurrentielle et une diminution des coûts des fonds propres des banques ont produit un léger effet d'assouplissement. De l'autre côté, une dégradation de la perception des risques économiques a eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi. 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.

⁴⁷ Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf

Graphique 19

Évolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets⁴⁸)



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

Concernant les anticipations pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg et au niveau de la zone euro ont indiqué s'attendre à une stabilité des critères d'octroi de crédits aux entreprises.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi⁴⁹, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère diminution de leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. Elles ont également indiqué une diminution de leurs frais et une augmentation de la durée moyenne des prêts aux entreprises. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué une légère diminution de

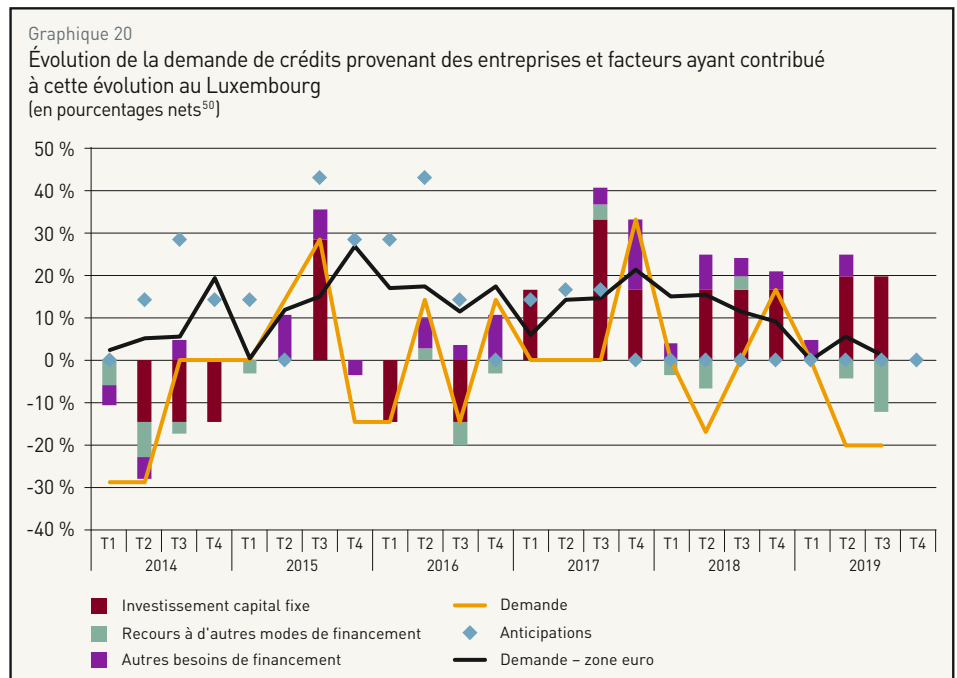
leurs marges sur les prêts de risque moyen, mais ont noté une légère augmentation de leurs marges sur les prêts plus risqués. Pour la zone euro, les autres conditions d'octroi sont restées globalement inchangées au cours du troisième trimestre.

48 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.

49 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. Elles comprennent généralement la marge convenue par rapport au taux de référence, le montant du crédit, les conditions d'accès ainsi que d'autres conditions spécifiques.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises à légèrement diminué au troisième trimestre (voir graphique 20). Cette diminution a été attribuée aux PME, tandis que pour les grandes entreprises, la demande de crédits est restée inchangée. Selon les banques, les PME se sont tournées davantage vers le financement interne (bénéfices non distribués) pour faire face à leurs besoins pour l'investissement en capital fixe.⁵⁰

Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une stabilisation de la demande de crédits provenant des entreprises. D'une part, les restructurations d'entreprises et le niveau bas des taux d'intérêts ont contribué à augmenter la demande, mais d'autre part le recours accru à d'autres moyens de financement et une diminution en besoins de fonds de roulement des entreprises à atténué la demande de crédits.



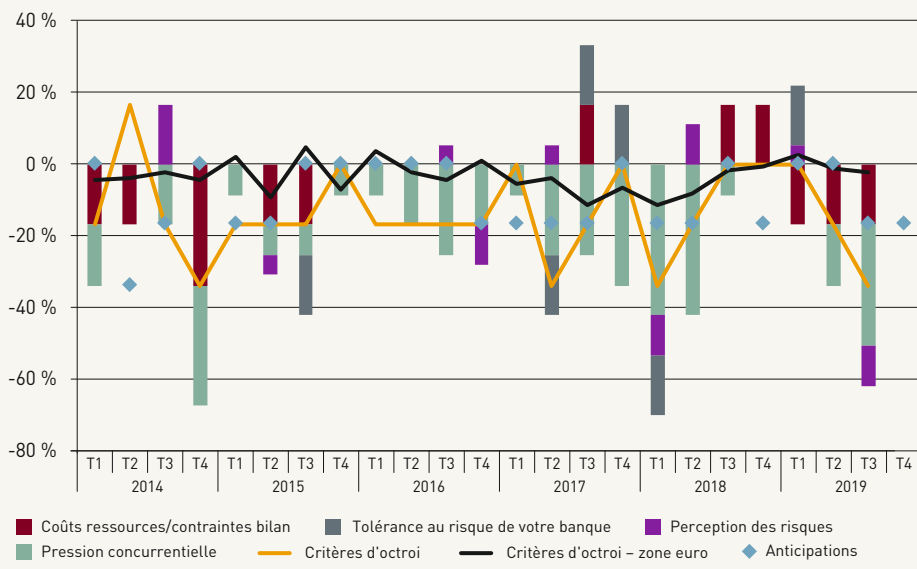
Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Emission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la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

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

Graphique 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 ».

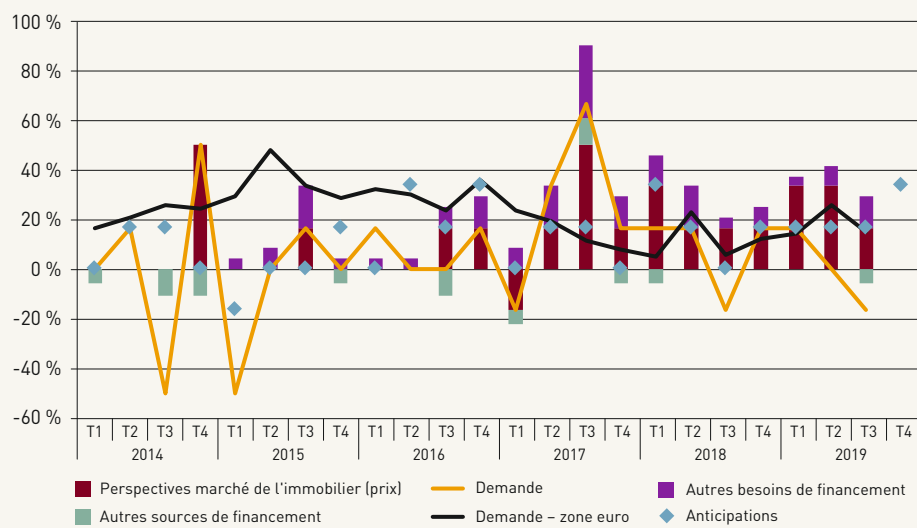
Source : BCL

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir assoupli leurs critères d'octroi au cours du troisième trimestre (voir graphique 21). Selon les banques, cet assouplissement est principalement dû à une augmentation de la concurrence de la part d'autres banques, mais également à une amélioration de leur perception des risques liés au marché du logement et à la solvabilité des emprunteurs. Au niveau de la zone euro, les banques ont également déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi, en expliquant cette décision principalement par une augmentation de la pression concurrentielle et une amélioration de leur perception des risques liés à la solvabilité de l'emprunteur.

Graphique 22

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



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

Source : BCL

Quant aux anticipations pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à un nouvel assouplissement de leurs critères d'octroi pour les crédits à l'habitat, tandis qu'au niveau de la zone euro les banques s'attendent à une stabilisation de leurs critères d'octroi.

En ce qui concerne les conditions d'octroi pour les prêts à l'habitat, les banques au Luxembourg ont déclaré qu'au cours du troisième trimestre, elles ont réduit leurs marges sur les prêts de risque moyen, elles ont augmenté leur quotité d'emprunt (ratio prêt-valeur) et elles ont diminué les garanties requises. Au niveau de la zone euro, les banques ont légèrement réduit leurs marges sur les prêts de risque moyen,

mais ont augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués. Globalement, elles n'ont pas modifié leurs autres conditions d'octroi.

Au Luxembourg, les banques ont déclaré que la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a diminué au troisième trimestre (voir graphique 22). Selon les banques, l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix) et le niveau faible des taux d'intérêt ont soutenu la demande de crédits immobiliers, mais celle-ci a baissé suite à un plus grand recours au financement par des prêts d'autres banques. Au niveau de la zone euro, les banques ont 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 avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi au cours du troisième trimestre, en attribuant cet assouplissement à une augmentation de la pression concurrentielle. Les banques de la zone euro ont indiqué un léger durcissement de leurs critères d'octroi, principalement induit par une dégradation de leur tolérance au risque.

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 une légère diminution de leurs marges sur les prêts de risque moyen. Elles ont cependant indiqué une hausse relative aux demandes de garanties.

Concernant les anticipations pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg et au niveau de zone euro ont déclaré s'attendre à une stabilisation des critères d'octroi pour les crédits à la consommation et autres prêts.

Selon les banques au Luxembourg, la demande pour les prêts à la consommation et autres prêts aux ménages a légèrement augmenté au cours du troisième trimestre. Cette augmentation est attribuée à un moindre recours par les ménages au financement par l'épargne. Au niveau de la zone euro, les banques ont également 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'octobre comprenait quatre questions *ad hoc*. La première question s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Selon les banques au Luxembourg, le troisième trimestre n'a pas apporté des modifications à leurs conditions d'accès au financement par dépôts ou au financement de marché. Au niveau de la zone euro, les banques ont également confirmé que leurs conditions d'accès au financement de détail n'ont pas changé, mais elles ont constaté une amélioration pour le financement de marché et surtout pour le financement par titres de créances.

La deuxième question *ad hoc* concernait l'effet que le programme étendu d'achats d'actifs de l'Euro-système a pu avoir sur les actifs des banques. Au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre mars et septembre ce programme a eu un impact positif sur leurs conditions de financement de marché. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué un impact positif sur leur position de liquidité. Toutefois, au Luxembourg, comme au niveau de la zone euro, les

banques ont signalé une légère dégradation de leur niveau de rentabilité sur cette période, résultant d'une détérioration des marges nettes d'intérêt.

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

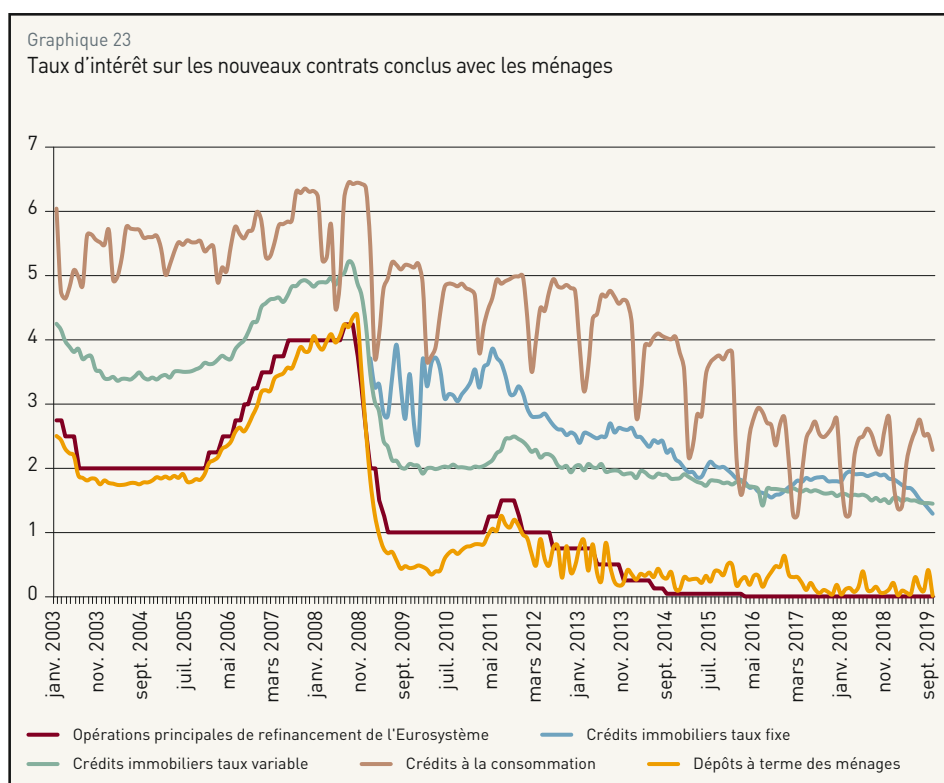
La dernière question *ad hoc* s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Pour l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre mars et septembre cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net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

Taux d'intérêt

À propos des crédits à la consommation, une relative stabilité a marqué les nouveaux contrats conclus avec les ménages entre le mois de juin et septembre 2019. Pour les prêts avec une période de fixation des taux comprise entre un et cinq ans, le volume des crédits nouvellement accordés se sont établis à 32 millions d'euros en septembre 2019, contre 28 millions d'euros en juin. Le taux moyen sur ces

nouveaux contrats a baissé de 5 points de base durant cette période de comparaison pour s'établir à 2,53 % au mois de septembre 2019.

Au cours du troisième trimestre 2019, le marché des crédits immobiliers a affiché une évolution dynamique. En effet, les crédits nouvellement négociés ont progressé de 99 millions d'euros entre juin et septembre 2019 pour atteindre 708 millions d'euros. Cette évolution a été soutenue par des conditions favorables touchant les crédits à taux fixe (période de fixation des taux au-delà d'un an), les taux moyens négociés durant cette période ayant diminué de 24 points de base (pour s'établir à 1,4 % en septembre 2019) tandis que les volumes d'octroi ont progressé de 113 millions d'euros (pour atteindre 467 millions d'euros).



Source : BCL

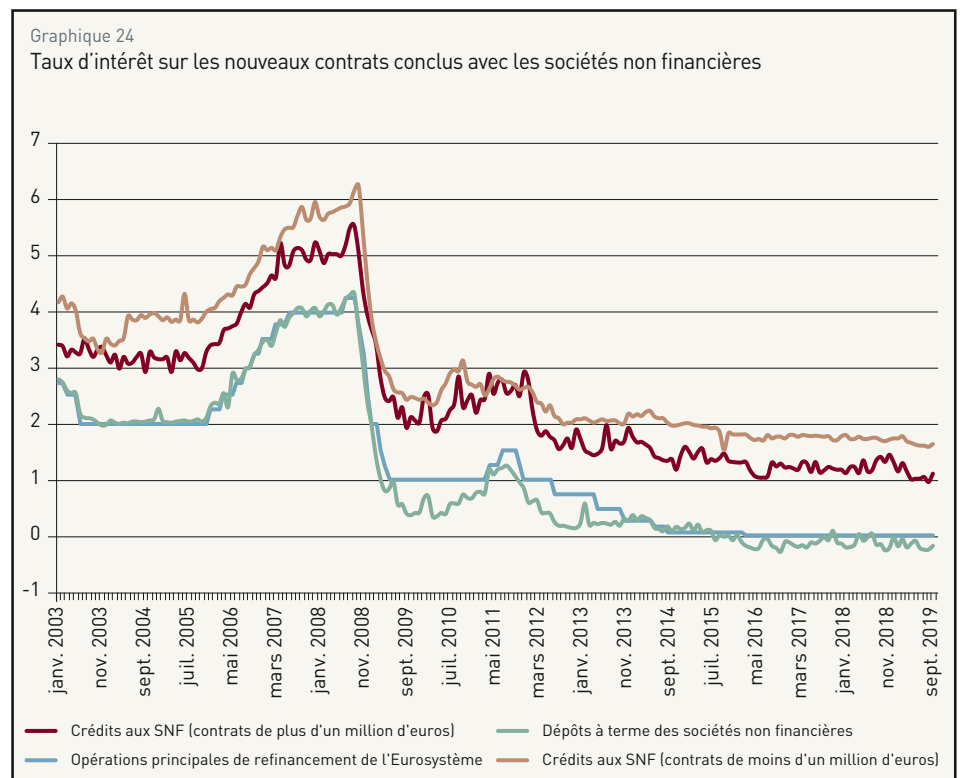
Malgré son inhérente hétérogénéité, la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages est restée relativement stable depuis le mois de juin 2019, tant en termes de volume d'activité que de taux moyen négocié. Notons que cette catégorie regroupe divers segments d'activité tels les prêts aux étudiants, les prêts liés à des investissements financiers ou encore les crédits accordés aux sociétés unipersonnelles et aux 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 1,06 % en septembre 2019 pour un volume d'activité évalué à 608 millions d'euros.

Les conditions de financement bancaire aux entreprises sont également restées relativement stables depuis janvier 2019. Pour les crédits nouvellement accordés avec un montant inférieur à un million d'euros, qui reflètent les emprunts des petites et moyennes entreprises, le taux variable s'est élevé à 1,68 % en septembre contre 1,62 % au mois de juin 2019. Pour les nouveaux contrats accordés pour des montants supérieurs, les prêts plus larges étant typiquement demandés par les plus grandes entreprises, le taux variable a atteint 0,96 % en septembre 2019 contre 1,06 % en juin 2019.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Pour les dépôts à vue des ménages, le taux d'intérêt est resté inchangé à 9 points de base entre juin et septembre 2019, tandis que le taux offert aux entreprises a atteint 0 points de base pour leurs dépôts à vue. Le taux sur les nouveaux dépôts à terme avec une maturité initiale à un an s'est élevé à 43 points de base en septembre 2019 pour les ménages et -27 points de base pour les sociétés. Il convient d'interpréter ces chiffres avec précaution en raison de la volatilité induite par un faible volume d'activité.

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 contracté de 4,9 % en comparaison annuelle pour s'établir à 3,8 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2019. Malgré une hausse du produit net bancaire, soutenu par les principales sources de revenus, le résultat brut avant provisions et dépréciations s'est dégradé en raison de la progression des frais de personnel et autres charges d'exploitation.



Source : BCL

Tableau 11 :

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

(en millions d'euros, sauf indication contraire)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2018 09	2019 09	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	9 794	11 799	2 005	20,5
2	Intérêts bonifiés	5 869	7 865	1 996	34,0
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 925	3 934	9	0,2
4	Revenus nets sur commissions	3 813	4 034	221	5,8
5	Revenus sur opérations de change	286	369	83	29,0
6	Dividendes reçus	586	409	-177	-30,2
7	Autres revenus nets	203	465	262	129,1
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	4 888	5 277	389	8,0
9	Produit bancaire (3+8)	8 813	9 211	398	4,5
10	Frais de personnel	2 397	2 655	258	10,8
11	Frais d'exploitation	2 183	2 395	212	9,7
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 580	5 050	470	10,3
13	Amortissements sur immobilisé non financier	247	369	122	49,4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 986	3 792	-194	-4,9

Sources : CSSF, calculs BCL

Au niveau des revenus récurrents, la marge sur intérêts s'est stabilisée sur un an sous l'impulsion d'un allongement de la somme du bilan des banques en 2019. Fin septembre 2019, la marge nette sur les activités génératrices d'intérêts s'est établie à 3,9 milliards d'euros, niveau comparable à celui de septembre 2018. Il convient de souligner que cet agrégat reste fortement influencé par des évolutions individuelles, plus de la moitié des établissements de crédits ayant rapporté une progression de la marge sur intérêts. Les commissions nettes perçues ont suivi une évolution favorable, augmentant de 5,8 % sur un an pour s'établir à plus de 4 milliards d'euros.

Concernant les autres sources de revenus, les dividendes reçus se sont inscrits en retrait par rapport à l'année précédente. Ce poste a été influencé par la perception relativement élevée de dividendes d'une grande banque de la place en 2018 et qui ne s'est plus produite en 2019. Les revenus de change demeurent fortement volatils et ont affiché une forte progression par rapport au mois de septembre 2018. Enfin, la catégorie résiduelle des autres revenus nets a continué de progresser.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées, a augmenté de 4,5 % sur un an pour s'élever à 9,2 milliards d'euros au troisième trimestre 2019.

Du côté des charges, les frais de personnel et les autres frais d'exploitation ont continué de progresser par rapport à l'année précédente. Ces charges ont atteint 5 milliards d'euros fin septembre 2019, soit 58,8 % du produit net bancaire.

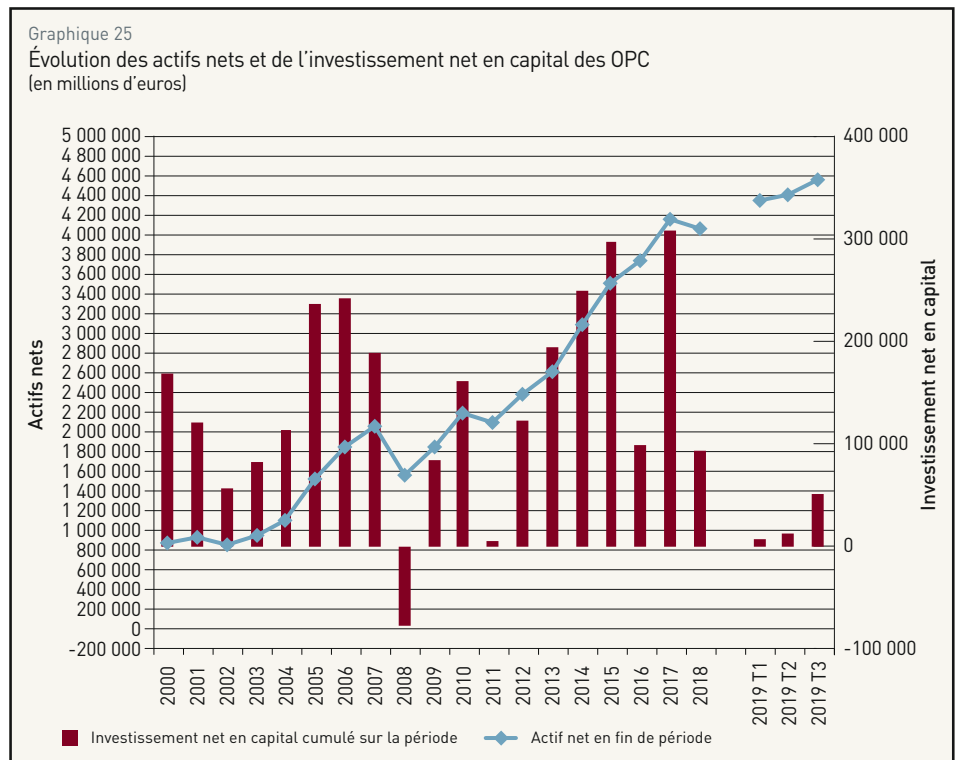
1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de juin 2019, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 51 unités, pour s'établir à 3 807 unités à la fin septembre 2019. Le nombre de compartiments a également baissé de 28 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 851 à 14 823 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 3,6 % pour s'établir, à la fin septembre 2019, à 4 570,0 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (107,9 milliards d'euros). Les investissements nets ont également contribué, mais dans une moindre mesure, à la hausse des actifs sous gestion (50,7 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 ³⁾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
avril	3 871	14 911	150	4 404 936	-1 209	55 696	177 404	4,2	54 487	1,3
mai	3 871	14 902	147	4 317 970	-4 048	-82 918	46 945	1,1	-86 966	-2,0
juin	3 858	14 851	148	4 411 388	17 647	75 771	174 306	4,1	93 418	2,2
juillet	3 829	14 819	150	4 484 774	14 589	58 797	202 310	4,7	73 386	1,7
août	3 824	14 822	148	4 502 493	28 616	-10 897	230 105	5,4	17 719	0,4
sept.	3 807	14 823	148	4 569 999	7 522	59 984	290 237	6,8	67 506	1,5

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

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.

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

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 détaillé selon la politique d'investissement

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

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)	1 159 128	1 033 408	680 968	57 482	193 580	36 878
2015	1 228 323	1 148 602	821 048	71 530	231 137	40 752
2016	1 340 521	1 187 326	898 613	83 079	261 920	49 408
2017	1 445 474	1 372 763	1 026 183	99 200	261 426	60 272
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
avril	1 485 853	1 530 463	1 135 972	140 195	278 116	83 586
mai	1 492 518	1 459 341	1 105 768	131 330	271 429	83 449
juin	1 536 887	1 515 324	1 124 234	132 749	264 971	86 549
juillet	1 566 691	1 536 062	1 138 080	138 795	269 722	94 146
août	1 608 233	1 499 650	1 135 949	139 150	271 897	95 663
septembre	1 605 892	1 542 928	1 149 204	138 608	273 845	98 948

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. En outre, depuis septembre 2018, la BCL a étendu la collecte statistique aux fonds d'investissement alternatifs non-réglementés.

Source : BCL

Le tableau reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds d'actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie « autres fonds » reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

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

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 4,5 % par rapport au deuxième trimestre de 2019. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant

à lui augmenté de 1,8 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 542,9 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2019. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 2,2 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 4,4 %, 3,3 % et 14,3 %.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin septembre 2019, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 136 unités, en baisse de 3 unités par rapport au mois de juin 2019.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 en raison d'un changement de définition⁵¹.

La somme des bilans

Entre la fin du deuxième trimestre de 2019 et la fin du troisième trimestre de 2019, la somme des bilans a augmenté de 7,0 %, passant de 319,2 milliards d'euros à 341,5 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 septembre 2019, le portefeuille de titres représentait 76,4 % de l'actif, soit 260,9 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 21,9 %, soit 74,8 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 (11,0 %).

Tableau 14 :

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

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

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	09-2018	06-2019	09-2019	09-2018 - 09-2019		06-2019 - 09-2019		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	66 725	78 188	74 837	8 112	12,2	-3 351	-4,3	21,9
Portefeuille titres	209 125	235 129	260 903	51 778	24,8	25 774	11,0	76,4
Autres actifs	2 729	5 927	5 737	3 008	110,2	-190	-3,2	1,7
Total de l'actif	278 579	319 244	341 477	62 898	22,6	22 233	7,0	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

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

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 (149,8 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (52,3 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (57,0 milliards d'euros).

Entre la fin du deuxième trimestre de 2019 et la fin du troisième trimestre de 2019, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de 11,0 %. 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 +12,9 %, +36,4 % et -8,7 %.

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⁾
	09-2018	06-2019	09-2019	09-2018 - 09-2019		06-2019 - 09-2019		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	09-2019
Établissements de crédit	109 495	132 713	149 794	40 299	36,8	17 081	12,9	57,8
Administrations publiques	35 845	38 318	52 256	16 411	45,8	13 938	36,4	20,2
Autres secteurs	58 219	62 470	57 029	-1 190	-2,0	-5 441	-8,7	22,0
Total	203 559	233 501	259 079	55 520	27,3	25 578	11,0	100,0

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation de la comptabilité nationale publiée en octobre 2019 a apporté des révisions aux données publiées au printemps 2019. La progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à 3,1 % en 2018, au lieu de 2,6 % dans la version précédente. Les données relatives aux années 2015 à 2017 ont également subi des révisions.

Le tableau ci-après présente la croissance annuelle du PIB depuis 2015, telle que publiée en octobre, et les révisions par rapport aux estimations publiées en mars 2019. Sur la période séparant les années 2015 à 2018, la progression annuelle du PIB en valeur s'est inscrite à 4,8 % en moyenne. Ce chiffre se décompose en une progression du PIB en volume de 3,4 % en moyenne et en une progression du déflateur du PIB de 1,3 % en moyenne. En comparaison avec les chiffres publiés en mars, le taux de progression annuel moyen du PIB en valeur a été révisé à la hausse de 0,5 p.p. En ce qui concerne le partage volume / prix du PIB, cette correction du taux de croissance moyen résulte d'une révision à la hausse du taux de variation moyen du PIB en volume (+0,8 p.p.)⁵² et d'une révision dans le sens opposé du déflateur du PIB (0,3 p.p.).

52 La révision à la hausse de la croissance en volume (+0,8 p.p.) masque des révisions d'ampleur différentes selon l'année considérée. À noter la révision particulièrement importante sur l'année 2016 (+2,2 p.p.).

Tableau 16 :

Estimations d'octobre 2019 du taux de variation annuel du PIB en valeur, du PIB en volume et du déflateur du PIB et révisions par rapport aux comptes nationaux publiés en mars 2019

(en pourcentage, respectivement en points de pourcentage)

		PIB EN VALEUR	PIB EN VOLUME	DÉFLATEUR DU PIB
Taux de variation annuel (en %)	2015	4,5	4,3	0,2
	2016	5,4	4,6	0,8
	2017	3,5	1,8	1,7
	2018	5,7	3,1	2,5
	2015-2018	4,8	3,4	1,3
Révisions (en p.p.)	2015	1,0	0,4	0,6
	2016	2,0	2,2	-0,1
	2017	-0,2	0,3	-0,4
	2018	-0,8	0,5	-1,2
	2015-2018	0,5	0,8	-0,3

Sources : STATEC, calculs BCL

L'examen des différentes composantes du PIB selon l'optique des dépenses révèle que la consommation privée aurait progressé de 3,3 % en 2018 et la consommation publique de 4,1 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en baisse de 5,9 %. De leur côté, les exportations auraient augmenté de 0,5 % tandis que les importations auraient diminué de 0,3 %.

En outre, il convient de noter que la révision à la hausse de l'évolution du PIB en volume, sur les années 2015 à 2018 s'explique principalement par un ajustement relativement important au niveau de la balance commerciale (et plus précisément une révision à la baisse des importations de services).

Tableau 17 :

Estimations d'octobre 2019 du taux de variation annuel des composantes du PIB (optique dépenses)

et révisions par rapport aux comptes nationaux publiés en mars 2019

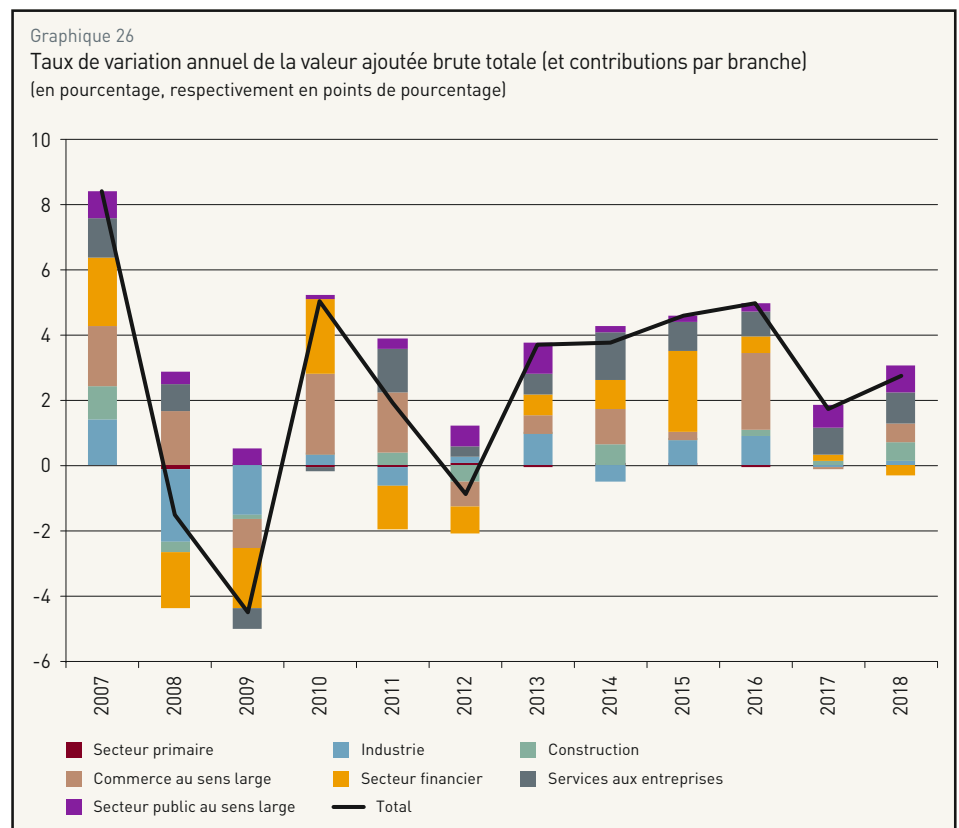
(en pourcentage, respectivement en points de pourcentage)

	TAUX DE VARIATION ANNUEL (EN %)				RÉVISIONS (EN P.P.)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Consommation privée	1,8	3,4	2,2	3,3	-1,4	1,7	-0,8	-0,9
Consommation publique	1,6	1,0	4,7	4,1	-1,3	-1,4	1,6	0,1
Formation brute de capital fixe	-7,7	4,6	5,6	-5,9	2,2	-5,8	1,7	-3,3
Exportations	4,7	2,6	0,7	0,5	-0,6	-1,2	2,6	-4,1
Importations	3,4	1,6	0,6	-0,3	-0,9	-2,8	2,8	-5,4
Exportations nettes	11,9	8,0	1,2	4,6	1,5	8,0	1,6	3,1
Produit intérieur brut	4,3	4,6	1,8	3,1	0,4	2,2	0,3	0,5

Sources : STATEC, calculs BCL

Selon l'optique de la production, la progression de la valeur ajoutée en 2018, exprimée en termes réels, serait expliquée principalement par la bonne performance des services aux entreprises, du secteur public au sens large, du commerce au sens large⁵³ et de la construction. En revanche, la contribution des services financiers à l'évolution annuelle de la valeur ajoutée se serait révélée légèrement négative (-0,3 p.p.).

Notons par ailleurs qu'en termes sectoriels, les révisions les plus importantes ont été opérées du côté du commerce au sens large (+3,6 p.p. en moyenne au cours des années 2015 à 2018) et de la construction (+3,2 p.p.). Ces révisions à la hausse ont été quelque peu contrebalancées par des révisions à la baisse dans d'autres branches, notamment dans les activités financières (-0,7 p.p.).



Sources : STATEC, calculs BCL

Dans un communiqué de presse⁵⁴, le STATEC évoque le « retraitement statistique de quelques opérations exceptionnelles de groupes multinationaux présents sur le territoire du Grand-Duché » comme facteur sous-jacent à ces révisions, sans pour autant apporter d'informations précises sur ces opérations. Le STATEC signale aussi que « ces retraitements ont été effectués sur base de nouvelles informations qui n'étaient pas encore disponibles pour la version précédente des comptes annuels » (...) et que « les groupes multinationaux posent des défis méthodologiques importants et que plusieurs cas réclament des analyses détaillées dont certaines sont toujours en cours. »

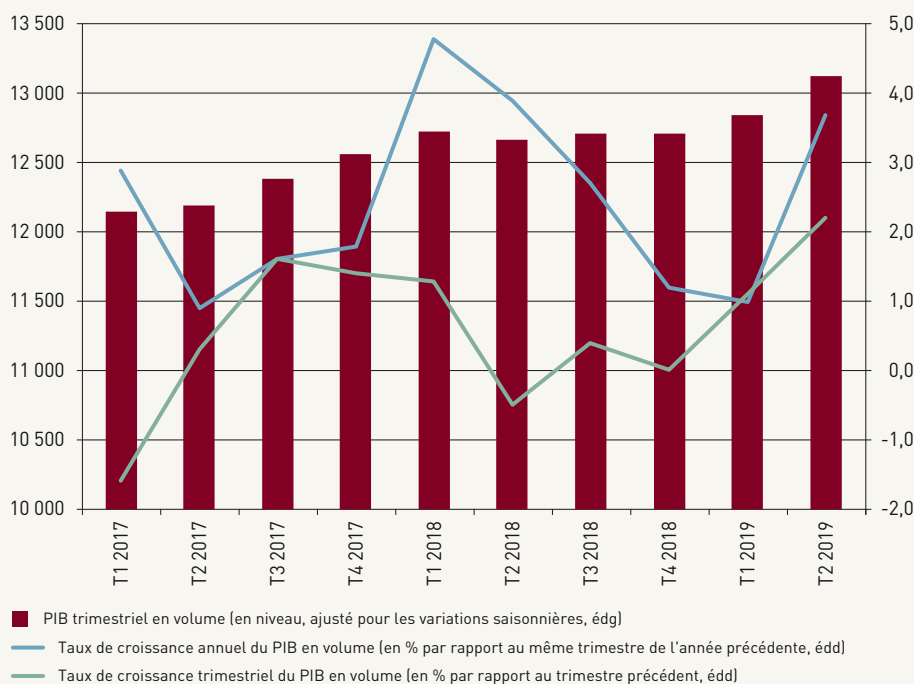
53 Il convient de préciser que la contribution positive du commerce au sens large s'explique exclusivement par la branche « information et communication ». En effet, la valeur ajoutée réelle s'est inscrite en baisse dans la branche « commerce, transports et HORECA ».

54 STATEC (2019), Statnews n° 30 du 9 octobre 2019.

Graphique 27

Niveau et progression du PIB réel

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



Sources : STATEC, calculs BCL

Comptes trimestriels

Selon la première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2019, le PIB réel a progressé de 2,2 % par rapport au premier trimestre 2019 et de 3,7 % en glissement annuel. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2019 aurait atteint 2,8 % à l'issue du deuxième trimestre 2019⁵⁵.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2019 la consommation privée aurait progressé de 3,3 % en glissement annuel et la consommation publique de 5,0 %. La formation brute de capital fixe aurait diminué de 0,4 % (après la hausse de 0,7 % enregistrée au trimestre précédent). Les exportations et les importations afficheraient de nouveau des taux de croissance positifs (+1,5 % et +0,3 % respectivement), après

les baisses observées au cours des trimestres précédents. En glissement trimestriel, l'ensemble des composantes de la demande se seraient inscrites en hausse au deuxième trimestre 2019, à l'exception de la formation brute de capital fixe (-0,6 %).

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+13,5 % par rapport au même trimestre de l'année précédente) et dans une moindre mesure dans le secteur public au sens large (+5,4 %), les services aux entreprises (+4,2 %) et les autres activités de services (+3,9 %). En revanche, le secteur financier afficherait une quasi-stagnation (+0,1 %).

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. En effet, les comptes nationaux sont régulièrement sujets à des révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la plus récente version des comptes nationaux trimestriels, publiée en octobre 2019, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance sur douze mois : +1,0 % au lieu de +1,6 % pour le premier trimestre 2019, +1,2 % au lieu de +1,8 % pour le quatrième trimestre 2018 et +2,7 % au lieu de +2,6 % pour le troisième trimestre 2018. Au moment de la rédaction de ce bulletin, aucune information n'était encore disponible pour le troisième trimestre de l'année en cours.

⁵⁵ Rappelons que dans ce cas l'acquis de croissance consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2019 par rapport à l'année 2018, en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) tel qu'observé au deuxième trimestre 2019 (soit 13 128 millions d'euros) sur les trimestres restants de 2019.

1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2019

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel mitigé, datent de juin 2019⁵⁶. L'activité économique dans la zone euro s'était stabilisée et le PIB réel avait progressé de 0,3 % en moyenne sur la première moitié de l'année, soit à un rythme similaire à celui des quatre trimestres précédents. Au Luxembourg, une première estimation des comptes nationaux publiée en mars a révélé une accélération de l'activité économique en 2018, après une croissance décevante en 2017. Au premier trimestre 2019, les évolutions sur les marchés boursiers ont été plutôt favorables. Pourtant, les indicateurs d'activité suggéraient une contribution du secteur financier plutôt modérée. 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 stabilisation de la croissance du PIB réel à 2,6 % en 2018 et une poursuite de la croissance proche de 3,1 % en 2019.

1.2.6.1 Évolutions récentes


Depuis les projections de juin 2019, le diagnostic conjoncturel a connu une évolution nuancée. Selon les comptes nationaux annuels publiés en octobre 2019, la croissance du PIB réel aurait été de 3,1 % en 2018, soit 0,5 p.p. de plus que lors de la première estimation. Par ailleurs, dans la plus récente estimation des comptes nationaux annuels, le taux de variation annuel moyen du PIB réel a été révisé à la hausse sur une plus longue période. La croissance annuelle du PIB réel entre 2015 et 2018 aurait été de 3,4 % en moyenne, soit 0,8 p.p. de plus que lors de l'estimation des comptes nationaux publiés en mars 2019. À l'exception de l'année 2017, cela présente une image de l'activité économique au Luxembourg entre 2014 et 2018 qui est davantage en ligne avec les développements au niveau de l'environnement international et du marché de travail.

Rappelons que la croissance assez anémique du PIB réel en 2017 s'explique surtout par quelques opérations exceptionnelles de groupes multinationaux présents au Luxembourg. La révision à la hausse de la croissance entre 2014 et 2018 laisse présager que ces phénomènes « atypiques » n'ont pas eu un impact persistant sur la croissance réelle au Luxembourg. Cependant, à ce stade et en l'absence d'informations supplémentaires, il est impossible de quantifier cet impact, voire d'évaluer sa persistance. L'incertitude entourant ces phénomènes et leur incidence sur les estimations et les projections du PIB restent donc très élevées.

L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2019, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait montré des signes de reprise par rapport au deux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation annuel au premier semestre aurait été de 2,4 % en moyenne. Selon les comptes nationaux trimestriels, l'acquis de croissance pour l'année 2019, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre 2019, se chiffrerait à 2,8 %.

Concernant la deuxième 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 le début de l'année. Depuis le mois de juillet, ils se sont maintenus à un niveau relativement élevé. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 5,6 % au troisième trimestre 2019, de sorte que fin septembre l'acquis de croissance de la VNI pour l'année 2019 se chiffrait à 5,2 %. L'industrie des fonds d'investissement, qui avait connu une année très volatile en 2018, devrait donc progresser en 2019. Selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, au troisième trimestre 2019 les revenus nets sur commissions se sont inscrits en hausse (+5,8 %) et la marge d'intérêt des banques s'est stabilisée (+0,2 %).

⁵⁶ Voir Bulletin BCL 2019/2, pp. 58-67.



En ce qui concerne le secteur non financier, la poursuite de la croissance dans la zone euro, même si cette dernière évolue à un niveau plus bas depuis le troisième trimestre 2018, devrait *a priori* avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Dans l'industrie, les résultats des enquêtes d'opinion se sont dégradés ces derniers mois, tout en restant à des niveaux historiquement élevés. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble et la forte progression de l'emploi, en particulier, suggèrent une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

Au total, malgré un contexte peu favorable au niveau international, il n'y a pas d'indications d'un affaiblissement important et durable de la croissance au Luxembourg sur la base des constats relevés ci-dessus. La bonne tenue du secteur financier et du marché de travail suggère une croissance de l'activité économique en 2019 qui demeure élevée. La croissance devrait rester proche de, voire dépasser, la croissance tendancielle dans les années à venir.

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 agissant sur les marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 18.

Entre juin et novembre 2019, le prix du pétrole a décliné de l'ordre de 1,0 % pour clôturer à moins de 63 dollars le baril. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, en décembre le prix du pétrole devrait retrouver son niveau de juin 2019 avant de s'inscrire en retrait de manière continue jusqu'en décembre 2022. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 64 dollars en 2019, 60 dollars en 2020 et 57 dollars en 2021 et 2022. Par rapport aux prévisions de juin 2019, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont donc été révisées à la baisse de 2019 à 2021.

La croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait ralentir en 2019 avant d'accélérer progressivement sur l'horizon de projection. La croissance du commerce mondial devrait quant à elle être nulle en 2019 avant de se redresser quelque peu en 2020. Elle devrait faire preuve de plus de dynamisme en 2021 et 2022.

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, plafonner à 2 % en 2019 et 2020, avant d'accélérer en 2021 et 2022. 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 de 2019 et 2021 par rapport à nos projections de juin 2019.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx large, devraient reculer en 2019, se redresser en 2020 avant de baisser à nouveau jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Par rapport à juin, les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées à la hausse en 2019 et, de manière plus marquée en 2020. Les anticipations pour 2021 sont quasi inchangées. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues marginalement à la baisse par rapport à juin : l'euro devrait désormais s'établir à 1,10 dollar en moyenne annuelle de 2020 à 2022, après 1,12 dollar en 2019. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois ont été révisées à la baisse de 2019 à 2021. Celles portant sur les taux à 10 ans ont été plus fortement révisées à la baisse sur l'horizon de projection.

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

Tableau 18 :

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques**(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)⁵⁷**

	2019	2020	2021	2022
Prix du pétrole en \$/bl	63,8 [-4,3]	59,6 [-6,2]	57,4 [-5,3]	56,8
Taux de change \$/€	1,12 (0,0)	1,10 (-0,02)	1,10 (-0,02)	1,10
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,4 [-0,1]	-0,4 [-0,1]	-0,4 [-0,2]	-0,3
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	0,4 [-0,4]	0,3 [-0,6]	0,4 [-0,7]	0,6
Eurostoxx (évolution en %)	-0,6 (2,0)	4,9 (6,3)	-2,7 [-0,2]	-2,7
Commerce mondial (hors zone euro)	0,0 [-0,7]	0,8 [-2,0]	2,4 [-1,0]	2,7
PIB mondial (hors zone euro)	2,9 [-0,4]	3,1 [-0,5]	3,3 [-0,3]	3,4
PIB zone euro	1,2 (0,0)	1,1 [-0,3]	1,4 (0,0)	1,4
Demande internationale adressée au Luxembourg	1,9 [-0,5]	2,0 [-1,0]	2,7 [-0,6]	3,7

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 1.1.7 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 1,1 % en 2020 et 1,4 % en 2021 et 2022. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH devrait quant à elle s'établir à 1,2 % en 2019, 1,1 % en 2020, 1,4 % en 2021 et 1,6 % en 2022.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2019 confirment pour l'essentiel celles de juin 2019 et font état d'une progression du PIB réel en 2019 de l'ordre de 2,8 %, soit seulement 0,2 p.p. de plus qu'anticipé auparavant. Cependant, étant donné la révision à la hausse de la croissance en 2018, cela aboutit à une décélération de l'activité économique au Luxembourg.

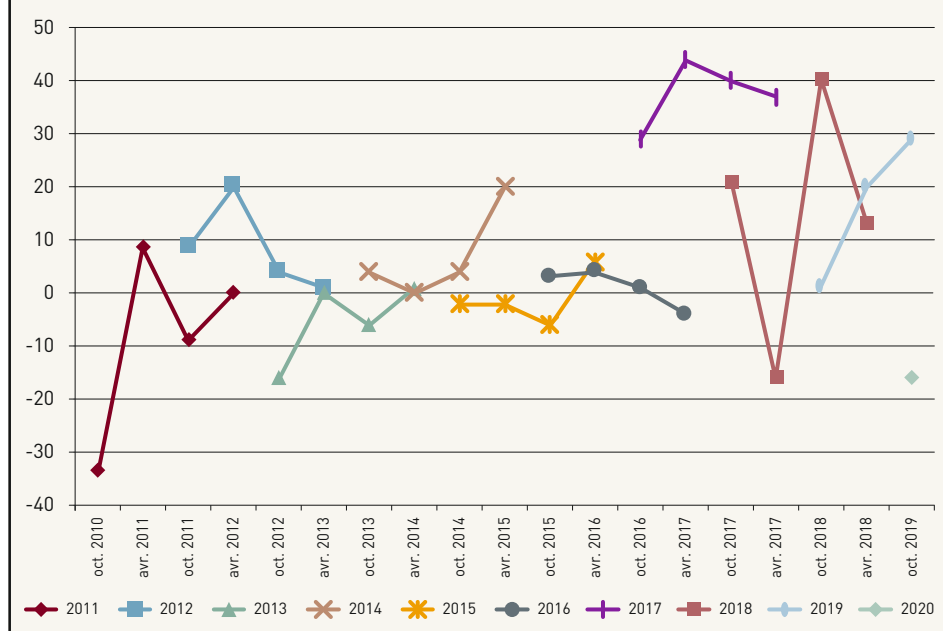
Pour l'année 2020, l'économie luxembourgeoise pourrait progresser à 2,8 %, soit un rythme identique à celui projeté pour 2019, dans le contexte d'une stabilisation de la croissance mondiale. Compte tenu des hypothèses techniques et de la reprise d'activité économique attendue dans la zone euro, des effets positifs sur la croissance au Luxembourg devraient se manifester au cours de la période de projection. Sur cette base, la croissance du PIB réel devrait accélérer à nouveau en 2021. En 2022, elle devrait dépasser la moyenne de la croissance luxembourgeoise depuis la crise.

Une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales ont pris effet au début des années 2017 et 2018⁵⁸. Ces allègements fiscaux ont augmenté le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation du revenu disponible sera épargnée et aura donc moins d'incidence sur l'activité économique. De plus, étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, une part importante de la consommation et de l'investissement privés est importée, ce qui tend à réduire l'impact sur le PIB national. À l'heure actuelle, il semble toutefois 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.

⁵⁷ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2019. Celles-ci sont calculées en différence absolue pour le prix du pétrole, en pourcentage pour les variables en niveau et en points de pourcentage pour les taux de croissance, les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

⁵⁸ Pour plus de détails, voir avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3.

Graphique 28
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)⁵⁹



Source : Commission européenne

leurs anticipations pour l'année en cours. Selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient reculer en 2020. Cependant, la reprise de la demande européenne et la hausse depuis 2015 du taux d'utilisation des capacités de production, atteignant désormais un niveau historiquement élevé, devraient créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production. De plus, les conditions de financement de ces dépenses demeurent avantageuses. Ainsi, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises sont restées favorables au cours des derniers trimestres, sous l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles de l'Eurosystème. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt officiels s'est également répercuté sur les taux appliqués aux crédits bancaires. La faiblesse des taux bénéficie aux emprunteurs non seulement à travers les nouveaux crédits conclus, mais aussi à travers l'encours de crédits existants, dans la mesure où la plupart de ces crédits ont été octroyés à taux variable. La baisse des taux ainsi que sa persistance à des niveaux bas impliquent que les débiteurs, tant dans le chef des entreprises que dans celui des consommateurs, ont bénéficié d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible grâce à une charge d'intérêts amoindrie. La mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises constitue aussi une incitation supplémentaire à investir dans des capacités de production au Luxembourg. Au-delà de l'abaissement du taux d'imposition global, le régime de la bonification d'impôt pour investissements est devenu notamment plus avantageux à partir de l'année 2017⁶⁰.

⁵⁹ 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.

⁶⁰ 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.

Selon les données provisoires de la comptabilité nationale, la croissance de 3,1 % du PIB réel en 2018 résulterait d'une contribution de 1,5 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 prononcée des exportations nettes de biens et services. L'année 2019 devrait être marquée par un ralentissement de la croissance économique. Le redressement de la demande domestique serait ainsi compensé par une contribution plus faible des exportations nettes de biens et services.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2019, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus plus optimistes en matière d'investissements et ils ont revu à la hausse

Tableau 19 :

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

(en pourcentage de variation et en points de pourcentage)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2019					RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2019			
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021
PIB réel	3,1	2,8	2,8	3,1	3,3	0,5	0,2	-0,2	-
IPCH	2,0	1,7	1,1	1,5	1,7	-	-0,2	-0,5	-0,2
IPCN	1,5	1,8	1,3	1,6	1,8	-	-0,1	-0,4	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,0	1,8	1,6	1,8	2,0	-	-0,1	-0,3	-0,2
IPCN énergie	8,4	1,6	-2,4	-1,0	-0,4	-	-0,7	-1,5	0,2
Échelle mobile des salaires	1,0	1,7	2,3	0,8	1,7	-	-0,2	0,2	-0,6
Coût salarial moyen	3,3	2,5	3,1	1,9	2,5	1,1	-0,4	0,2	-0,7
Emploi salarié	3,8	3,7	3,0	3,0	3,1	-	0,3	0,1	0,1
Taux de chômage	5,4	5,3	5,2	5,0	4,9	-	0,2	0,2	0,2
Solde public	2,7	2,5	1,4	1,2	1,3	0,3	1,1	0,1	0,2
Dette publique	21,0	22,3	18,9	18,6	18,1	-0,4	2,0	-1,1	-1,2

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'est pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique »⁶¹. 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 privé⁶², du taux d'activité sur le marché de l'emploi⁶³ et du taux de chômage de longue durée. 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, bien que ce risque semble encore contenu à l'heure actuelle. D'autre part, le Comité européen du risque systémique (CERS) a jugé que la forte hausse des prix immobiliers et l'endettement croissant des ménages représentent une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois⁶⁴.

1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux


Sur le marché du travail, on perçoit quelques signes de ralentissement. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi se serait établie à 3,7 % au troisième trimestre 2019, après 3,8 % le trimestre précédent. Les principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg restent les branches « commerce, transports et HORECA », le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et les services aux entreprises. Le taux de postes vacants s'est stabilisé à un niveau supérieur à sa moyenne historique. Les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs ont indiqué une

61 Voir le Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne et au Comité économique et social européen, Rapport 2019 sur le mécanisme d'alerte, COM (2018) 758 final. Le rapport 2020 sur le mécanisme d'alerte, qui aurait normalement été publié en automne 2019, n'était pas encore disponible à la clôture de rédaction de ce bulletin.

62 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.

63 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.

64 Voir aussi la section 1.2.6.7 relative à l'analyse de risque.



réduction des perspectives d'embauches dans les services non financiers et la construction, bien que les perspectives demeurent positives. Dans l'industrie, en revanche, les anticipations d'évolution de l'emploi restent défavorables. Par ailleurs, le recours au dispositif de chômage partiel est reparti à la hausse, ce qui témoigne d'un ralentissement de l'activité dans l'industrie manufacturière.

Dans une optique prospective, l'emploi marquerait le pas. Sa progression annuelle devrait décélérer à 3 % en 2020, se stabiliser à ce taux en 2021 et se redresser légèrement l'année suivante. L'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs cycliques et soumis à la concurrence internationale – pourrait décélérer davantage que l'emploi des résidents. Dans le même temps, la part encore importante de chômeurs de longue durée témoigne de la nature structurelle d'une partie du chômage. En effet, certains chômeurs sont peu qualifiés, âgés ou souffrent d'une incapacité de travail (ou d'un handicap), ce qui pèse sur leur employabilité et ne favorise guère leur réinsertion sur le marché du travail « primaire ». Au final, sur l'horizon de projection, le taux de chômage au sens « strict » reculerait graduellement à 5,3 % en 2019, 5,2 % en 2020 et 5 % en 2021 avant de passer ensuite sous la barre des 5 % en 2022.

Les perspectives économiques somme toute favorables favoriseraient le redressement des salaires réels, mais à un rythme qui demeurerait inférieur à la moyenne historique. Le scénario de base tient compte de l'accord salarial signé dans la fonction publique et des accords signés dans le secteur financier et 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. Sur l'horizon de projection, la progression des salaires nominaux s'expliquerait principalement par la contribution de l'indexation des salaires à l'évolution des prix. Sur la base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires devraient être déclenchées en fin d'année 2019 et au troisième trimestre 2021⁶⁵. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,5 % en 2019 et 3,1 % en 2020, avant de décélérer à 1,9 % l'année suivante puis de s'accélérer de nouveau à 2,5 % en 2022.

1.2.6.5 Les prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), atteindrait 1,8 % en 2019, en accélération par rapport à 2018 (1,5 %). Elle reculerait ensuite à 1,3 % en 2020 avant d'accélérer en 2021 et 2022, s'établissant à respectivement 1,6 % et 1,8 %.

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 ralentirait en 2020 (1,6 %) avant d'accélérer sur le reste de l'horizon de projection pour atteindre 2,0 % en 2022, un niveau proche de sa moyenne historique.

À court terme, l'inflation sous-jacente et l'inflation globale devraient bénéficier de l'effet de l'indexation automatique des salaires. Selon les dernières données disponibles, la prochaine tranche d'indexation est anticipée pour janvier 2020 au plus tôt. À partir du mois de mars 2020, l'inflation serait néanmoins affaiblie par la mise en place de la gratuité des transports publics. L'effet de base

⁶⁵ Il convient de noter que ces projections, qui ont été finalisées à la fin du mois de novembre 2019, tablaient sur le déclenchement d'une tranche indiciaire au mois de novembre (sur la base des données publiées en début décembre) et l'application de l'indexation en décembre 2019. Cependant, sur base des plus récentes données mensuelles disponibles relatives à l'évolution des prix à la consommation, la cote d'échéance n'a pas été déclenchée en novembre. Le déclenchement de la prochaine tranche indiciaire aura lieu, au plus tôt, au mois de décembre 2019 avec une adaptation des salaires en janvier 2020.

perdurerait jusqu'en février 2021 et expliquerait le recul de l'inflation sous-jacente en 2020⁶⁶. L'inflation globale serait pour sa part également pénalisée par la contribution négative des prix de l'énergie.

Pour le reste de l'horizon de projection, avec la fin de l'effet de base induit par l'introduction de la gratuité des transports publics, l'inflation sous-jacente accélérerait dans un contexte économique plus favorable et une croissance des salaires réels qui demeurerait robuste. L'inflation globale serait quant à elle tirée vers le bas par la composante énergie, dont la contribution serait négative en 2020 et 2021. De ce fait, l'inflation globale serait aussi inférieure à l'inflation sous-jacente au cours de ces deux années.

Après le paiement de la prochaine tranche indiciaire prévu au plus tôt pour janvier 2020, la prochaine tranche serait due pour le troisième trimestre 2021.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait des taux de progression légèrement inférieurs à l'IPCN sur l'ensemble de l'horizon de projection, compte tenu notamment du poids plus important qu'il accorde au prix de l'énergie.

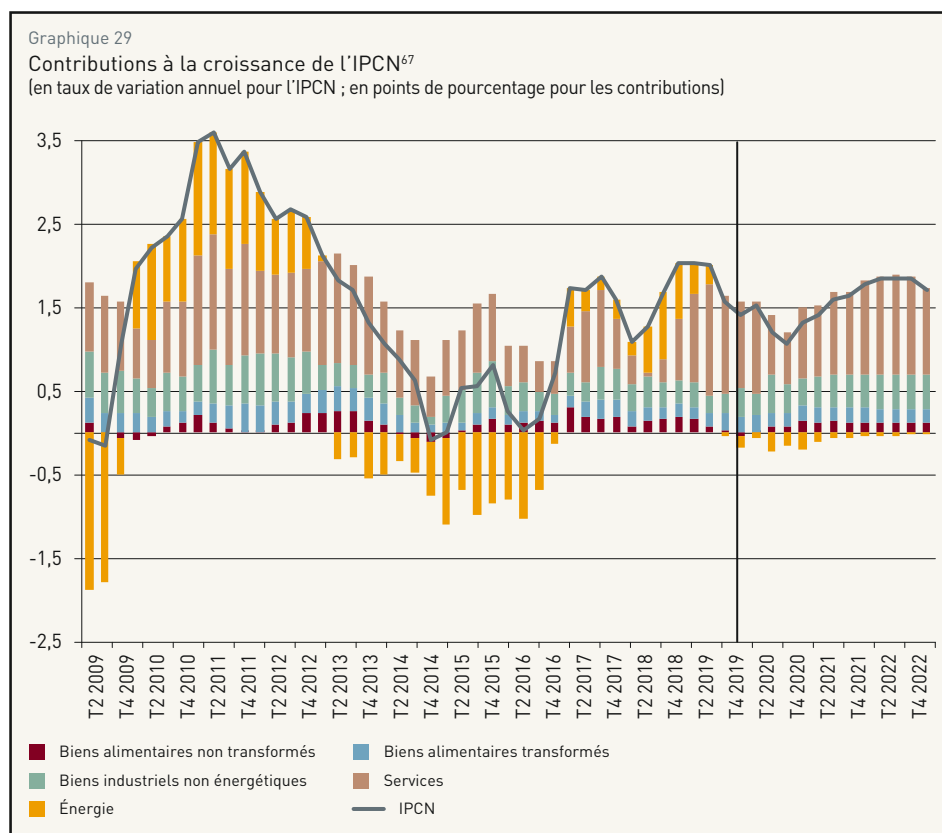
En comparaison avec l'exercice de juin 2019, les projections de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente ont été abaissées pour les années 2019 à 2021. Ces adaptations s'expliquent principalement par la surestimation récente de l'inflation des services et par des hypothèses plus basses du prix du pétrole exprimé en euros.

1.2.6.6 Les finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2018 de 2,7 % du PIB, en hausse par rapport à celui observé en 2017 (surplus de 1,4 % du PIB). Pour 2019, la BCL projette un surplus de l'ordre de 2,5 % du PIB. Cette détérioration du solde serait attribuable à un surplus légèrement moins favorable au niveau de l'administration centrale (dégradation du solde à concurrence de -0,1 p.p. pour atteindre 0,3 % du PIB).

⁶⁶ L'impact calculé par le STATEC est de -0,24 p.p. sur le taux annuel de variation de l'IPCN. Voir la réponse du STATEC à la question parlementaire n° 327.

⁶⁷ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.



Sources : STATEC, BCL (projections)

Pour 2020, on observerait une détérioration d'ampleur significative du surplus des administrations publiques, qui passerait à 1,4 % du PIB, en baisse de 1,1 p.p. par rapport à celui dégagé en 2019. La dégradation serait principalement imputable à l'administration centrale, dont le déficit s'établirait à -0,7 % du PIB (soit une dégradation de 1,0 p.p. par rapport à 2019), en raison d'une perte importante de recettes. L'excédent de la Sécurité sociale serait en légère hausse à 1,9 % du PIB, alors que la situation inverse prévaudrait pour les administrations locales, qui afficheraient un surplus de 0,3 % du PIB (baisse de 0,1 p.p. par rapport au surplus de 2019).

En 2021, le surplus des administrations publiques (1,2 % du PIB) enregistrerait une très légère dégradation à concurrence de 0,2 p.p. par rapport au solde dégagé en 2020. Cette dégradation serait attribuable aux trois sous-secteurs des administrations publiques. Le déficit de l'administration centrale atteindrait 0,8 % du PIB, en raison d'une perte de recettes additionnelle. La légère baisse de l'excédent de la Sécurité sociale et des administrations locales (0,1 p.p. du PIB pour chacun de ces deux sous-secteurs) dégraderait davantage le solde des administrations publiques.

En 2022, la légère hausse du surplus des administrations publiques (0,1 p.p.) serait principalement imputable à l'administration centrale. Son déficit serait ramené à 0,6 % du PIB, soit une amélioration de 0,2 p.p. par rapport à celui projeté pour 2021 (-0,8 % du PIB).

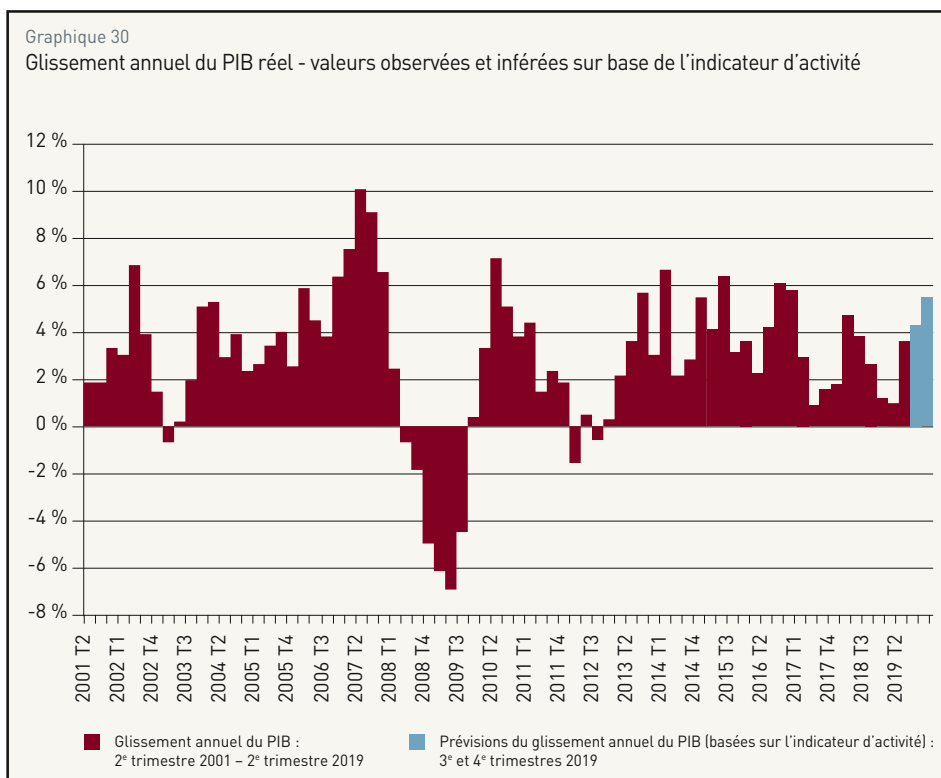
Le ratio de dette publique augmenterait en 2019 (à 22,3 % du PIB) en raison de l'émission, au mois de novembre 2019, d'un emprunt obligataire de 1,7 milliard d'euros. Au cours des années suivantes, il baisserait pour atteindre 18,1 % du PIB en 2022. Le financement des déficits observés au niveau de l'administration 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 alimenter les réserves de pension.

Les projections de finances publiques sont décrites en détail dans la partie 6 de l'avis de la BCL sur les projets de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2020 et la programmation pluriannuelle pour la période 2019-2023.

1.2.6.7 Analyse des risques

L'interprétation des données de la comptabilité nationale n'est pas 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



Sources : BCL et STATEC, calculs : BCL

intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles et qui se base sur les comptes nationaux publiés en octobre), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 4,3 % au troisième trimestre 2019 et à 5,5 % au quatrième trimestre. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de respectivement 1,0 % et 1,2 %. Sur la base de ces prévisions, la croissance du PIB réel en 2019 s'établirait à 3,6 %. Ce scénario est donc plus favorable que les prévisions macroéconomiques actuelles de la BCL, qui tablent sur une croissance de 2,8 % en 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 ces derniers.

Le programme de coalition pour la législature 2018-2023 prévoit une série de 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 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 (en anglais « *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.

En 2016, le Comité européen du risque systémique (CERS) a lancé des avertissements à huit pays, dont le Luxembourg, concernant les risques pesant sur les marchés immobiliers résidentiels. Au Luxembourg, le CERS a jugé que la combinaison de la forte hausse des prix immobiliers et de l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme susceptible d'engendrer de sérieuses répercussions négatives sur l'économie réelle⁶⁸. En septembre 2019, le CERS a émis des recommandations au Luxembourg soutenant l'adoption d'un cadre juridique dédié aux mesures macroprudentielles destinées aux emprunteurs et l'activation effective de celles-ci dès leur disponibilité. En décembre 2019, le parlement a voté une loi autorisant la CSSF à fixer des conditions pour l'octroi de crédits immobiliers, par exemple en imposant une limite maximale au rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien, ou bien au rapport entre le montant du prêt et le revenu annuel de l'emprunteur, ou encore au rapport entre les charges d'emprunt et le revenu de l'emprunteur, ou finalement à l'échéance du prêt. Ces mesures n'ont pas encore été activées et donc leur impact sur le marché immobilier reste encore inconnu.

L'incertitude élevée liée au « Brexit » persiste, surtout en cas d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sans conclusion d'un accord au préalable. 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, l'impact direct sur le volume de ses échanges commerciaux avec le Royaume-Uni pourrait être moins important que les retombées additionnelles via le canal du commerce international et des marchés financiers.

68 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.

1.2.7 Le commerce extérieur

Sur les trois premiers trimestres 2019, les exportations de biens ont atteint 10 milliards d'euros, soit une hausse de 3 % par rapport à la même période en 2018. Avec une croissance de 2 %, les importations de biens ont poursuivi leur ralentissement en atteignant 15 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019. Le déficit du commerce extérieur est, pour sa part, resté quasi stable à 5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2019.

Sur la période 2013-2016, les indices des valeurs unitaires indiquaient une baisse des prix à l'importation suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Sur cette même période, les prix unitaires à l'exportation avaient 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'était inversée en 2017 et en 2018, car la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières a permis aux prix à l'importation de progresser plus rapidement que les prix à l'exportation. En conséquence, les termes de l'échange s'étaient détériorés de 2 % en 2017 et à nouveau en 2018. En revanche, au premier semestre 2019 l'indice des valeurs unitaires à l'exportation s'est amélioré de 1,8 % contre seulement 1,4 % pour celui des importations, occasionnant ainsi une légère amélioration des termes de l'échange.

Les livraisons de produits sidérurgiques, catégorie dominante des biens exportés par le Luxembourg, s'étaient redressées de 12 % en 2017 et de 7 % en 2018, avant de baisser sur les trois premiers trimestres 2019 (-2 %). Toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement en 2017 et en 2018 ainsi que sur les trois premiers trimestres 2019. Les ventes intra zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des biens exportés par le Luxembourg, ont progressé de 4 % en 2018 et sur les trois premiers trimestres 2019. Toutefois, les exportations vers l'Allemagne, première destination pour le Luxembourg, ont reculé de 2 % sur les trois premiers trimestres 2019. Les ventes vers les autres pays d'Europe (hors zone euro), qui ont baissé de 13 % en 2018, ont progressé de 11 % sur les trois premiers trimestres de 2019. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 3 % du total ont progressé de 17 % sur les trois premiers trimestres 2019, après un recul de 13 % en 2018. Les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont progressé de 8 % sur les trois premiers trimestres 2019 après une stagnation en 2018.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers sont en hausse constante depuis décembre 2016. Cette hausse en valeur a atteint 19 % en 2017 et 28 % en 2018, avant de ralentir fortement sur les trois premiers trimestres 2019 (4 %). De même, les importations de produits chimiques et de matières brutes ont fortement progressé en 2018 avant de ralentir sur les trois premiers trimestres 2019. Les importations de matériel de transport (incluant les satellites et les avions) qui avaient été particulièrement soutenues en 2017, s'étaient réduites de 12 % en 2018 avant de remonter de 8 % sur les trois premiers trimestres 2019. Les importations en provenance de la zone euro (86 % de toutes les importations de biens) avaient augmenté de 7 % en 2018 avant de ralentir fortement (2 %) sur les trois premiers trimestres 2019. Par contre, les livraisons des États-Unis (3 % de toutes les importations) ont poursuivi leur baisse sur les trois premiers trimestres 2019 (-9 %), après avoir déjà reculé de 15 % en 2018. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont connu une forte progression en 2017 (18 %), une progression modeste en 2018 (1 %) et une faible accélération sur les trois premiers trimestres 2019 (4 %).

Tableau 20 :

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.	3 354,6	3,4	5 097,7	3,2	-1 743,1	2,9
2 ^e trim.	3 455,1	4,5	5 123,6	2,1	-1 668,5	-2,6
3 ^e trim.	3 228,2	2,3	4 789,6	1,2	-1 561,3	-1,2

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 de 1,4 milliard d'euros au premier semestre 2019, soit un niveau quasi similaire à celui enregistré à la même période en 2018. La hausse du surplus de biens et services a en effet été compensée par une aggravation du déficit des revenus primaires (rémunérations des salariés et revenus d'investissements). Le déficit des biens s'est contracté de plus de moitié à 439 millions d'euros au premier semestre 2019. 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). Cependant, il convient d'être prudent dans l'interprétation des chiffres du négoce car cette activité est volatile et reste dominée par un nombre restreint de grandes multinationales. Le déficit des marchandises du commerce général est, pour sa part, resté stable à 3,1 milliards d'euros au premier semestre 2019.

Le surplus des échanges internationaux de services s'est accru de 8 % en atteignant 12 milliards d'euros au premier semestre 2019. Cette progression provient principalement des exportations nettes de services non financiers, notamment des voyages, des services professionnels et de conseil en management, des services audiovisuels, des services d'assurance et surtout des services liés au commerce. Le surplus des services financiers a progressé de 5 % à 9 milliards d'euros au premier semestre 2019. Le déficit des revenus primaires s'est aggravé de 15 % pour atteindre près de 10 milliards d'euros au premier semestre 2019. 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 % pour atteindre 5 milliards d'euros au premier semestre 2019.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont repris au premier semestre 2019, tant pour les avoirs (67 milliards d'euros) que pour les engagements (44 milliards d'euros), après les désinvestissements observés sur toute l'année 2018. 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 60 milliards d'euros au premier semestre 2019 comparées à des entrées de 127 milliards d'euros enregistrées au premier semestre 2018. En ce qui concerne les titres étrangers, au premier semestre 2019 les résidents ont délaissé les titres de participation (ventes nettes de 39 milliards d'euros) au profit de titres de dette (achats nets de 84 milliards d'euros). Les flux d'investissements de portefeuille se sont ainsi soldés par des entrées nettes de 27 milliards d'euros au premier semestre 2019, compensées entièrement par de sorties nettes dans les flux d'investissements directs et de produits dérivés ainsi que dans les flux d'autres investissements (dépôts et crédits classiques).

Tableau 21 :

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

	1 ^{ER} SEMESTRE 2018			1 ^{ER} SEMESTRE 2019		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	163.562	162.132	1.431	167.624	166.192	1.432
Biens	9.859	10.825	-966	10.377	10.816	-439
Marchandises générales (yc « or non monétaire »)	7.726	10.825	-3.098	7.725	10.816	-3.091
Négoce international (exportations nettes)	2.133		2.133	2.652		2.652
Services	47.043	35.619	11.424	49.005	36.672	12.333
Services financiers	27.423	18.932	8.490	27.920	18.967	8.953
Services non financiers	19.621	16.687	2.934	21.085	17.705	3.380
Revenu primaire	102.098	111.126	-9.028	103.208	113.603	-10.395
Revenu secondaire	4.562	4.562	0	5.033	5.102	-69
COMPTE DE CAPITAL	35	121	-86	40	138	-98
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			1.344			1.332
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-14.575	-37.797	23.223	66.832	43.974	22.858
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-43.310	-52.373	9.063	21.966	46.767	-24.801
Autres capitaux	28.736	14.576	14.159	44.866	-2.793	47.659
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	103.205	150.958	-47.752	45.027	72.533	-27.506
Titres de participation	63.299	126.647	-63.348	-38.967	60.651	-99.619
Titres de créance	39.906	24.311	15.596	83.994	11.882	72.112
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			3.292			3.679
AUTRES INVESTISSEMENTS	85.918	63.378	22.540	93.176	90.902	2.274
AVOIRS DE RÉSERVE			42			27
ERREURS ET OMISSIONS			-1			-1

Source : BCL

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre 2019, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 34 milliards d'euros, en atteignant 11 169 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2019. De leur côté, les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont progressé de 35 milliards d'euros, en s'établissant à 11 135 milliards d'euros fin juin 2019. Ces hausses s'expliquent par de nouvelles transactions, les effets de valorisation ayant été défavorables. La position extérieure nette du Luxembourg s'est détériorée de 1 milliard, en atteignant 34 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2019, les engagements ayant davantage augmenté que les avoirs financiers extérieurs.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 16 milliards pour atteindre 727 milliards d'euros, fin juin 2019. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est accru de 18 milliards pour s'établir à 365 milliards d'euros. Pour sa part, le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est aggravé de 7 milliards pour s'établir à 1 071 milliards d'euros fin juin 2019.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 5 248 milliards d'euros fin juin 2019, après avoir subi un effet négatif de valorisation (-70 milliards d'euros), partiellement compensé par un effet-flux positif (nouveaux investissements de 22 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint 4 521 milliards d'euros fin juin 2019, soit une baisse de 32 milliards d'euros, résultante également d'un effet négatif de valorisation.

Les investissements de portefeuille ont profité du redressement des cours boursiers au deuxième trimestre 2019. L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 4 208 milliards d'euros fin juin 2019, soit une hausse de 51 milliards d'euros résultante d'un effet positif de valorisation (49 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 5 279 milliards d'euros fin juin 2019, soit une hausse de 57 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet positif de valorisation (20 milliards) et d'un effet-flux positif (37 milliards d'euros).

Concernant les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 472 milliards d'euros fin juin 2019, soit une hausse de 25 milliards d'euros résultante d'un effet-flux positif. En atteignant 1 107 milliards d'euros fin juin 2019, l'encours d'engagements s'est accru de 7 milliards d'euros, suite à un large effet-flux positif, compensé partiellement par un effet de change négatif.

Tableau 22 :

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

	ENCOURS FIN 2019 T1	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2019 T2
Position extérieure nette	35	1	-2	34
Avoirs extérieurs bruts	11.135	56	-22	11.169
Engagements extérieurs bruts	11.100	54	-19	11.135
Investissements directs nets	743	24	-40	727
Avoirs	5.296	22	-70	5.248
Engagements	4.553	-2	-30	4.521
Investissements de portefeuille nets	-1.064	-36	29	-1.071
Avoirs	4.157	2	49	4.208
Titres de participation	1.949	-22	37	1.964
Titres de créance	2.209	24	12	2.244
Engagements	5.222	37	20	5.279
Titres de participation	4.095	34	32	4.161
Titres de créance	1.126	3	-12	1.118
Produits dérivés nets	10	3	0	13
Autres investissements nets	346	10	8	365
Avoirs	1.447	29	-3	1.472
Engagements	1.101	19	-12	1.107
Avoirs de réserve	0,83	0,03	0,00	0,86

Source : BCL