

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique et financière dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	12
1.1.3	Les marchés d'actions	12
1.1.4	Les marchés de changes	13
1.1.5	Les prix à la consommation	14
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Les projections de la zone euro	14
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	18
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	20
1.2.1	Les prix et les coûts	20
1.2.2	Le marché du travail	23
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	Le secteur financier	37
1.2.5	La croissance économique	58
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2020	60
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.9	La position extérieure globale	75
	<u>Encadré 1 :</u>	
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers : résultats principaux de la troisième vague	31
	<u>Encadré 2 :</u>	
	Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés	54
2.	Analyses	77
2.1	Do newer tenants pay higher rent?	77
2.1.1.	Introduction	77
2.1.2	Data and descriptive statistics	77
2.1.3	Econometric specification and results	81
2.1.4	Discussion and concluding remarks	83
2.1.5	References	84
2.2	L'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg	85
2.1	Introduction	85
2.2	L'utilisation des instruments de paiement scripturaux au Luxembourg	85
2.2.1	Les virements	86
2.2.2	Les prélèvements	88
2.2.3	Les cartes de paiement	89
2.4	Les systèmes de monnaie électronique	93
3.	Le virement SEPA instantané	96
4.	Conclusion	97

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

L'activité économique a rebondi fortement pendant l'été 2020, après une forte contraction au deuxième trimestre 2020 à cause du coronavirus (COVID-19) et des mesures de confinement. Toutefois, la recrudescence des infections au COVID-19 fait planer une menace renouvelée sur la santé publique et sur les perspectives de croissance économique. L'activité économique dans la zone euro devrait se contracter au quatrième trimestre 2020 et l'inflation reste très faible dans le contexte d'une demande atone. Compte tenu de ces développements, le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à un recalibrage de ses instruments de politique monétaire lors de sa réunion du 10 décembre 2020. Ces mesures contribueront à préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, favorisant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie, soutenant l'activité économique et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, l'incertitude reste forte, notamment en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement est resté à 0,00 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,25 % et celui de la facilité de dépôt à -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que ces taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté 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.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022. Dans tous les cas, l'Eurosystème effectuera des achats nets jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée. Les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP ont été prolongés au moins jusqu'à la fin de 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer les conditions fixées pour la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Notamment, il a décidé d'allonger de douze mois la période pendant laquelle des conditions nettement plus favorables s'appliqueront, jusqu'en juin 2022. Trois opérations supplémentaires seront effectuées entre juin et décembre 2021. De plus, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50 % à 55 % de leur encours de prêts éligibles. Afin d'encourager les banques à maintenir leur niveau actuel de prêts, les conditions d'emprunt recalibrées attachées aux TLTRO III ne seront accessibles qu'aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif.

Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger, jusqu'en juin 2022, la durée de l'ensemble de mesures d'assouplissement des garanties. Du fait de la prorogation de ces mesures, les banques pourront continuer à utiliser pleinement les opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, particulièrement les TLTRO recalibrées. Le Conseil des gouverneurs réévaluera les mesures d'assouplissement des garanties avant juin 2022, en veillant à ce que la participation des contreparties de l'Eurosystème aux TLTRO III ne soit pas influencée négativement.

Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de conduire, en 2021, quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), ce qui continuera de fournir un filet de sécurité effectif.

Sixièmement, les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

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.

Septièmement, la facilité de repo de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de swap et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro seront prolongées jusqu'en mars 2022.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à mener aussi longtemps que nécessaire ses opérations régulières de prêt par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, l'€STR¹ et le taux EONIA² ont légèrement diminué pour se situer en moyenne à -0,55 % et -0,47 %, respectivement, pendant la période sous revue. Les niveaux de ces deux taux d'intérêt reflètent la fixation du taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,5 % depuis le 18 septembre 2019.

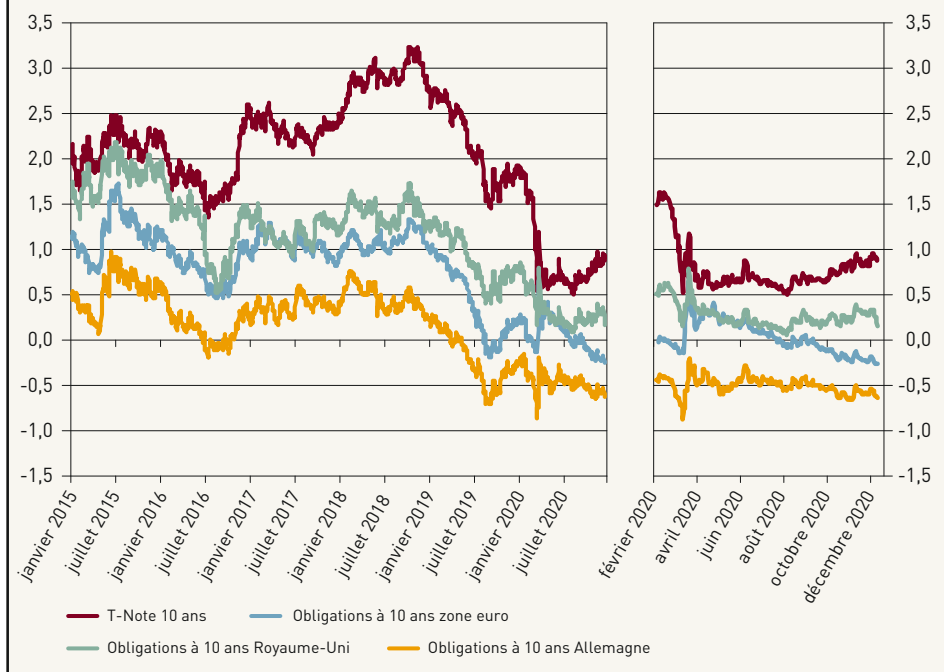
Au sujet de l'analyse monétaire, en octobre 2020 l'agrégat monétaire large M3 a progressé de 10,5 % au rythme annuel, par rapport à 10,4 % au mois précédent. Ceci suggère la poursuite d'une accumulation de liquidité dans un contexte d'incertitude. Pour l'agrégat monétaire étroit M1, la progression annuelle était de 13,8 % en octobre 2020, inchangée par rapport à son niveau de septembre.

La croissance des crédits octroyés au secteur privé est demeurée élevée en octobre. Le rythme de progression annuelle des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a légèrement baissé de 0,3 p.p. pour s'établir à 6,8 % en octobre 2020. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a été de 3,1 % en octobre 2020, inchangé par rapport au mois précédent.

1 L'€STR (Euro short-term rate) est un nouveau taux de référence à court terme en euros publié par la BCE depuis le 2 octobre 2019. Il est calculé par une moyenne pondérée à travers les banques de la zone euro des coûts des opérations d'emprunt au jour le jour libellées en euros.

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

Graphique 1
Les rendements des titres publics à long terme
(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics ont baissé depuis juin 2020 pour s'établir le 11 décembre 2020 à -0,65 % pour les titres à 1 an et à -0,25 % pour les titres à 10 ans³. Cette tendance baissière résulte de la combinaison d'une légère réduction des rendements sur la dette des pays détenant une notation AAA et d'un resserrement des écarts entre les rendements sur la dette des différents pays membres. La réintroduction des mesures de confinement locales pour contenir la propagation du coronavirus n'a eu jusqu'à présent qu'un impact limité sur les marchés des obligations souveraines. Pendant la période sous revue, les anticipations de nouvelles mesures de soutien monétaire et budgétaire ont réduit le différentiel de rendement entre les obligations à 10 ans et les obligations à 1 an à 0,20 p.p.⁴.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a légèrement diminué depuis juin 2020 pour se fixer à 0,89 %. La chute marquée de l'activité économique aux États-Unis et d'importantes suppressions d'emplois aux premiers trimestres 2020 ont conduit le taux de rendement à un niveau historiquement bas avant une hausse graduelle commençant vers la fin d'août. Cette nouvelle hausse s'explique en partie par l'annonce de la nouvelle stratégie de la Réserve fédérale des États-Unis et des anticipations d'inflation plus élevées. La réduction de l'incertitude qui planait sur l'économie avant les élections présidentielles ainsi que le progrès sur un paquet de relance économique ont également contribué à cette hausse.

Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est accru au cours de la période analysée pour s'établir à 1,13 p.p. le 11 décembre 2020.

1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 5 juin 2020 et le 11 décembre 2020, l'indice boursier américain Standard & Poor's 500 a progressé de 14,8 %, en atteignant des sommets historiques en décembre 2020. En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a augmenté de 3,1 % alors qu'au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 a augmenté de 16,6 % sur la même période. Ceci représente un fort rebond depuis la chute importante au début de l'année dans un contexte de propagation du coronavirus. Même si les indices européens ont progressé au cours des derniers mois, la vitesse de la reprise reste toutefois inférieure à celle de l'indice

³ Ces rendements se réfèrent aux obligations souveraines pour les pays de la zone euro. Il s'agit d'une moyenne pondérée par le PIB.

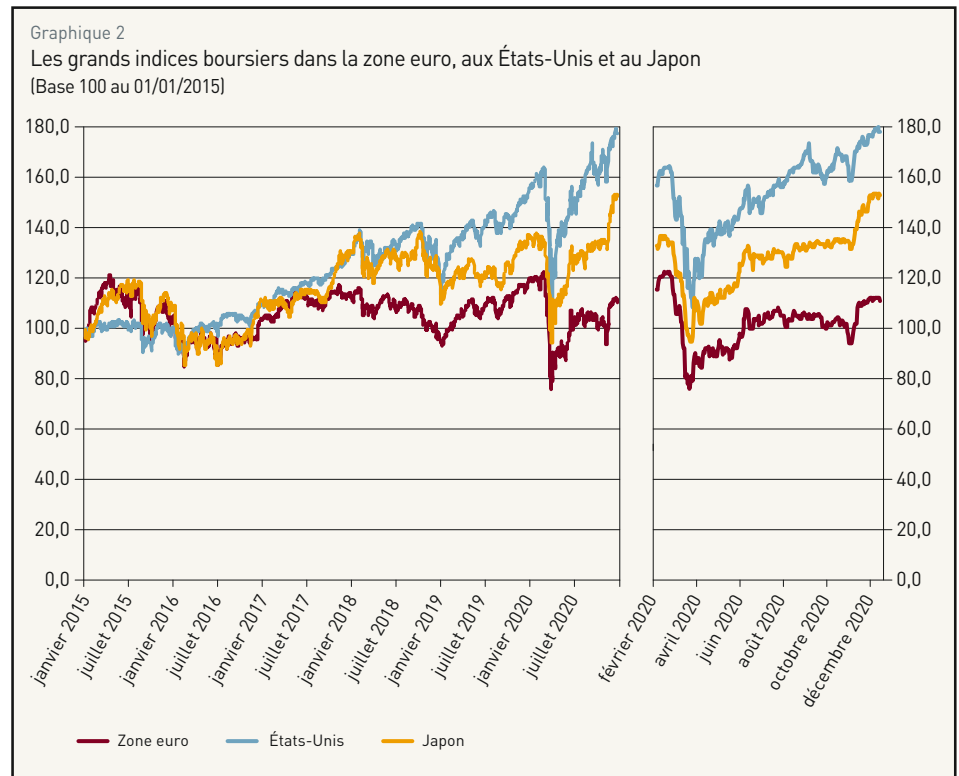
⁴ Le calcul pour ce différentiel se base exclusivement sur les rendements des obligations notées AAA.

de référence américain, ainsi que le montre le graphique 2. Aux États-Unis, les valeurs technologiques ont connu de fortes pertes en septembre et la réintroduction dans certains pays de mesures d'endiguement pour limiter la propagation du COVID-19 a pesé sur les indices boursiers européens. Depuis les élections aux États-Unis et les premières annonces sur le déploiement d'une solution médicale contre le coronavirus, les indices ont de nouveau rebondi. À partir de novembre 2020, le S&P500 a notamment connu sa plus forte progression dans l'histoire.

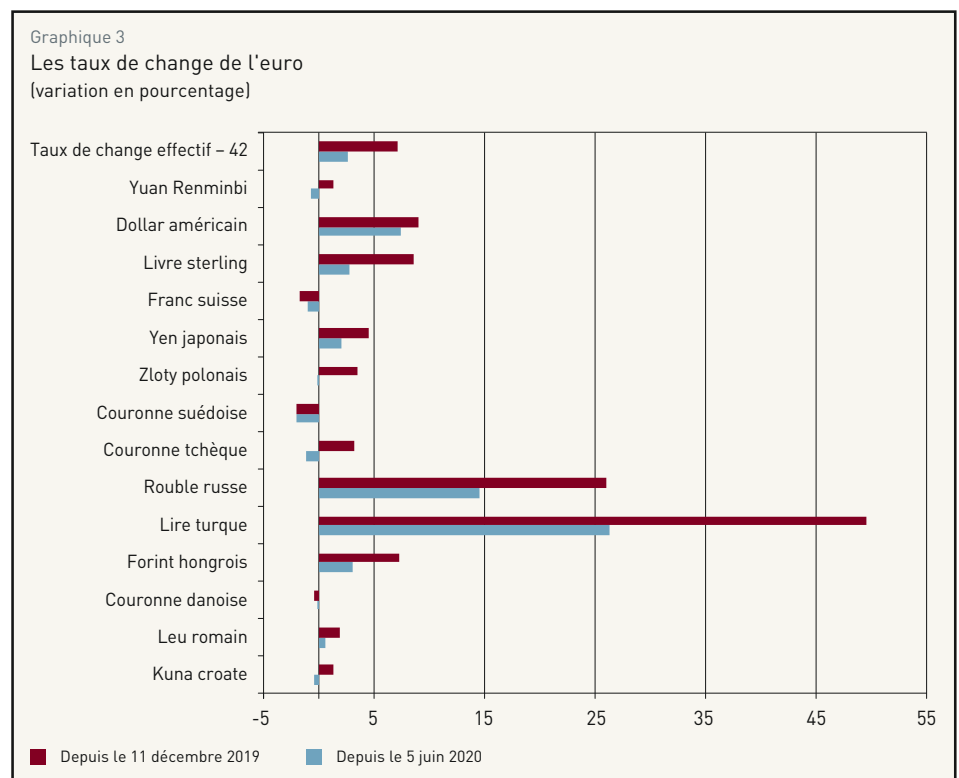
1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 5 juin 2020 au 11 décembre 2020, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est légèrement apprécié de 3 %. Sur cette même période, l'euro s'est apprécié de 7 % par rapport au dollar américain et de 3 % vis-à-vis de la livre sterling (voir le graphique 3). La dépréciation du dollar américain s'explique entre autre par une amélioration du sentiment de risque global. Concernant les autres principales devises mondiales, l'euro s'est apprécié de 2 % vis-à-vis du yen japonais, et de 15 % vis-à-vis du rouble russe. Il s'est en revanche légèrement déprécié (de 1 %) face au yuan renminbi et au franc suisse.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro est resté stable vis-à-vis du zloty polonais et s'est déprécié face à la couronne tchèque et suédoise.



Source : Bloomberg



Note : Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant le taux de change enregistré le 11 décembre. Sources : BCE, Bloomberg

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui avait atteint 1,2 % en 2019, a fortement reculé en 2020, s'établissant à 0,3 % en moyenne lors des onze premiers mois.

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)

	2019	2020-T1	2020-T2	2020-T3	OCT. 2020	NOV. 2020*
IPCH global	1,2	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3
Produits alimentaires non transformés	1,4	2,8	6,7	2,8	4,3	4,2
Produits alimentaires transformés	1,9	2,0	2,3	1,5	1,4	1,3
Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,5	0,2	0,4	-0,1	-0,3
Énergie	1,1	-0,9	-10,3	-8,1	-8,2	-8,4
Services	1,5	1,5	1,2	0,7	0,4	0,6
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,2	1,3	1,1	0,8	0,4	0,4

Source : Eurostat. * Estimation rapide Eurostat

Le premier trimestre 2020 s'était inscrit dans la continuité du deuxième semestre 2019, les prix des produits alimentaires non transformés et des produits manufacturés hors énergie étaient toutefois en accélération. À partir du deuxième trimestre, les effets de la crise liée au COVID-19, se sont fait sentir au niveau de l'inflation. Les prix des biens alimentaires ont augmenté fortement alors que les prix de l'énergie ont chuté. Les prix dans le secteur des produits manufacturés hors énergie et des services ont également nettement décéléré. Dans ce dernier secteur, la décélération s'est poursuivie, et même amplifiée, le reste de l'année. Après avoir légèrement accéléré au troisième trimestre, l'inflation des produits manufacturés hors énergie est devenue négative en octobre et novembre. Ces développements se sont traduits par une chute de l'inflation globale et une décélération marquée de l'inflation sous-jacente.

Le prix du pétrole, qui avait légèrement rebondi au tournant de l'année, s'est écroulé à partir du mois de mars. Le prix du baril s'est établi à 33 dollars en mars et 23 dollars en avril comparé aux 65 dollars du début de l'année. Le prix du baril s'est ensuite redressé tout en restant nettement inférieur aux prix observés en 2019. Le prix des autres matières premières non énergétiques, qui avaient également reculé dans premier temps, ont repris une évolution positive depuis l'été. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui avait reculé au printemps a fortement augmenté la deuxième moitié de 2020 pour atteindre 1,20 \$/€ fin novembre.

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

Au cours du troisième trimestre 2020, le PIB de la zone euro a augmenté de 12,5 % par rapport au trimestre précédent (après -11,7 % au deuxième trimestre 2020). Il s'agit de loin de la hausse la plus importante depuis le début des séries SEC2010 en 1995. Ce rebond mécanique fait suite aux mesures de confinement liées au COVID-19, qui avaient été mises en place par les États membres en mars 2020.

Le rebond de l'activité au troisième trimestre 2020 a concerné tous les pays de la zone euro pour lesquels les données étaient disponibles.

Ce rebond a concerné toutes les composantes de la demande interne, les exportations et, de manière légèrement moins dynamique, les importations. Ainsi, les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance. La contribution des stocks à la croissance a été à nouveau négative, le déstockage observé au deuxième trimestre 2020 s'étant poursuivi au troisième trimestre.

Les données relatives au Luxembourg n'étaient pas encore été publiées au moment de la rédaction de ce bulletin. Les informations disponibles concernant ses trois principaux partenaires économiques indiquent des hausses du PIB de 11,4 % en Belgique (après -11,8 %, au deuxième trimestre 2020), de 8,5 % en Allemagne (après -9,8 % au deuxième trimestre 2020) et de 18,7 % en France (après -13,8 % deuxième trimestre 2020).

L'emploi dans la zone euro a augmenté de 1,0 % au troisième trimestre 2020 (après -3,0 % au deuxième trimestre 2020). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a diminué de 2,3 % (après -3,1 % au deuxième trimestre 2020).

En octobre 2020, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 8,4 %, en baisse de 0,1 p.p. par rapport à septembre 2020 et en hausse par rapport au taux de 7,4 % qui prévalait en octobre 2019. Selon Eurostat, 13,8 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro en octobre 2020. Par rapport à septembre 2020, le nombre de chômeurs a diminué de 86 000 personnes.


Tous les pays de la zone euro n'ont pas été concernés par cette baisse du chômage. En octobre 2020, le taux de chômage est resté stable en Allemagne, en Autriche, en Finlande et à Malte. Au cours du même mois, le taux de chômage a progressé en Italie, à Chypre, en Slovénie et en Slovaquie.

1.1.7 Les projections de la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2020 de l'Eurosystème, le PIB en volume dans la zone euro devrait reculer de 7,3 % en 2020 avant de rebondir à 3,9 % en 2021, à 4,2 % en 2022 et de progresser de 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020, établies par les services de la BCE, les perspectives d'activité économique ont été révisées à la baisse à court terme. À moyen terme, les perspectives d'activité économique devraient revenir en moyenne au niveau projeté dans le scénario de référence de septembre.

La consommation privée devrait diminuer de 8,3% en 2020 et retrouver son niveau d'avant-crise d'ici la mi-2022. La consommation privée a fortement rebondi au troisième trimestre 2020 après une baisse cumulée de 16,3% au premier semestre 2020. Au quatrième trimestre de 2020, la consommation privée devrait à nouveau baisser sensiblement en raison du resserrement des mesures de confinement, ce qui entraînera de nouvelles épargnes forcées et probablement une augmentation de l'épargne de précaution. Par la suite, la consommation privée devrait entamer sa reprise en 2021 et dépasser son niveau d'avant-crise à la mi-2022. Ce rebond sera soutenu par une baisse progressive de l'incertitude ainsi que par un retour progressif du taux d'épargne vers son niveau d'avant-crise, tandis que le chômage élevé et le relâchement des transferts budgétaires nets freineront la reprise des dépenses de consommation.

La contraction brutale et soudaine de l'investissement immobilier en 2020 ne devrait s'inverser que progressivement sur l'horizon de projection. Les investissements de logement, qui ont diminué de 14,2% au premier semestre 2020, ont été plus durement touchés dans les pays où les mesures de confinement ont été plus strictes. Une modération du revenu disponible, une confiance des consommateurs plus faible et un chômage plus élevé ont eu un effet négatif sur la demande de logements. Aussi, une reprise lente de l'investissement dans le logement est attendue. Ce dernier ne devrait atteindre son niveau d'avant-crise qu'au second semestre 2022. La forte baisse de l'investissement des entreprises au premier semestre 2020 a été le résultat des confinements, de l'effondrement de la demande



mondiale et intérieure et d'une montée de l'incertitude. Alors que l'investissement des entreprises aurait fortement rebondi au troisième trimestre, une autre contraction est attendue au quatrième trimestre. Un rebond progressif de l'investissement devrait ensuite apparaître au cours de l'année 2021, avec la reprise de la demande mondiale et intérieure et aussi grâce à l'impact positif du plan « Next Generation-EU » de la Commission européenne. Cependant, comme il est supposé que l'incertitude ne s'estompera que progressivement, et compte tenu des niveaux élevés des capacités de production inutilisées et des préoccupations concernant les tendances de la demande à plus long terme, les entreprises n'augmenteront vraisemblablement leurs investissements que progressivement. Tout ceci suggère que le rebond ne gagnera en vigueur qu'en 2022. En conséquence, l'investissement des entreprises dans la zone euro ne devrait atteindre son niveau d'avant-crise qu'à la mi-2022.

Les exportations devraient être touchées de manière disproportionnée par la pandémie en 2020, par rapport aux importations, ce qui suggère une contribution des exportations nettes négative cette année et en moyenne neutre par la suite. Au cours du premier semestre 2020, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la baisse de la demande étrangère ont eu un impact très négatif sur des exportations déjà faibles - en particulier dans les secteurs de l'automobile, de la machinerie et de la chimie ; tandis que les restrictions touristiques ont conduit à la chute des exportations de services d'accueil et de transport. Les mesures de confinement introduites pour contenir la pandémie ont également entraîné une forte baisse des importations. Cependant, la demande refoulée dans les industries axées sur l'exportation et la levée de nombreuses restrictions ont contribué à un fort rebond des importations et des exportations au troisième trimestre. Les exportations de services ont fait face à de nouvelles restrictions au quatrième trimestre et, bien que le commerce des marchandises ne devrait pas être affecté par les fermetures d'usines en réponse à la pandémie, il continuera de souffrir d'une demande finale modérée. À partir de 2021, la fin de la période de transition du Brexit entraînera une détérioration des conditions commerciales bilatérales avec le Royaume-Uni, un partenaire commercial clé absorbant 14 % des exportations de la zone euro. À moyen terme, les échanges de la zone euro seront freinés par l'appréciation de l'euro, qui a affecté la compétitivité de la zone euro. En conséquence, les parts de marché à l'exportation devraient rester inférieures aux niveaux d'avant la pandémie jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

Malgré une augmentation modérée du chômage ces derniers mois, la situation sur le marché du travail devrait se détériorer considérablement avant de se normaliser vers la fin de l'horizon de projection. Le taux de chômage est passé de 7,6% au deuxième trimestre à 8,6% au troisième trimestre, ce qui était plus bas que prévu dans les projections de la BCE de septembre 2020. Alors que le nombre de travailleurs bénéficiant de programmes de maintien de l'emploi a considérablement baissé au troisième trimestre, il devrait s'accroître au quatrième trimestre 2020 en raison du récent resserrement des mesures de confinement. Alors que l'évolution de la population active continue de se normaliser (rappelez-vous que cette dernière s'est en partie rétablie au troisième trimestre après une forte contraction au deuxième trimestre) et que les travailleurs quittent les programmes de maintien de l'emploi, le taux de chômage devrait encore augmenter pour atteindre un sommet de 9,3% en 2021 avant de baisser à 7,5% en 2023 avec la reprise économique. Cette projection suppose qu'une proportion élevée de travailleurs bénéficiant de programmes de maintien dans l'emploi pourra retrouver un emploi régulier. À la fin de l'horizon de projection, le taux de chômage et le nombre de personnes occupées reviendraient globalement aux niveaux enregistrés au quatrième trimestre de 2019.

Concernant les finances publiques, les mesures budgétaires extraordinaires prises par tous les pays de la zone euro en réponse à la pandémie ont permis d'atténuer l'impact macroéconomique de la crise du COVID-19 en 2020. Pour la zone euro dans son ensemble, ces mesures représentent environ 4,5 % du PIB, dont la plupart sont des dépenses supplémentaires sous forme de transferts et de subventions aux entreprises et aux ménages, y compris dans le cadre de programmes de maintien de l'emploi. Par rapport aux projections de la BCE de septembre 2020, la taille du paquet de soutien à la crise COVID-19 reste globalement inchangée en 2020.

L'aide d'urgence devrait se dissiper principalement en 2021. Néanmoins, par rapport aux projections de septembre 2020, certaines mesures ont été prolongées et de nouveaux plans de relance ont été adoptés ou présentés dans le cadre des budgets nationaux 2021. Dans ce contexte, le déficit budgétaire de la zone euro devrait augmenter sensiblement en 2020 et diminuer quelque peu en 2021 et plus fortement en 2022 et 2023.

Le taux d'endettement de la zone euro devrait augmenter en 2020, culminer en 2021 et diminuer quelque peu en 2022 et 2023. La forte augmentation du taux d'endettement en 2020 est due à l'écart défavorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal (effet boule de neige) ainsi qu'au déficit primaire élevé. La dette devrait culminer à près de 100 % du PIB en 2021, lorsque l'effet négatif du déficit primaire est supérieur à l'effet boule de neige favorable. La légère baisse par la suite s'explique principalement par des écarts de croissance du PIB nominal et des taux d'intérêts favorables à mesure que les économies se redressent, qui font plus que compenser la persistance des déficits primaires. Par rapport aux projections de la BCE de septembre 2020, le solde budgétaire et les ratios d'endettement de la zone euro ont été révisés à la baisse pour 2022, globalement en ligne avec les révisions des mesures discrétionnaires, des conditions conjoncturelles et des paiements d'intérêts.

Compte tenu de l'incertitude exceptionnelle qui continue d'entourer les perspectives économiques actuelles, l'Eurosystème n'a pas publié les rangées de projection habituelles pour la croissance du PIB réel et la progression de l'IPCH. Cet exercice de projections inclut néanmoins deux scénarios alternatifs. De manière générale, l'ampleur de la contraction et de la reprise dépendront de l'évolution de la pandémie, du degré des restrictions et des mesures de confinements, ainsi que du calendrier et de la réussite de la mise en œuvre des solutions médicales ; des réactions comportementales des agents économiques pour s'adapter aux perturbations économiques et des conséquences à plus long terme sur l'activité économique une fois toutes les mesures d'endiguement levées.

Selon le scénario clément, qui suppose que la pandémie est maîtrisée avec succès au cours de l'année 2021, le recul du PIB réel - qui s'établirait à 7,2 % en 2020 - serait suivi d'un rebond de 6,0 % en 2021 puis de modérations de la croissance en 2022 (+4,3 %) et 2023 (+2,1 %). Inversement, dans le scénario sévère, qui fait l'hypothèse de mesures de confinement prolongées et plus strictes affectant plus durablement l'économie, le recul du PIB - qui s'établirait à 7,6 % en 2020 - serait suivi d'une quasi-stagnation en 2021 (+0,4 %), d'un rebond en 2022 (+3,0 %) et d'une quasi-stabilisation de la croissance en 2023 (+2,9 %).

Lors de sa réunion du 10 décembre 2020, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, restaient dans l'ensemble orientés à la baisse, mais étaient devenus moins prononcés. Alors que les nouvelles concernant les perspectives de déploiement des vaccins dans un avenir proche sont encourageantes, les risques à la baisse restent liés aux implications de la pandémie sur les conditions économiques et financières.

En ce qui concerne l'inflation, la baisse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est restée inchangée à -0,3 % en novembre 2020. Sur la base de la dynamique des prix du pétrole et compte tenu de la réduction temporaire du taux de TVA introduite par l'Allemagne, l'inflation globale devrait rester négative jusqu'au début de l'année 2021. Par la suite, elle devrait augmenter en raison de la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne et des effets de base à la hausse de l'inflation des prix de l'énergie. Dans le même temps, les pressions sous-jacentes sur les prix devraient rester modérées en raison de la faiblesse de la demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des voyages, ainsi que des faibles pressions salariales et de l'appréciation du taux de change de l'euro. Une fois que l'impact de la pandémie s'estompera, une reprise de la demande, soutenue par des politiques fiscales et monétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation à moyen terme.

Les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2020, de 1,0 % en 2021, de 1,1 % en 2022 et de 1,4 % en 2023. Par comparaison aux projections de septembre 2020 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues à la baisse de 0,1 p.p pour 2020 et de 0,2 p.p pour 2022.

Tableau 2 :

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro
(taux de variation annuelle en pourcentages, sauf mention contraire)

	DÉCEMBRE 2020				SEPTEMBRE 2020		
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
PIB réel	-7,3	3,9	4,2	2,1	-8,0	5,0	3,2
Consommation privée	-8,3	4,3	5,7	1,8	-8,0	5,9	3,4
Consommation publique	1,5	2,5	0,6	1,1	1,7	1,7	1,0
Investissement	-10,1	5,0	6,5	3,7	-12,3	6,3	6,1
Exportations	-11,0	6,5	4,9	3,5	-13,7	7,4	4,5
Importations	-10,7	6,3	6,1	3,8	-11,7	7,0	5,0
Emploi	-1,8	-0,9	1,8	1,0	-2,3	0,1	1,3
Taux de chômage ⁵	8,0	9,3	8,2	7,5	8,5	9,5	8,8
IPCH	0,2	1,0	1,1	1,4	0,3	1,0	1,3
IPCH ex énergie	1,0	1,0	1,1	1,3	1,1	1,0	1,2
Solde budgétaire des administrations publiques ⁶	-8,0	-6,1	-3,9	-3,0	-8,8	-4,9	-3,6
Dette brute des administrations publiques ⁷	98,4	99,9	98,3	97,8	100,7	100,0	98,9

Source : BCE

1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro a atteint 142 milliards d'euros (1,7 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2020, comparé à un surplus de 187 milliards d'euros (2,1 % du PIB) sur la même période en 2019. Cette contraction de l'excédent courant provient d'une évolution défavorable des excédents des services et du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements). La contribution positive la plus importante à l'excédent courant provient, comme d'habitude, des échanges des marchandises dont le solde positif s'est établi à 228 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020, soit un surplus similaire à celui dégagé sur la même période en 2019. Si le surplus de biens est resté stable, les exportations et les importations de biens se sont, de leur côté, fortement contractées (-11 % et -12 %) sur les trois premiers trimestres 2020. Les plus fortes baisses se sont déroulées au deuxième trimestre 2020, les exportations et les importations ayant reculé respectivement de 22 % et de 24 %, par rapport au même trimestre en 2019. La crise sanitaire est à la base de ces baisses, qui ont affecté, de façon similaire, les exportations et les importations de services.

5 Pourcentages de la population active.

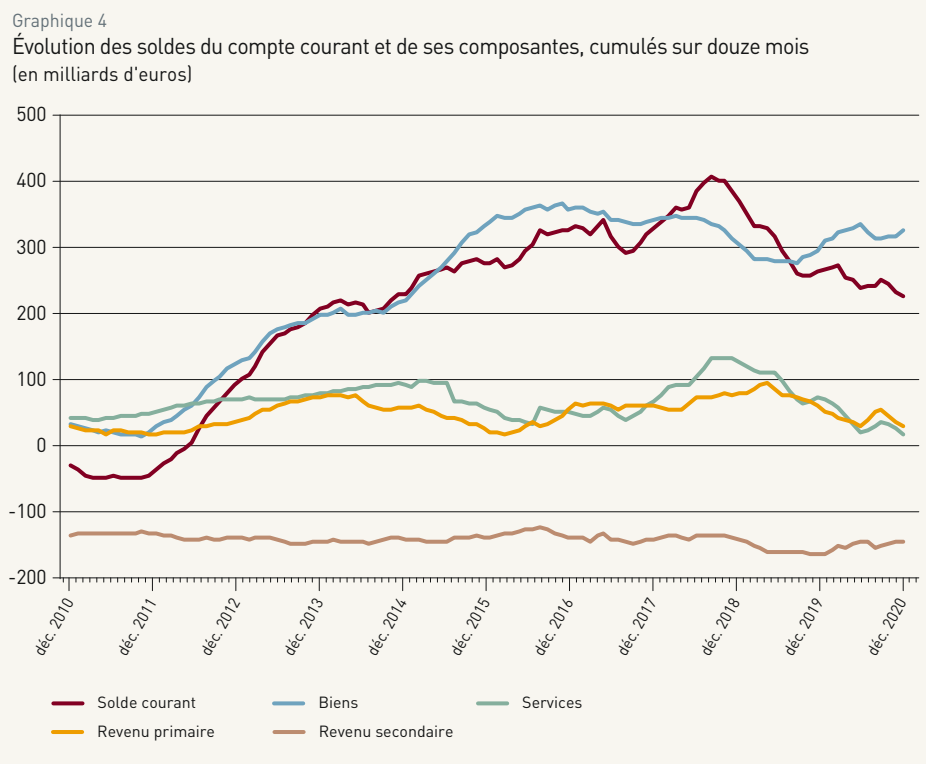
6 Pourcentages du PIB.

7 Pourcentages du PIB.

S'agissant du compte des transactions financières, sur les trois premiers trimestres, les achats nets par des non-résidents des titres de dette émis par la zone euro ont atteint 274 milliards d'euros, contre 293 milliards sur la même période en 2019. Sur les marchés des titres de participation, après avoir délaissé les actions au premier trimestre (ventes nettes de 72 milliards d'euros), les non-résidents sont revenus sur les marchés en investissant 170 milliards d'euros aux deuxième et troisième trimestres 2020.

Au cours du premier trimestre 2020, les résidents de la zone euro avaient également réduit leurs placements dans les titres de participation étrangers (ventes nettes de 50 milliards d'euros). Les transactions sur ces titres se sont toutefois soldées par des achats nets de 146 milliards d'euros aux deuxième et troisième trimestres 2020. De même, les titres de dette étrangers ont subi des achats nets à concurrence de 290 milliards d'euros aux deuxième et troisième trimestres 2020, après les ventes nettes de 77 milliards d'euros observées au premier trimestre 2020.

Les flux d'investissements de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux en baisse à 65 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020, comparées à des entrées nettes de 191 milliards d'euros sur la même période en 2019. Concernant les autres composantes du compte financier, suite à une forte réduction des sorties, les investissements directs se sont soldés par des entrées nettes de 108 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des sorties nettes en baisse à 175 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020, résultantes d'une contraction des créances des autres institutions financières monétaires.



Source : BCE

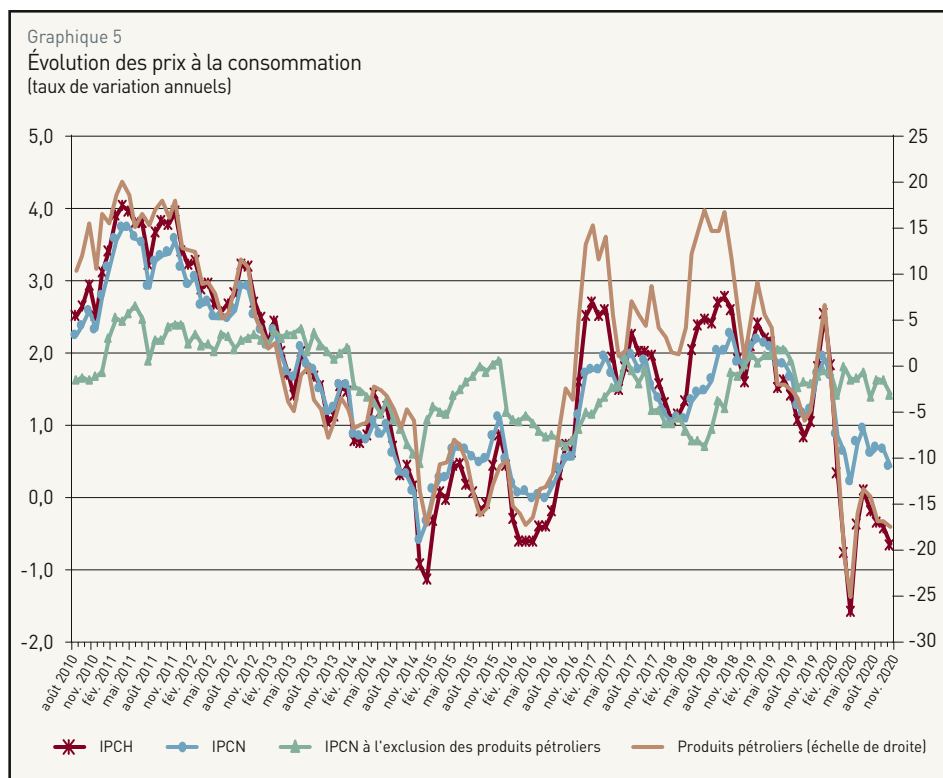
1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), qui avait atteint 1,7 % en 2019, a reculé lors des onze premiers mois 2020 et s'est établie à 0,8 % en moyenne.

Les développements d'inflation en 2020 se sont déroulés en plusieurs phases. En début d'année, l'inflation a été soutenue par la hausse des prix des produits pétroliers et par l'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix à la consommation qui a eu lieu en janvier. En mars, l'inflation sous-jacente a reculé sous l'effet de l'introduction de la gratuité des transports publics. Néanmoins, alors que la première vague du COVID-19 touchait le Luxembourg, l'inflation des services⁸ et la hausse des prix des biens alimentaires ont ensuite soutenu l'inflation sous-jacente. En même temps, la chute des prix des produits pétroliers, qui comptent pour environ 5 % du panier de l'IPCN, impliquait une baisse importante de l'inflation globale. Celle-ci ayant même atteint seulement 0,2 % en mai, le taux le plus bas observé depuis la mi-2016. La divergence entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente s'est poursuivie sur le reste de l'année. En moyenne sur les onze premiers mois de 2020, l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,6 % alors que l'inflation globale restait inférieure à 1,0 %. Ce différentiel important s'explique par l'ampleur de la chute des prix des produits pétroliers qui ont reculé de près de 13 % sur la même période.



Source : STATEC

Le différentiel d'inflation avec la zone euro, qui avait atteint +0,5 p.p. en 2019, est resté à ce niveau en moyenne lors des trois premiers trimestres de 2020. Cette stabilisation cache néanmoins un net recul du différentiel lors de la première moitié de l'année et une hausse importante au troisième trimestre. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel d'inflation s'est légèrement réduit, passant de 0,4 p.p. en 2019 à 0,3 p.p. lors des trois premiers trimestres de 2020. En termes cumulés, sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2020, le différentiel d'inflation du Luxembourg a atteint respectivement +11,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +9,6 p.p. par rapport à la zone euro.

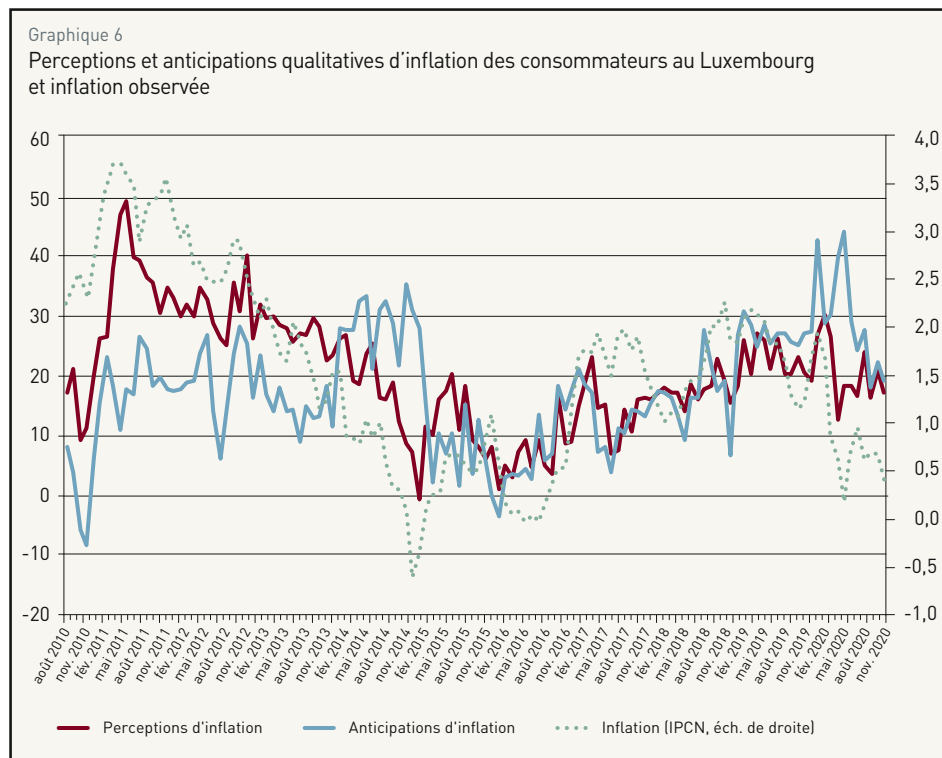
Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la

8 Il convient de noter que le prix de certains services, qui ne pouvaient être offerts en raison du confinement, ont été estimés par le STATEC et ont fortement contribué à l'inflation.

BCL⁹, les perceptions et les anticipations d'inflation, qui avaient connu des développements de sens contraire au printemps, connaissent depuis la fin de l'été une évolution similaire et globalement à la baisse.

1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Après une année 2019 en recul, les prix à la production ont poursuivi cette tendance au premier trimestre avant de rebondir au deuxième trimestre, pendant le confinement sous l'impulsion des prix à la production des biens de consommation. Ils ont par contre fortement reculé au troisième trimestre. Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, les prix à la production ont baissé de 0,7 % en moyenne.



Sources : BCL, STATEC

Après avoir progressé de 2,9 % en 2019, les prix à la construction ont progressé de 1,9 % entre octobre 2019 et avril 2020.

Tableau 3 :

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

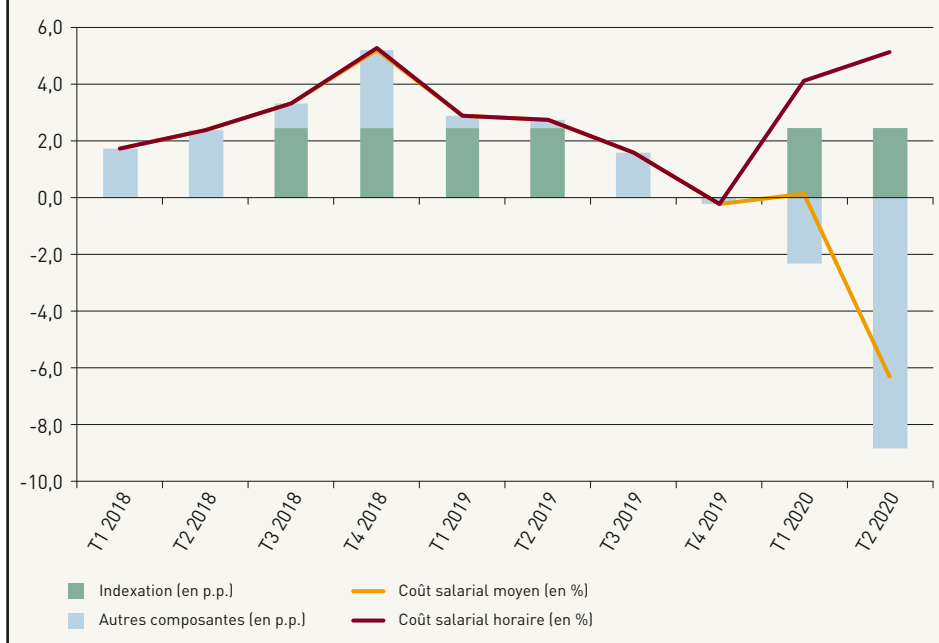
	2018	2019	2020-T1	2020-T2	2020-T3
Ensemble des produits industriels	4,6	-1,9	-1,3	3,5	-4,3
Biens intermédiaires	7,6	-3,7	-1,6	1,0	-2,4
Biens d'équipement	1,4	3,0	-0,1	0,0	-0,1
Biens de consommation	3,7	-5,5	-2,1	18,1	-13,8
Biens énergétiques	-5,4	8,3	-0,3	-0,4	-2,9
Prix à la construction	1,9	2,9	1,9*		
Prix immobiliers résidentiels	5,7	10,1	4,0	4,4	

* 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

Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression soutenue en 2020 après une hausse de 10,1 % en 2019 sur base annuelle. Au premier trimestre 2020, les prix immobiliers ont progressé de 4,0 % sur base trimestrielle pour ensuite augmenter de 4,4 % au deuxième.

⁹ L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, effectuée au Luxembourg par la BCL, s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.

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



Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

L'estimation de la comptabilité nationale, publiée en septembre 2020, a fait état d'une diminution annuelle du coût salarial moyen de 6,3 % au deuxième trimestre 2020, après une quasi-stagnation (+0,2 %) au trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que la contribution de l'indexation des salaires aux prix (+2,5 p.p.) n'a pas permis de compenser l'apport négatif des « autres composantes » (-8,8 p.p.), qui incorporent les éléments dits « réels », tels que les salaires négociés, les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail.

Pour sa part, le coût salarial horaire, qui fait abstraction de l'évolution du volume de travail, aurait augmenté de 5,1 % en glissement annuel.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme le recul sensible du coût salarial moyen au deuxième trimestre 2020, mais témoigne d'une baisse légèrement plus faible 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 méthodologiques¹⁰.

Abstraction faite de ces différences, les données administratives permettent néanmoins d'affiner l'analyse en décomposant le coût salarial moyen en divers éléments. Aussi, sur la base des fichiers mensuels de la Sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait diminué de 5 % au deuxième trimestre 2020. La diminution de la durée moyenne de travail (sous l'effet du recours au dispositif de chômage partiel, du congé pour raisons familiales et de la baisse des heures supplémentaires) et, dans une moindre mesure, le recul des primes et gratifications distribuées expliqueraient l'évolution négative du coût salarial moyen. À noter aussi que le coût salarial moyen n'intègre pas les indemnités de chômage partiel versées par le Fonds pour l'emploi¹¹.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a diminué dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception des secteurs financier et public au sens large. Cette baisse a cependant été particulièrement importante

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

11 Lorsque les indemnités de chômage partiel sont très élevées, comme c'est le cas en période COVID-19, il existe une différence assez importante entre l'évolution du coût salarial moyen (payé par l'employeur) et la rémunération salariale effective (reçue par le salarié). Voir aussi le chapitre 1.2.6.4. et notamment le graphique 28 ci-après.

dans la branche « commerce, transports et HORECA » (-19 %), la construction (-16 %), les activités immobilières (-14 %), les autres activités de services (-10 %) et l'industrie (-9 %).

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 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020
Industrie, y compris énergie	0,1	0,1	0,2	-4,5	-5,8	0,6	0,6	-0,3	-3,7	-9,3
Construction	0,8	0,9	0,7	-5,6	-12,8	3,2	2,1	1,2	-3,7	-16,4
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	1,3	-1,0	-0,1	-2,5	-16,5	3,0	1,0	-0,1	-2,3	-19,4
Information et communication	1,1	-0,6	-3,0	4,1	-3,5	3,3	3,9	-1,4	1,6	-3,0
Activités financières et d'assurance	0,8	-0,6	-0,1	1,8	1,8	1,9	1,8	-0,4	1,9	3,2
Activités immobilières	1,8	-0,6	0,0	-4,4	-9,1	1,5	0,9	-0,4	-3,4	-13,6
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	0,9	1,2	0,2	-0,7	-8,0	2,9	2,3	-0,9	1,5	-7,5
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,6	-0,3	-0,3	1,8	-1,2	3,2	0,8	-0,2	1,8	0,1
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	0,5	0,4	-0,0	-1,3	-9,5	4,8	2,6	1,6	-0,5	-10,4
Coût salarial moyen - économie totale	0,9	0,1	-0,1	-0,6	-5,8	2,8	1,6	-0,2	0,2	-6,3

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

Sources : Statec, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'un fort repli du coût salarial moyen. Le paiement d'une tranche indiciaire en janvier 2020 n'a pas permis de compenser la contribution négative des composantes dites « réelles ». Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, la prudence reste cependant 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 a enregistré un fort ralentissement sur fond de crise du COVID-19. Selon des estimations du STATEC¹², la progression annuelle de l'emploi salarié aurait décéléré de 2,9 % au premier trimestre 2020 à 1,3 % au deuxième, avant de se redresser légèrement par la suite.

12 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)

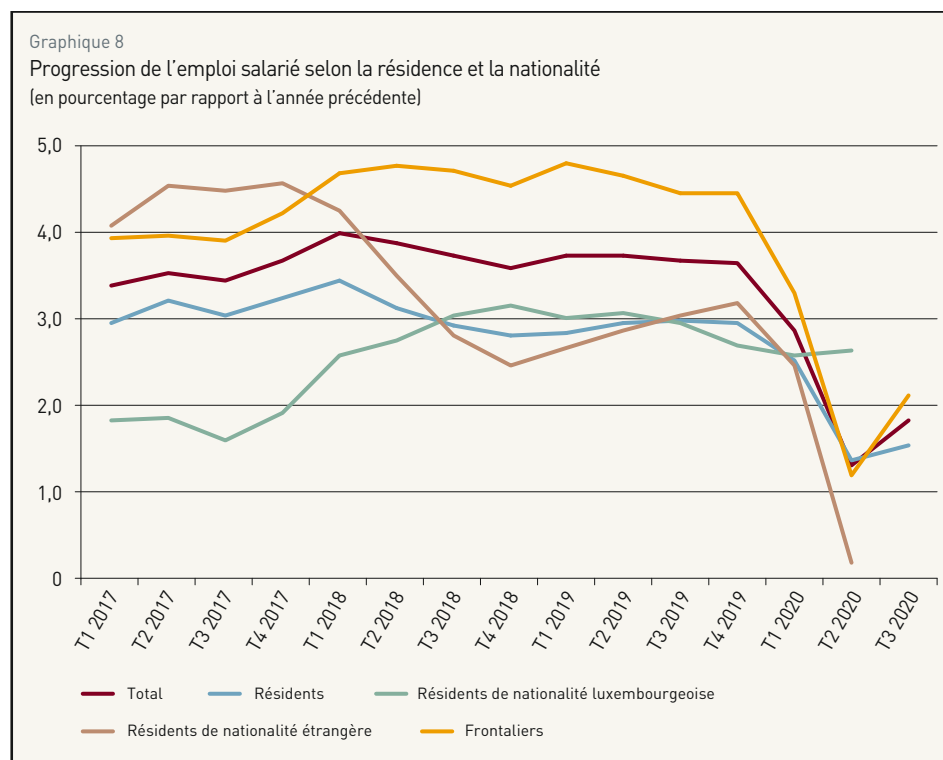
	2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	OCT 2020
Emploi salarié total	3,7	2,9	1,3	1,9	1,6
Salariés frontaliers	4,6	3,3	1,2	2,2	2,0
Salariés résidents	2,8	2,4	1,3	1,6	1,2
Travailleurs indépendants	2,7	3,6	3,2	2,6	2,6
Emploi total	3,6	2,9	1,4	1,9	1,6
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	2,4	9,4	-18,6	-8,3	2,1
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	-3,1	-0,3	-30,7	-15,6	-8,5
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	0,9	11,2	32,3	22,8	19,5
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	5,3	5,8	6,8	6,4	6,3
Mesures pour l'emploi	-12,5	-2,3	-9,4	-2,7	-5,9
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large)	0,4	8,1	23,5	17,2	14,2

Remarque : Les données relatives au troisième trimestre et au mois d'octobre 2020 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 des salariés frontaliers et des salariés résidents de nationalité étrangère, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a vu sa progression ralentir sensiblement.



Remarque : les données relatives au troisième trimestre 2020 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 2020.

Sources : STATEC, calculs BCL

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, montre que deux secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg, au deuxième trimestre 2020. Il s'agit du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et du secteur de la construction. En revanche, les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et HORECA » et (dans une moindre mesure) l'industrie ont contribué négativement à la progression annuelle de l'emploi salarié total.

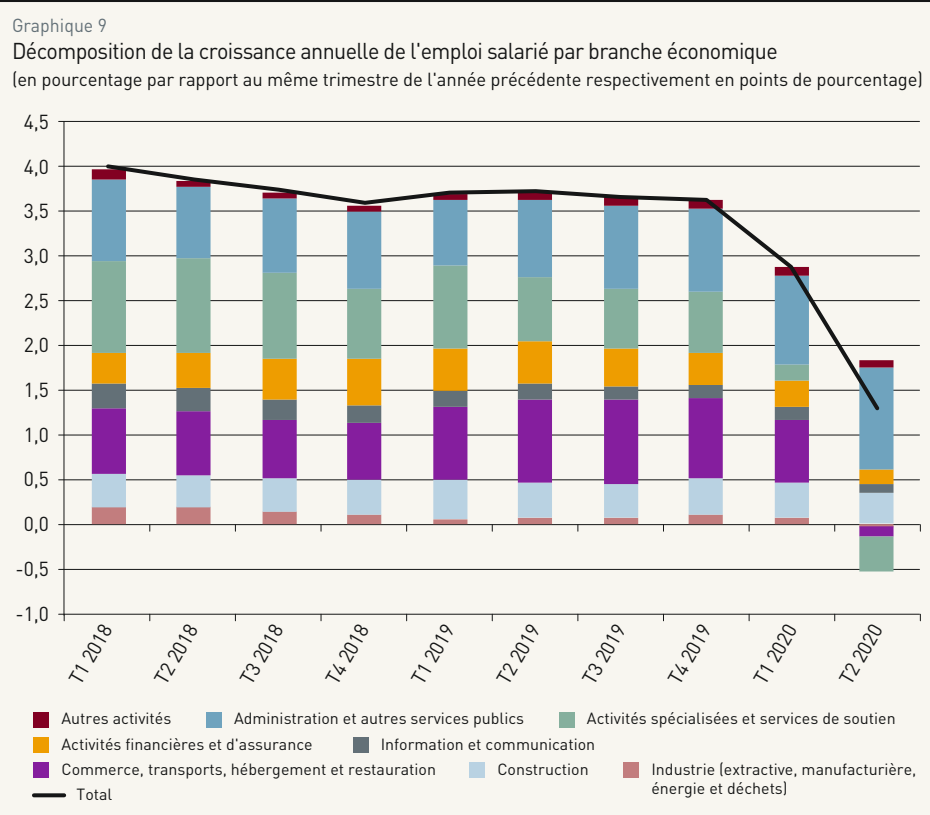
L'emploi intérimaire, qui est comptabilisé dans le secteur des services aux entreprises, s'est contracté en glissement annuel de 36 % au deuxième trimestre 2020, après une baisse de 25 % le trimestre précédent¹³. Par nature, l'emploi intérimaire constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à la dégradation conjoncturelle sans procéder à des licenciements (du moins dans un premier temps). Le phénomène contraire se produit en début de reprise économique, lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents.

Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont détériorées au mois de novembre après s'être largement redressées au cours des mois précédents, par rapport au niveau très bas atteint en avril 2020. Elles demeurent négatives dans l'industrie, le commerce et les services aux entreprises. Les anticipations d'évolution du chômage des consommateurs demeurent également très défavorables.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail, telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM), s'est établi à près de 7 000 unités au troisième trimestre 2020, soit une baisse de 8,3 % par rapport à la période correspondante de 2019. Le taux d'emplois vacants a diminué tout en demeurant largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise¹⁴.

1.2.2.2 Le chômage

Après avoir atteint son point le plus haut depuis cinq ans, en avril 2020 (soit, un taux de 7 % de la population active), le taux de chômage au sens « strict » s'est de nouveau repositionné sur une trajectoire descendante pour s'établir à 6,3 % en octobre 2020. Ce taux demeure cependant largement supérieur à son niveau de 2019.

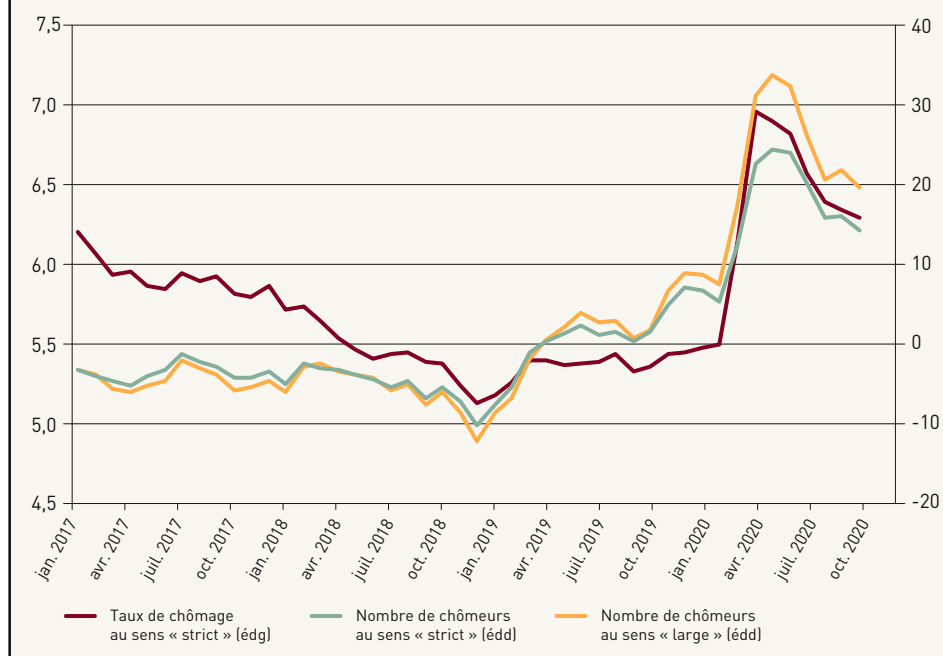


Sources : STATEC, calculs BCL

13 Selon les plus récentes données disponibles, le travail intérimaire aurait poursuivi son repli au mois de juillet (42 % par rapport à juillet 2019).

14 En effet, ce dernier s'est établi à 1,6 % en moyenne au cours des dix premiers mois de 2020, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008.

Graphique 10
Évolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en taux de variation annuel)

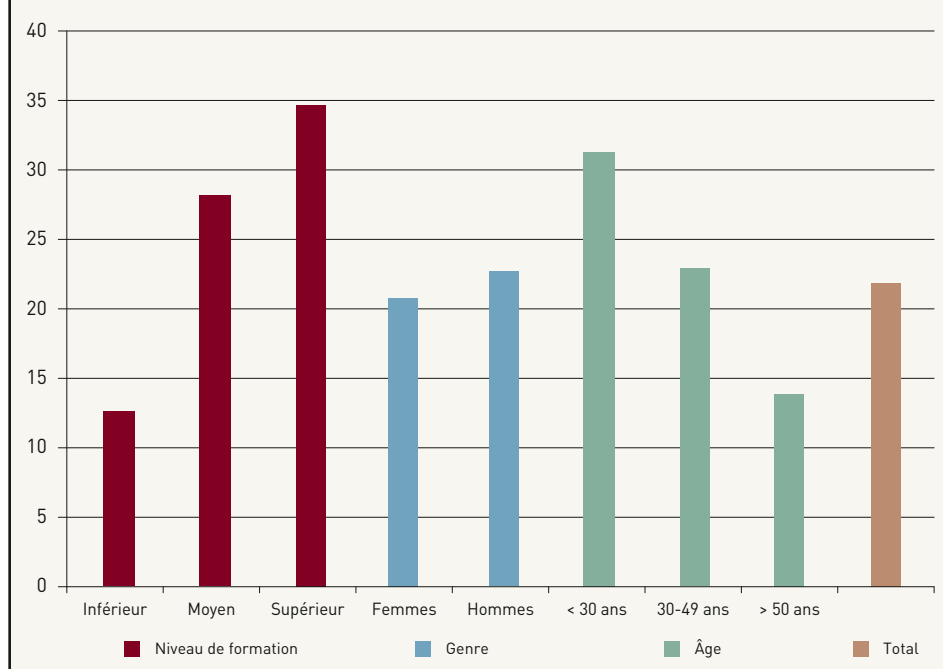


Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Une analyse détaillée révèle que le nombre de demandeurs d'emploi a particulièrement augmenté parmi ceux disposant d'un niveau de formation moyen ou supérieur (+ 31 % en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année 2020). De même, le nombre de jeunes chômeurs (âgés de moins de 30 ans) s'est inscrit en hausse de plus de 30 % en un an¹⁵.

Dans le sillage des mesures de confinement, le recours au chômage partiel a atteint des records historiques en mars et avril 2020 : la part des salariés travaillant (potentiellement) à horaire réduit s'est établie à 33 % en moyenne chaque mois. Depuis le mois de juillet, celle-ci tourne autour des 6 %, une part qui reste élevée d'un point de vue historique. Par ailleurs, l'introduction de nouvelles restrictions à la fin du mois de novembre 2020 a engendré une nouvelle hausse des demandes de chômage partiel.

Graphique 11
Évolution annuelle du nombre de demandeurs d'emploi selon leurs caractéristiques
(en pourcentage par rapport aux dix premiers mois de l'année 2019)



Sources : ADEM, calculs BCL

15 Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'emploi des jeunes est caractérisé par un taux de rotation élevé qui s'expliquerait par la nature qualitative des emplois occupés par ces derniers et en particulier par leur part démesurée dans des contrats temporaires (contrats à durée déterminée ou travail intérimaire). Par ailleurs, en tant que nouveaux entrants sur le marché du travail, les jeunes travailleurs ne bénéficient pas de l'ancienneté qui confère aux travailleurs plus âgés une certaine protection face aux fluctuations du marché. En effet, les coûts de séparation (indemnités de licenciement, coûts indirects liés aux pertes de capital humain etc.) augmentent en général avec l'ancienneté (et l'âge).

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle**, qui avait déjà reculé en 2019 a poursuivi sa tendance baissière en 2020, celle-ci s'étant même amplifiée dans le contexte de la crise liée au COVID-19. Sur les trois premiers trimestres, la production industrielle a reculé de 13,9 % et la production dans la sidérurgie a reculé de 13,5 %. Malgré une reprise de l'activité au troisième trimestre, les reculs importants observés au premier et au deuxième trimestre auront un impact négatif sur l'ensemble de l'année 2020.

L'indicateur de confiance dans l'industrie, en baisse depuis 2018, a vu son recul s'accroître lors de la première moitié de 2020 et atteignant des niveaux exceptionnellement bas. Depuis l'été, la confiance s'est néanmoins améliorée, retrouvant peu à peu un niveau proche de sa moyenne historique.

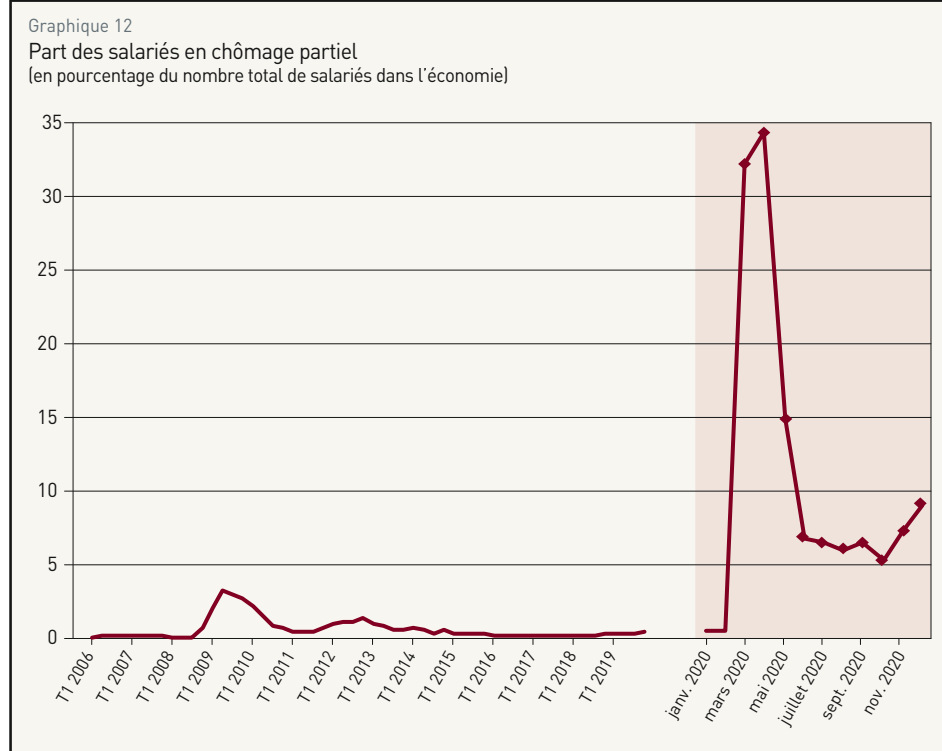
Cette dynamique défavorable est également observée au sein de la zone euro. La production industrielle, qui avait baissé de 1,3 % en 2019, a chuté de 10,7 % lors des trois premiers trimestres de 2020. Depuis 2018 toutefois, la production industrielle dans la zone euro connaît globalement une évolution plus favorable qu'au Luxembourg.

Tableau 6 :

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

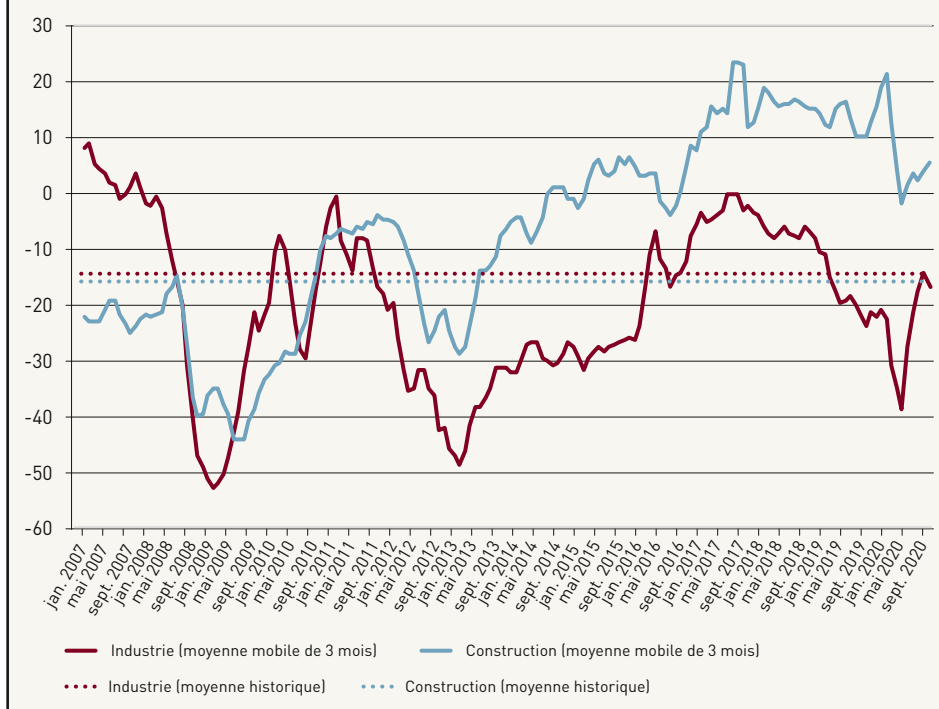
	2018	2019	2020-T1	2020-T2	2020-T3
Industrie					
Production par jour ouvrable - Total	-1,1	-3,4	-10,2	-22,5	-8,7
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	14,3	-9,1	-20,8	-17,0	-1,4
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	-1,3	-3,2	-9,9	-22,7	-8,9
Construction					
Production par jour ouvrable - Total	3,7	0,9	-8,4	-18,4	-1,8
Heures travaillées	4,0	1,4	-8,1	-21,5	-3,5
Permis de bâtir	11,1	-1,2	-29,7		

Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Graphique 13
Indicateurs de confiance dans l'industrie et la construction
(moyenne mobile de 3 mois)¹⁶



Sources : Commission européenne, calculs BCL

L'activité dans le secteur de la **construction**, qui avait connu une progression modérée en 2019, a fortement chuté lors des trois premiers trimestres de 2020. Le recul de la production s'est établi à 9,8 % en moyenne, alors que le nombre d'heures travaillées reculait de manière plus marquée (-11,4 %). L'activité dans la construction, qui a été mise à l'arrêt durant le confinement, a été pénalisée au premier et au second trimestre mais a nettement rebondi au troisième trimestre.

Après avoir reculé de 1,8 % en 2019, le nombre de permis de bâtir délivrés a reculé de 30 % au premier trimestre 2020.

La confiance dans ce secteur, qui avait chuté au début de l'épidémie et durant le confinement, connaît une embellie depuis l'été (voir le graphique 13).

1.2.3.2 Le commerce et les autres services non financiers

Les chiffres d'affaires dans le commerce ont évolué de manière globalement défavorable sur les six premiers mois de l'année 2020, suite à l'apparition de la COVID-19 sur le continent européen et aux mesures de confinement qui ont suivi.

Au troisième trimestre, les évolutions ont été contrastées (voir tableau). Les ventes ont continué à reculer dans le commerce de gros tandis qu'elles se sont redressées dans le commerce de détail. Dans le même temps, la croissance sur un an du chiffre d'affaires a progressé de manière considérable dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles. Les nouvelles immatriculations automobiles, qui se sont redressées au troisième trimestre 2020, ont enregistré des baisses en octobre et novembre derniers (respectivement -18,6 % et -3,6 %). Les statistiques couvrant les pays de l'Union européenne, indiquent également une baisse des immatriculations en octobre 2020 (-7,8 %).

Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, le chiffre d'affaires a poursuivi son retrait au troisième trimestre 2020. Les dernières mesures de restrictions, impliquant, une fermeture des bars et des restaurants du 26 novembre au 15 décembre 2020, ne sont guère de bon augure pour les derniers mois de l'année. Les évolutions au sein du secteur des transports sont de leur côté variées. Force est de constater que les chiffres d'affaires des secteurs du transport aérien et de l'entreposage et des services auxiliaires aux transports ont cru, en moyenne, de manière notable aux deuxième et troisième trimestres 2020. Le chiffre d'affaires dans le terrestre a, de son côté, reculé au cours de ces deux derniers trimestres.

16 Données corrigées pour les variations saisonnières.

Tableau 7 :

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs*

(en taux de variation annuel)

	2018	2019	2019-T3	2019-T4	2020-T1	2020-T2	2020-T3
Immatriculations de voitures	0,1	4,2	1,7	14,6	-19,9	-45,4	11,2
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	4,7	8,9	11,4	9,9	-6,9	-29,7	13,6
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	6,6	4,6	2,0	-8,8	-8,7	-32,5	-8,4
Commerce de détail	6,4	5,6	5,3	5,1	0,3	-16,1	6,2
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	3,8	4,1	4,6	4,3	1,0	-7,0	8,2
Hôtels et restaurants	4,7	5,0	4,4	4,4	-13,5	-59,8	-28,1
Transports aériens	7,7	-4,9	-5,1	-7,8	-11,3	23,5	7,7
Transports par eau	-16,6	25,4	25,4	32,6	9,4	13,5	-17,7
Transports terrestres	4,4	4,1	1,5	4,2	3,4	-14,3	-4,8
Entreposage et services auxiliaires des transports	5,7	-7,9	-10,3	-5,1	4,0	2,2	12,5

* En valeur

Note : Les secteurs du commerce, des transports et de l'entrepotage et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2019 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

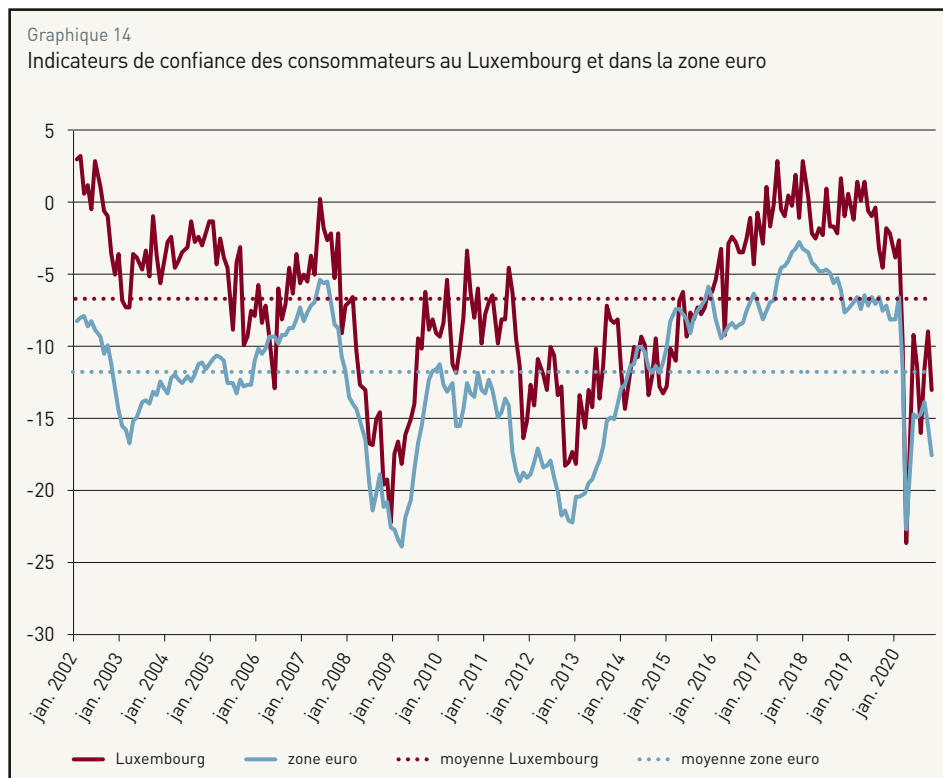
L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a fortement chuté en mars et avril derniers, avant de rebondir aux mois de mai et juin. Depuis lors, la confiance a été très volatile et, en novembre¹⁷, l'indicateur de confiance s'est établi à un niveau qui reste inférieur à ceux observés avant le début de la pandémie.

La remontée de la confiance des consommateurs observée au cours des mois de mai et juin pourrait résulter des premières mesures de déconfinement qui avaient été annoncées par le gouvernement en avril 2020, lors de la première vague de l'épidémie de la COVID-19. Ces mesures, qui faisaient suite à l'arrêt de la dégradation des statistiques sanitaires depuis la fin du mois mars comprenaient la reprise des chantiers de construction le 20 avril 2020, suivie de la réouverture des commerces non essentiels et d'établissements scolaires la première quinzaine de mai. Elles semblent avoir été accueillis favorablement par les ménages du Luxembourg.

Les statistiques sanitaires ont commencé à se dégrader dès le début du mois de juillet et, le même mois, la confiance des consommateurs a reculé. Les oscillations au cours des quatre mois suivants indiquent qu'en moyenne, la confiance ne s'est que légèrement modérée, malgré l'arrivée en début octobre d'une seconde vague de contaminations à la COVID-19. De nouvelles mesures sanitaires sont entrées en vigueur le 26 novembre dernier, soit après la réalisation de l'enquête du mois de novembre. Enfin, il est important de rappeler que les annonces de plusieurs laboratoires pharmaceutiques, allant dans le sens de la découverte d'un vaccin contre la COVID-19 se sont multipliées depuis le début du mois de novembre. Ces derniers événements pourraient expliquer pourquoi, en dépit de la hausse des nouveaux cas de contamination détectés depuis octobre, la confiance des ménages du Luxembourg fait preuve d'une relative résilience.

17 Cette enquête a été réalisée avant l'annonce du 23 novembre relative à l'introduction de nouvelles mesures restrictives.

Graphique 14
Indicateurs de confiance des consommateurs au Luxembourg et dans la zone euro



Sources : BCL, Commission européenne

Il apparaît que la confiance des consommateurs est demeurée en dessous de sa moyenne historique depuis mars 2020¹⁸. Ça a été également le cas pour deux de ces quatre composantes. Il s'agit des anticipations des ménages portant sur, d'une part, leur situation financière et, d'autre part, la situation économique générale au Luxembourg. Les anticipations des ménages portant sur leur situation financière se situent, néanmoins, depuis octobre dernier à un niveau légèrement inférieur à leur moyenne historique. En revanche, les attentes des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg restent très nettement défavorables et se situent désormais à un niveau proche à celui observé en moyenne lors de la crise financière de 2008-2009. À l'opposé, les évolutions des deux autres composantes ont été plus

favorables au cours des derniers mois. Les intentions des ménages en termes d'achats importants, très volatiles en général, ont évolué en moyenne au-dessus de leur moyenne historique sur la période allant de mai à novembre 2020. Enfin, les perceptions des agents eu égard à leur situation financière passée ont enregistré en novembre leur troisième mois consécutif de hausse et, par là même, sont repassées au-dessus de leur moyenne historique.

Au niveau de la zone euro, la confiance des consommateurs a aussi été ébranlée par la crise sanitaire en mars et avril dernier. Elle s'est ensuite redressée en mai et a continué à progresser de manière quasi-continue jusqu'en septembre. Les résultats des enquêtes d'octobre et novembre indiquent de sensibles dégradations de la confiance des consommateurs, ce qui est sans doute lié à l'introduction de nouvelles mesures sanitaires dans la plupart des pays européens.

18 Les données sont disponibles sur le site internet de la BCL à l'adresse suivante : http://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/05_Economie_reelle/index.html

Encadré 1 :

L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES FRONTALIERS : RÉSULTATS PRINCIPAUX DE LA TROISIÈME VAGUE

Cet encadré présente les principaux résultats de la troisième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages frontaliers (XB-HFCS), dont au moins un membre travaille au Luxembourg. Cette édition 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 de cette enquête est de recueillir des informations détaillées sur la situation économique des ménages des travailleurs frontaliers, qui représentaient presque 50 % de l'emploi salarié au Luxembourg en 2018.

Les travailleurs frontaliers contribuent de manière substantielle à l'économie luxembourgeoise, en termes de production, de consommation et de recettes fiscales. Toutefois, cette population n'est que partiellement couverte par les statistiques officielles. Pour cette raison, la BCL conduit régulièrement l'enquête XB-HFCS qui recueille des informations détaillées sur les actifs, passifs et revenus des ménages des travailleurs frontaliers, ainsi que sur leurs attitudes, attentes et projets futurs. Afin de permettre des comparaisons avec les résidents au Luxembourg, le questionnaire a été conçu sur base de l'enquête LU-HFCS sur le comportement financier et de consommation des ménages résidant au Luxembourg.

Le tableau 1 détaille les **principales caractéristiques** des travailleurs frontaliers et de leurs ménages. Celles-ci sont restées relativement inchangées entre 2014 et 2018. Les frontaliers résident généralement dans leur pays de naissance. La plupart d'entre eux vivent avec un partenaire. Ils disposent souvent d'un niveau de formation élevé et sont généralement employés dans le cadre d'un contrat à durée indéterminée. Par rapport aux ménages des employés résidant au Luxembourg, les frontaliers sont légèrement plus jeunes en moyenne.

Tableau 1 :

Caractéristiques générales du ménage selon le pays de résidence

CARACTÉRISTIQUES	TRAVAILLEURS FRONTALIERS				TRAVAILLEURS RÉSIDENTS		
	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL	NATIFS	ETRANGERS	TOTAL
Général							
Age moyen	41,4	41,0	43,1	41,6	44,1	43,6	43,8
Taille du ménage	3,0	2,8	2,8	2,9	2,7	2,8	2,8
Résidant dans leur pays natal (%)	85,7	89,6	87,5	88,2	100,0	0,0	41,8
Temps moyen de trajet vers le lieu de travail (minutes)	51,0	55,0	49,0	53,0	23,2	26,9	25,3
Contrat en CDI (%)	97,5	96,4	98,1	97,1	94,9	93,5	94,1
État civil (%)							
Célibataire	22,7	27,4	23,4	25,3	37,4	27,3	31,5
En couple	69,4	64,4	66,2	66,0	49,8	56,5	53,7
Divorcé(e)	7,7	7,7	10,2	8,3	10,4	14,2	12,6
Veuf/veuve	0,3	0,5	0,3	0,4	2,4	2,0	2,1
Education (%)							
Primaire ou secondaire inférieur	10,7	3,4	20,4	9,5	11,5	26,1	20,0
Secondaire supérieur	29,5	45,6	45,4	41,7	51,8	26,4	37,0
Universitaire	59,8	51,0	34,3	48,8	36,7	47,5	43,0
Résidence et propriété (%)							
Pleine propriété	45,3	55,9	29,7	46,7	40,4	21,5	29,4
Propriétaires avec une dette hypothécaire	35,8	21,1	41,5	29,8	44,7	30,2	36,3
Locataires ou autres	18,9	23,0	28,8	23,5	15,0	48,2	34,3

*Ce tableau présente les informations fournies par le représentant du ménage.

Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague de la XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Par ailleurs, les frontaliers sont moins nombreux à travailler dans le secteur public au Luxembourg. Entre 2014 et 2018, les principaux secteurs d'emploi sont toujours i) les activités financières et d'assurance, ii) le commerce, transports, hôtels, restaurants et cafés, iii) l'industrie (y compris énergie) et iv) la construction. En 2018, la voiture personnelle restait le principal moyen de transport pour se rendre au travail. Le temps moyen de déplacement (aller simple) était de 53 minutes en 2018, soit une augmentation de 7 minutes par rapport à 2014.

Pour cette troisième vague, l'enquête s'est intéressée pour la première fois à la mobilité résidentielle. Environ 10 % des ménages des travailleurs frontaliers ont déjà vécu au Luxembourg. Comme indiqué dans le tableau 2, ils l'ont généralement quitté pour rentrer dans leur pays de naissance, tout en conservant leur emploi à Luxembourg. Parmi les ménages frontaliers dont la personne de référence est née au Luxembourg, l'Allemagne était le pays de résidence le plus choisi.

Tableau 2 :

Mobilité résidentielle des ménages frontaliers qui ont déjà vécu au Luxembourg
(pourcentage)

ORIGINE / RÉSIDENCE	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE
Belgique	66,6	7,7	1,2
France	7,0	65,0	0,5
Allemagne	3,8	0,3	39,4
Luxembourg	12,7	10,2	55,0
Autres pays	9,9	16,8	4,0

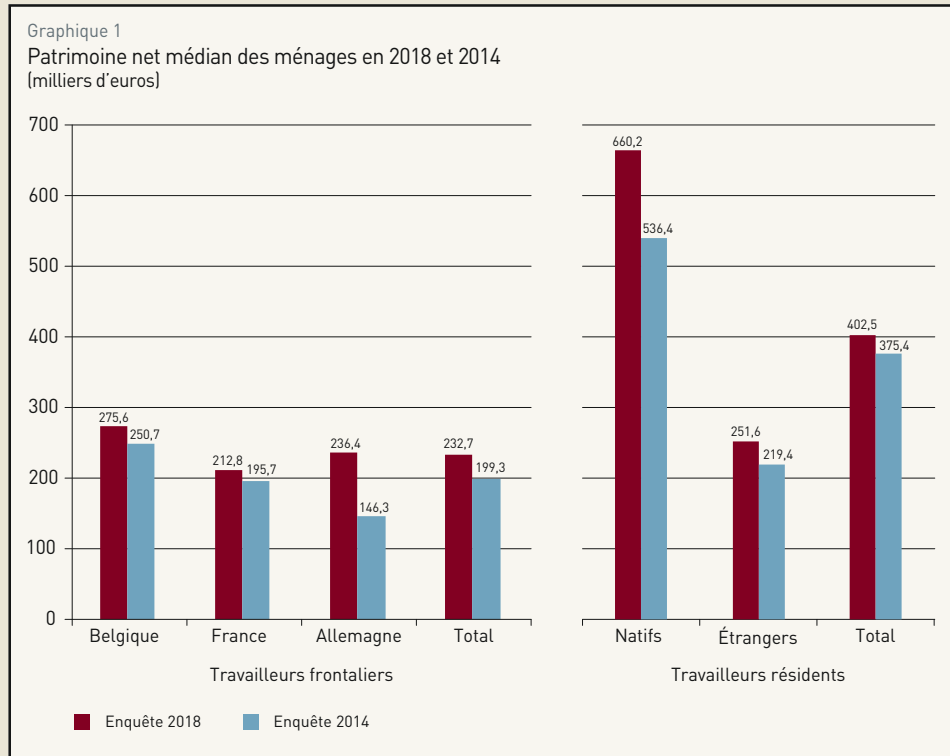
Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague de la XB-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

Selon les résultats de l'enquête, le prix de l'immobilier ainsi que le coût de la vie au Luxembourg étaient les deux principales raisons avancées pour le déménagement à l'étranger. En moyenne, les frontaliers ayant déjà vécu au Luxembourg percevaient un revenu brut inférieur à celui des ménages des salariés résidant au Luxembourg. Cela pourrait signifier que seuls les ménages disposant d'un plus haut revenu peuvent acheter une propriété à Luxembourg, les autres déménageant de l'autre côté de la frontière. Le patrimoine net médian des ménages ayant déménagé à l'étranger était également inférieur à celui des ménages des employés résidant au Luxembourg.

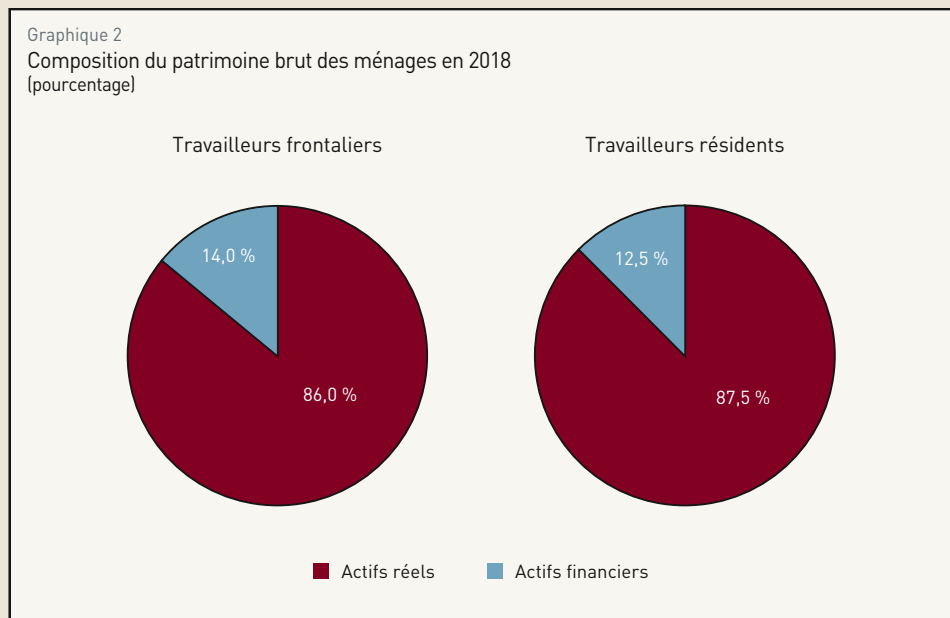
En comparant les ménages des frontaliers par pays de résidence (graphique 1), le **patrimoine net médian** des frontaliers résidant en Belgique (275 600 euros) était légèrement supérieur à celui des frontaliers résidant en France (212 800 euros) et en l'Allemagne (236 400 euros). Entre 2014 et 2018, les frontaliers résidant en Allemagne ont connu la plus forte progression de leur patrimoine net médian (62 %), du fait d'une augmentation importante du taux de propriété et de la valeur médiane de leur résidence principale (18 %). En 2018, le patrimoine net médian était plus élevé parmi les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née au Luxembourg (660 200 euros), ce qui reflète leur taux élevé d'accession à la propriété ainsi qu'un prix moyen de l'immobilier plus élevé au Luxembourg. Le patrimoine net médian des ménages frontaliers était comparable à celui des ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger.

La composition du patrimoine des ménages frontaliers et des ménages résidents était similaire. Les actifs réels (comprenant les biens immobiliers) sont restés la composante la plus importante (graphique 2).

En moyenne, les frontaliers étaient plus susceptibles d'être **propriétaires** de leur résidence principale que leurs homologues travaillant dans leur pays de résidence ou que les ménages au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger (graphique 3). La part de propriétaires était plus élevée parmi les frontaliers résidant en Belgique (81 %) que parmi ceux résidant en France (77 %) ou en Allemagne (72 %). Parmi les ménages des employés résidant au Luxembourg, si la personne de référence est née à l'étranger, près de la moitié louaient leur logement, contre seulement 15 % si elle est née au Luxembourg. Ce dernier groupe affichait le taux de propriété le plus élevé et la valeur médiane de leur résidence principale était également la plus élevée.

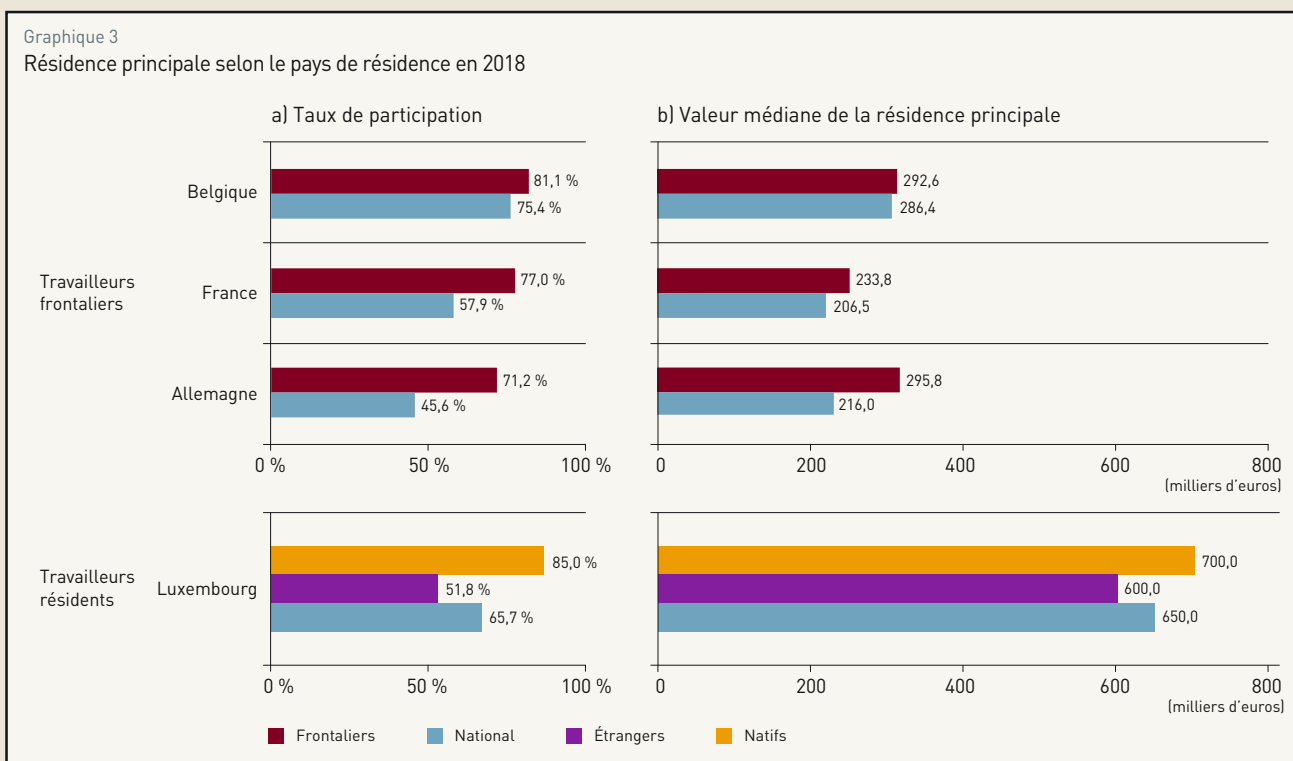


Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.



Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Graphique 3
Résidence principale selon le pays de résidence en 2018



Sources : Calculs BCL basés sur la 3e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Pour les frontaliers qui étaient propriétaires, la valeur médiane de la résidence principale était généralement supérieure à celle de leurs homologues dans leur pays de résidence (graphique 3). En Allemagne en particulier, la valeur médiane de la résidence principale des frontaliers travaillant au Luxembourg dépassait de presque 80 000 euros celle de l'ensemble des employés résidant en Allemagne. La part de ménages qui avaient une dette hypothécaire était aussi plus élevée (de 25,6 points de pourcentage) pour les frontaliers résidant en Allemagne que pour leurs homologues résidant dans le même pays (tableau 4).

En 2018, la plupart des ménages détenaient au moins un type d'actif financier, quel que soit leur lieu de résidence (tableau 3). Le dépôt bancaire était le type d'actif financier le plus courant. Les ménages des frontaliers résidant en Allemagne étaient plus susceptibles d'investir dans des actifs à risque (actions et fonds communs de placement). En comparaison, les ménages des frontaliers résidant en France étaient plus prudents. Parmi les ménages des employés qui résident au Luxembourg, ceux dont la personne de référence est née à l'étranger avaient le plus faible taux de participation aux actifs risqués (14,6 %). Cependant, parmi ceux qui en détenaient, le montant médian était le plus élevé (40 000 euros). Les ménages des frontaliers français avaient un taux de participation aux actifs risqués presque aussi limité, mais parmi ceux qui en détenaient, le montant médian s'élevait à 11 100 euros.

Tableau 3 :

Actifs financiers – Taux de participation
(pourcentage)

CARACTÉRISTIQUES	TRAVAILLEURS FRONTALIERS				TRAVAILLEURS RÉSIDENTS		
	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL	NATIFS	ETRANGERS	TOTAL
Actifs financiers	98,1	91,5	93,5	93,6	99,5	96,3	97,6
Dépôts	96,6	90,3	90,5	91,9	99,5	95,9	97,4
Obligations	3,1	1,4	1,6	1,8	1,5	1,2	1,3
Actifs à risque	20,4	14,7	24,2	18,5	15,1	14,6	14,8
Autre investissement financiers	2,3	0,7	3,3	1,7	1,4	1,6	1,5
Pension et assurance vie volontaire	45,7	26,0	55,2	38,2	32,3	17,7	23,8

Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Frontaliers ou résidents, les ménages des employés au Luxembourg étaient fortement endettés en 2018 par rapport à la moyenne de la zone euro (42 %). **La part des ménages endettés** variait de 57 % pour les ménages des frontaliers résidant en France à 71 % pour les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née au Luxembourg (tableau 4). Ce niveau plus important d'endettement s'explique notamment par un taux de propriété plus élevé (graphique 3).

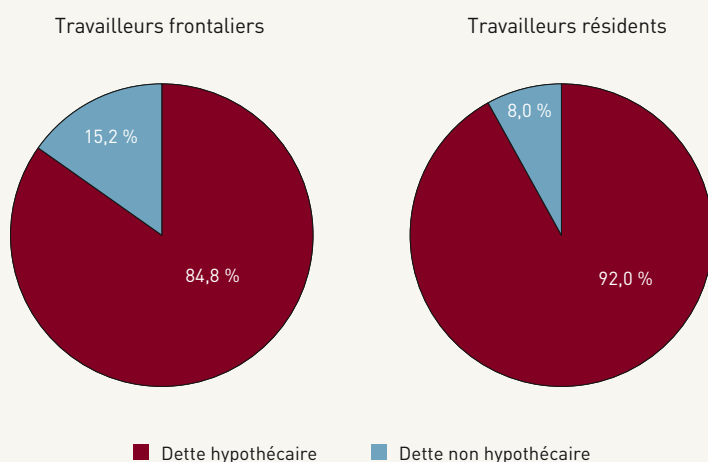
Tableau 4 :

Taux de participation à la dette en 2018
(pourcentage)

	TRAVAILLEURS FRONTALIERS				TRAVAILLEURS RÉSIDENTS		
	BELGIQUE	FRANCE	ALLEMAGNE	TOTAL	NATIFS	ETRANGERS	TOTAL
Dette totale	69,7	57,2	63,8	61,9	70,9	59,2	64,1
Dette hypothécaire	43,2	26,3	47,0	35,6	50,5	35,2	41,6
Dette non hypothécaire	47,2	45,1	33,7	42,7	44,5	38,4	40,9

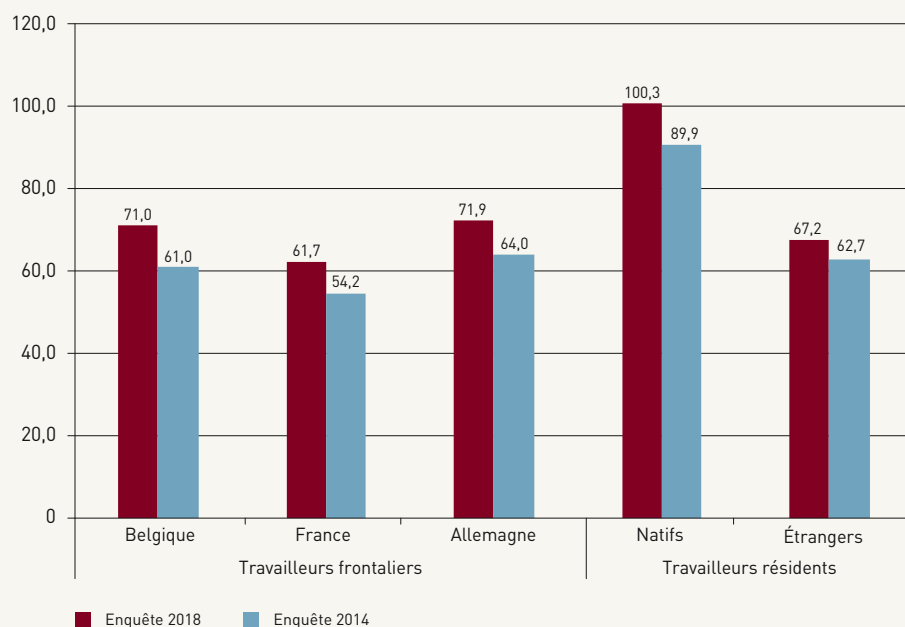
Source : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Graphique 4
Composition de la dette moyenne en 2018
(pourcentage)



Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Graphique 5
Revenu brut médian par pays de résidence et enquête
(milliers d'euros)



Sources : Calculs BCL basés sur la 3^e vague des enquêtes XB-HFCS et LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Le graphique 4 montre que les ménages s'endettent principalement pour financer leur logement. Les crédits hypothécaires représentaient en moyenne plus de 90 % de la dette des ménages des employés résidant au Luxembourg, soit davantage que pour les ménages frontaliers. Ceci s'explique par les prix immobiliers plus élevés au Grand-Duché.

En 2018, le revenu brut médian était plus élevé parmi les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née au Luxembourg (graphique 5). Le **revenu brut** des frontaliers résidant en France était inférieur à celui des frontaliers résidant en Belgique ou en Allemagne ou à celui des ménages résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger. Toutefois, les frontaliers jouissaient d'un revenu brut médian plus élevé que celui des ménages comparables dans leur pays de résidence. Entre 2014 et 2018, les ménages des frontaliers résidant en Belgique ont connu la plus forte progression du revenu brut médian (16,4 %), suivis par les frontaliers résidant en France (13,9 %) et en Allemagne (12,4 %). Cette progression a été plus limitée pour les ménages des employés résidant au Luxembourg dont la personne de référence est née à l'étranger (7,2 %).

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les établissements de crédits

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 31 octobre 2020, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 128 unités, par rapport à 130 en octobre 2019. Cette évolution s'explique par la fermeture de 8 banques et six constitutions. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 22 unités présentes. On a également dénombré 14 banques françaises, 14 banques chinoises et 13 banques suisses. Par ailleurs, parmi les banques inscrites sur la liste officielle se trouvent respectivement neuf banques luxembourgeoises, six banques japonaises, cinq banques italiennes et cinq banques américaines.

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

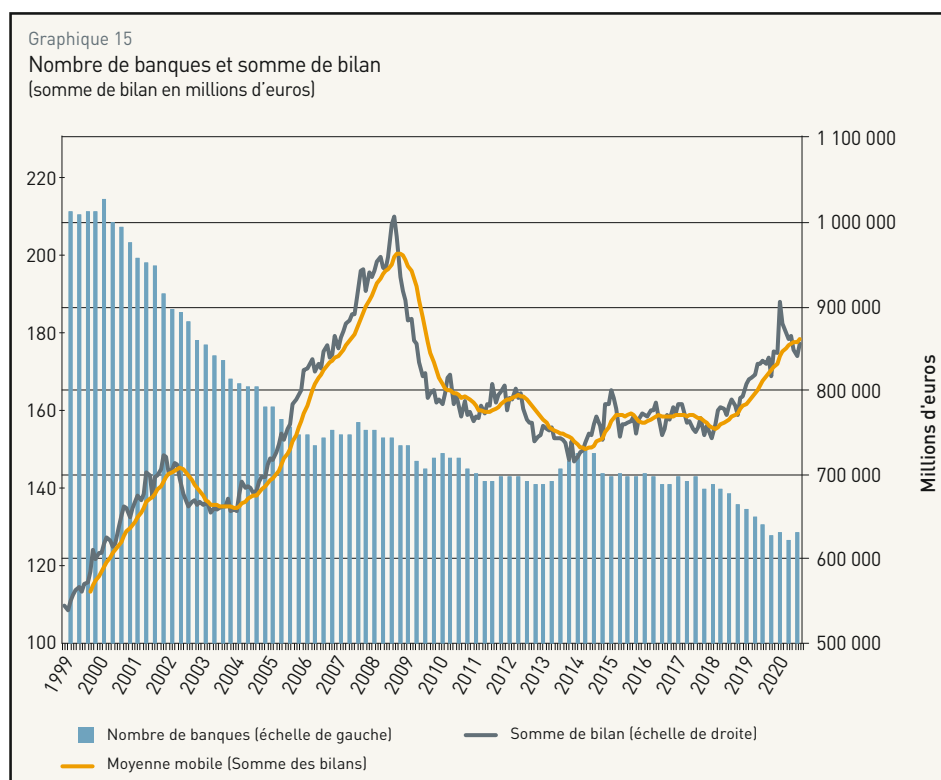
Si entre mi-2015 et mi-2019 l'emploi dans le secteur bancaire s'est inscrit en hausse, le nombre de personnes travaillant dans le secteur bancaire a légèrement reculé depuis lors. Sur un an, l'emploi bancaire s'est replié de 284 unités, passant de 26 438 en septembre 2019 à 26 154 personnes en septembre 2020. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 67 postes.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2020, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements de crédit présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 852,4 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse de 23,9 milliards d'euros, soit 2,9 %, par rapport au 31 octobre 2019.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (52,4 %) du total de l'actif fin octobre 2020. Ces créances ont augmenté de 14,0 milliards d'euros pour porter l'encours à 446,5 milliards d'euros, soit une hausse de 3,2 % en glissement annuel.



Source : BCL

Tableau 8 :

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

(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⁾
	10-2019	12-2019	10-2020	10-2019 – 10-2020		12-2019 – 10-2020		10-2020
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	432 543	420 174	446 512	13 969	3,2	26 338	6,3	52,4
Créances sur la clientèle	244 294	244 803	245 368	1 074	0,4	565	0,2	28,8
Portefeuille titres	130 851	130 177	139 035	8 184	6,3	8 858	6,8	16,3
Autres actifs	20 885	19 900	21 518	633	3,0	1 618	8,1	2,5
Total de l'actif	828 573	815 054	852 433	23 860	2,9	37 379	4,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 38,8 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre 153,4 milliards d'euros fin octobre 2020. Ce montant se décompose en 106,8 milliards d'euros sur les comptes courants et 46,5 milliards dans la facilité de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans la facilité de dépôt, ont enregistré une hausse consécutive en rythme annuel et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 3 novembre 2020, le montant moyen sur la période de constitution de ces réserves a été de 5,3 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires moyennes de 102,0 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 1,1 milliard d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 0,4 %, pour atteindre un encours de 245,4 milliards d'euros fin octobre 2020. Entre octobre 2019 et octobre 2020, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 773 millions d'euros, soit une hausse de 2,8 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 3,1 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 9,6 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 8,2 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 139,0 milliards d'euros fin octobre 2020, soit une hausse de 6,3 %. Ce portefeuille a représenté 16,3 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 93,2 % de titres de créance à revenu fixe et à 6,8 % de titres à revenu variable comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2020, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 129,6 milliards d'euros, ce qui correspond à une hausse nominale de 8,4 milliards d'euros (6,9 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a diminué de 0,2 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 0,6 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 21,5 milliards d'euros fin octobre 2020, soit 3,0 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a augmenté de 7,6 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 278,4 milliards d'euros fin octobre 2020. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 11 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 3,4 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 30,4 milliards d'euros fin octobre 2020.

Tableau 9 :

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

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	2019 10	2019 12	2020 10	2019 10 - 2020 10		2019 12 - 2020 10		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	270 777	258 619	278 367	7 590	2,8	19 748	7,6	32,7
Dettes envers la clientèle	398 838	399 861	416 986	18 148	4,6	17 125	4,3	48,9
Dettes représentées par un titre	74 529	71 665	69 731	-4 798	-6,4	-1 934	-2,7	8,2
Autres passifs	84 428	84 909	87 349	2 921	3,5	2 440	2,9	10,2
Total du passif	828 573	815 054	852 433	23 860	2,9	37 379	4,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

Au 31 octobre 2020, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 18,1 milliards d'euros (soit 4,6 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 417,0 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 48,9 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques.

Cette évolution est dans une grande mesure imputable à une hausse conséquente des dépôts de la clientèle résidente dans la zone euro (+14,4 milliards d'euros).

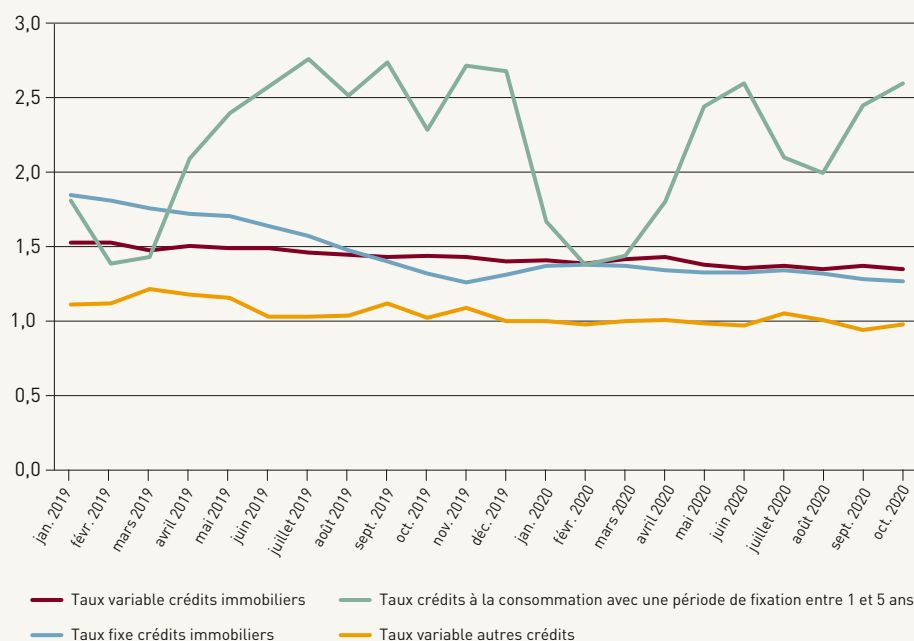
Le financement par émission de titres de créance a diminué de 4,8 milliards d'euros par rapport à octobre 2019 et a représenté 69,7 milliards d'euros en fin de période, soit 8,2 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a progressé de 2,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 87,3 milliards d'euros fin octobre 2020, soit 10,2 % du passif.

Taux d'intérêt

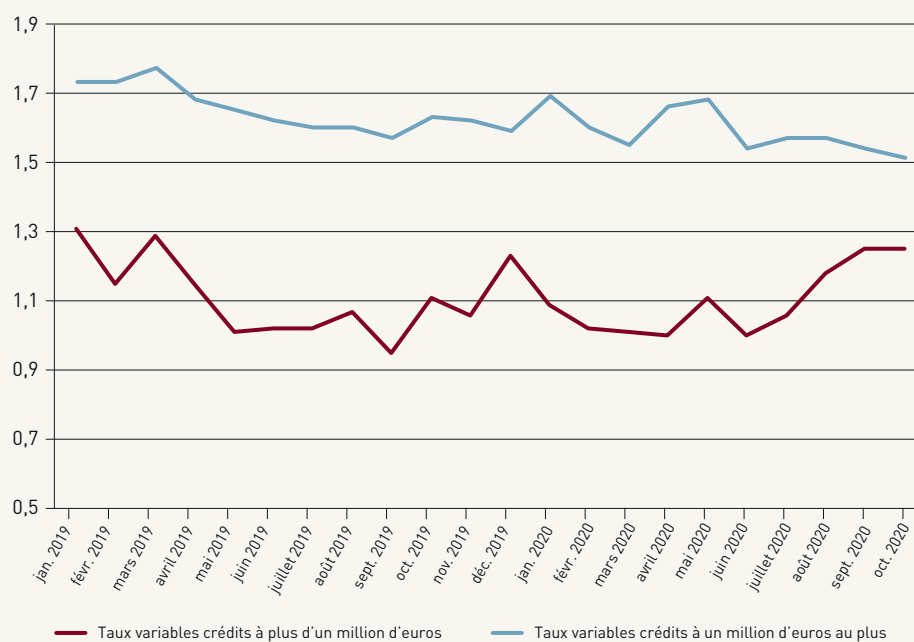
Selon les derniers chiffres disponibles relatifs au mois d'octobre 2020, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouvellement octroyés par les banques luxembourgeoises aux ménages et aux entreprises de la zone euro sont restés relativement stables.

Graphique 16
Évolution des principaux taux sur les nouveaux crédits aux ménages
(en %)



Source : BCL

Graphique 17
Évolution des principaux taux sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières
(en %)



Source : BCL

Le taux variable des nouveaux crédits immobiliers aux ménages s'est inscrit à 1,35 % au mois d'octobre 2020, en repli de 9 points de base sur un mois, tandis que le volume d'activité mensuelle est évalué à 289 millions d'euros en octobre 2020 contre 279 millions d'euros un an auparavant. Le taux fixe sur les crédits immobiliers nouvellement accordés a atteint 1,27 % durant le mois d'octobre 2020 tandis que le volume de ces crédits s'est inscrit à 546 millions d'euros. En comparaison annuelle, le taux d'intérêt s'est contracté de 5 points de base pour ce type de contrats tandis que le volume d'activité mensuelle a progressé de 54 millions d'euros. Après un ralentissement de l'activité observé lors du premier confinement durant le mois d'avril, l'octroi de nouveaux crédits immobiliers est donc reparti à la hausse et a dépassé les niveaux observés avant crise en raison d'une demande soutenue.

Concernant les crédits à la consommation, le taux sur les nouveaux crédits accordés avec une période de fixation entre 1 à 5 ans s'est établi à 2,6 % en octobre 2020 pour un volume d'activité de 28 millions d'euros. En comparaison annuelle, ce taux d'intérêt a augmenté de 31 points de base tandis que le volume d'activité mensuelle a baissé de 4 millions d'euros.

Comme illustré sur le graphique ci-dessus, cette série est marquée par d'importants effets saisonniers en raison des conditions avantageuses offertes par les banques durant le traditionnel festival de l'automobile qui persistent au premier trimestre. Ces conditions se traduisent

typiquement par une baisse des taux sur les nouveaux contrats conclus et une hausse des volumes entre le mois de janvier et le mois de mars. Malgré le début de la pandémie à la fin du premier trimestre 2020, il convient de souligner que les volumes de nouveaux crédits accordés durant cette édition du festival de l'automobile sont comparables avec l'année précédente.

Le taux variable sur la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages s'est replié de 12 points de base sur un an pour s'établir à 98 points de base en octobre 2020. Notons que cette catégorie hétérogène 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 les associations sans but lucratif au service des ménages. Le volume d'activité mensuel s'est inscrit à 733 millions d'euros durant la dernière période de référence, en baisse de 128 millions d'euros en comparaison mensuelle.

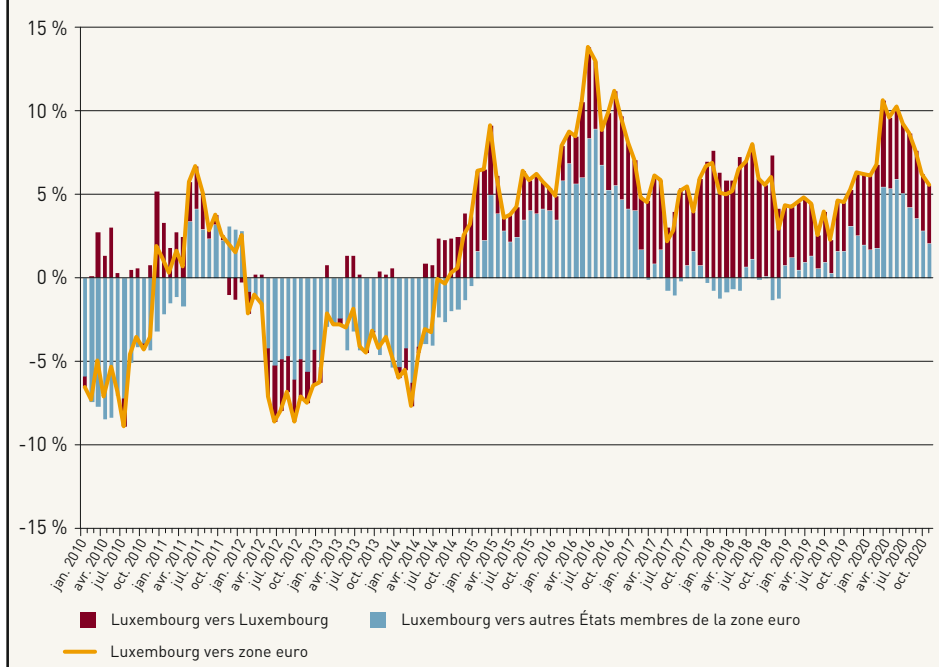
Les principaux taux d'intérêt des nouveaux prêts aux entreprises ont suivi une évolution contrastée. Le taux variable sur les crédits nouvellement accordés avec une catégorie de montant inférieur à un million d'euros, qui reflète les conditions d'emprunt des petites et moyennes entreprises, s'est élevé à 1,51 % en octobre 2020 contre 1,63 % un an auparavant. Le volume d'activité mensuel s'est établi à 733 millions d'euros en octobre 2020, en retrait de 128 millions sur un an. Le taux variable pour les nouveaux contrats supérieurs à un million d'euros qui sont typiquement consentis aux entreprises plus grandes a atteint 1,25 % en octobre 2020 contre 1,11 % durant le mois d'octobre 2019. Le volume de nouveaux prêts s'est inscrit à 3 319 millions d'euros durant la dernière période de référence, en baisse de 1 424 millions d'euros en comparaison mensuelle.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Le taux d'intérêt sur les dépôts à vue des ménages s'est établi à 5 points de base en octobre 2020 tandis que le taux envers les dépôts à vue des sociétés non financières est descendu à -2 points de base. Concernant l'ouverture de nouveaux dépôts à terme, le taux avec une maturité initiale à un an s'est établi à 7 points de base en octobre 2020 pour les ménages et -22 points de base pour les sociétés non financières.

L'évolution des crédits au secteur privé

En octobre, les crédits que les banques luxembourgeoises ont octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro ont progressé de 5,6 % sur base annuelle, après 7,4 % en moyenne au troisième trimestre et 9,6 % au deuxième. Ce ralentissement est principalement attribuable aux crédits aux sociétés non-financières (SNF) qui ont progressé de seulement 1,2 % sur base annuelle en octobre (après 11,5 % au deuxième trimestre). Cette évolution en dents de scie est essentiellement imputable à un nombre limité de succursales étrangères, qui ont connu une augmentation significative de leurs encours de crédits lors du deuxième trimestre, liée à des entreprises situées majoritairement dans d'autres pays membres de la zone euro (notamment l'Allemagne). Cette augmentation a été suivie d'un important remboursement. Concernant les principales banques de détail au Luxembourg, la croissance des crédits aux SNF a légèrement diminué au deuxième et troisième trimestre.

Graphique 18
 Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM
 (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)

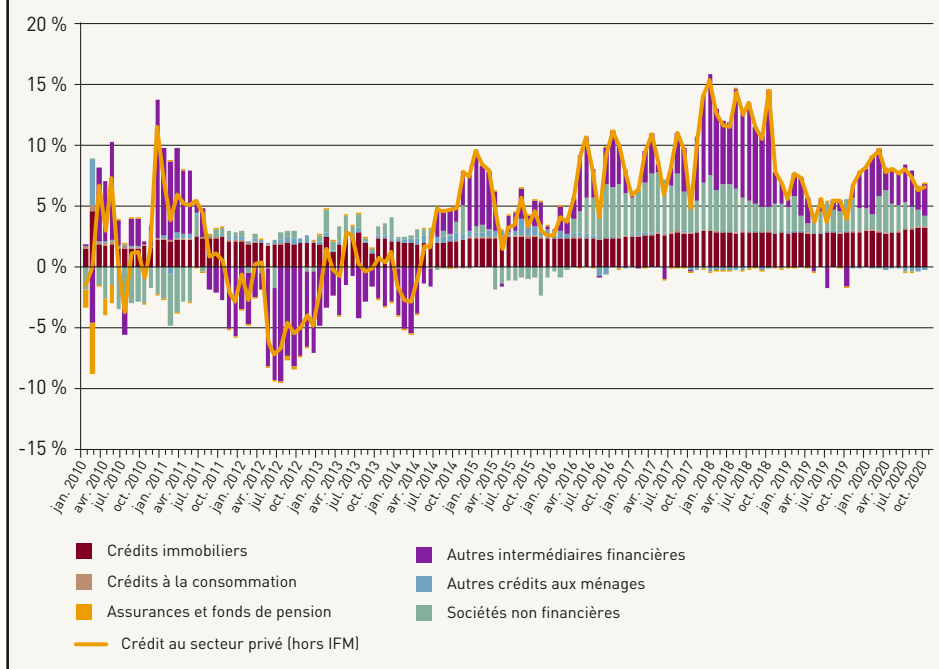


Source : BCL

Le graphique 18 décompose la croissance annuelle des crédits octroyés au secteur privé selon l'origine géographique des contreparties. Due au phénomène précité, les crédits aux contreparties non résidentes ont nettement diminué leur contribution à partir du mois de mai, tandis que les crédits aux contreparties résidentes n'ont que légèrement diminué leur contribution sur cette période.

Selon les données d'octobre 2020, le secteur non financier a absorbé la plupart des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro : 42 % des encours ont été attribués aux sociétés non financières, 30 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 26 % aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financiers et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Graphique 19
 Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes
 (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à un rythme annuel de 6,5 % en octobre (voir graphique 19), une légère décélération par rapport à la croissance enregistrée au troisième trimestre (7,3 % par an en moyenne). Ce ralentissement est largement attribuable à l'évolution des crédits aux sociétés non financières qui ont contribué 0,9 p.p. à la croissance annuelle en octobre, par rapport à 1,7 p.p. en moyenne au troisième trimestre. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages ont contribué à hauteur de 3,3 p.p. à la croissance en octobre et les crédits aux AIF résidentes ont contribué 2,6 p.p.

Concernant l'évolution par secteur résident, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont ralenti légèrement au deuxième trimestre, avant de progresser plus rapidement. La croissance annuelle s'est établie à 9,5 % en octobre, après 9,1 % au troisième trimestre. Les crédits à la consommation ont ralenti à un taux annuel de 4,8 % en octobre, comparé à 6,4 % en moyenne au troisième trimestre. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. Les crédits accordés aux SNF établies au Luxembourg ont connu une progression annuelle de 2,9 % en octobre, après 5,8 % au troisième trimestre. Pourtant, ce ralentissement est largement imputable aux activités d'un nombre limité de succursales de banques étrangères. La progression annuelle des crédits octroyés aux AIF résidents a été de 8,5 % en octobre après 8,8 % au 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*, BLS) 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 crédits¹⁹. Lors de l'édition d'octobre 2020, 143 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont six au Luxembourg. L'enquête a été menée du 21 septembre au 6 octobre.

Au cours du troisième trimestre, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont continué à durcir leurs critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts couverts par le BLS, à la suite d'une dégradation de leur perception des risques concernant la situation et perspectives économiques globales. Selon les banques, la demande de crédits immobiliers a augmenté au troisième trimestre, tandis que la demande de crédits de la part des entreprises a diminué. Concernant les entreprises, les banques ont signalé une diminution de l'investissement en capital fixe mais également que la trésorerie des entreprises était en position relativement saine suite aux mesures gouvernementales en relation avec la crise du COVID-19. Selon les banques, la demande pour les prêts couverts par la garantie étatique restait faible.

Crédits accordés aux entreprises

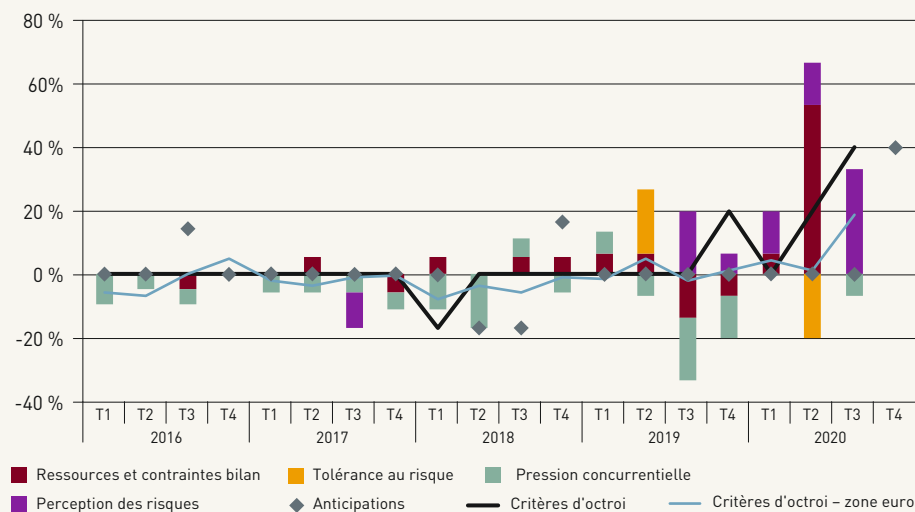
Les critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises auraient durci au cours du troisième trimestre (voir graphique 20). Selon les banques luxembourgeoises, le durcissement a surtout concerné les crédits aux grandes entreprises. Quant aux facteurs influençant les critères d'octroi, les banques ont souligné la détérioration de leur perception des risques concernant la situation et perspectives économiques globales et plus particulièrement de leur perception des risques concernant le secteur des PME. Les banques ont également déclaré qu'elles ont diminué leur tolérance au risque pour les prêts aux grandes entreprises. Le seul effet assouplissant provenait d'une augmentation de la pression concurrentielle entre banques.

Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi pour les crédits aux entreprises auraient également durci au cours du troisième trimestre. Les banques ont principalement attribué ce durcissement à leur perception des risques concernant la situation et perspectives économiques globales et à une diminution de leur tolérance au risque.

¹⁹ Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf. Les résultats pour le Luxembourg sont disponibles dans l'Entrepôt de données statistiques (Statistical data warehouse (SDW)) de la BCE.

Graphique 20

Évolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets²⁰)



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

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg et dans la zone euro s'attendaient à un nouveau durcissement de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises. Au Luxembourg, les banques anticipaient un durcissement plus prononcé pour les crédits aux grandes entreprises et pour les crédits à long terme.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête BLS renseigne également sur les conditions d'octroi²¹, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont déclaré qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués au cours du troisième trimestre, sans changer les autres conditions d'octroi. Au niveau de la zone euro, les

banques ont également indiqué qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. De plus, elles ont signalé qu'elles ont augmenté leurs demandes de garanties et réduit le montant des crédits accordés.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits émanant des entreprises a légèrement diminué au troisième trimestre (voir graphique 21). Cette demande a particulièrement diminué pour les grandes entreprises et, dans une moindre mesure, pour les PME. Selon les banques, les entreprises avaient moins besoin de financement pour des investissements en capital fixe. Elles ont également indiqué que les mesures gouvernementales en relation avec la crise du COVID-19 ont soutenu la trésorerie des entreprises et donc réduit la demande de crédit. Pourtant, des restructurations de dettes ont soutenu la demande de crédits au troisième trimestre.

Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi signalé une légère diminution de la demande de crédits émanant des entreprises. Cette diminution a été essentiellement attribuée à une réduction de l'investissement en capital fixe. Cependant, des restructurations de dettes et un besoin accru en fonds de roulements auraient eu un effet positif sur la demande de crédit.

20 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.

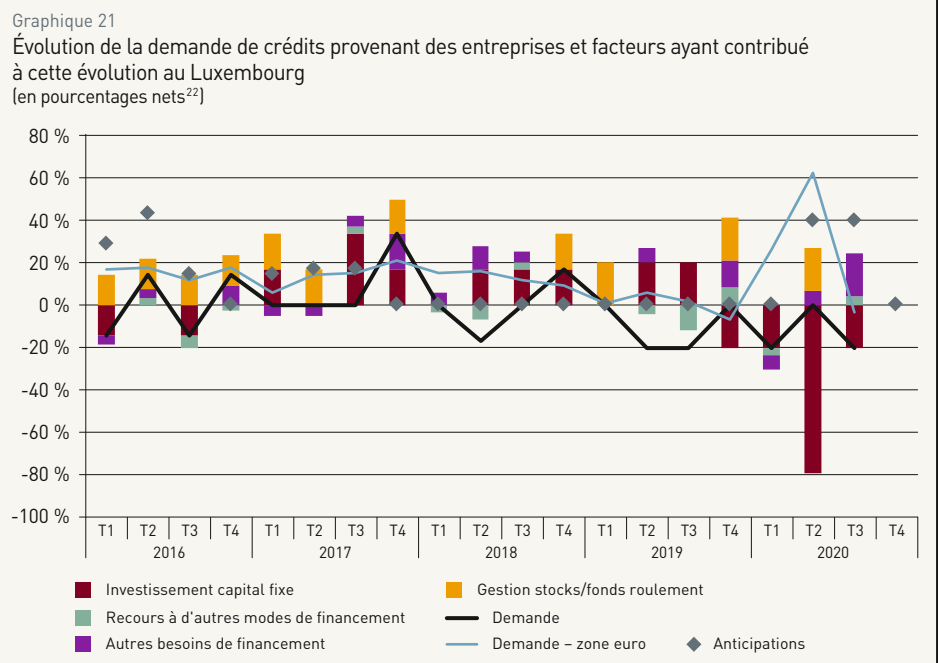
21 Les conditions d'octroi des crédits se rapportent aux conditions d'un crédit que la banque est prête à octroyer, c'est-à-dire les conditions du crédit réellement approuvées ainsi que déterminées dans le contrat de prêt qui avait été conclu entre la banque (le prêteur) et l'emprunteur.

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg anticipaient une stabilisation de la demande de crédits. Elles s'attendaient à une diminution de la demande seulement parmi les grandes entreprises. Dans la zone euro, les banques anticipaient que les entreprises allaient augmenter leur demande de crédits au quatrième trimestre.

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

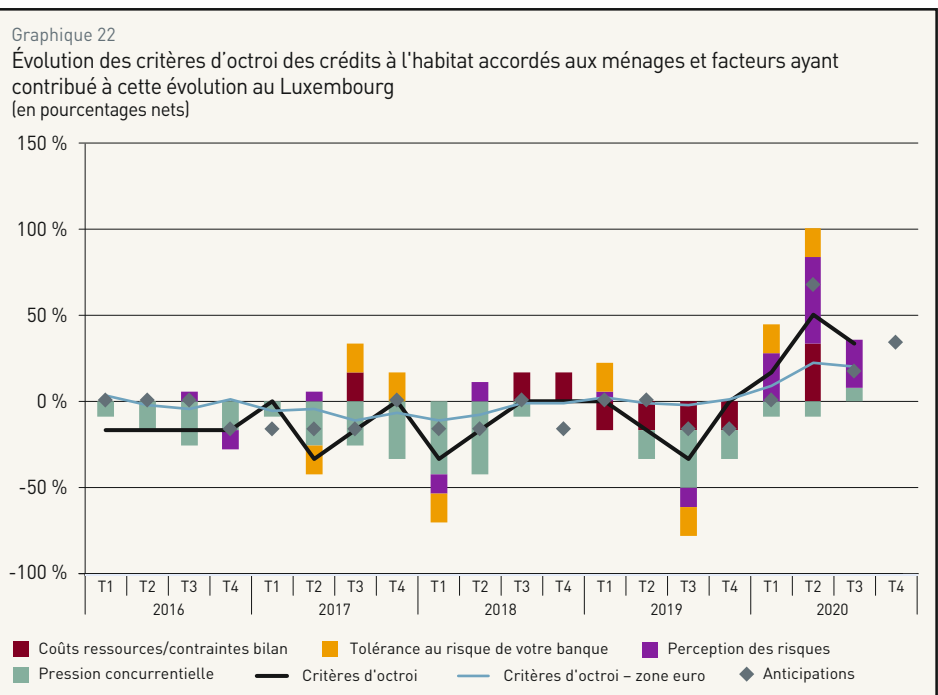
Pour les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir durci les critères d'octroi au cours du troisième trimestre 2020 (voir graphique 22). Les banques ont souligné une détérioration de leur perception des risques liés à la situation économique en générale et plus particulièrement à la solvabilité de l'emprunteur et aux perspectives sur le marché du logement. Au niveau de la zone euro, les banques ont également déclaré avoir durci leurs critères d'octroi, en notant une diminution de leur tolérance au risque et une détérioration de leur perception des risques liés à la situation économique.

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



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

Source : BCL

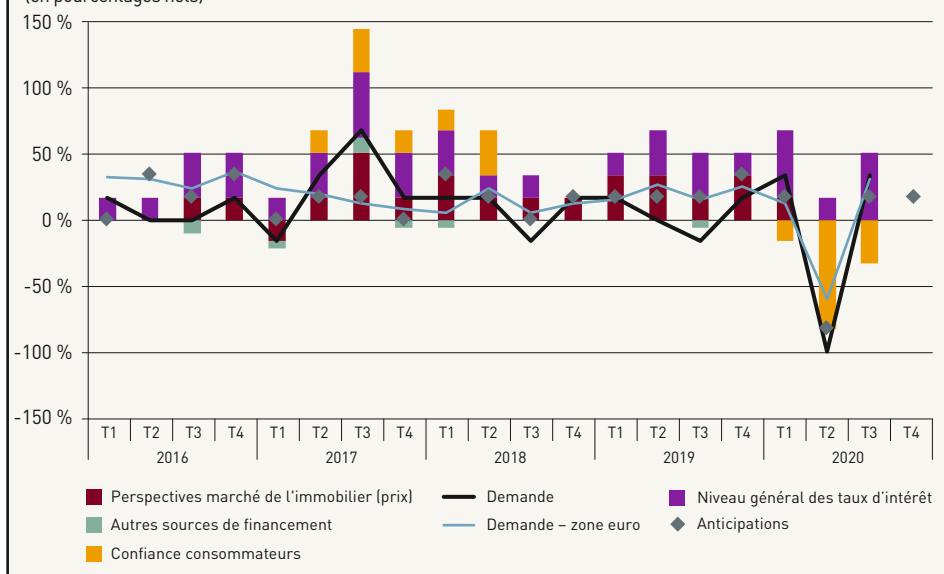


Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le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

Source : BCL

Graphique 23

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 ».

Source : BCL

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg s'attendaient à un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts immobiliers aux ménages, tandis que les banques de la zone euro anticipaient un léger assouplissement.

En ce qui concerne les conditions d'octroi pour les prêts à l'habitat, les banques ont déclaré qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués au troisième trimestre, mais qu'elles ont diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen. Concernant les autres conditions d'octroi, les banques ont indiqué qu'elles ont réduit la durée des prêts accordés et augmenté leurs demandes de garanties. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une légère diminution de leurs marges sur les prêts de

risque moyen et une augmentation des marges sur les prêts plus risqués. De plus, elles ont déclaré qu'elles ont diminué leur quotité d'emprunt et augmenté leurs demandes de crédits.

Selon les banques au Luxembourg, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a connu une reprise après la forte baisse au deuxième trimestre (graphique 23). Les banques ont principalement attribué cette hausse aux taux d'intérêts historiquement bas et à un effet de décalage de la demande suite au confinement. D'autre part, la demande aurait été freinée par une baisse de la confiance de consommateurs. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant également aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et au faible niveau des taux d'intérêt. Une baisse de la confiance des consommateurs aurait aussi freiné la demande de crédits.

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 qu'elles ont durci leurs critères d'octroi au cours du troisième trimestre, en attribuant cette décision à une dégradation de leur perception de la situation et perspectives économiques globales ainsi que de leur perception de la capacité de remboursement de l'emprunteur. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué un durcissement de leurs critères d'octroi, attribuée principalement à la dégradation des perspectives économiques et de la capacité de remboursement des ménages.

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg et dans la zone euro s'attendaient à un durcissement des critères d'octroi pour les crédits à la consommation et autres prêts.

Au niveau des conditions d'octroi pour les crédits à la consommation, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré qu'elles n'ont pas changé leurs marges et autres conditions d'octroi. Les banques de la zone euro ont indiqué une légère hausse de leurs marges sur les prêts plus risqués et une augmentation de leurs demandes de garanties pour ces crédits.

Selon les banques au Luxembourg, la demande pour les prêts à la consommation et autres prêts aux ménages a diminué au cours du troisième trimestre. Elles ont attribué cette baisse à une diminution de la confiance des consommateurs et des dépenses en biens durables. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une légère hausse de la demande de crédit, motivé par le bas niveau des taux d'intérêts et par une réduction de l'épargne des ménages.

Pour le quatrième trimestre, les banques au Luxembourg anticipaient une stabilisation de la demande de crédits à la consommation et autres prêts de la part des ménages. Au niveau de la zone euro, les banques s'attendaient à une légère hausse de la demande pour ces crédits.


Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'octobre comprenait des questions ad hoc. La première 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 la capacité des banques à transférer le risque.

Selon les banques au Luxembourg, leur accès au financement par dépôts a détérioré au troisième trimestre, surtout pour les dépôts à long terme. Leur accès aux financements par titres de créances à long terme aurait également souffert. Par contre, les banques ont indiqué une amélioration de leur financement par le marché interbancaire et par des titres de créances à court terme. Pour le quatrième trimestre, elles anticipaient une amélioration de leur accès aux financements par dépôts. Au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré que leurs conditions d'accès au financement de détail et au financement de marché se sont améliorées, surtout pour le financement par titres de créance. Pour le quatrième trimestre, elles anticipaient une continuation de cette tendance.

La deuxième question ad hoc s'intéressait aux éventuels effets du programme étendu d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) sur les actifs et la rentabilité des banques. Selon les banques au Luxembourg, entre avril et septembre 2020 les achats d'actifs par l'Eurosystème ont contribué à améliorer leur position de liquidité et leurs conditions de financement de marché. Elles ont également signalé que les programmes d'achats ont contribué à augmenter leurs actifs totaux et à diminuer leur ratio de fonds propres. Cependant, les banques ont signalé une dégradation de leur niveau de rentabilité par une réduction de leurs marges nettes d'intérêt, partiellement compensée par des plus-values réalisées sur les titres détenus. Selon les banques, les programmes d'achats ont eu une légère incidence positive sur leurs conditions d'octroi de crédits sur les six derniers mois.

Pour la période entre octobre 2020 et mars 2021, les banques au Luxembourg anticipaient que l'APP et le PEPP continueraient à peser sur leur rentabilité, toujours en réduisant leurs marges nettes d'intérêt. Par contre, elles anticipaient que les programmes d'achats auraient une incidence positive sur leurs conditions d'octroi et sur leurs volumes de crédits sur cette période.



Selon les banques de la zone euro, entre avril et septembre 2020 les achats d'actifs de l'Eurosystème ont amélioré leur position de liquidité et leurs conditions de financement de marché. Comme au Luxembourg, les banques de la zone euro ont déclaré un impact négatif sur leur niveau de rentabilité provenant d'une détérioration de leur marge d'intérêt. Pour la période d'octobre 2020 à mars 2021, elles anticipaient que les programmes d'achats continueraient à peser sur leur rentabilité, mais continueraient à améliorer leur position de liquidité et leurs conditions de financement de marché.

Les banques ont également été interrogées sur l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre avril et septembre 2020 cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. En effet, le taux négatif aurait contribué à baisser les taux d'intérêt que les banques appliquaient aux prêts aux entreprises et aux ménages, ainsi que les marges sur ces prêts. Par contre, le taux négatif aurait aussi contribué à augmenter le volume de crédits accordés aux ménages et aux entreprises, au Luxembourg comme au niveau de la zone euro. Du côté des dépôts, les banques ont indiqué qu'entre avril et septembre le taux négatif a conduit à une baisse des taux de rémunération appliqués aux dépôts au Luxembourg et dans la zone euro. Cette baisse a été plus prononcée pour les dépôts des entreprises que pour les dépôts des ménages.

Une sous-question visait à évaluer l'incidence du système à deux paliers mise en place pour la rémunération des excédents de liquidité que les banques détiennent auprès de la banque centrale. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles au niveau de la zone euro, ont indiqué qu'entre avril et septembre ce système a eu une incidence positive sur leur rentabilité globale, résultant d'une augmentation de leur produit net d'intérêts et, dans une moindre mesure, d'une amélioration de leur position de liquidité. Selon les banques au Luxembourg, ce système n'a pas eu d'incidence sur leurs taux débiteurs ni sur leurs taux de rémunération des dépôts.

Profits et pertes

Sur la base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit (y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois) s'est contracté de 2,8 % sur un an pour s'établir à 3,7 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2020. Le produit net bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus, est resté relativement stable en comparaison annuelle tandis que les charges ont progressé durant cette période sous l'impulsion des amortissements sur actifs immobiliers.

Tableau 10 :

**Compte de résultats agrégé en cours d'année des établissements de crédit,
y compris les résultats des succursales étrangères des établissements luxembourgeois***
(en millions d'euros, sauf indication contraire)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2019 09	2020 09	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	11 799	8 739	-3 060	-25,9
2	Intérêts bonifiés	7 865	4 709	-3 156	-40,1
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 934	4 030	96	2,4
4	Revenus nets sur commissions	4 034	4 293	259	6,4
5	Revenus sur opérations de change	369	514	145	39,3
6	Dividendes reçus	409	455	46	11,2
7	Autres revenus nets	465	- 40	- 505	-108,6
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	5 277	5 222	- 55	-1,0
9	Produit bancaire (3+8)	9 211	9 252	41	0,4
10	Frais de personnel	2 655	2 681	26	1,0
11	Frais d'exploitation	2 395	2 367	- 28	-1,2
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	5 050	5 047	- 3	-0,1
13	Amortissements sur immobilisé non financier	369	519	150	40,7
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 792	3 685	- 107	-2,8

Sources : CSSF, calculs BCL

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

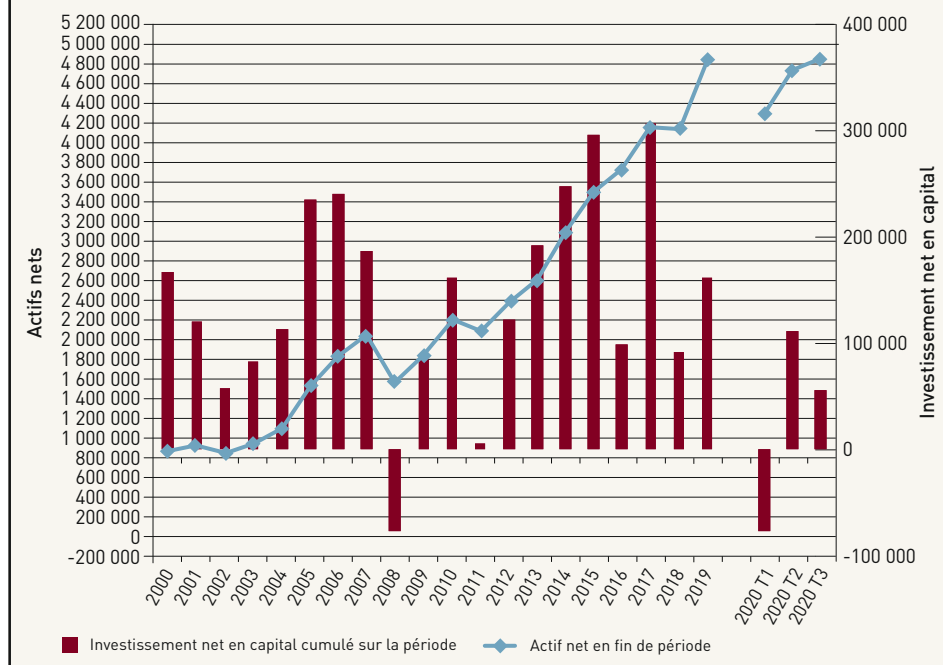
Au niveau des revenus récurrents, les produits d'intérêts se sont contractés de 25,9 % en rythme annuel pour s'inscrire à 8,8 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2020. Les charges d'intérêts ont fortement diminué de plus de 40 % durant cette période pour atteindre 4,7 milliards d'euros. Par conséquent, cette baisse des coûts de financement a permis au secteur bancaire de dégager une marge d'intérêts de 4 milliards d'euros fin septembre 2020, en progression de 2,4 % sur un an. De plus, les commissions nettes perçues ont continué de croître cette année pour devenir la principale source de revenus bancaires en atteignant 4,3 milliards d'euros.

Concernant les autres sources de revenus, les dividendes reçus ainsi que les gains tirés des opérations de change ont continué de progresser en rythme annuel pour s'élever respectivement à 455 et 514 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2020. Précisons enfin que la catégorie résiduelle des autres revenus nets s'est inscrite en terrain négatif pour afficher un solde net de -40 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2020. Cette catégorie de nature hétérogène et fortement volatile est cependant influencée par les résultats d'un nombre limité de banques de la place financière.

Le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées est resté relativement stable en comparaison annuelle pour se maintenir à 9,2 milliards d'euros.

Du côté des frais bancaires, les principaux postes des charges ont suivi des évolutions contrastées. En effet, si les frais de personnel et d'exploitation sont restés relativement stables entre le mois de septembre 2019 et le mois de septembre 2020, les amortissements sur actifs immobiliers ont fortement progressé de plus de 40 % sur un an.

Graphique 24
Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en millions d'euros)



Sources : CSSF, BCL

marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (391,5 milliards d'euros) sous l'effet, notamment, du rebond des indices boursiers mondiaux et de la baisse des primes de risque sur le segment des obligations à haut rendement. Les investissements nets ont également contribué, mais dans une moindre mesure, à la hausse des actifs sous gestion (168,8 milliards d'euros). Dans l'ensemble, les fortes pertes enregistrées en début d'année par les fonds d'investissement luxembourgeois ont ainsi été globalement effacées, la VNI ayant retrouvé, en fin de période, un niveau historiquement élevé.

1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de mars 2020, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 43 unités, pour s'établir à un total de 3 824 unités à la fin septembre 2020. Le nombre de compartiments a également baissé de 110 unités au cours de cette période, passant ainsi de 15 066 à 14 956 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 13 % pour s'établir, à la fin septembre 2020, à 4 871,0 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des

23 Les chiffres relatifs à l'activité des OPC incluent, depuis décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés soumis au reporting statistique de la BCL. Voir à ce sujet l'encadré du présent bulletin sur « Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés ».

Tableau 11 :

Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif

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

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL ¹⁾²⁾	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS 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	123 090	164 224	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	193 567	37 970	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	167	3 094 987	248 953	230 671	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	158	3 506 201	297 971	113 243	411 214	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	152	3 741 330	99 603	135 526	235 129	6,7		
2017	4 044	14 728	145	4 159 614	308 346	109 938	418 284	11,2		
2018 ⁵⁾	3 997	15 041	139	4 141 627	92 417	-187 387	-17 987	-0,4		
2019	3 905	15 093	147	4 875 471	163 225	570 619	733 844	17,7		
2020										
jan.	3 879	15 101	147	4 948 687	36 983	36 233	590 074	14,1	70 883	1,5
fév.	3 874	15 088	148	4 826 903	11 071	-132 855	406 059	9,5	-121 784	-2,5
mars	3 867	15 066	148	4 310 702	-124 223	-391 978	-200 533	-4,6	-516 201	-10,7
avril	3 860	15 016	145	4 566 750	43 312	212 736	-1 253	0,0	256 048	5,9
mai	3 855	15 026	144	4 643 546	33 523	43 273	165 263	3,8	76 796	1,7
juin	3 843	15 021	142	4 753 115	35 554	74 015	173 808	3,9	109 569	2,4
juillet	3 837	15 021	142	4 785 602	32 279	208	132 621	3,0	32 487	0,7
août	3 828	14 994	139	4 864 657	12 101	66 954	194 269	4,3	79 055	1,7
sept.	3 824	14 956	139	4 870 954	11 996	-5 699	126 187	2,8	6 297	0,1

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

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

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.

5) À partir de décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés soumis au reporting de la BCL sont inclus dans le champ des statistiques des OPC.

Sources : CSSF, BCL

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

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

Tableau 12 :

Évolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement

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

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014 ¹⁾	1 159 128	1 033 408	680 968	57 482	193 580	36 878
2015	1 228 323	1 148 602	821 048	71 529	231 137	40 752
2016	1 313 407	1 169 819	888 772	82 773	264 458	48 259
2017	1 411 743	1 356 609	1 011 613	93 925	258 963	59 175
2018	1 353 352	1 329 410	1 025 040	122 405	255 883	77 417
2019	1 549 514	1 614 835	1 157 040	146 604	247 327	120 817
2020						
janvier	1 606 498	1 646 357	1 184 822	152 776	262 130	112 166
février	1 633 216	1 563 035	1 170 641	155 679	274 019	124 053
mars	1 444 532	1 350 909	1 057 218	159 615	262 343	121 236
avril	1 490 434	1 476 900	1 102 692	164 108	260 716	123 440
mai	1 507 663	1 508 650	1 104 388	163 870	242 855	124 159
juin	1 522 227	1 541 758	1 105 961	162 312	253 485	127 728
juillet	1 525 453	1 573 007	1 120 248	161 261	252 309	146 199
août	1 535 459	1 639 272	1 124 168	161 194	256 644	147 467
septembre	1 544 375	1 644 521	1 118 696	162 402	256 720	152 416

Source : BCL

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.

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

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

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 6,9 %. Le bilan des fonds investis principalement en actions a, quant à lui, augmenté de 21,7 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 644,5 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2020. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 5,8 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des évolutions de leur total bilantaire de 1,7 %, -2,1 % et 25,7 %.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin septembre 2020, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 139 unités, un effectif en baisse de 9 unités par rapport au mois de mars 2020.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 209 en raison d'un changement de définition²⁴.

Les actifs sous gestion

Entre la fin du premier trimestre de 2020 et la fin du troisième trimestre de 2020, le montant des actifs sous gestion a augmenté de 15,4 %, passant de 355,9 milliards d'euros à 410,7 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 2020, le portefeuille de titres représentait 71 % de l'actif, soit 299,6 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 27,6 %, soit 116,4 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 (+22,6 %) et d'une baisse de l'encours des créances (-0,6 %).

Tableau 13 :

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⁾
	09-2019	03-2020	09-2020	09-2019 - 09-2020		03-2020 - 09-2020		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	74 837	117 053	116 386	41 549	55,5	- 667	-0,6	27,6
Portefeuille titres	260 903	244 338	299 640	38 737	14,8	55 302	22,6	71,0
Autres actifs	5 737	5 680	5 897	160	2,8	217	3,8	1,4
Total de l'actif	341 477	367 071	421 923	80 446	23,6	54 852	14,9	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (152,1 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (90,9 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (53,2 milliards d'euros).

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

Entre la fin du premier trimestre de 2020 et la fin du troisième trimestre de 2020, le volume total des titres en portefeuille, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, a augmenté de 22,1 %. 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 +44,3 %, +16,9 % et +7,7 %.

Tableau 14 :

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⁾
	09-2019	03-2020	09-2020	09-2019 - 09-2020		03-2020 - 09-2020		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	09-2020
Établissements de crédit	149 794	130 185	152 131	2 337	1,6	21 946	16,9	51,4
Administrations publiques	52 256	63 002	90 881	38 625	73,9	27 879	44,3	30,7
Autres secteurs	57 029	49 379	53 157	-3 872	-6,8	3 778	7,7	17,9
Total	259 079	242 566	296 169	37 090	14,3	53 603	22,1	100,0

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 2 :

LES FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIFS NON RÉGLEMENTÉS

Cet encadré présente l'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés (FIANR) domiciliés au Luxembourg. L'analyse se base sur des données collectées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et complétées, le cas échéant, par les informations disponibles dans les documents publiés auprès du Registre du Commerce et des Sociétés (RCS). L'environnement réglementaire des FIANR est abordé dans un premier temps. Les statistiques relatives à l'activité des FIANR sont présentées dans un second temps.

L'environnement réglementaire

Les fonds d'investissement alternatifs (FIA) regroupent l'ensemble des fonds qui ne sont pas sous le régime de la directive OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières). Les FIA, qui investissent généralement dans des classes d'actifs alternatifs comme les biens immobiliers, les projets d'infrastructure, ou encore les titres d'entreprises non cotées, sont encadrés par la Directive sur les Gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (GFIA). Il existe deux types de FIA au Luxembourg : les FIA réglementés et les FIANR.

Les FIA réglementés sont enregistrés sous la partie 2 de la loi de 2010, la loi sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS), ou la loi sur les Sociétés d'Investissement en Capital à Risque (SICAR). Ces fonds doivent obtenir un agrément de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) pour être mis sur le marché. Leur activité est également directement supervisée par la CSSF.

Les FIANR sont quant à eux définis par la CSSF comme des FIA qui ne font pas l'objet d'un agrément préalable et/ou d'une supervision prudentielle par une autorité de surveillance (Circulaire CSSF 15/612). Les FIANR sont toutefois réglementés et supervisés de manière indirecte, par le biais de leur GFIA qui peut être domicilié au Luxembourg ou dans un autre État membre de l'Union européenne (UE), et ce conformément à la Directive européenne sur les GFIA, transposée en droit luxembourgeois par la loi du 12 juillet 2013.

Suite à la mise en place de la Directive GFIA, le législateur luxembourgeois a introduit, par le biais de la loi du 23 juillet 2016, un nouveau véhicule d'investissement alternatif non réglementé : le Fonds d'Investissement Alternatif Réservé (FIAR). Les FIAR ont été créés dans la lignée des FIS, et ce pour étoffer la gamme des fonds alternatifs et renforcer la compétitivité de la place financière. Les FIAR, qui sont réservés à des investisseurs avertis, peuvent investir dans toutes les classes d'actifs : capital-investissement, immobilier, infrastructure, acquisition de dettes et montage de prêts, etc. En outre, lorsque leur GFIA est domicilié dans l'UE, les FIAR bénéficient du passeport européen pour la commercialisation de leurs parts.

Les FIAR représentent ainsi un véhicule d'investissement dédié à la gestion alternative qui offre la même flexibilité et les mêmes avantages que les FIS ou les SICAR, à la différence près que les FIAR ne sont pas soumis à l'agrément et à la supervision de la CSSF. L'absence d'une autorisation préalable et d'une supervision directe de la part du régulateur implique, d'une part, que le délai de mise en place de ces fonds est beaucoup plus court, et d'autre part, que les coûts opérationnels de fonctionnement sont réduits. Toutefois, étant donné que la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA s'applique aux FIAR, ces derniers sont indirectement supervisés par le biais de leur GFIA de sorte que, malgré leur statut de véhicule non réglementé, les FIAR assurent un niveau élevé de protection aux investisseurs.

Le champ des FIANR ne se limite cependant pas aux FIAR. En effet, d'après la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA, une société de participations financières (SOPARFI) peut être gérée par un GFIA lorsqu'elle se qualifie de FIA²⁵. Tout comme pour les FIAR, et contrairement aux SOPARFI, qui sont des entités non réglementées, les SOPARFI qui sont qualifiées de FIA sont réglementées de manière indirecte, via la supervision de leur GFIA. À noter également que les sociétés en *partnership* ou les sociétés de gestion de patrimoine familial (SPF) peuvent, au même titre que les SOPARFI, entrer dans le champ de la Directive GFIA. En revanche, les véhicules de titrisation ne sont pas autorisés à être qualifiés de FIA.

L'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés

Le champ de l'étude porte sur les FIANR qui sont couverts par la collecte statistique de la BCL. À l'heure actuelle, il n'existe pas encore, à notre connaissance, d'études ou de chiffres disponibles sur l'activité de ces fonds. Les informations présentées ci-dessous, qui proviennent de la collecte statistique de la BCL, sont par conséquent inédites²⁶.

Depuis septembre 2018, la BCL a introduit une collecte statistique pour les FIANR qui entrent dans le champ de la Directive GFIA et qui dépassent le seuil de 500 millions d'euros d'actifs sous gestion. Conformément à la circulaire 2018/241, ces fonds doivent notamment envoyer à la BCL des rapports bilantaires trimestriels et des rapports titre par titre mensuels.

La liste des FIANR est établie par les services statistiques de la BCL sur la base des informations disponibles auprès du RCS, de la CSSF et de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF). Les FIANR incluent les FIAR pour lesquels un GFIA est requis, mais également les SOPARFI et les sociétés en *partnerships* qui sont gérées par des GFIA. Sur les 2 750 FIANR recensés à la fin du mois de juin 2020, 309 entités étaient soumises à la collecte statistique de la BCL.

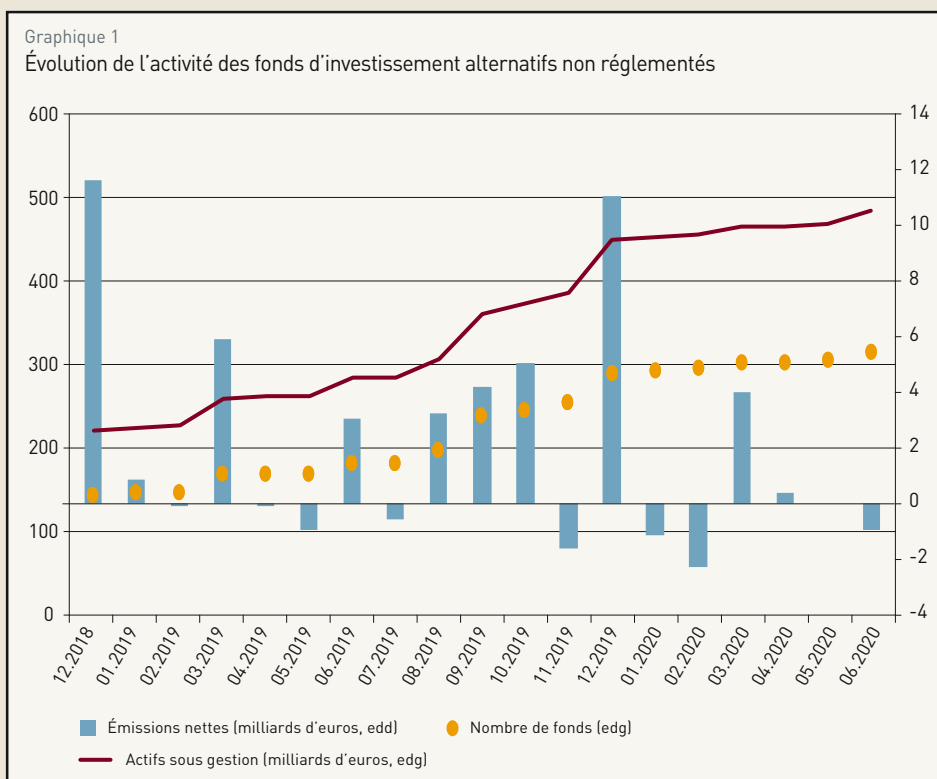
Le graphique 1 présente l'évolution du nombre de fonds, du montant des actifs sous gestion et des émissions nettes de parts des FIANR sur la période allant de décembre 2018 à juin 2020. L'activité des FIANR soumis à la collecte statistique de la BCL a augmenté de manière significative au cours de la période sous revue pour atteindre 167,9 milliards d'euros répartis entre 309 entités à la fin du mois de juin 2020. Les 20 fonds les plus importants représentaient environ 31 % des actifs sous gestion de cet échantillon. Par ailleurs, 56,1 % et 29,1 % de ces fonds étaient respectivement enregistrés sous le régime des SOPARFI et des FIAR, le reste des entités étant principalement constitué de simples *partnerships*.

L'activité des FIANR ventilée selon la politique d'investissement est présentée dans le graphique 2. Les fonds de *private equity*, qui investissent principalement dans les titres de participations des entreprises non cotées, représentent près d'un tiers de l'activité des FIANR qui entrent dans le champ de la collecte statistique de la BCL. En termes d'actifs sous gestion, la

25 Pour une présentation détaillée de l'activité des SOPARFI, voir le rapport du Comité du Risque Systémique « *Analysis on the shadow banking content of captive financial companies in Luxembourg* », avril 2017.

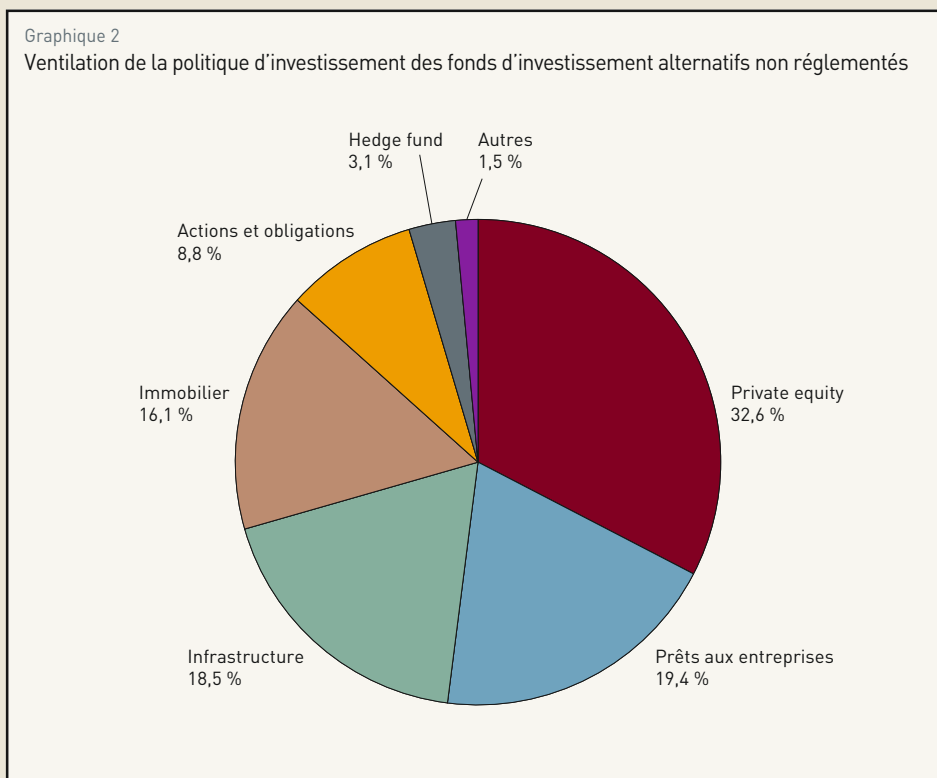
26 En décembre 2018, la CSSF a publié un rapport intitulé « *AIFM reporting dashboard* ». Cependant, le champ d'étude de ce rapport n'est pas le même puisque les statistiques qui y sont présentées portent sur l'ensemble des FIA (luxembourgeois et non luxembourgeois, réglementés et non réglementés) gérés par des GFIA luxembourgeois. L'analyse développée dans cet encadré se concentre sur les FIA non réglementés qui sont domiciliés au Luxembourg et soumis à la collecte statistique de la BCL, y compris ceux gérés par des GFIA non luxembourgeois.

Graphique 1
Évolution de l'activité des fonds d'investissement alternatifs non réglementés



Source : BCL

Graphique 2
Ventilation de la politique d'investissement des fonds d'investissement alternatifs non réglementés



Source : BCL

taille moyenne de ces fonds est supérieure à un milliard d'euros. Les fonds de prêt, qui sont spécialisés dans l'octroi et le rachat de crédits à des entreprises²⁷, arrivent en deuxième position, avec 19,4 % du montant total de l'activité des FIANR. Les fonds qui investissent dans des biens immobiliers et des projets d'infrastructure sont également des acteurs importants dans le paysage des FIANR, avec un encours des actifs sous gestion de respectivement 16,1 % et 18,5 % du total de ces fonds. De manière assez étonnante, près de 8,8 % de l'activité des FIANR porte sur des fonds qui investissent dans des actifs traditionnels (actions et obligations). La plupart de ces fonds est enregistrée en tant que FIAR et bénéficie ainsi des avantages procurés par ce régime en termes de délais de mise sur le marché et de frais de fonctionnement. Enfin, les *hedge funds* sont peu représentés au niveau des FIANR, avec seulement 3,1 % du montant total de l'activité de ces fonds. Cependant, ce résultat n'est guère surprenant étant donné que la majeure partie de l'activité des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg est encadrée par la Directive OPCVM (*Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières*)²⁸.

27 Voir à ce sujet l'encadré du Bulletin BCL 2019 - 2 sur « L'activité des fonds de prêt au Luxembourg ».

28 Voir à ce sujet l'encadré du Bulletin BCL 2018 - 3 sur « Les hedge funds au Luxembourg ».

La composition du bilan agrégé des FIANR qui entrent dans le champ de la collecte statistique de la BCL est présentée dans le tableau 1. Avec un actif total de 202,9 milliards d'euros et une valeur nette d'inventaire de 167,9 milliards d'euros, les FIANR affichent un levier d'endettement élevé, à hauteur de 17,2 %. Cependant, ce chiffre doit être relativisé en raison de l'importance du montant des financements intragroupes.

Tableau 1 :

Composition du bilan des fonds d'investissement alternatifs

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

Dépôts et créances	21,7	Emprunts	26,5
dont dépôts bancaires	4,5	dont dette	6,9
dont créances sur des entreprises	3,9	dont repos et ventes à découvert	2,3
dont créances sur des AIFs	13,2	dont financement intra-groupe	17,3
Titres de créance	35,3		
dont obligations cotées	7,7		
dont titres non cotés	27,6		
Titres de participations	125,3	Valeur Nette d'Inventaire	167,9
dont actions cotées	4,9		
dont parts de fonds	31,5		
dont participations non cotées	88,9		
Actifs non financiers	11,7		
Autres actifs et instruments financiers dérivés	8,9	Autres passifs et instruments financiers dérivés	8,5
Total de l'actif	202,9	Total du passif	202,9

Source : BCL

Du point de vue de l'actif, les dépôts et créances représentent 10,7 % du total du bilan de ces fonds. De manière assez intéressante, le montant des créances sur les Autres Intermédiaires Financiers (AIF) est relativement élevé, ce qui illustre le fait que les FIANR utilisent largement des sociétés ad-hoc (*Special Purpose Vehicles*, SPV) pour cibler leur portefeuille d'actifs.

Le montant des détentions de titres de dette non cotés (35,3 milliards d'euros) et de participations dans des entreprises non cotées (125,3 milliards d'euros) reflète non seulement l'activité des fonds de dette privée et des fonds de *private equity*, mais également l'existence de ces structures à double niveau, qui impliquent le plus souvent des sociétés du secteur financier non bancaire luxembourgeois.

En effet, au niveau des titres de participation émis par des entreprises non cotées, l'essentiel des actifs du portefeuille porte sur des titres émis par des entités luxembourgeoises, avec un encours de près de 56,9 milliards d'euros. Le reste des positions inclut notamment des titres émis par des sociétés résidentes dans les autres pays de la zone euro (11,3 milliards d'euros) et aux États-Unis (10,8 milliards d'euros). En ce qui concerne les titres de dette non cotés, les pays émetteurs sont principalement le Luxembourg, les autres pays de la zone euro et la Grande-Bretagne, avec des montants respectifs de l'ordre de 17,1 milliards d'euros, 4,5 milliards d'euros et 3,5 milliards d'euros.

Les détentions de parts d'OPC sont également relativement élevées, à hauteur de 31,5 milliards d'euros, et reflètent, d'une part, l'activité des fonds de fonds, et d'autre part, l'existence de structures maître-nourricier²⁹. Les parts d'OPC détenues dans le portefeuille des FIANR sont quant à elles principalement émises par des entités résidentes dans les autres pays de la zone euro (10,1 milliards d'euros), au Luxembourg (9,6 milliards d'euros), et aux États-Unis (4,6 milliards d'euros). Enfin, les montants rapportés pour les actifs traditionnels (actions et obligations) et les actifs non financiers (principalement des détentions de biens immobiliers) atteignent respectivement 12,6 milliards d'euros et 11,7 milliards d'euros.

29 Dans le cadre d'une structure maître-nourricier, la quasi-totalité des actifs perçus par le fonds nourricier est investie dans un autre fonds, qualifié de fonds maître.

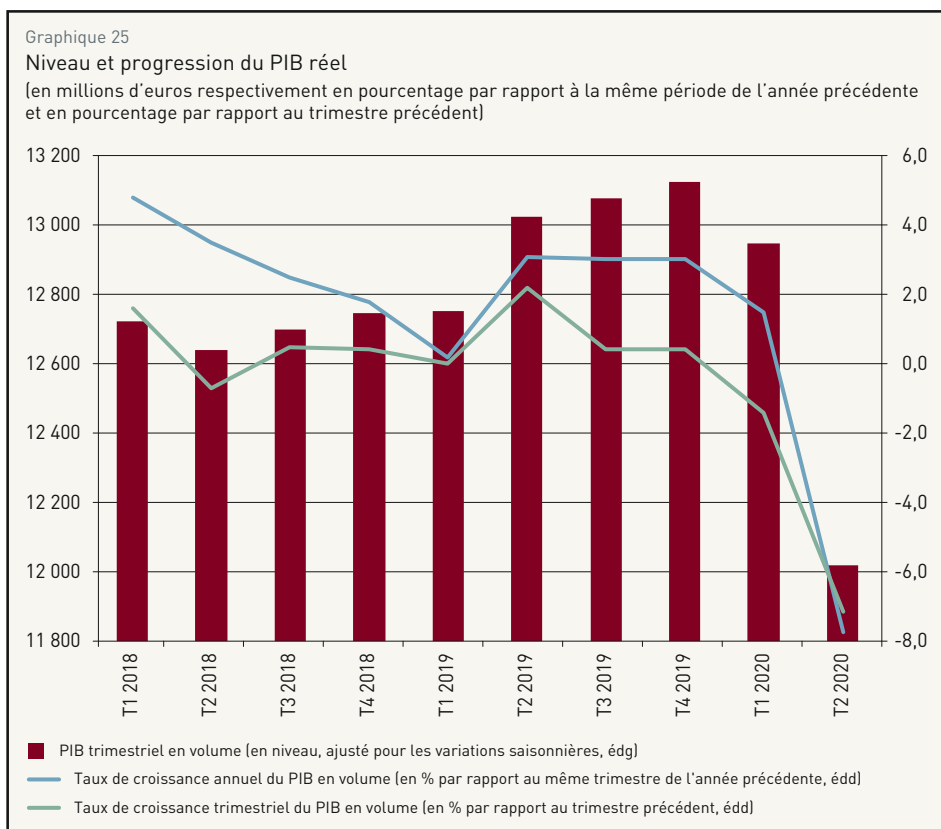
1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2019 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 2,3 % en 2019, après une hausse de 3,1 % l'année précédente. L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale, publiée en septembre 2020, n'a pas apporté de révisions aux données publiées antérieurement.

D'après cette version des comptes nationaux, en 2019, la consommation privée aurait progressé de 2,8 % et la consommation publique de 4,8 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en hausse de 3,9 %, après une baisse de 5,9 % en 2018. Les exportations auraient légèrement augmenté de 0,8 % et les importations de 0,9 %. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2019 aurait été principalement imputable à la demande interne, dont la contribution à la croissance économique se serait établie à hauteur de 2,3 p.p., après 1 p.p. l'année précédente.

Selon l'optique de production, la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, aurait progressé en 2019 principalement par la bonne performance du secteur public au sens large et de la branche « information et communication ». En revanche, les services financiers auraient fourni une contribution légèrement négative (-0,2 p.p.) à l'évolution annuelle de la valeur ajoutée.



Sources : STATEC, calculs BCL

Comptes trimestriels

Selon la première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2020, le PIB réel a baissé de 7,2 % par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB aurait affiché un recul de 7,8 %. Au vu de ces développements, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2020 aurait atteint -5,8 % à l'issue du deuxième trimestre 2020³⁰.

La ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2020 la consommation privée aurait diminué de 19 % en glissement annuel. Ce fort repli s'inscrit dans un contexte marqué par la pandémie et les mesures de confinement. Par contre, la consommation publique aurait augmenté de 6 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en baisse de 20 %

30 Rappelons que l'acquis de croissance du PIB en volume pour l'année 2020 est calculée en reportant le niveau du PIB trimestriel réel observé au deuxième trimestre 2020 (soit 12 016 millions d'euros après ajustement saisonnier) sur les deux trimestres restants de 2020.

(après une diminution de 14 % le trimestre précédent). Les exportations et les importations auraient affiché des taux de croissance négatifs (2,9 % et 3,6 %), après les hausses observées sur les trimestres précédents. En glissement trimestriel, toutes les composantes de la demande se seraient inscrites en baisse, à l'exception de la consommation publique (+3,3 %).

Tableau 15 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020
Consommation privée	0,1	0,4	-4,5	-16,1	2,7	1,9	-2,7	-19,4
Consommation publique	1,8	1,4	-0,4	3,3	5,4	5,3	3,8	6,1
Formation brute de capital fixe	0,0	5,1	-18,9	-5,6	9,3	7,5	-13,9	-19,6
Exportations	1,1	-0,1	-0,8	-3,1	3,4	0,9	2,5	-2,9
Importations	1,4	0,3	-2,6	-2,7	3,9	1,1	0,6	-3,6
PIB réel	0,4	0,4	-1,4	-7,2	3,0	3,0	1,5	-7,8

Source : STATEC, calculs BCL

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement diminué au deuxième trimestre 2020 par rapport à la même période de l'année précédente dans l'industrie (-22 %), le commerce au sens large (y compris transports et HORECA) (-22 %) et la construction (-20 %). Des baisses moins importantes auraient été enregistrées dans le secteur financier (-4,2 %) et pour les services aux entreprises (-6,2 %). Cependant, la valeur ajoutée se serait inscrite en hausse dans la branche « Information et communication » (+9,2 %) et dans le secteur public au sens large (+0,9 %). En glissement trimestriel, la valeur ajoutée aurait diminué dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de la branche « Information et communication ».


Tableau 16 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2019	T4 2019	T1 2020	T2 2020
Secteur primaire	-2,4	0,6	1,3	-4,6	0,8	5,4	1,3	-5,1
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-1,2	-1,9	-2,8	-17,7	0,1	-2,2	-5,2	-22,4
Construction	-0,7	-0,7	-4,6	-15,3	2,8	0,0	-5,0	-20,3
Commerce, transports, hébergement et restauration	-2,0	0,4	-6,9	-14,7	1,2	-0,8	-4,9	-21,9
Information et communication	0,0	2,7	2,4	3,7	12,9	4,6	13,1	9,2
Activités financières et d'assurance	2,5	-2,1	1,0	-5,5	0,0	5,8	3,1	-4,2
Activités immobilières	0,5	0,0	1,8	-0,3	2,6	1,3	2,2	2,0
Services aux entreprises et location	0,3	1,6	-1,6	-6,4	4,7	4,0	5,2	-6,2
Administrations publiques, éducation et santé	1,1	1,8	0,1	-2,1	5,0	5,4	4,7	0,9
Autres activités de services	1,8	0,0	-1,7	-3,5	7,1	5,5	0,2	-3,4
Valeur ajoutée totale	0,4	0,3	-1,0	-7,0	2,9	3,1	1,9	-7,3
PIB réel	0,4	0,4	-1,4	-7,2	3,0	3,0	1,5	-7,8

Source : STATEC, calculs BCL



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. Par ailleurs, le contexte actuel est entouré d'une incertitude particulièrement importante. Dans ces conditions, il convient de mentionner qu'au niveau des comptes nationaux trimestriels, la plus récente version (publiée en septembre 2020) a apporté des révisions au profil de croissance du PIB en volume sur douze mois : +1,5 % au lieu de -0,2 % pour le premier trimestre 2020. Aucune information n'était encore disponible pour le troisième trimestre 2020 lors de la rédaction de ce bulletin.

1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2020

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel inédit et difficile, datent de juin 2020³¹. La propagation de la nouvelle maladie à coronavirus (COVID 19) a constitué un choc majeur pour l'économie, non seulement au Luxembourg et dans la zone euro, mais aussi au niveau mondial. L'activité économique dans la zone euro a ainsi chuté et le taux de croissance trimestriel du PIB réel est tombé à -4,3 % en moyenne sur la première moitié de l'année. Au Luxembourg, les mesures de confinement ont largement interrompu l'activité économique de la mi-mars à la fin mai 2020. Dans ce contexte, la BCL prévoyait, lors de la finalisation de ses dernières projections, une chute importante de la croissance du PIB réel à -7,8 % en 2020 et une forte reprise en 2021.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis la finalisation des projections de juin 2020, l'évolution de la pandémie a eu des effets additionnels sur l'économie. Dans un premier temps, le ralentissement des nouvelles infections et la levée des mesures de confinement ont engendré un fort rebond de l'activité économique au troisième trimestre au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble. Dans un deuxième temps, l'émergence en automne d'une seconde vague de la pandémie et l'activation de nouvelles mesures sanitaires devraient à nouveau peser sur l'activité économique au quatrième trimestre 2020, voire au début de l'année 2021.

La publication, en septembre 2020, des comptes nationaux trimestriels laisse entrevoir un impact des mesures de confinement sur l'activité économique inférieur aux anticipations antérieures. Ainsi, au premier semestre de l'année 2020, le niveau du PIB en volume aurait chuté de 8,5 % par rapport à son niveau observé à la fin de l'année 2019, ce qui serait donc plus favorable qu'admis par la BCL dans ses projections de juin 2020. Sur la base de ces données, à la fin du deuxième trimestre 2020, l'acquis de croissance pour l'année 2020 se chiffrerait à -5,8 %. Rappelons toutefois l'incertitude très élevée entourant l'estimation des comptes nationaux trimestriels.

Il faut aussi noter que, contrairement au cycle de publication normal, les estimations de la comptabilité nationale pour l'année 2019 n'ont pas été actualisées en octobre et que leur mise à jour a été reportée à une date ultérieure. Par conséquent, les projections macroéconomiques de décembre 2020 se basent sur les données des comptes nationaux de mars 2020. Il s'agit donc aussi de la première estimation des données de l'année 2019, elle-même fondée sur les comptes nationaux trimestriels dont on sait qu'ils peuvent être sujets à des révisions importantes. Des révisions des données historiques peuvent également avoir une incidence sur les projections des agrégats macroéconomiques, en l'occurrence celles relatives à la première année qui suit les données.

L'irruption de la COVID-19 en Europe a fortement perturbé les marchés financiers au premier semestre 2020. Cependant, dans un premier temps, et selon les données disponibles, le secteur financier a pu maintenir un niveau d'activité relativement élevé. Ainsi, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, après deux baisses en février et mars, s'est inscrite en hausse au cours des mois suivants. Sur les dix premiers

31 Voir BCL, bulletin 2020/1, p. 52-71.

mois de l'année 2020, le taux de progression annuel moyen s'est élevé à +3,8 % et l'industrie des fonds devrait donc à nouveau connaître une année d'expansion, malgré le contexte économique très difficile. Puis, selon le compte de pertes et profits agrégé des banques, le produit bancaire aurait connu une hausse de 6,5 % au cours des trois premiers trimestres de 2020 par rapport à la même période de l'année précédente. Cependant, il reste à voir si la crise économique et sanitaire n'aura pas un impact retardé sur les résultats des banques, notamment par le truchement des dépréciations et la constitution de provisions.

Depuis le début de la pandémie, de nombreuses mesures prises par le gouvernement dans le but de stabiliser et de soutenir l'activité économique, principalement à travers le chômage partiel et les diverses aides financières offertes aux entreprises³², ont permis de limiter les répercussions négatives sur les activités du secteur privé. Ainsi ont été évités des pertes d'emplois importantes, une hausse significative du chômage et un nombre élevé de faillites d'entreprises dans le secteur non financier.

Les 29 octobre et 26 novembre 2020, face à la remontée du nombre d'infections et des hospitalisations liées à la COVID-19, le gouvernement a introduit de nouvelles mesures sanitaires. Ces mesures ont inclus une limitation plus stricte quant au nombre maximal de personnes autorisées à se rassembler en privé, l'instauration d'un couvre-feu et la fermeture des restaurants et cafés. Cependant, en comparaison des mesures sanitaires prises en mars lors de la première vague, les nouvelles mesures sont davantage ciblées et concernent de ce fait moins de branches d'activité. Par conséquent, l'impact négatif sur l'activité de l'ensemble de l'économie devrait être moindre.

Finalement, en novembre, plusieurs instituts de recherche, en Europe et aux États-Unis, ont annoncé la découverte de vaccins efficaces contre la COVID-19. Les procédures officielles d'autorisation de mise sur le marché ont été entamées et le déploiement effectif des vaccins dans tous les pays de l'UE pourrait commencer au début de l'année 2021. Cette étape ne signifie cependant pas la fin de la pandémie et n'aura aucune incidence sur l'activité économique à court terme. Elle permet toutefois d'entrevoir une amélioration de la situation sanitaire au cours des prochains mois et, par ricochet, la levée graduelle des mesures de restrictions qui pèsent sur l'activité économique.

Au total, sur base de ces observations, l'activité économique au Luxembourg devrait se contracter fortement en 2020. Dans l'hypothèse d'un endiguement efficace de la pandémie au cours de l'année 2021, l'économie devrait se normaliser graduellement et la croissance économique devrait pouvoir rebondir.

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 fondent, 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, qui reflètent ainsi l'opinion moyenne des opérateurs agissant sur ces marchés quant aux évolutions futures.

Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 17.

Entre juin et août 2020, le prix du pétrole a progressé de près de 11 %, pour s'établir à 44 dollars le baril, avant de retomber à un niveau moyen de 41 dollars le baril au cours des trois mois suivants. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait remonter quelque peu au-dessus de 42 dollars le baril dès novembre 2020 et augmenter ensuite progressivement jusqu'en décembre 2023. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 44 dollars

³² Voir BCL, bulletin 2020/1, encadré 3 « Mesures discrétionnaires adoptées par le gouvernement en réponse à la propagation du COVID-19 », p. 77-78.

en 2021, 46 dollars en 2022 et 47 dollars en 2023. Par rapport aux prévisions de juin 2020, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la hausse de 2020 à 2022.

Dans un contexte de pandémie, le PIB mondial (hors zone euro) devrait fortement chuter en 2020, avant d'enregistrer un rebond technique en 2021 et de progresser ensuite plus modérément en 2022 et 2023. Le commerce mondial devrait pour sa part enregistrer une baisse de 9,2 % en 2020, avant de se redresser en 2021 et de progresser plus graduellement en 2022 et 2023.

La demande internationale adressée au Luxembourg devrait, de son côté, chuter de près de 11 % en 2020, avant de se redresser en 2021 puis de ralentir en 2022 et 2023. Rappelons que cette demande est calculée en fonction des importations des partenaires commerciaux du Luxembourg et constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Par rapport à nos projections de juin 2020, la croissance de cette demande externe a été révisée à la hausse en 2020, à la baisse en 2021 et est restée quasiment inchangée en 2022.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice EuroStoxx large, devraient reculer en 2020, rebondir en 2021, puis s'inscrire à nouveau en baisse en 2022 et 2023. Par rapport à juin, les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées notablement à la hausse en 2020 et 2021, et sont restées quasiment inchangées en 2022. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues marginalement à la hausse par rapport à juin : l'euro devrait désormais s'établir à 1,18 dollar en moyenne annuelle de 2021 à 2023, après 1,14 dollar en 2020. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois et sur les taux à 10 ans ont été révisées à la baisse de 2020 à 2022.

Par rapport à l'exercice de juin 2020, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, nettement plus favorables pour 2020 et 2022, et moins favorables pour 2021.

Tableau 17 :

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)³³

	2020	2021	2022	2023
Prix du pétrole en \$/bl	41,6 (5,5)	44 (6,8)	45,7 (4,9)	46,9
Taux de change \$/€	1,14 (0,05)	1,18 (0,10)	1,18 (0,10)	1,18
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,4 (-0,1)	-0,5 (-0,1)	-0,5 (-0,1)	-0,5
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	0,0 (-0,2)	-0,1 (-0,6)	0,0 (-0,6)	0,1
Eurostoxx (évolution en %)	-4,2 (8,0)	3,8 (10,5)	-2,6 (0,3)	-2,6
Commerce mondial (hors zone euro)	-9,2 (3,7)	7,1 (-0,9)	3,9 (-0,4)	3,4
PIB mondial (hors zone euro)	-3,0 (1,0)	5,8 (-0,2)	3,9 (0,0)	3,6
PIB zone euro	-7,3	3,9	4,2	2,1
Demande internationale adressée au Luxembourg	-10,8 (1,2)	6,5 (-0,9)	4,9 (0,1)	3,6

Source : BCE

Au-delà de ces hypothèses purement techniques et communes à l'Eurosystème, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario général pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail dans la section 1.1.7 de ce bulletin. En 2020, il prévoit un recul du PIB de la zone euro, qui devrait s'établir 7,3 % en dessous de son niveau de 2019 en termes réels. En 2021, le PIB réel devrait rebondir de 3,9 %,

³³ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2020. 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.

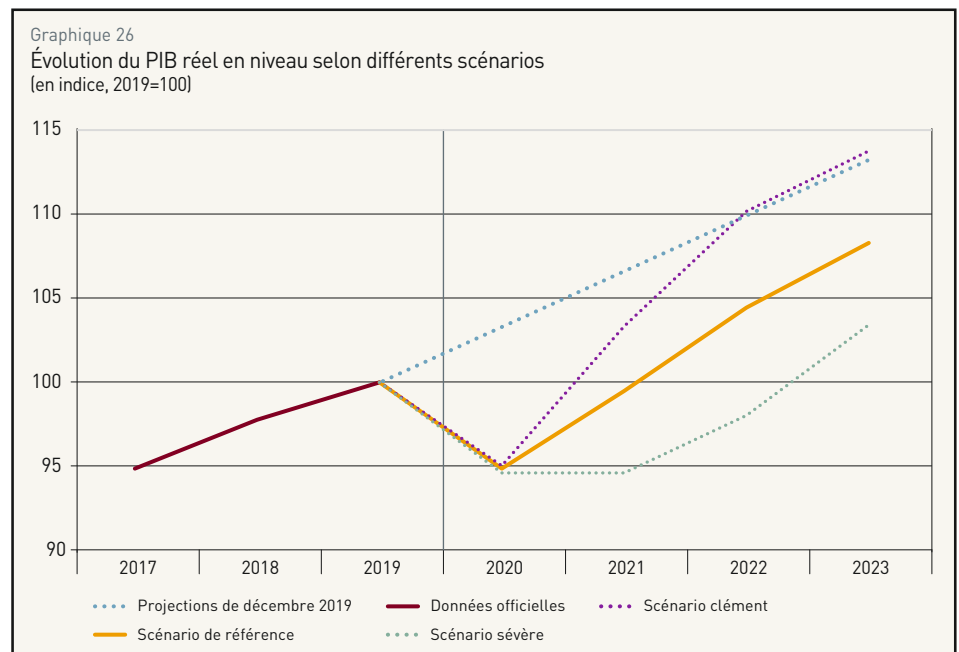
pour progresser ensuite de 4,2 % en 2022 et de 2,1 % en 2023. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH, devrait quant à elle s'élever à 0,2 % en 2020, 1,0 % en 2021, 1,1 % en 2022 et 1,4 % en 2023.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

L'incertitude entourant les projections est particulièrement élevée en temps de crise. Afin de mieux cerner cette incertitude, la BCL, à l'instar des autres banques centrales nationales de l'Eurosystème, a choisi de développer trois scénarios – clément, moyen et sévère. Ces scénarios sont établis en fonction d'hypothèses relatives à l'évolution de la pandémie et à l'assouplissement graduel des mesures de confinement.

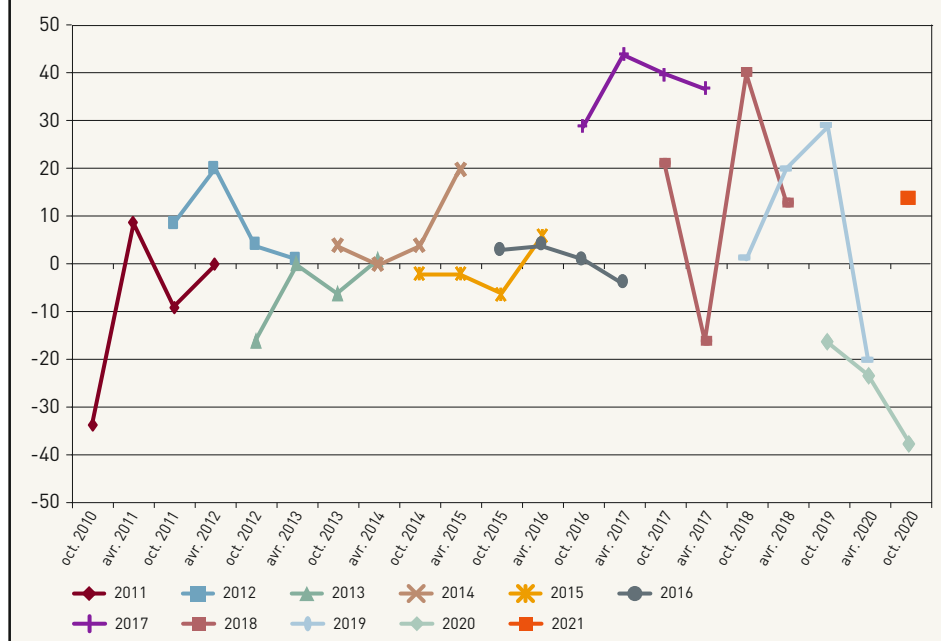
Le scénario moyen été retenu comme scénario de référence puisqu'il apparaissait comme étant le plus plausible sur la base des informations disponibles à la clôture de l'exercice. Ce scénario est présenté par la suite ; les deux autres scénarios seront abordés dans l'analyse des risques. En dépit de ce choix et d'un profil de croissance du PIB assez différent entre les scénarios, il est important de mentionner que cette approche ne parvient à capter qu'une partie de l'incertitude entourant les projections macro-économiques. En effet, de nombreux facteurs restent inconnus. Au-delà de l'évolution de la pandémie, on peut citer les répercussions liées aux arrêts de la production sur le marché du travail, sur les résultats opérationnels et sur la viabilité des entreprises, ainsi que les conséquences indirectes sur le secteur financier. En outre, la sélection du scénario de référence ne se fonde que sur une appréciation à un moment donné, qui est susceptible d'être rapidement modifiée en fonction de la propagation effective du virus et du déploiement du vaccin. Le graphique suivant montre l'évolution du PIB réel tel que projeté selon les différents scénarios.

Le scénario de référence de décembre 2020 fait état d'un recul important du PIB réel en 2020, de l'ordre de -5,2 %. La crise sanitaire a donc eu un impact considérable sur le niveau du PIB réel. La chute serait la plus importante jamais observée au Luxembourg. Elle proviendrait principalement de la perte d'activité liée aux mesures de confinement prises par le gouvernement, entre autres la fermeture des chantiers et des magasins non essentiels, des restaurants et des cafés, visant à contenir la propagation du coronavirus au premier semestre 2020. Les nouvelles mesures sanitaires instaurées le 29 octobre et le 26 novembre devraient avoir un effet négatif additionnel sur la croissance du PIB en 2020, d'une ampleur toutefois nettement inférieure à l'impact enregistré au printemps 2020. La réévaluation de l'incidence de la pandémie sur l'activité économique au premier



Note : La courbe rouge montre le niveau du PIB réel (normalisé à 100 pour 2019) depuis l'année 2017 jusqu'en 2019. La courbe jaune montre le scénario de référence de décembre 2020. La courbe bleue (en pointillé) montre les projections de la BCL datant de décembre 2019, étendues pour l'année 2023 avec la croissance tendancielle (c'est-à-dire d'un scénario avant la crise sanitaire). Les courbes violette et turquoise (en pointillé) montrent les scénarios alternatifs clément et sévère.
Source : BCL

Graphique 27
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)³⁵



Source : Commission européenne

semestre 2020 a mené à une révision à la hausse de la progression du PIB réel en 2020 par rapport aux projections de juin 2020. Elle se base sur la publication de nouvelles données statistiques, notamment les comptes nationaux trimestriels, le recours effectif des entreprises au chômage partiel³⁴ et les données récentes relatives au secteur financier. Ainsi, malgré l'émergence de la deuxième vague au quatrième trimestre 2020, le taux de croissance serait révisé à la hausse à concurrence de +2,7 p.p. par rapport aux anticipations antérieures.

Pour l'année 2021, le niveau du PIB réel devrait fortement rebondir dans le contexte d'un endiguement efficace de la pandémie. Sous l'hypothèse d'une baisse sensible du nombre d'infections et d'hospitalisations au premier semestre 2021,

l'économie luxembourgeoise pourrait reprendre un fonctionnement normal et progresser à un rythme élevé de 4,7 %. Le déploiement d'un vaccin efficace contre la COVID-19 au cours de l'année 2021 devrait sans doute avoir une incidence positive sur la croissance du PIB réel en 2021. La reprise de l'activité économique devrait aussi se poursuivre en 2022. En 2023, la croissance devrait se normaliser et se rapprocher à nouveau de la moyenne de la croissance luxembourgeoise telle qu'observée depuis la crise financière en 2008/2009.

L'année 2020 devrait être marquée par une chute de toutes les composantes de la demande, à l'exception de la consommation publique et des investissements publics. Dans le secteur privé, le verrouillage de l'économie, la fermeture des magasins non essentiels et l'incertitude liée à la pandémie de COVID-19 auraient un impact largement négatif sur la consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entreprises³⁶. L'affaiblissement de la demande domestique s'accompagnerait d'une contribution négative des exportations nettes de biens et services. La reprise de l'activité économique à partir de 2021 devrait être soutenue par une contribution positive de toutes les principales composantes de la demande.

34 Le scénario de croissance de juin 2020 pour l'année 2020 avait été préparé sur la base des estimations de la perte d'activité qui elles-mêmes étaient dérivées des demandes de chômage partiel des entreprises. Ex post, il s'est avéré que le recours effectif des entreprises au chômage partiel a été nettement inférieur à leurs demandes initiales, et ce de l'ordre de 40 %, ce qui explique un ajustement à la hausse de la projection de croissance du PIB réel pour l'année 2020. Voir aussi l'encadré « Estimation de la perte d'activité liée aux mesures de confinement selon l'approche « production » du PIB » publié aux p. 56-57 dans le bulletin 2020/1 de la BCL.

35 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 suivante (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.

36 À ce stade, il est encore difficile d'apprécier dans quelle mesure cette retenue dans les dépenses résulte d'un acte forcé, en l'occurrence la fermeture des magasins et commerces, ou d'un choix délibéré des agents économiques qui reflète la détérioration de leur situation financière ainsi que leur appréciation de la situation économique future.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2020 (voir le graphique 27), les chefs d'entreprises du secteur manufacturier anticipent un fort recul de leurs dépenses d'investissement pour l'année en cours. Cependant, cette dégradation aurait déjà commencé avant la pandémie de COVID-19. Pour l'année 2021 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement pourraient progresser à nouveau. Après avoir chuté au deuxième trimestre 2020, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier aurait rebondi au troisième trimestre, atteignant un niveau observé avant la crise sanitaire. En général, si les effets de la crise sur les résultats opérationnels des entreprises sont considérables, leurs incidences sur les résultats financiers devraient être atténuées par les aides financières de l'État et la mise en œuvre de mesures exceptionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème (voir sous 1.1.1).

Tableau 18 :

Projections macroéconomiques générales de décembre 2020 et révisions par rapport à juin 2020

(en pourcentage de variation et en points de pourcentage)

	SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE DE DÉCEMBRE 2020					RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2020			
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022
PIB réel	2,3	-5,2	4,7	5,0	3,8	-	2,7	-3,2	1,7
IPCH	1,6	0,0	1,9	1,7	1,7	-	0,2	0,5	-0,1
IPCN	1,7	0,9	1,5	1,6	1,7	-	0,2	0,2	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	-	0,1	-0,1	-0,1
IPCN énergie	1,6	-8,1	0,9	1,0	1,3	-	1,5	4,2	-0,2
Échelle mobile des salaires	1,4	2,5	0,0	1,9	1,5	-	-	-	0,2
Coût salarial moyen	1,7	-1,7	2,6	4,9	3,7	-	1,8	-2,3	1,4
Emploi salarié	3,7	1,9	1,1	2,1	2,7	-	0,5	0,0	0,2
Taux de chômage	5,3	6,5	7,0	6,7	6,3	-	-0,3	-0,1	-0,2
Solde public	2,4	-5,4	-1,5	-0,9	-0,8	0,3	0,7	-0,3	0,5
Dette publique	22,0	27,2	28,5	28,9	29,3	-0,1	-0,3	0,9	-0,1

Source : BCL

Au total, l'économie luxembourgeoise ne récupérerait pas la production « perdue » pendant la crise sanitaire. En cumulé, sur les années 2020 à 2023, et par comparaison avec le scénario d'avant la crise de la COVID-19, la pandémie se solderait par une perte de production (et de revenu) correspondant approximativement à un quart du PIB réel de 2019. Le niveau de production en fin d'horizon de projection resterait d'environ 5 % inférieur à celui anticipé en décembre 2019.

Implicitement, il est supposé que le retour graduel de l'activité économique à moyen terme serait possible grâce au maintien des mesures prises par le gouvernement pour stabiliser et soutenir l'activité économique, principalement à travers le chômage partiel et les diverses aides financières offertes aux entreprises. Ainsi, il est admis que les défauts de paiement sur les crédits bancaires (de la part des ménages et des entreprises) resteraient contenus, ce qui limiterait également les incidences indirectes de cette crise sur le secteur bancaire au Luxembourg.

Cette hypothèse tient en partie au fait que les caractéristiques structurelles du Luxembourg étaient relativement favorables avant la propagation de la COVID-19, surtout par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à d'importants besoins d'ajustement interne ou externe. En effet, à la fin de 2020, la Commission européenne a conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la

« procédure de déséquilibre macroéconomique »³⁷. L'absence de tels déséquilibres devrait augmenter la résilience de l'économie face aux chocs et permettre ainsi une sortie de crise plus rapide. Néanmoins, si la position macroéconomique est rassurante, établir un diagnostic de la santé des entreprises locales est un exercice plus délicat³⁸. Enfin, l'économie resterait fragilisée pendant un certain temps, ne serait-ce qu'en raison des conséquences de cette crise sur la situation budgétaire du Luxembourg.

1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

La pandémie de coronavirus a fortement pesé sur le marché du travail. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi total serait passée de 2,9 % au premier trimestre 2020 à 1,3 % au deuxième, avant de se redresser légèrement par la suite. Le taux d'emplois vacants a diminué, mais demeure supérieur à sa moyenne historique. D'après les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, les perspectives d'embauches se sont sensiblement dégradées et demeurent négatives dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception de la construction. De même, les derniers mois ont été marqués par un net regain de pessimisme des consommateurs en ce qui concerne l'évolution future du chômage. Finalement, dans le sillage des mesures de confinement qui ont suivi la propagation du coronavirus, le recours au dispositif de chômage partiel a atteint des niveaux sans précédent au printemps 2020, ce qui a permis de contenir les effets de la crise sur le marché du travail³⁹. Depuis lors, la part des salariés en chômage partiel a fortement reculé pour se stabiliser autour des 6 %, un niveau encore élevé d'un point de vue historique. Par ailleurs, après l'annonce de nouvelles restrictions à partir du 26 novembre 2020 (fermeture des cafés et restaurants, des cinémas, des centres de fitness etc.), on peut s'attendre à une nouvelle hausse du recours au chômage partiel.

Dans une optique prospective, l'emploi marquerait le pas. Le nombre de personnes occupées devrait progresser de seulement 1,8 % en 2020 et 1,1 % en 2021, avant de se redresser graduellement les deux années suivantes. Le taux de chômage au sens « strict » augmenterait à 6,5 % en 2020 et 7 % en 2021. Par la suite, la dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait insuffisante pour entraîner une baisse significative du taux de chômage, qui s'établirait à 6,3 % en 2023 et donc à un niveau supérieur à celui d'avant la crise. À la faible progression de l'emploi s'ajoute un chômage potentiellement structurel. La part importante de chômeurs de longue durée témoigne des difficultés d'une partie des chômeurs à retrouver un emploi. De même, les caractéristiques des demandeurs d'emploi, en partie peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité partielle de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion sur le marché du travail primaire.

Nonobstant, les effets sur le taux de chômage seraient atténués par plusieurs facteurs. Tout d'abord, la chute de l'activité devrait, en grande partie, être absorbée par une baisse de la durée moyenne de travail, en particulier via un recours accru au chômage partiel⁴⁰. En effet, les expériences passées ont

37 Elle a néanmoins retenu que le niveau de la dette privée, la hausse des coûts salariaux unitaires et la progression des prix immobiliers dépassent le seuil indicatif. La Commission a aussi répété 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 lui semble encore contenu à l'heure actuelle. Voir sous https://ec.europa.eu/info/publications/2021-european-semester-alert-mechanism-report_en.

38 Fin mai, le STATEC a publié un communiqué relatif à une analyse de la liquidité des entreprises effectuée sur la base des données les plus récentes de la Centrale des Bilans. Il en ressort que la liquidité des entreprises nécessaire pour assurer le bon fonctionnement de leurs activités est à un niveau assez bas, entre autres dans la restauration et le commerce de détail. Voir STATEC, La Centrale des Bilans : check-up de la santé des entreprises en période de crise, STATENEWS N°16 du 29 mai 2020.

39 Le chômage partiel est un dispositif de prévention des licenciements. L'objectif est de permettre aux entreprises de maintenir l'emploi en cas de perte d'activité temporaire et de favoriser un ajustement de la marge intensive du travail, c'est-à-dire des heures travaillées. Face à l'ampleur inédite de la crise liée à la COVID-19, le dispositif de chômage partiel existant a été temporairement modifié, notamment par une flexibilisation des conditions d'accès. Ces modifications ont renforcé la portée de cet outil et, sans doute, son efficacité.

40 L'ajustement de la marge intensive pourrait aussi passer par une flexibilisation ou une réduction du temps de travail, notamment via l'utilisation de comptes épargne-temps, la réorganisation de congés annuels, le recours au télétravail, la baisse des heures supplémentaires ou encore la hausse du temps partiel.

montré que les entreprises luxembourgeoises tendent – tant que possible – à privilégier une rétention de leur main-d'œuvre⁴¹. Selon notre scénario de référence et au niveau de l'économie dans son ensemble, le nombre d'heures travaillées par personne employée diminuerait ainsi de 6,8 % en 2020, avant de se redresser de 2,8 % en 2021, de 3,2 % en 2022 et de 1,4 % l'année suivante. De même, l'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs cycliques et soumis à la concurrence internationale – pourrait ralentir davantage que l'emploi des résidents. Finalement, la relance des mesures pour l'emploi permettrait de contenir la hausse du chômage au sens « strict ». Ainsi, le taux de chômage au sens « large » devrait progresser davantage que le chômage au sens « strict ».

À l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajouterait celui du coût du travail. Face à une incertitude élevée et des perspectives économiques assombries, les partenaires sociaux devraient faire preuve de prudence. De plus, la persistance du chômage à un niveau élevé ne favoriserait guère le pouvoir de négociation des employés, qui devrait demeurer limité. Les estimations du scénario de référence se fondent sur l'hypothèse d'un gel des salaires dans la fonction publique (sur une large partie de l'horizon de projection). Elles tiennent également compte de l'ajustement du salaire social minimum de 2,8 % en janvier 2021 (et d'un probable ajustement en janvier 2023), eu égard à l'évolution observée des salaires réels horaires en 2018 et 2019 (2020 et 2021)⁴².

Le graphique 28 montre l'évolution du coût salarial moyen (tel que défini en comptabilité nationale⁴³) et la contribution de chaque composante selon le scénario de référence. Le coût salarial moyen diminuerait de près de 2 % en 2020. Cette baisse se décompose (principalement) en une contribution positive de l'échelle mobile des salaires (indexation) de 2,5 p.p. et une dérive salariale dont l'impact négatif est estimé à environ -5 p.p.

L'estimation de la dérive salariale est en ligne avec celle des heures travaillées qui, à son tour, se fonde sur les hypothèses relatives à l'évolution du niveau de production dans l'économie. Si cette évolution reflète principalement l'impact du recours au chômage partiel, elle inclut aussi d'autres éléments tels que la baisse des heures travaillées liées au congé pour raisons familiales exceptionnel, la baisse des heures supplémentaires ou encore le recul des primes distribuées.

41 Cela s'expliquerait notamment par les difficultés de recrutement de personnel, fréquemment mises en avant par les employeurs luxembourgeois. Traditionnellement, au Luxembourg, une partie de la demande de travail est satisfaite par un afflux de travailleurs provenant de l'étranger (frontaliers ou immigrés). Cependant, face à la COVID-19, ce canal de recrutement pourrait subir quelques entraves, ce qui renforcerait les réticences des entreprises à licencier dans la mesure où le recrutement pourrait être encore plus difficile une fois la reprise économique entamée.

Si les licenciements devenaient inévitables, les entreprises pourraient favoriser la résiliation ou la non-reconduction de contrats temporaires ou à durée déterminée. Le travail intérimaire, en particulier, constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à une baisse de l'activité sans procéder à des licenciements. Le fort repli de l'emploi intérimaire observé depuis le début de la pandémie semble corroborer cette hypothèse.

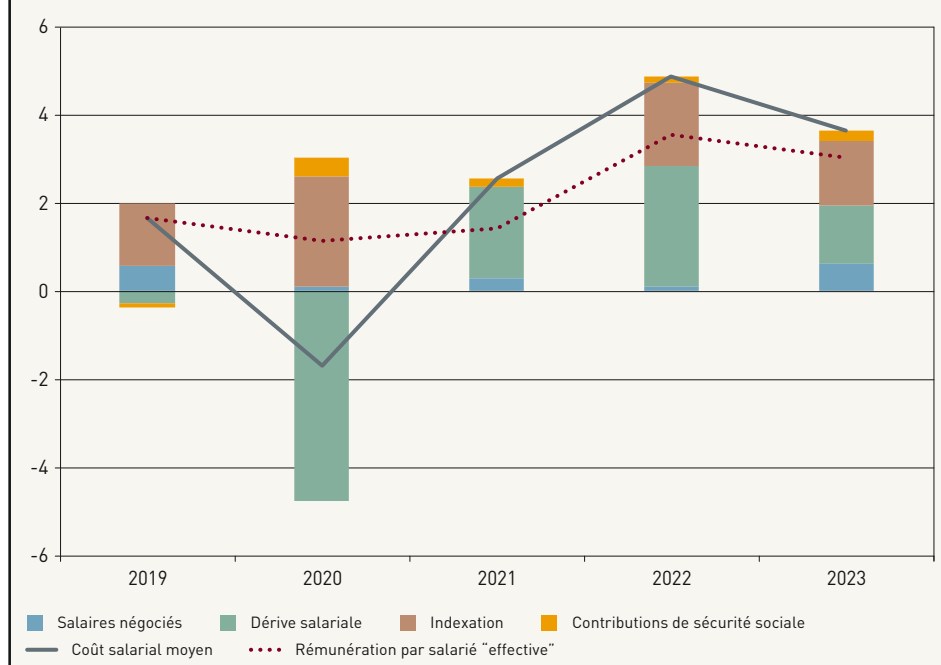
Par ailleurs, dans un contexte d'incertitude et d'inquiétude quant à de nouvelles vagues de COVID-19, l'ajustement de la marge extensive (c'est-à-dire du nombre de personnes employées), pourrait aussi, dans un premier temps, passer par un gel, un report, voire une annulation des embauches initialement prévues. Les données disponibles à l'heure actuelle semblent aller dans ce sens. En effet, la hausse du chômage observée jusqu'à présent s'est principalement expliquée par une réduction des flux de sortie du chômage (embauches) plutôt que par une hausse des flux d'entrée (licenciements). Dans ce contexte, il convient aussi de mentionner qu'on ne peut pas exclure l'apparition d'un « effet de découragement » qui pourrait s'avérer particulièrement important pour les chômeurs en fin de droits ou n'ayant pas droit aux allocations de chômage (comme par exemple les jeunes qui rentrent sur le marché du travail). Face à la hausse du chômage et aux perspectives moroses, certains pourraient, en effet, décider de ne pas (ou ne plus) s'inscrire auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM).

42 Rappelons qu'au Luxembourg, le salaire social minimum (SSM) est régi par le Code du travail et son niveau est fixé par la loi. Le SSM connaît deux types de revalorisations. i) La première résulte de l'adaptation automatique du SSM en fonction de l'évolution du coût de la vie (mécanisme d'indexation). ii) La deuxième dépend du développement économique et vise à faire participer les salariés rémunérés au SSM aux bénéfices de la croissance économique. À cette fin, tous les deux ans, le gouvernement soumet à la Chambre des députés un rapport sur l'évolution des conditions économiques générales et des revenus, accompagné, le cas échéant, d'un projet de loi portant sur l'ajustement du niveau du SSM. Le SSM est donc de manière générale adapté tous les deux ans en fonction de l'évolution moyenne des salaires horaires réels dans le reste de l'économie au cours des années A-2 et A-3. L'ajustement projeté pour 2023 devrait s'avérer modeste au regard de l'évolution projetée des salaires réels en 2020 et 2021, sur fond de crise de la COVID 19.

43 Voir l'encadré 2 « Ajustement du facteur travail dans le contexte de la crise actuelle », publié dans le Bulletin BCL 2020/1 (p.61-68) pour plus de détails.

Graphique 28

Décomposition de l'évolution projetée du coût salarial moyen
(en pourcentage ; sauf contributions, en points de pourcentage)



Sources : ADEM, STATEC (comptes nationaux 2019), scénario de référence (2020-2023) et calculs BCL

La courbe rouge, sur le graphique 28, montre l'évolution projetée de la rémunération moyenne effective perçue par les salariés, soit le total de la rémunération payée par l'employeur augmenté des indemnités de chômage partiel (versées par le Fonds pour l'emploi). Celle-ci devrait légèrement ralentir en 2020 sans pour autant diminuer, grâce à l'effet compensatoire de l'indexation et, principalement, des indemnités de chômage partiel. En 2021 et surtout en 2022 (et 2023), en supposant que le recours au chômage partiel ait largement diminué, les dynamiques seraient différentes. Le coût salarial moyen et la rémunération effective perçue par le salarié seraient en hausse, mais le taux de progression serait nettement plus élevé pour le coût salarial moyen.

1.2.6.5 Les prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'établirait à seulement 0,9 % en 2020, en forte décélération par rapport à 2019 (1,7 %). Elle accélérerait ensuite graduellement pour atteindre 1,5 % en 2021, 1,6 % en 2022 et 1,7 % en 2023.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir à 1,5 % en 2020, en décélération par rapport à 2019 (1,8 %). Elle accélérerait ensuite à 1,6 % en 2021 et 1,7 % en 2022 et 2023, ce qui resterait toutefois en deçà de sa moyenne historique.

À court terme, l'inflation sous-jacente serait soutenue par l'augmentation du salaire minimum en janvier 2021 et par la dissipation de l'effet de la mise en place en mars 2020 de la gratuité des transports publics. Son accélération en 2021 serait néanmoins freinée par la faiblesse des augmentations salariales (autre que le salaire minimum) et une inflation modérée dans la zone euro et la plupart des pays voisins. L'Allemagne devrait toutefois connaître une inflation relativement élevée en raison de mesures spécifiques (introduction d'une taxe CO₂ et le retour aux taux de TVA habituels après une baisse temporaire en 2020). Pour le reste de l'horizon de projection, l'impact de l'indexation prévue pour le deuxième trimestre 2022 serait atténué par la faiblesse de la croissance des salaires réels. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente se stabiliserait à 1,7 %, un niveau proche de sa moyenne sur les dix dernières années.

Après avoir été inférieure à 1,0 % en 2020, l'inflation globale rebondirait à 1,5 % en 2021, sous l'effet de la contribution largement positive de la composante énergie liée à l'augmentation des prix du pétrole et

à l'introduction de la taxe CO₂ en janvier 2021⁴⁴. L'incidence du relèvement des accises sur l'essence, le diesel et le mazout de chauffage sur le taux de variation annuel moyen de l'IPCN serait de 0,25 p.p. en 2021. D'autres augmentations de la taxe CO₂, plus faibles, sont anticipées pour les années suivantes, mais leur impact sur l'inflation serait plus modéré et l'inflation globale s'établirait alors à un niveau similaire à l'inflation sous-jacente. Notons encore que l'impact de la taxe CO₂ sur l'inflation sera neutralisé dans le mécanisme de l'indexation des salaires. Dans ce contexte et en fonction des dernières données disponibles, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour avril 2022. La tranche suivante serait due en septembre 2023.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait un taux de progression nettement inférieur à l'IPCN en 2020 puisqu'il serait nul, notamment parce que les prix de l'énergie y ont un poids plus important. Cette différence de pondération explique également l'incidence beaucoup plus importante de la taxe CO₂ sur l'inflation IPCH, qui serait de l'ordre de 0,6 p.p. en 2021. L'inflation IPCH atteindrait 1,9 % en 2021 et serait donc nettement supérieure à l'IPCN. En 2022 et 2023, elle reculerait à 1,7 %, soit une évolution similaire à celle de l'IPCN.

En comparaison avec l'exercice de juin 2020, les projections de l'inflation sous-jacente ont été revues en hausse pour 2020 et légèrement abaissées pour le reste de l'horizon de projection. L'inflation globale a été révisée à la hausse en 2021, en raison notamment de l'inclusion de l'impact de la taxe CO₂ dans les prévisions.

1.2.6.6 Les finances publiques

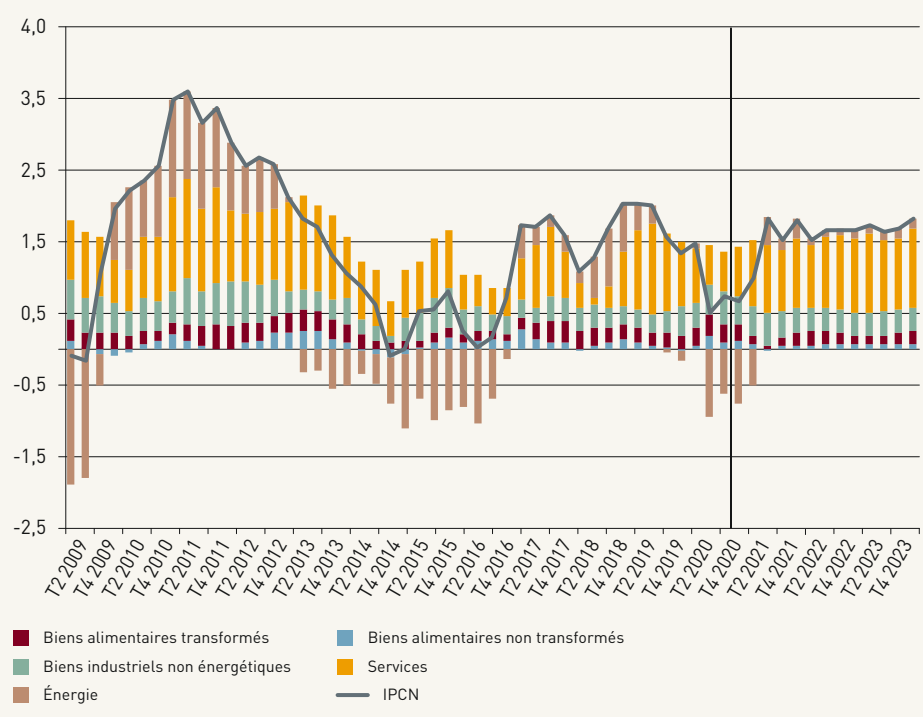
En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2019 de 2,4 % du PIB, en baisse par rapport à celui observé en 2018 (surplus de 3,1 % du PIB).

Pour 2020, il résulte de la progression des recettes et des dépenses que le solde des administrations publiques se dégraderait fortement, à concurrence de 7,8 p.p., pour s'établir à -5,4 % du PIB. Cette dégradation se matérialiserait essentiellement au niveau de l'administration centrale, qui afficherait

Graphique 29

Contributions à la croissance de l'IPCN⁴⁵

(en taux de variation annuel pour l'IPCN ; en points de pourcentage pour les contributions)



Sources : STATEC, BCL (projections)

⁴⁴ Pour plus de détails, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2021.

⁴⁵ 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.

un déficit de 6,6 % du PIB en 2020, contre un solde quasiment à l'équilibre en 2019. Dans une moindre mesure, le solde des administrations locales se détériorerait également (déficit de 0,4 % du PIB en 2020, contre un surplus de 0,5 % du PIB en 2019). Le solde de la Sécurité sociale baisserait plus modérément (surplus de 1,6 % du PIB en 2020 contre 1,9 % du PIB en 2019).

En 2021, le solde des administrations publiques s'améliorerait de +3,9 p.p. pour s'établir à -1,5 % du PIB, conséquence du caractère non récurrent de la majorité des hausses de dépenses prévues en 2020. Le déficit de l'administration centrale serait de l'ordre de 2,8 % du PIB. Le solde des administrations locales s'améliorerait par rapport à celui projeté pour 2020 alors que la situation inverse prévaudrait au niveau de la Sécurité sociale.

Entre 2021 et 2023, la hausse graduelle du solde des administrations publiques résulterait principalement de l'amélioration du solde de l'administration centrale, sous fond de reprise de l'activité économique.

Le ratio de dette publique, qui s'affichait à 22 % du PIB à la fin de l'année 2019, augmenterait fortement en 2020 (à 27,2 % du PIB) en raison des émissions effectuées dans le cadre de la crise sanitaire et économique. Au cours des années suivantes, le ratio continuerait à augmenter pour atteindre 29,3 % du PIB en 2023. 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 le chapitre 1.3.3 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 2021 et la programmation pluriannuelle pour la période 2020-2024⁴⁶.

1.2.6.7 Analyse des risques

Dans le cadre de l'exercice de l'Eurosystème, la BCL a préparé deux scénarios alternatifs – clément et sévère – pour mieux refléter l'incertitude liée à la crise sanitaire, ainsi que la sensibilité des estimations aux hypothèses retenues pour l'évolution de la pandémie. Le graphique 26 compare l'évolution du PIB réel selon les différents scénarios par rapport à la trajectoire de ce dernier telle que dégagée dans l'exercice de projection de décembre 2019. Le tableau 19 présente des estimations pour d'autres variables. Les scénarios varient en fonction de l'évolution de la pandémie, du degré et de la durée des mesures sanitaires, de l'efficacité des vaccins contre la COVID-19 et des effets persistants à moyen terme sur l'activité économique.

Tableau 19 :

Les scénarios clément et sévère

(en pourcentage de variation annuel, resp. en % de la population active)

	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
	SCÉNARIO CLÉMENT					SCÉNARIO SÉVÈRE			
PIB réel	2,3	-5,0	8,3	6,9	3,6	-5,4	0,0	3,4	5,4
IPCH	1,6	0,0	2,1	1,7	1,7	0,0	1,7	1,7	1,7
Taux de chômage	5,3	6,4	6,3	6,0	5,6	6,5	7,3	7,0	6,6

Source : BCL

⁴⁶ Voir ci-après dans la deuxième partie de ce bulletin.

Le scénario clément est caractérisé par un succès de l'endiguement et une évolution relativement limitée de la COVID-19. Il est admis que les vaccins découverts à la fin de l'année 2020 pourraient être introduits rapidement et efficacement au début de l'année 2021. Par rapport au scénario de référence, le scénario clément permettrait une reprise plus rapide de l'activité économique dès 2021. Ainsi, le PIB réel se redresserait plus vigoureusement, récupérant son niveau d'avant la crise assez rapidement pour converger, à la fin de l'horizon de projection, vers la trajectoire anticipée dans les projections préparées en décembre 2019. Selon ce scénario, le taux de croissance du PIB réel serait de -5,0 % en 2020, de 8,3 % en 2021, de 6,9 % en 2022 et de 3,6 % en 2023.

Dans le scénario sévère, les cas d'infection et les hospitalisations resteraient élevés au début de l'année 2021, ce qui entraînerait un durcissement des mesures sanitaires. Ce scénario intègre aussi l'hypothèse que des problèmes opérationnels retarderaient le déploiement du vaccin contre la COVID-19 jusqu'en 2022. Les mesures contre la crise ne sauraient empêcher des effets persistants plus négatifs sur l'économie, ce qui conduirait à une forte augmentation du taux de chômage et des faillites d'entreprises dans le secteur privé. De surcroît, l'environnement international défavorable et le dysfonctionnement des marchés financiers ralentiraient davantage la reprise de l'activité économique. Dans l'ensemble, le niveau du PIB réel n'atteindrait son niveau d'avant la crise qu'en 2023 et de ce fait, à la fin de l'horizon de projection, resterait aussi nettement inférieur à son niveau anticipé avant la crise. Sur la période 2020-2023, la perte de « revenu » due à la pandémie serait donc bien plus importante que dans le scénario de référence. Le taux de croissance du PIB réel s'établirait à -5,8 % en 2020, 0,0 % en 2021, 3,4 % en 2022 et 5,4 % en 2023.

En comparaison avec les scénarios présentés en juin 2020, la découverte des vaccins a nettement réduit l'incertitude entourant les projections de croissance. Le scénario sévère a subi les révisions les plus importantes et il est désormais nettement moins défavorable en ce qui concerne la progression de l'activité économique et l'augmentation du taux de chômage.

Au-delà des risques émanant de la pandémie, l'évolution de l'économie luxembourgeoise reste évidemment aussi exposée aux risques qui sont habituellement présentés dans cette partie. Il s'agit par exemple du Brexit, de l'incidence de l'évolution des marchés financiers sur la performance du secteur financier, des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits, des risques pesant sur le marché immobilier résidentiel et des effets liés aux révisions des données de l'économie luxembourgeoise ainsi que de l'intégration de nouvelles observations⁴⁷.

1.2.7 Le commerce extérieur

Au cours de trois premiers trimestres 2020, les exportations et les importations de biens se sont globalement contractées de 12 % par rapport à la même période en 2019. Les plus fortes contractions ont eu lieu au deuxième trimestre 2020, les exportations et les importations ayant reculé respectivement de 22 % et de 24 %, par rapport au même trimestre en 2019. Le déficit du commerce extérieur s'est, pour sa part, largement résorbé (-13 %) en atteignant 4,5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2020.

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation au premier semestre 2020 (-1,4 %), alors que l'indice des valeurs unitaires à l'exportation ne s'est contracté que très légèrement (-0,2 %). En conséquence, l'indice des termes de l'échange s'est amélioré de 1,2 % au premier semestre 2020, contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

⁴⁷ Pour une présentation détaillée de ces risques, voir le bulletin 2019/3, p.76-77.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, se sont contractées de 20 % sur les trois premiers trimestres 2020, après avoir déjà reculé de 6 % sur toute l'année 2019. Toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont également subi une évolution défavorable sur les trois premiers trimestres 2020. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, étaient en recul de 11 % sur les trois premiers trimestres 2020. Les ventes vers les autres pays d'Europe (hors zone euro), et vers les États-Unis se sont réduites respectivement de 15 % et de 36 % sur les trois premiers trimestres 2020. Les livraisons vers l'Asie (Chine et Japon essentiellement), n'ont en revanche baissé que de 3 % sur les trois premiers trimestres 2020.

S'agissant des importations de biens, presque toutes les catégories de produits ont reculé sur les trois premiers trimestres 2020, les baisses les plus importantes ayant affecté les produits pétroliers (-36 %), les produits chimiques (-27 %), le matériel de transport (-7 %) ainsi que les machines et équipements (-12 %). Les importations en provenance de la zone euro (85 % de toutes les importations) se sont contractées de 12 % sur les trois premiers trimestres 2020 alors que celles en provenance des États-Unis (3 % de toutes les importations) se sont effondrées de 23 %. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont, de leur côté, affiché un recul de 9 % sur les trois premiers trimestres 2020.

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
2008	11 851	1,7	17 510	7,3	-5 659	21,4
2009	9 201	-22,4	13 863	-20,8	-4 662	-17,6
2010	10 638	15,6	16 302	17,6	-5 664	21,5
2011	11 999	12,8	18 786	15,2	-6 786	19,8
2012	10 953	-8,7	18 846	0,3	-7 893	16,3
2013	10 639	-2,9	18 041	-4,3	-7 402	-6,2
2014	11 389	7,1	18 129	0,5	-6 739	-8,9
2015	11 673	2,5	17 658	-2,6	-5 985	-11,2
2016	11 903	2,0	17 636	-0,1	-5 733	-4,2
2017	12 661	6,4	18 984	7,6	-6 323	10,3
2018	13 289	5,0	19 934	5,0	-6 645	5,1
2019	13 250	-0,3	20 479	2,7	-7 229	8,8
2020						
1 ^{er} trim.	3 125	-7,0	4 689	-8,5	-1 564	-11,5
2 ^e trim.	2 698	-22,4	3 926	-24,2	-1 228	-27,9
3 ^e trim.	3 046	-6,0	4 706	-3,6	-1 660	1,1

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Révision des données

Les données de la balance des paiements, publiées en septembre 2020, se sont inscrites dans le cadre d'une grande révision qui aurait dû affecter en même temps la comptabilité nationale. Le STATEC a toutefois reporté la grande révision des comptes nationaux à l'année 2021. Les données de la balance

des paiements révisés depuis 2002 comportent non seulement de nombreuses mises à jour et corrections, mais également certains changements méthodologiques.

Les révisions ont entraîné une baisse du solde courant, tout en affectant fortement ses sous-composantes. Ces révisions ont été nécessaires, non seulement pour éliminer les ruptures de séries, mais également pour améliorer la cohérence avec la comptabilité nationale et pour une intégration complète de certains phénomènes de globalisation dont notamment le « toll manufacturing ». Celui-ci est un processus de production de biens à l'étranger par des entités résidentes qui restent propriétaires des biens tout au long de la chaîne de production et de vente. Ces biens sont désormais intégrés dans la balance courante du Luxembourg sous « marchandises générales », pour la partie achat de matières premières (importations) et vente de produits finis (exportations), et sous services de fabrication (pour la partie coût de production, y compris la main d'œuvre à l'étranger).

Par ailleurs, l'estimation de la production des sociétés financières captives, qui se faisait depuis 2014, a été améliorée et le champ étendu aux entités de type « invoicing / factoring » et aux « IP box (*intellectual property box*) ». Lors de la révision de septembre 2020, cette procédure a également été appliquée aux années 2002-2011. Le principal impact se situe au niveau des services financiers qui enregistrent désormais la partie exportée de la production de ces unités.


1.2.8.2 Le compte courant

Au premier semestre 2020, l'excédent du compte courant s'est établi à 706 millions d'euros, soit une chute de 67 % par rapport à la même période en 2019. Le solde des biens et celui des revenus se sont en effet dégradés, en grande partie sous l'impact négatif de la pandémie du COVID-19. La crise sanitaire a également eu des répercussions sur les échanges de services. Au niveau des biens, les exportations et importations ont affiché une baisse d'environ 17 % au premier semestre 2020, cette baisse ayant touché tous les types de produits. Le surplus des marchandises a, pour sa part, atteint 1,3 milliard d'euros au premier semestre 2020, soit une contraction de 19 % par rapport au même semestre en 2019. Cette détérioration s'explique essentiellement par la baisse sensible des exportations nettes en négoce international.

Les échanges internationaux de services ont été globalement moins affectés par la crise sanitaire, les exportations (-3 %) et les importations (-4 %) n'ayant reculé que légèrement au premier semestre 2020. Le surplus des services s'est élevé à 10,8 milliards d'euros au premier semestre 2020 et a légèrement progressé (0,7 %) par rapport à la même période en 2019. Les exportations nettes de services financiers sont restées quasi stables à 8,3 milliards d'euros. Après deux mois de baisse consécutive en février et mars 2020, les actifs nets sous gestion des fonds d'investissement (qui représentent la plus grande partie contribution aux prestations des services financiers) ont depuis lors renoué avec la croissance. En revanche, les services non financiers ont subi une baisse importante tant pour les exportations (-11 %) que pour les importations (-12 %). Les services les plus affectés ont été les voyages (avec l'effondrement des voyages d'affaires), les autres services aux entreprises, ainsi que les services personnels, culturels et de récréation.

Le déficit des revenus primaires s'est accru de 5 % en atteignant 10,8 milliards d'euros au premier semestre 2020. Cette évolution défavorable provient d'une baisse plus importante des dividendes à recevoir qu'à payer, dans un contexte économique difficile qui a poussé les entreprises à réduire les versements des dividendes. Le solde négatif de la rémunération des frontaliers s'est, quant à lui, résorbé de 7 % suite au chômage partiel.

Les revenus secondaires (transferts courants) se sont détériorés en se soldant par un déficit de 665 millions d'euros au premier semestre 2020, comparé à un déficit de 57 millions d'euros au même



semestre en 2019. Cette détérioration s'explique surtout par les indemnités versées aux frontaliers suite à la pandémie du COVID-19 (chômage partiel, congé extraordinaire pour raisons familiales, etc.).

1.2.8.3 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, au premier semestre 2020, les flux d'investissements directs sont restés caractérisés par des opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-123 milliards d'euros) que pour les engagements (-69 milliards d'euros). Ces opérations ont concerné quelques SOPARFI, qui ont poursuivi leurs opérations de restructuration, de cessation ou de délocalisation de leurs activités.

Concernant les investissements de portefeuille, le deuxième trimestre 2020 s'est caractérisé par la reprise des placements dans les actions luxembourgeoises (parts d'OPC en grande partie), après les ventes nettes observées au premier trimestre 2020, dans un contexte de chute des cours boursiers consécutive à la pandémie du COVID-19. Les transactions sur les actions luxembourgeoises se sont ainsi globalement soldées par des entrées nettes de 71 milliards d'euros au premier semestre 2020. Les titres de dette luxembourgeois ont en revanche subi des ventes nettes de 34 milliards d'euros au premier semestre 2020.

Les résidents luxembourgeois ont continué à se détourner des titres étrangers de participation dont les transactions se sont soldées par des ventes nettes de 35 milliards d'euros au premier semestre 2020. Par contre, les titres de dette étrangers ont subi des achats nets à concurrence de 63 milliards d'euros sur la même période.

Les flux d'investissements directs et de portefeuille se sont globalement soldés par des entrées nettes de 62 milliards d'euros au premier semestre 2020, compensées entièrement par des sorties nettes dans les 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 2019			1 ^{ER} SEMESTRE 2020		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	217 888	215 775	2 113	188 555	187 848	706
Biens	13 181	11 500	1 680	10 918	9 561	1 357
Marchandises générales (yc « or non monétaire »)	11 182	11 500	-318	9 582	9 561	22
Négoce international (exportations nettes)	1 998	0	1 998	1 335	0	1 335
Services	49 204	38 484	10 720	47 947	37 150	10 797
Services financiers	26 327	18 064	8 264	27 517	19 216	8 301
Services non financiers	22 877	20 420	2 456	20 430	17 934	2 496
Revenu primaire	150 674	160 904	-10 230	124 868	135 651	-10 783
Revenu secondaire	4 829	4 887	-57	4 821	5 486	-665
COMPTE DE CAPITAL	486	553	-67	668	754	-86
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			2 046			620
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-65 968	-108 079	42 111	-123 242	-69 587	-53 655
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-88 931	-39 807	-49 124	-53 698	-4 290	-49 407
Autres capitaux	22 963	-68 272	91 235	-69 544	-65 296	-4 248
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	50 855	78 555	-27 699	28 181	36 581	-8 400
Titres de participation	-40 056	66 558	-106 615	-35 020	71 092	-106 112
Titres de créance	90 912	11 996	78 916	63 201	-34 511	97 712
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			7 201			21 116
AUTRES INVESTISSEMENTS	69 506	89 101	-19 594	100 684	59 165	41 518
AVOIRS DE RÉSERVE			27			41
ERREURS ET OMISSIONS			-1			-1

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre 2020, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont accrus de 251 milliards d'euros en atteignant 10 969 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2020. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont, de leur côté, progressé de 253 milliards d'euros, en s'établissant à 10 932 milliards d'euros fin juin 2020. Ces hausses s'expliquent à la fois par de nouvelles acquisitions et par la remontée des marchés boursiers au deuxième trimestre 2020. La position extérieure nette du Luxembourg s'est, quant à elle, détériorée de 2 milliards en atteignant 36 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2020, 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 44 milliards à 694 milliards d'euros, fin juin 2020. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est contracté de 48 milliards pour s'établir à 418 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est, pour sa part, réduit de 74 milliards à 1 092 milliards d'euros, fin juin 2020.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est contracté à 4 835 milliards d'euros, fin juin 2020, après avoir subi un effet-flux négatif (désinvestissements de 24 milliards d'euros), renforcé par un effet négatif de valorisation (73 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 171 milliards d'euros fin juin 2020, soit une baisse de 53 milliards d'euros, résultante d'un effet négatif de valorisation.

Les investissements de portefeuille ont été favorablement impactés par la remontée des cours boursiers au deuxième trimestre 2020. L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 4 387 milliards d'euros fin juin 2020, soit une hausse de 460 milliards d'euros, résultante d'un large effet positif de valorisation (281 milliards d'euros) et d'un effet-flux positif (179 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 5 479 milliards d'euros fin juin 2020, soit une hausse de 386 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet positif de valorisation (277 milliards) et d'un effet-flux positif (108 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 566 milliards d'euros fin juin 2020, soit une baisse de 94 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet-flux négatif et d'un effet de change négatif. Il en est de même pour l'encours d'engagements qui s'est réduit de 46 milliards d'euros pour atteindre 1 148 milliards d'euros fin juin 2020.

Tableau 22 :

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

	ENCOURS FIN 2020 T1	TRANSACTIONS	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2020 T2
Position extérieure nette	38	1	-3	36
Avoirs extérieurs bruts	10 717	89	162	10 969
Engagements extérieurs bruts	10 679	89	165	10 932
Investissements directs nets	738	-37	-6	694
Avoirs	4 962	-24	-73	4 865
Engagements	4 224	14	-67	4 171
Investissements de portefeuille nets	-1 166	70	4	-1 092
Avoirs	3 927	179	281	4 387
Titres de participation	1 748	22	223	1 993
Titres de créance	2 179	157	58	2 394
Engagements	5 094	108	277	5 479
Titres de participation	3 968	133	289	4 390
Titres de créance	1 126	-25	-11	1 090
Produits dérivés nets	-1	18	-2	15
Autres investissements nets	466	-50	2	418
Avoirs	1 660	-84	-11	1 566
Engagements	1 194	-33	-13	1 148
Avoirs de réserve	0,95	0,05	-0,01	1,00

Source : BCL

2 ANALYSES

2.1 DO NEWER TENANTS PAY HIGHER RENT?⁴⁸

2.1.1 Introduction

This analysis asks whether newer tenants, who only recently entered the Luxembourg housing market, pay higher rent than tenants with long-standing rental contracts. Using data from the Household Finance and Consumption Survey (HFCS), we find that long-term tenants pay significantly lower rents than “newer” tenants renting comparable accommodation.

In Luxembourg, as in many other European countries⁴⁹, regulation fixes a maximum rent on residential property and limits rent increases for existing tenants.⁵⁰ In July 2020, the Luxembourg Minister of Housing presented a draft bill reviewing the law on renting residential property to clarify the calculation of the maximum rent⁵¹, to limit the rental deposit to 2 months’ rent, to ensure that agency fees are shared more equally between tenants and property owners, and to review other regulations in the rental market.⁵²

According to current legislation⁵³, rent cannot exceed 5% of the capital the owner invested in the property, which includes the purchase price, any construction costs and improvements carried out over the years. The capital investment can be updated (according to an official table) to account for increases in living costs, but cannot be adjusted to reflect unrealised capital gains. Since property prices in Luxembourg increase much faster than consumer prices, this may drive a wedge between rents on newer properties and rents on older properties (unless they changed hands recently). Rent adjustment is slowed further because existing contracts can only be adapted once every two years and because automatic adjustments are not enforceable.

The analysis that follows cannot claim to assess the effectiveness of rental regulation in Luxembourg. Instead, it focuses on one particular aspect, using survey data to explore the link between the level of rents and the duration of rental contracts. The empirical evidence confirms that long-term tenants pay less rent for comparable dwellings.

2.1.2 Data and descriptive statistics

We use household level data collected in the 2010, 2014 and 2018 waves of the Luxembourg Household Finance and Consumption Survey (LU-HFCS). Households who rented their main residence represented 999 unweighted observations. Given the limited sample size, we pool data from all three HFCS

48 Written by Yiwen Chen, Paolo Guarda, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina and Michael Ziegelmeier, economists in the Economics and Research Department. We thank research interns Barbara Schuster and Nicoleta Dicusar for their help during the preparatory stage.

49 OECD (2019): PH6.1 Rental regulation, OECD Affordable Housing Database, last updated 16/12/2019, <https://www.oecd.org/els/family/PH6-1-Rental-regulation.pdf>. According to Claveres et al. (2020) Luxembourg is characterised by relatively tight regulation compared to neighbouring countries and the OECD average.

50 Luxembourg, like Sweden, limits rents on all dwellings, while other European countries, such as France, Germany, Ireland and the Netherlands, only apply rent control to a portion of the housing stock.

51 The bill was presented following a well publicised court case that illustrated the confusion regarding the calculation of the maximum rent (<https://www.land.lu/page/article/918/336918/DEU/index.html>).

52 Le gouvernement luxembourgeois, communiqué 30 July 2020, https://gouvernement.lu/fr/actualites/toutes_actualites/communiqués/2020/07-juillet/30-kox-loyer.html

53 Loi du 21 septembre 2006 sur le bail à loyer à usage d’habitation.

waves to increase the precision of our parameter estimates. All monetary variables are adjusted for inflation to the 2018 price level using the National Consumer Price Index published by STATEC.⁵⁴

According to the LU-HFCS, the share of renters remained fairly stable over the years (see Table 1). In 2018, only 28% of households rented their household main residence (HMR).⁵⁵ Three quarters of these households rented an apartment, 22% rented a house and 3% rented other accommodation (e.g., farms). In 2018, the median surface of rented dwellings was 80 square meters, and the median monthly rent was 924 euros. This level of monthly rent may seem very low compared to the 1,467 euros average rent estimated by the *Observatoire de l'Habitat* using advertisements for vacant apartments in 2018⁵⁶. However, the *Observatoire* only observes the rents requested by property owners, not the agreed rent actually written into a contract, which could be lower. In addition, the *Observatoire* does not observe rents for apartments that are filled through private networks without ever being advertised. Finally, the *Observatoire* only monitors rents for vacant apartments that are available on the market, while the HFCS only observes rents on currently occupied dwellings⁵⁷, some subject to a long-standing contract.⁵⁸ According to the 2018 HFCS data, the rent-to-disposable income ratio was 29% for the median household and exceeded 40% for only 28% of tenant households.⁵⁹

We split the population of tenants into three groups, according to the duration of the rental contract (see Table 1). Following Wulff and Maher (1998), we define “long-term tenants” as those with a rental contract that has been in effect at least 10 years, “medium-term tenants” as those with contract duration between 5 and 9 years, and the rest as “short-term tenants”. Pooling all three survey waves in our sample, short-term tenants account for 55% of observations, medium-term tenants for 23% and long-term tenants for 22%.

Table 1:

Households with short-, medium- or long-term rental contract by year (percent)

	2010	2014	2018	ALL WAVES
Share of renters	30	27	28	28
of which				
Short-term renters: ≤ 4 years	54	57	55	55
Medium-term renters: 5-9 years	24	24	21	23
Long-term renters: > 10 years	22	19	24	22

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data are multiply imputed and weighted.

Figure 1 compares the monthly rent per square metre for tenants in the different groups. It suggests a negative relationship between the level of rent and the duration of the existing rental contract.

54 Monetary values for the 2010 and 2014 waves are multiplied with 1.149 and 1.043, respectively.

55 Based on LU-HFCS data, 69% of households are homeowners and 2.8% use their residence for free.

56 <http://observatoire.liser.lu>

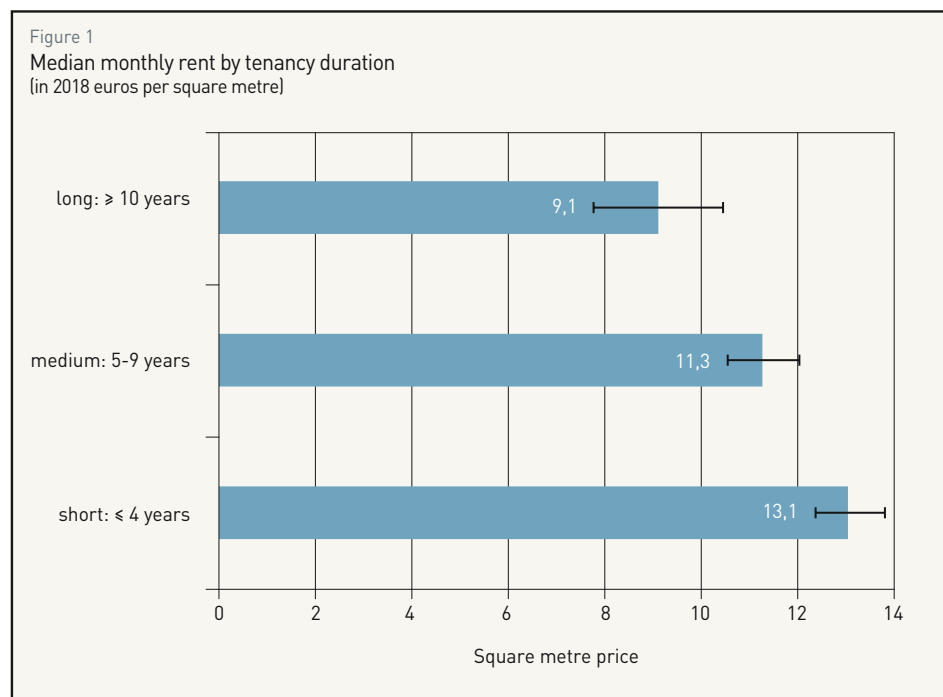
57 The separate EU Survey on Income and Living Conditions also takes a household perspective and reports that average rent in Luxembourg was 1,158 euros in 2018, which is closer to the HFCS estimate.

58 In addition, the *Observatoire* data is concentrated in the two largest cities, where the rental market is most active, while the HFCS is designed to be representative of the entire population in terms of sex, age and income class (not location). Thus the HFCS sample may be less representative of the population of tenants.

59 STATEC reported that low-income households spent 38% of their disposable income on rent and housing related expenses. See STATEC (2019): Rapport Travail et Cohésion Sociale, Analyses 2/2019

Long-term tenants pay significantly less rent per square metre compared to short- and medium-term tenants.

Table 2 shows that this result holds for each LU-HFCS wave separately. It is consistent with recent results from STATEC's "Loyer" survey on Luxembourg rents⁶⁰, which found that most rents were not adjusted between 2014 and 2018. This could explain why the median rent per square metre in 2018 was significantly higher (in real terms) than the median rent in 2010 (Table 2).



Source : Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data is multiply imputed and weighted.

Table 2:

Median monthly rent by tenancy duration and HFCS wave
(in 2018 euros per square meter)

	2010	2014	2018
All tenants	11.5	11.8	12.2***
Short-term (ref. cat.)	12.8	13.0	13.4
Medium-term	10.9	11.7	11.2
Long-term	8.0**	9.5***	10.4***

Note: In the top row we test for differences with respect to the reference year 2010. In the other rows, we test within each year whether the median rent of long- and medium-term tenants is statistically different from that of short-term tenants (reference category).

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data are multiply imputed and weighted.

Table 3 provides summary statistics of the main tenant characteristics, splitting the sample into three groups by contract duration.⁶¹ As could be expected, the average tenant age increases with the duration of the contract. In other words, young tenants tend to belong to the group of short-term tenants and older tenants to the group of long-term tenants.

The share of foreign-born households is lower among long-term tenants (63%) than among short-term tenants (79%) or medium-term tenants (79%). Foreign-born residents are thus overrepresented in all three tenant groups, since they only account for 46% of the whole sample of surveyed households (pooling 2010, 2014 and 2018). This is not surprising, since most immigrants will probably become renters

60 STATEC's «Loyer» survey is based on a rotating panel of dwellings. Dwellings are kept in the panel for 4 years. For each dwelling, the rent is observed twice per year (Le logement en chiffres, Nr. 8, 10/2019).

61 Characteristics of individual household members refer to the reference person, which is defined as the Financially Knowledgeable Person (FKP) of the household.

on arrival in Luxembourg, before eventually buying a home. Instead, native-born individuals of the same age may live with their parents for an extended period before buying directly without passing through the rental market.

The share of singles is highest among short-term tenants and lowest among long-term tenants. As could also be expected, widowed households are more common among long-term tenants.

The duration of the contract is also linked to educational attainment. Most long-term tenants have not attained a high level of education. Highly educated households are more common in the group of short-term tenants, possibly because many are recent arrivals from abroad or young adults moving out of their parent's house. Highly educated individuals are more likely to earn higher income, which will eventually allow them to become homeowners, moving out of rented accommodation. In fact, average yearly gross income decreases with the duration of the rental contract. In other words, those renting long-term generally have less income than short-term tenants.

Table 3:

Tenant characteristics by duration of contract

	RENT DURATION		
	SHORT-TERM	MEDIUM-TERM	LONG-TERM
Gender (in %)			
Female	37	45*	42
Age in years (mean)	40.2	45.1***	56.1***
Foreign-born (in %)	79	79	63***
Civil status (in %)			
Single	42	31***	31**
Couple	31	44	28
Divorced	16	23*	20
Widowed	2	4	10***
Education (in %)			
Low	32	34	48***
Medium	31	35	35
High	37	31	17***
Annual gross income in 2018 euros (mean)	65,920	72,621	55,191**

Note: In the top row we test for differences with respect to the reference year 2010. In the other rows, we test within each year whether the median rent of long- and medium-term tenants is statistically different from that of short-term tenants (reference category).

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data are multiply imputed and weighted.

2.1.3 Econometric specification and results

Table 4 reports the median results of a quantile regression examining the key determinants of monthly rent per square metre. In our most general specification, we estimate the following equation:

$$rent = \beta_0 + \beta_1 duration + \beta_2 year + \beta_3 location + \beta_3 X + \varepsilon$$

Column 1 of Table 4 reports coefficient estimates for a parsimonious specification including only the constant, the contract duration and the survey year. Column 2 reports the specification adding the vector of location characteristics. Column 3 reports the full specification also including the dwelling characteristics in vector X .

In all three specifications, the contract duration has a statistically significant negative impact on the rent per square metre. One additional year decreases the monthly rent by around 20 euros for 100 square meters. This means that if a household rents an apartment this size for five years and then moves out, then it will generally have to pay 100 euros more per month (in inflation-adjusted terms) to start renting a comparable apartment. The statistically significant coefficient for the survey year 2018 suggests that monthly rent for tenants observed in that year was generally 1 euro more per square metre (in real terms) than for tenants observed in 2010.

The specification reported in column 2 includes characteristics related to the dwelling location (vector X) as assessed subjectively by the survey interviewer. Rent per square meter in the suburbs averaged 2 euros less than in the town centre. In rural areas, rent per square meter was 3 euros lower than in the town centre.

The specification reported in column 3 considers additional dwelling characteristics, such as the type of accommodation (apartment, house, or other) and the total surface. It also includes a subjective rating of the surrounding buildings⁶² by the survey interviewer. Estimates suggest that rent per square metre is lower for dwellings with a larger total surface. This reflects the fact that fixed costs are similar (installing heating and lighting, furnishing the kitchen or bathroom), so building costs per square metre decrease with the surface of the dwelling⁶³. Comparing housing types, there is an additional effect by which rent per square metre for an apartment is around 1.30 euros higher than for a house. Finally, it is not surprising that the dwelling neighbourhood has an important impact on rent. Low ratings of surrounding buildings are associated with substantially lower rental costs (3.40 euros per square metre).

62 In alternative specifications, we include interviewer assigned ratings on dwelling quality, outward appearance of the dwelling and dwelling quality compared to the neighbourhood. However, none of these factors were statistically significant.

63 Fixed costs can also include the transactions costs involved in buying the dwelling, financing the acquisition and drawing up a rental contract.

Table 4:

Median regression: Determinants of rental price per square metre

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
Duration of rental contract	-0.206*** (0.034)	-0.217*** (0.034)	-0.189*** (0.029)
Survey year: 2010 (d)	(ref.)	(ref.)	(ref.)
Survey year: 2014 (d)	0.849 (0.617)	0.540 (0.593)	0.384 (0.466)
Survey year: 2018 (d)	1.113* (0.593)	1.004* (0.593)	1.346** (0.593)
Location: town centre (d)		(ref.)	(ref.)
Location: between town centre and suburbs (d)		-0.644 (0.576)	-0.299 (0.505)
Location: suburbs (d)		-2.068*** (0.617)	-0.802 (0.604)
Location: rural (d)		-3.173*** (0.798)	-2.876*** (0.828)
Surface of HMR			-0.055*** (0.007)
Type of HMR: house (d)			(ref.)
Type of HMR: apartment (d)			1.276** (0.559)
Type of HMR: other (d)			0.133 (1.729)
Rating of surrounding buildings: upscale (d)			(ref.)
Rating of surrounding buildings: midrange (d)			-1.437** (0.562)
Rating of surrounding buildings: modest (d)			-3.434*** (0.640)
Constant	12.448*** (0.521)	13.714*** (0.637)	18.753*** (1.301)
Observations	999	999	999

Note: Standard errors in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Source: Own calculations based on the LU-HFCS data wave 1, 2 and 3 (2010, 2014 and 2018). Data is multiply imputed and weighted.

The 2018 LU-HFCS includes variables capturing additional dwelling characteristics that could influence rent. These include the number of bedrooms, the age of the dwelling and its energy rating. Adding these variables to the specification and re-estimating with only 2018 observations does not affect the conclusions. However, the number of bedrooms has a statistically significant negative impact on the rent per square metre. This confirms the negative effect of the total surface, as bigger dwellings typically have more bedrooms.

Notice that the coefficient estimate on the duration of the rental contract is relatively robust across the three specifications. An additional year lowers the monthly rent on 100 square meters by about 20 euros in real terms.

2.1.4 Discussion and concluding remarks


Using data from the Luxembourg Household Finance and Consumption Survey, this analysis provides evidence that tenants with long-standing rental contracts pay lower rents per square metre, even after accounting for several dwelling characteristics. One additional year of tenancy decreases the monthly rent by around 20 euros per 100 square metres. Thus, if a household rents a 100 square metre apartment for five years and then moves out, it will generally have to pay 100 euros more per month (in inflation-adjusted terms) to start renting a comparable apartment. This result controls for other dwelling characteristics that influence rents, including total surface of the dwelling, location, and quality of the neighbourhood.

The gap between rents paid by short-term and long-term tenants suggests that property owners tend not to raise rents in existing contracts. This may seem puzzling, since legislation explicitly recognises that the maximum rent can be adjusted for consumer price inflation (by updating the invested capital) and that rent can be adapted every two years. For many new dwellings, owners may not adapt rent to changes in the maximum because their cost of land and construction was so high that the maximum rent for their property is already above what the market will bear. However, if population growth continues to outstrip housing supply, rents on new properties will continue to rise and as a property ages its fixed rent eventually falls below the new market rate. At this point, it is not clear why the property owner does not increase the rent in the existing contract. The owner may want to avoid the costs of negotiating with existing tenants, who may only accept a rent increase in exchange for an additional capital investment by the owner (new windows, refurbished kitchen or bathroom, etc.). Tenants may also simply refuse a rent increase, forcing the owner to wait for them to move out before raising the rent in a contract with a new tenant.

Information asymmetries may make it rational for property owners to ignore some increases in market rents. Until a tenant moves in, it may be impossible for the owner to distinguish a “good” tenant, who maintains the property and makes regular payments, from a “bad” tenant who deteriorates the property, insists on the owner paying for repairs and improvements, or simply stops paying rent. Search costs and transaction costs will add to the incentive for the owner to keep a “good” tenant by leaving rent unchanged in existing contracts, even if it is below the market rate. In addition, many owners may be satisfied if the rent is enough to cover mortgage costs, focussing instead on long-term capital gains from the rapid increase in property prices. However, rising property prices will also increase market rents, widening the gap with contracts that have not been adjusted. According to data from the EU Survey on Income and Living Conditions, between 2010 and 2018 nominal rents in Luxembourg increased by 4% per year, significantly faster than consumer price inflation (1.6%). In these conditions, it would seem natural for property owners to consider a change in tenant as an opportunity to increase rents, but eventually they may be constrained by the legal maximum on their property.

From a theoretical perspective, if regulation keeps rents on some dwellings below market rates then the outcome will be inefficient. According to Friedman and Stigler (1946), rent control may help current tenants, but it also creates artificial scarcity, making it difficult for others to find rental housing. First, rent control reduces the incentive for property developers to build new housing for the rental market. Second, rent control provides property owners with an incentive to sell property rather than rent it below its market value. Third, rent control leads to an inefficient allocation of rental space, because it provides tenants with a strong incentive not to move out of their current accommodation. This leads to “overconsumption,” with tenants continuing to occupy larger dwellings, even if the household shrinks following a divorce, a death in the family, or children growing up and moving out.⁶⁴ Other forms of misal-

⁶⁴ According to the LU-HFCS data, long-term tenants occupy 47.5 square meters per person, nearly 10 square meters more than short-term tenants. The difference is statistically significant.



location can also occur, since available housing will not be occupied by those who value it most (see Olsen, 1972; Gyourko and Linneman, 1989). Using data on rent control in New York City, Glaeser and Luttmer (2003) find that approximately 20% of apartments are misallocated. Bulow and Klemperer (2012) find similar results in the UK. Diamond et al. (2019) extend these results to San Francisco and show that rent control policies reduce tenant mobility. They also show that property owners responded to the introduction of rent controls by reducing the supply of available rental housing, which contributes to the increase in rents.

However, the literature above also acknowledges that rent control provides tenants with insurance against rent increases, which can be particularly important for tenants who are engaged in the local community and have developed neighbourhood-specific capital (e.g., network of family and friends, proximity to a job or a local school).

This analysis has not established that Luxembourg regulation on rents restricts supply or leads to misallocation. Data is not even sufficient to estimate the share of existing contracts in which the legal maximum on rent is actually binding. However, this analysis did establish that long-term tenants in Luxembourg tend to pay less rent, even after controlling for several dwelling characteristics. It is not clear whether this was the intended effect of existing legislation.

2.1.5 References

Bulow, J., and P. Klemperer (2012): Regulated prices, rent seeking, and consumer surplus. *Journal of Political Economy*, 120(1): 160-186.

Claveres G., T.Y. Mathä, G. Pulina, J. Stráský, N. Woloszko and M. Ziegelmeier (2020): Housing and inequality: The case of Luxembourg and its cross-border workers, OECD Working Paper no. 1608.

Diamond, R., T. McQuade and F. Qian (2019): The Effects of rent control expansion on tenants, landlords, and inequality: Evidence from San Francisco. *American Economic Review*, 109(9): 3365-94.

Friedman and Stigler (1946): *Roofs or ceilings? The current housing problem*, (The Foundation for Economic Education, Inc.: Irvington-on-Hudson, New York).

Glaeser, E.L. and E.F.P. Luttmer (2003): The Misallocation of Housing under Rent Control. *American Economic Review*, 93(4): 1027-46.

Gyourko, J., and P. Linneman (1989): Equity and efficiency aspects of rent control: An empirical study of New York City. *Journal of Urban Economics*, 26(1): 54-74.

Olsen, E. (1972): An econometric analysis of rent control. *Journal of Political Economy*, 80(6): 1081-1100.

Wulff, M., and C. Maher (1998): Long-term renters in the Australian housing market. *Housing Studies*, 13(1), 83-98.

2.2 L'UTILISATION DES INSTRUMENTS DE PAIEMENT AU LUXEMBOURG⁶⁵

2.1. Introduction

Cette analyse offre une vue d'ensemble détaillée de l'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg. Elle examine d'abord l'utilisation des différents instruments de paiement scripturaux. Puis, elle présente plus en détail le virement SEPA⁶⁶ instantané, qui pourra compléter l'offre actuelle dans diverses situations de paiement (magasins, commerce électronique et transactions de personne à personne).

2.2. L'utilisation des instruments de paiement scripturaux au Luxembourg

Cette section présente l'évolution du nombre et de la valeur des transactions pour les différents moyens de paiement scripturaux au Luxembourg⁶⁷. Ces moyens de paiement incluent les virements⁶⁸, les prélèvements⁶⁹, les cartes de paiement⁷⁰ et les systèmes de monnaie électronique⁷¹. Les données relatives aux instruments de paiement sont collectées par la BCL. L'analyse des instruments de paiement se positionne du point de vue débiteur, c'est-à-dire que les transactions considérées sont renseignées par les banques débitrices et concernent les clients « autres non-IFM »⁷², indépendamment de leur pays de résidence.

Pour les virements, les prélèvements et les cartes de paiement, notre analyse se base sur des données agrégées pour une sélection de prestataires de services de paiement, qui opèrent sur le modèle de la banque détail. Cet échantillon représente 95 % du nombre total de transactions pour la catégorie client « autres non-IFM ». La collecte des données relatives aux virements n'inclut pas le virement SEPA instantané. Pour les paiements en monnaie électronique, les données concernent une sélection d'établissements qui couvrent la plupart des transactions.

65 Analyse rédigée par Natalia Andries, économiste au département Économie et Recherche et Pavel Dvořák économiste statisticien dans la section Infrastructures et systèmes de paiement. Nous tenons à remercier Myriam Becker, Paolo Guarda, Pierre Thissen et Li-Chun Yuan pour leur contribution à cette analyse.

66 L'Espace unique de paiements en euros (en anglais, *Single Euro Payment Area*, SEPA) désigne une « zone géographique permettant aux utilisateurs (entreprises, consommateurs, etc.) d'effectuer des paiements en euro dans les mêmes conditions aussi facilement que dans leur pays » (BCL [2018], Rapport Annuel, p. 143).

67 L'utilisation de la monnaie fiduciaire (comprenant les pièces et les billets ayant cours légal) comme instrument de paiement n'est pas traitée dans cette analyse.

68 Le virement permet « sur la base d'une instruction donnée par le payeur à son prestataire de services de paiement, de débiter son compte et de créditer celui du bénéficiaire » (Banque de France [2019], « Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale », Chapitre 2, p. 22).

69 Le prélèvement, aussi appelé domiciliation, permet « sur la base d'une instruction donnée par le bénéficiaire à son prestataire de services de paiement, de débiter le compte d'un payeur » (Banque de France [2019], « Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale », Chapitre 2, p. 22). Autrement dit, alors que le virement est un transfert initié par le payeur, le prélèvement est un transfert initié par le payé sur la base d'une autorisation donnée par le payeur.

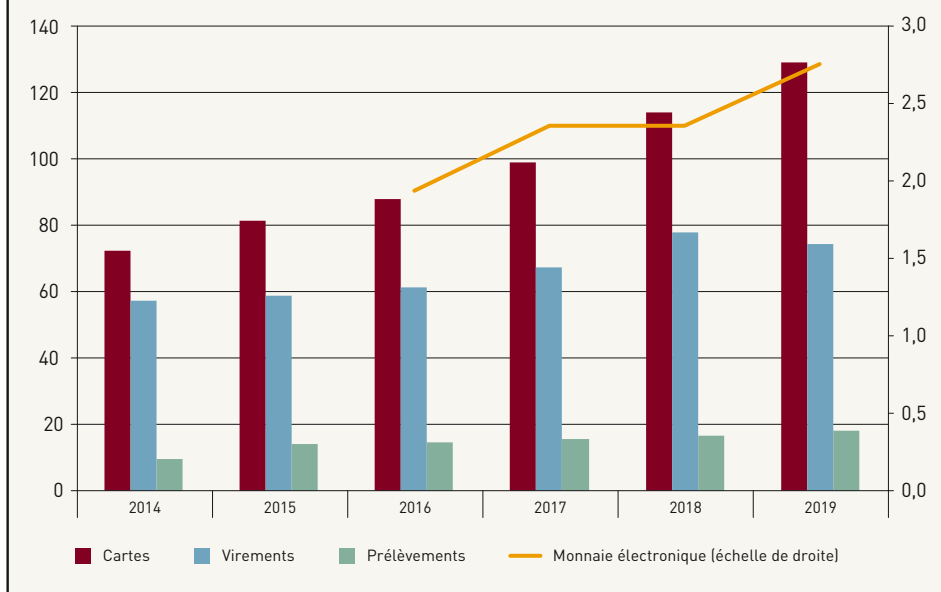
70 La carte de paiement permet « grâce à la combinaison de la lecture d'un élément physique (puce électronique, piste magnétique) et d'une donnée personnelle [signature ou saisie d'un code confidentiel « *Personal Identification Number* » – PIN], voire de la lecture de la seule puce lors d'un paiement sans contact, d'effectuer des paiements sur des terminaux de paiement électroniques. Des paiements peuvent également être effectués à distance (par exemple sur un site de e-commerce) par la communication du numéro de la carte associée à des éléments de sécurité. Les cartes de paiement permettent également d'effectuer des retraits de billets aux distributeurs automatiques » (Banque de France [2019], « Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale », Chapitre 2, p. 22).

71 La monnaie électronique est une « réserve électronique de valeur monétaire sur un support technique pouvant être largement utilisé pour effectuer des paiements au profit d'établissements autres que l'institution émettrice sans impliquer nécessairement de comptes bancaires dans la transaction mais servant d'instrument au porteur prépayé » (BCL [2018], Rapport Annuel, p. 141).

72 La catégorie client « autres non-IFM » exclut les institutions financières monétaires et inclut les sociétés non financières, les ménages (personnes physiques et entreprises individuelles) et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

Graphique 1

Nombre de transactions pour les différents moyens de paiement scripturaux au Luxembourg (en millions)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

Cette section offre également une brève comparaison des tendances avec les pays limitrophes du Luxembourg, à savoir l'Allemagne, la Belgique et la France ainsi qu'avec la zone euro dans son ensemble sur la base de la publication « Payment statistics report » de la BCE⁷³.

Les moyens de paiement scripturaux qui concentrent le plus grand nombre de transactions au Luxembourg sont les cartes et les virements (voir le Graphique 1).

La progression la plus forte en termes de nombre de transactions a été enregistrée pour les paiements par carte et en monnaie électronique.

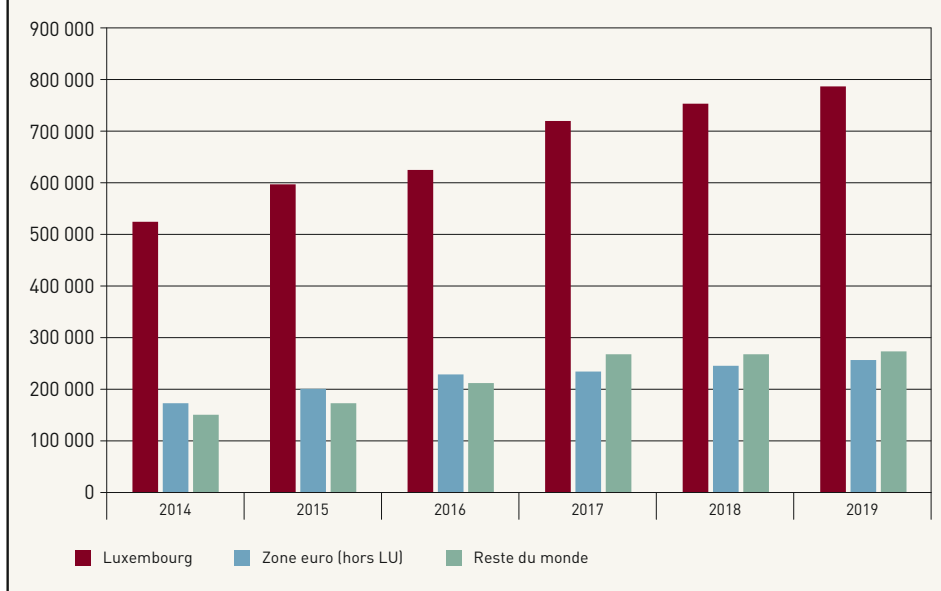
2.2.1 Les virements

La **valeur annuelle des virements** émis au Luxembourg a augmenté de 472,7 milliards d'euros depuis 2014 pour s'établir à 1 323 milliards d'euros en fin 2019. Le Graphique 2 examine la décomposition de la valeur totale des virements selon le pays de la banque du bénéficiaire. Il montre que les virements à destination du Luxembourg ont une valeur totale plus importante que ceux à destination de la zone euro ou du reste du monde. Par ailleurs, cette valeur se trouve en constante augmentation depuis 2014 pour les trois destinations.

Le **nombre de virements** émis au Luxembourg s'est inscrit à la hausse depuis 2014 pour atteindre 74,6 millions en fin 2019 (Graphique 3).

Graphique 2

Valeur totale des virements émis au Luxembourg selon le pays de la banque du bénéficiaire (en millions d'euros)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

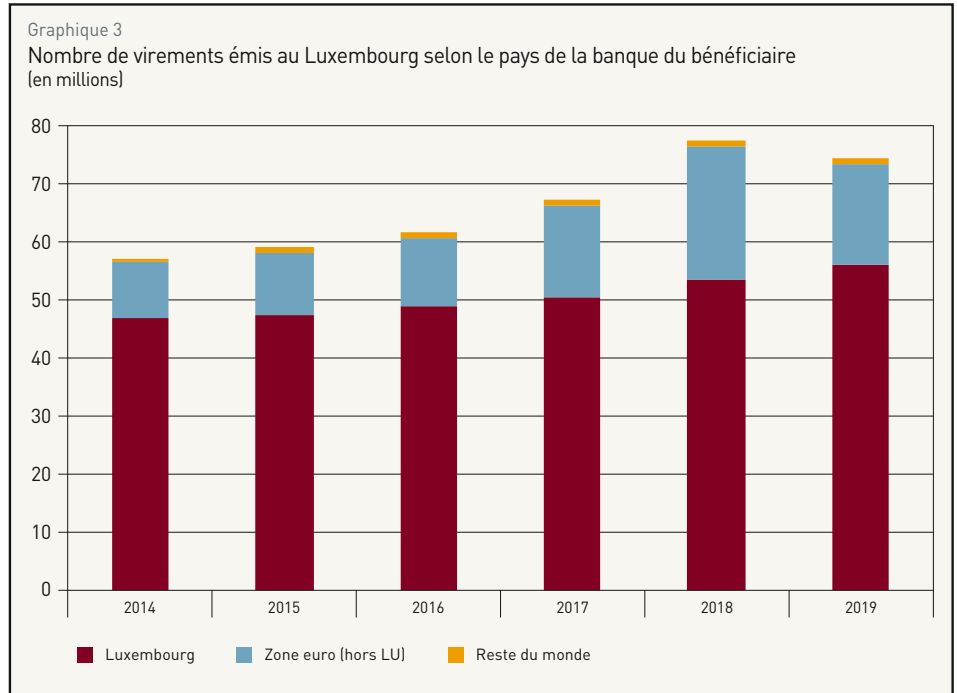
73 Disponible sur le lien suivant (date de publication : 11 septembre 2020) : <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004051>

Naturellement, pour la plupart des virements émis au Luxembourg la banque du bénéficiaire se trouve également au Grand-Duché. Cependant, la part de ce dernier dans le nombre total de virements a diminué depuis 2014 au profit de la zone euro.

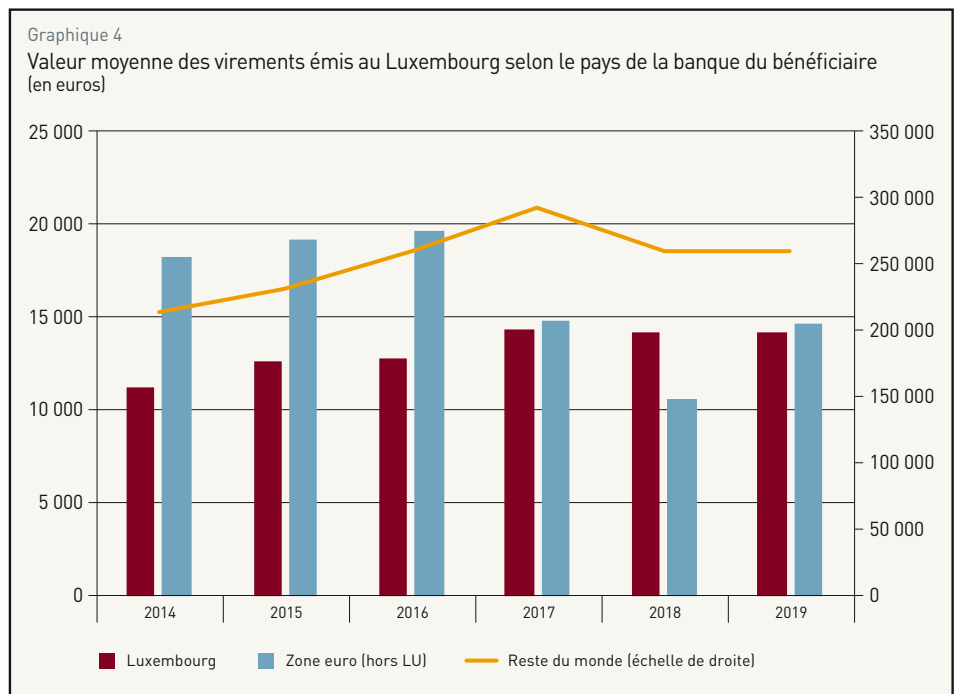
S'agissant des virements vers le reste du monde⁷⁴, en 2019, la moitié des virements était à destination des pays de l'espace unique de paiements en euro SEPA (Single Euro Payments Area)⁷⁵.

En 2017 et en 2018, le nombre de virements a augmenté au Luxembourg, tout comme en France et en Allemagne. Le taux de croissance du nombre de virements a été bien plus élevé au Luxembourg que dans la zone euro, mais à des niveaux comparables à la Belgique. En 2019, le Luxembourg a été le seul pays de la zone euro à rapporter une baisse du volume de virements vis-à-vis de l'année précédente⁷⁶.

Entre 2014 et 2019, la **valeur moyenne des virements** à l'intérieur du Luxembourg a augmenté tandis qu'elle a diminué pour les virements à destination de la zone euro (Graphique 4). La valeur totale des virements à destination du Luxembourg et de la zone euro a augmenté dans des proportions similaires, mais le nombre de transactions s'est accru bien plus



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL



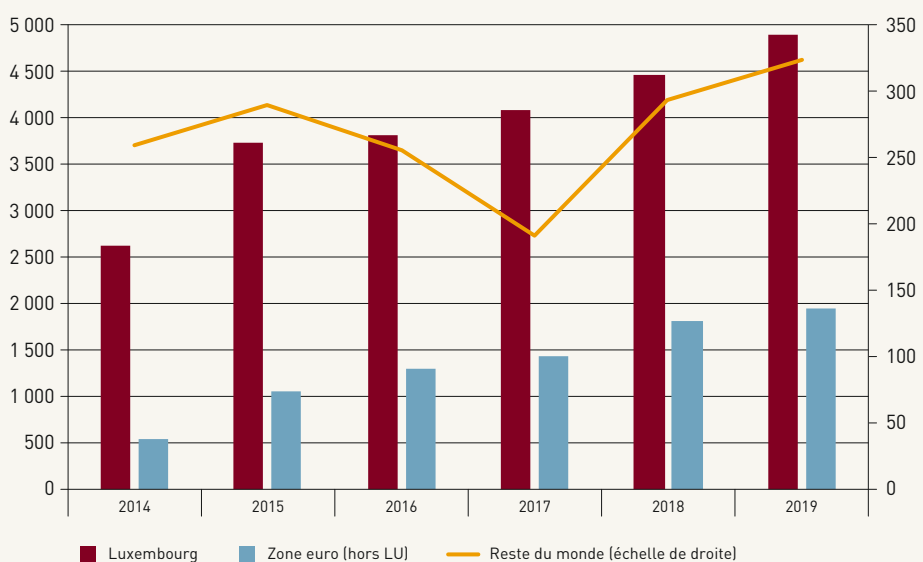
Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

74 Il s'agit d'une analyse en nombre de transactions.

75 La zone SEPA couvre les 27 États membres de l'Union européenne, le Royaume-Uni, la Norvège, l'Islande, le Liechtenstein, la Suisse, Andorre, Monaco, Saint-Marin et la Cité du Vatican.

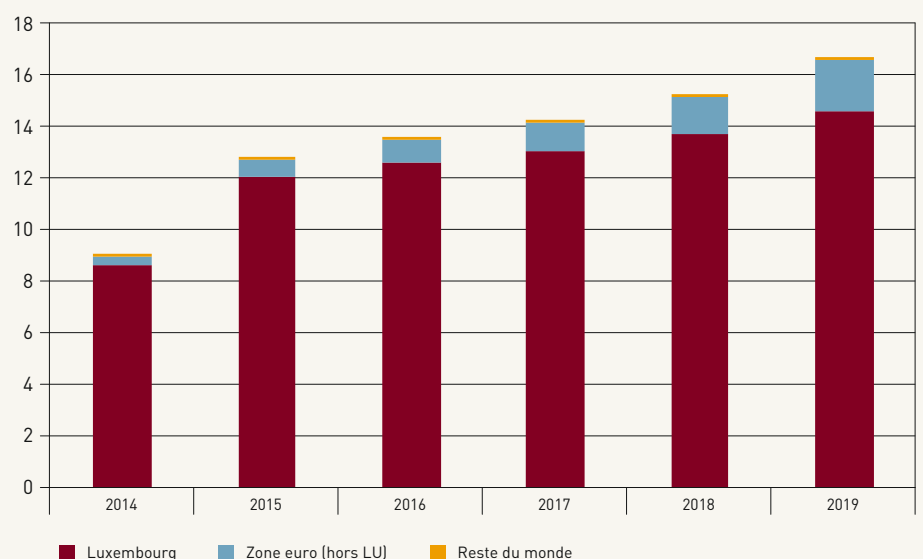
76 Voir le tableau 7.3 (p. 19) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

Graphique 5
Valeur totale des prélèvements au Luxembourg selon le pays de la banque du créancier
(en millions d'euros)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

Graphique 6
Nombre de prélèvements au Luxembourg selon le pays de la banque du créancier
(en millions)



Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

à destination de la zone euro qu'à destination du Luxembourg. En fin 2019, la valeur moyenne des virements se situait en-dessous de 15 000 euros pour ceux à destination du Luxembourg comme pour ceux à destination de la zone euro.

Pour les virements à destination du reste du monde, la valeur moyenne s'est établie à 259 261 euros, en hausse depuis 2014. Alors que la valeur totale des virements à destination de la zone euro est relativement proche de celle à destination du reste du monde, le nombre de transactions à destination de la zone euro est 16,5 fois plus élevé que celui des transactions à destination du reste du monde.

Les valeurs moyennes montrent une tendance stable dans les trois pays voisins du Luxembourg et dans l'ensemble de la zone euro. Néanmoins, la valeur moyenne des virements émis par les établissements au Luxembourg est presque quatre fois plus élevée que celle dans la zone euro dans son ensemble⁷⁷. Toutefois, il convient de noter que la situation du Luxembourg est similaire à celle du Royaume-Uni.

2.2.2 Les prélèvements

Entre 2014 et 2019, la **valeur totale des prélèvements** a augmenté tant à l'intérieur du Luxembourg qu'à destination de la zone euro ou du reste du monde (Graphique 5). Pour l'essentiel de la valeur totale, la banque du créancier se situe au Luxembourg.

⁷⁷ Voir le tableau 9.4 (p. 36) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

Le nombre de prélèvements s'est accru de 9 millions depuis 2014 pour s'établir à 18 millions en fin 2019. Comme pour la valeur totale, la banque du créancier se trouve au Luxembourg pour la plupart des transactions (Graphique 6).

La croissance du nombre de prélèvements au Luxembourg est comparable à celle de la Belgique.

La valeur moyenne des prélèvements à l'intérieur du Luxembourg a quelque peu augmenté depuis 2014, pour se fixer autour de 300 euros en fin 2019 (Graphique 7).

En revanche, pour les prélèvements à destination de la zone euro ou du reste du monde la valeur moyenne a baissé (voir le graphique ci-dessus).

Depuis quelques années, la valeur moyenne s'est inscrite plutôt à la hausse au Luxembourg de même qu'en Belgique, en France et dans la zone euro dans son ensemble. La valeur moyenne des prélèvements au Luxembourg est près de 50 % plus élevée que celle dans l'ensemble de la zone euro, mais reste bien inférieure à celle rapportée par l'Irlande⁷⁸.

2.2.3 Les cartes de paiement

Cette section présente l'évolution des opérations par carte de paiement, y compris les retraits aux guichets automatiques de banque (GAB), avec une décomposition selon le pays de la transaction. L'échantillon des déclarants est le même que pour les virements et les prélèvements. Les paiements par carte effectués aux terminaux physiques sont analysés selon le type de carte (de crédit, de débit ou prépayée).

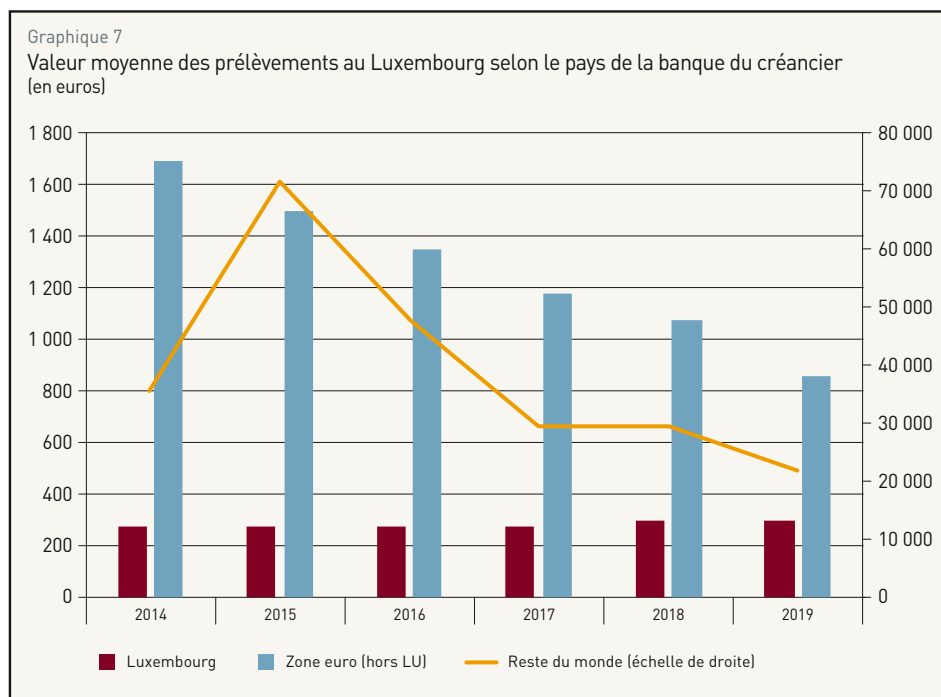
2.2.3.1 Les retraits aux guichets automatiques de banque

Sur le Graphique 8, on constate que les clients des déclarants luxembourgeois⁷⁹ ont réduit **le nombre de leurs retraits aux GAB** au Luxembourg de 13,5 millions en 2014 à 12,7 millions en 2019. En revanche, sur cette même période, ils ont augmenté le nombre de leurs retraits aux GAB dans la zone euro et dans le reste du monde.

Les retraits aux GAB au Grand-Duché représentent plus de 80 % du nombre total, peu importe l'année. Cependant, cette part a diminué depuis 2014 pour se fixer à 83 % en 2019. La part des retraits réalisés dans la zone euro a augmenté de 3 points de pourcentage pour s'établir à 15 % en 2019.

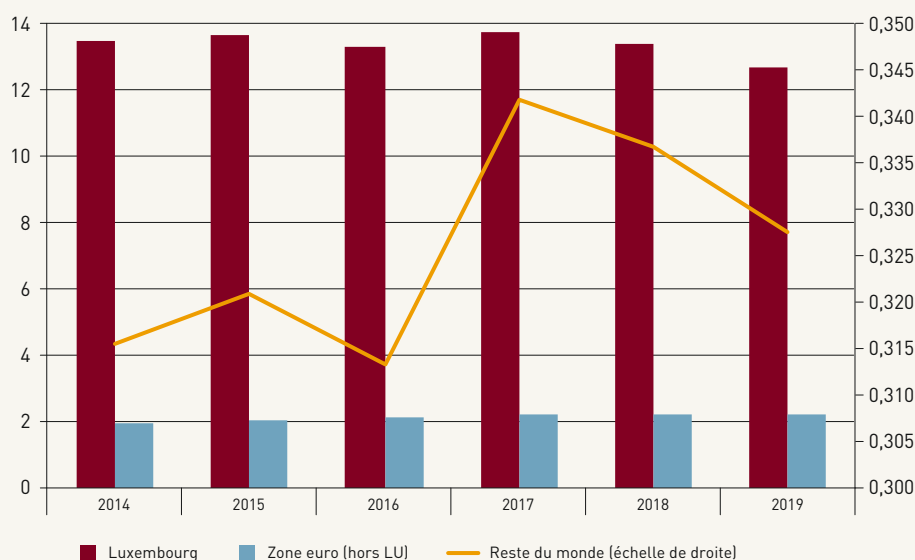
⁷⁸ Voir le tableau 9.4 (p. 36) de la publication « Payment statistics report » de la BCE. Cette analyse se positionne du côté créateur.

⁷⁹ Les données concernent les clients des déclarants luxembourgeois indépendamment de leur pays de résidence.



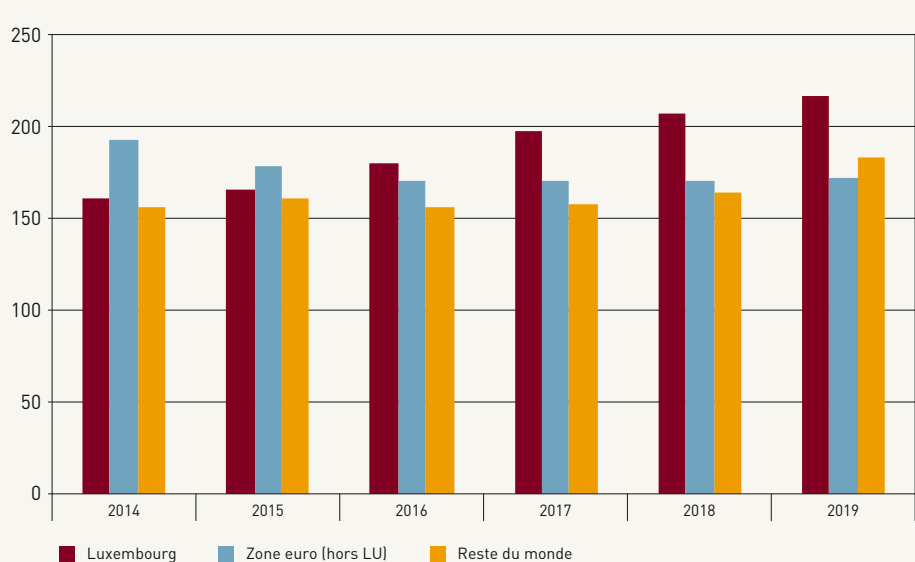
Note : Les données portent sur la catégorie client « autres non-IFM ».
Source : BCL

Graphique 8
Nombre de retraits aux GAB par les clients des déclarants luxembourgeois selon le pays de la transaction (en millions)



Source : BCL

Graphique 9
Valeur moyenne des retraits aux GAB par les clients des déclarants luxembourgeois selon le pays de la transaction (en euros)



Source : BCL

Le nombre de retraits aux GAB, avec des cartes émises par des déclarants luxembourgeois, montre une tendance légèrement baissière depuis des années. Cette tendance est en ligne avec celle dans les pays limitrophes et dans la zone euro dans son ensemble⁸⁰.

Le Graphique 9 montre que la **valeur moyenne des retraits aux GAB** au Luxembourg n'a cessé de croître depuis 2014 pour se fixer à 216 euros en fin 2019.

La valeur moyenne des retraits aux GAB au Luxembourg est plus élevée que celle dans les trois pays voisins et dans la zone euro dans son ensemble, peu importe l'année. En même temps, les valeurs moyennes des retraits aux GAB ont légèrement augmenté tant au Luxembourg que dans les trois pays frontaliers et dans l'ensemble de la zone euro⁸¹.

2.2.3.2 Les transactions aux terminaux de paiement⁸²

Au Luxembourg, 70 % de la **valeur des paiements par carte** est attribuable aux cartes de débit⁸³, le restant étant dominé

80 Voir le tableau 12.1 (p. 56) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

81 Cette comparaison se base sur les tableaux 12.1 (p. 56) et 13.1 (p. 62) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

82 Il s'agit des opérations à des terminaux de type point de vente.

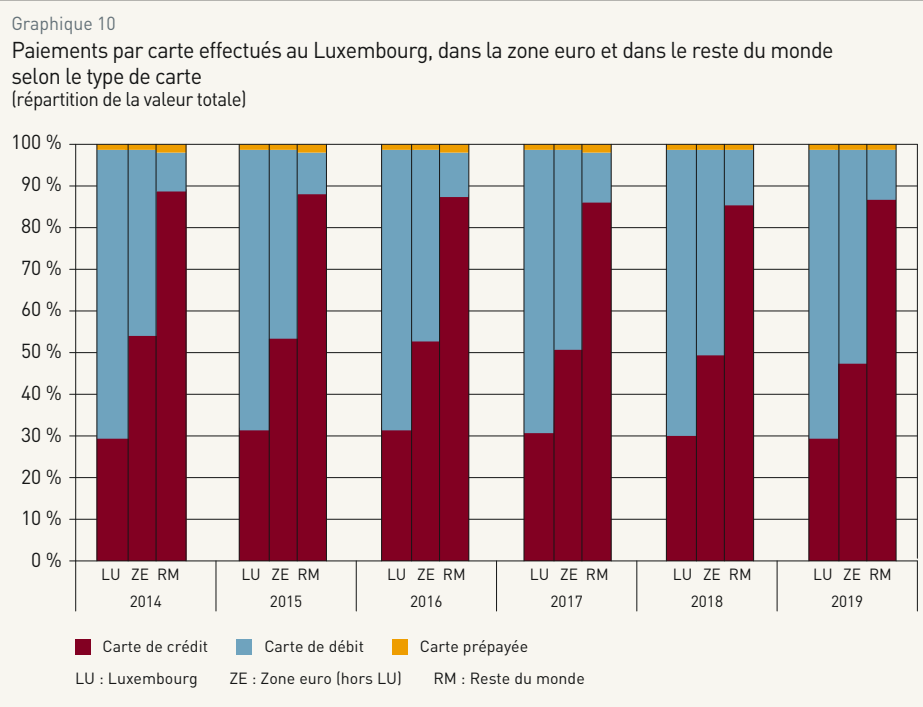
83 Une carte ayant une fonction de débit est une « carte permettant que les achats effectués par son porteur soient directement et immédiatement portés au débit de son compte, que celui-ci soit ouvert auprès de l'émetteur de la carte ou non » (Règlement (UE) N° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements).

par les cartes de crédit⁸⁴. Cette distribution est relativement stable durant la période considérée (Graphique 10). La valeur des transactions par cartes prépayées est négligeable en comparaison avec la valeur des transactions par cartes de débit ou par cartes de crédit.

Pour les cartes émises au Luxembourg, la valeur totale des paiements réalisés dans la zone euro est relativement équilibrée entre les cartes de crédit et les cartes de débit. Entre 2014 et 2019, la valeur totale des paiements par cartes de crédit a légèrement baissé au profit des cartes de débit.

Toujours pour les cartes émises au Luxembourg, la valeur totale des paiements réalisés dans le reste du monde est dominée par les cartes de crédit (87,8 % en 2019), suivis par les cartes de débit (11,5 %) et les cartes prépayées (0,7 %). Ces parts sont relativement stables durant la période considérée.

La tendance haussière de la valeur et du nombre de paiements par carte est visible tant pour le Luxembourg que pour les trois pays voisins, de même que pour la zone euro dans son ensemble. Pour chacune des quatre dernières années, le Luxembourg montre la plus forte croissance par rapport aux trois pays frontaliers⁸⁵.

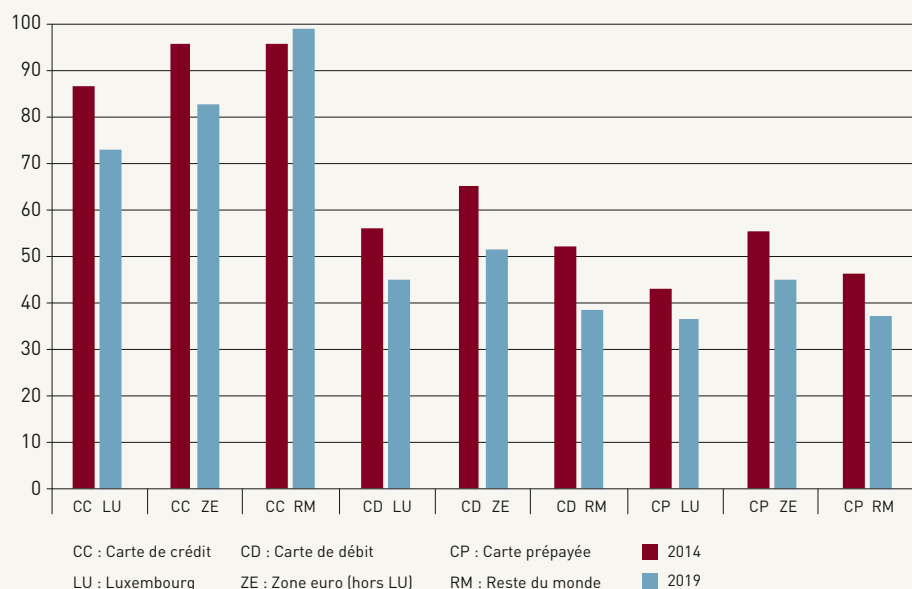


Source : BCL

84 Une carte ayant une fonction de crédit est une « carte permettant à son porteur d'effectuer des achats et, dans certains cas, de retirer des espèces à concurrence d'un plafond fixé d'avance. Le crédit accordé peut être remboursé soit intégralement à la fin d'une période déterminée, soit en partie, le solde étant considéré comme une prorogation de crédit, généralement porteur d'intérêts » (Règlement (UE) N° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements).

85 De plus, au Luxembourg, le pourcentage des paiements transfrontaliers par carte est le plus élevé de l'UE, comme démontré dans le graphique 1 du rapport « Card payments in Europe – current landscape and future prospects: a Eurosystem perspective », disponible sur le lien suivant (date d'émission : 17 avril 2019) : https://www.ecb.europa.eu/pub/pubbydate/2019/html/ecb.cardpaymentsineu_currentlandscapeandfutureprospects201904~30d4de2fc4.en.html

Graphique 11
Valeur moyenne des paiements par cartes émises au Luxembourg selon le pays de la transaction
(en euros)



Source : BCL

Conformément aux attentes, en fin 2019, la valeur moyenne des paiements à l'intérieur du Luxembourg était plus importante pour les paiements par carte de crédit (73 euros) que pour les paiements par carte de débit (45 euros) ou par carte prépayée (37 euros), voir le Graphique 11. Entre 2014 et 2019, la valeur moyenne des paiements a diminué pour tout type de carte. Cette évolution est en partie due à l'introduction des paiements par carte sans contact et sans code PIN (jusqu'à une valeur limite), ce qui a mené à une augmentation du nombre des transactions, sans un impact important sur la valeur totale.

Pour les cartes de crédit émises au Luxembourg, la valeur moyenne des paiements réalisés dans la zone euro était de 83

euros en fin 2019. Comme pour les paiements effectués au Luxembourg, cette valeur moyenne était au-dessus de celle des paiements par carte de débit (51 euros) ou par carte prépayée (45 euros). Entre 2014 et 2019, la valeur moyenne des paiements par carte dans la zone euro a également baissé pour tout type de carte.

Toujours pour les cartes de crédit émises au Luxembourg, la valeur moyenne des paiements effectués dans le reste du monde était de 99 euros en 2019, ce qui est supérieur à celle des paiements au Luxembourg ou dans la zone euro. En revanche, pour les cartes de débit la valeur moyenne des paiements réalisés dans le reste du monde était de 38 euros, ce qui est inférieur à celle des paiements au Luxembourg ou dans la zone euro. Enfin, la valeur moyenne a baissé entre 2014 et 2019 pour les paiements par carte de débit et par carte prépayée. La tendance baissière est également visible entre 2014 et 2018 pour les paiements par carte de crédit.

La tendance baissière de la valeur moyenne est également observable dans tous les pays frontaliers (la Belgique, l'Allemagne et la France), ainsi qu'au niveau de la zone euro dans son ensemble. Au cours de chacune des quatre dernières années, la valeur moyenne des paiements avec des cartes émises au Luxembourg était légèrement supérieure à celle dans les pays voisins et à celle dans la zone euro dans son ensemble⁸⁶.

Concernant le paiement par carte sans contact, des chiffres sont disponibles seulement pour un des principaux acteurs de l'industrie mondiale des paiements, à savoir Mastercard. Selon cette source, au Luxembourg les paiements sans contact représentaient 37 % des paiements par carte en 2019, en comparaison avec 47 % en Europe. Les leaders européens des paiements sans contact étaient la République Tchèque (93 % des transactions en points de vente), la Géorgie (89 %), ou encore la Pologne (83 %). Toujours selon Mastercard, en 2019 au Luxembourg les secteurs où le paiement par carte sans

⁸⁶ Voir les tableaux 7.1 (p. 15) et 9.1 (p. 30) de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

contact a été le plus utilisé étaient les supermarchés (25 %), les restaurants et les fast-foods (24 %) ainsi que les commerces de proximité, incluant les pharmacies, les librairies, etc. (14 %) ⁸⁷.

2.4 Les systèmes de monnaie électronique

Le système de monnaie électronique est un « ensemble de concepts techniques, de règles, de protocoles, d'algorithmes, de fonctions, d'accords juridiques et contractuels, d'accords commerciaux et de procédures administratives qui constituent la base de la fourniture d'un produit particulier de monnaie électronique. Ceci peut également inclure la fourniture à ses membres de certains services de commercialisation, de traitement ou autres » ⁸⁸.

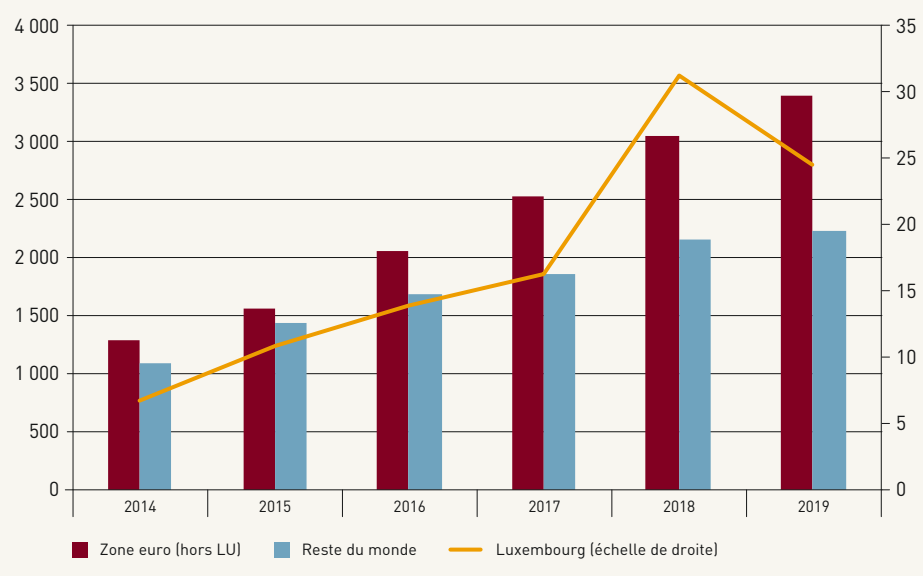
Pour les institutions établies au Luxembourg, le Graphique 12 montre que **la valeur totale disponible sur les comptes actifs⁸⁹ en monnaie électronique** a plus que doublé depuis 2014 pour s'établir à 5,6 milliards d'euros en 2019. Les détenteurs résidant dans la zone euro (hors Luxembourg) représentent la plus grande part de ce total (3,4 milliards d'euros), suivis par les détenteurs résidant dans le reste du monde (2,2 milliards d'euros). Si le montant représenté par les résidents au Luxembourg

87 Mastercard, communiqué de presse du 25 septembre 2019 « Le paiement sans contact décolle au Luxembourg ».

88 Règlement (UE) N° 1409/2013 de la Banque centrale européenne du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements.

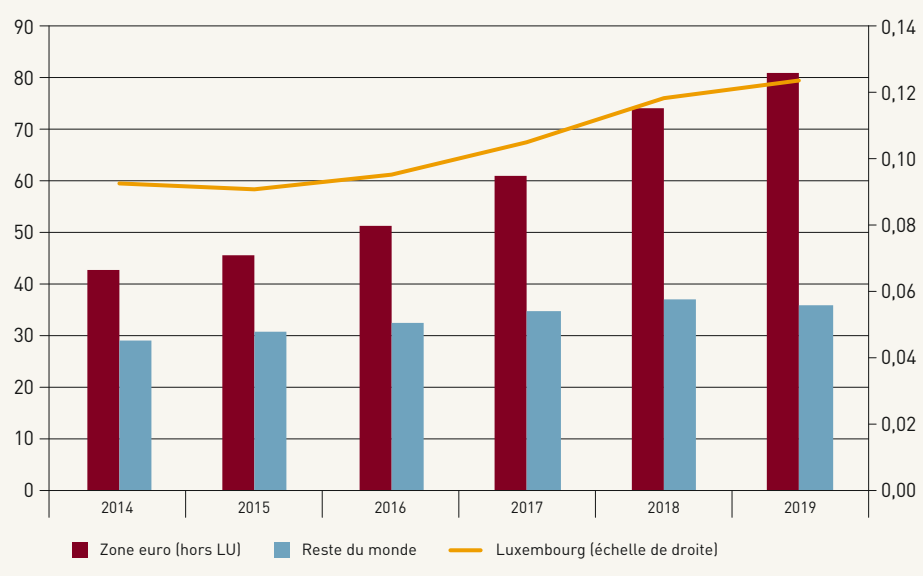
89 Un compte en monnaie électronique est qualifié d'actif s'il n'est pas bloqué et si des mouvements ont eu lieu durant les douze mois précédents.

Graphique 12
Valeur totale disponible sur les comptes actifs en monnaie électronique au Luxembourg selon le pays de résidence du détenteur du compte (en millions d'euros)



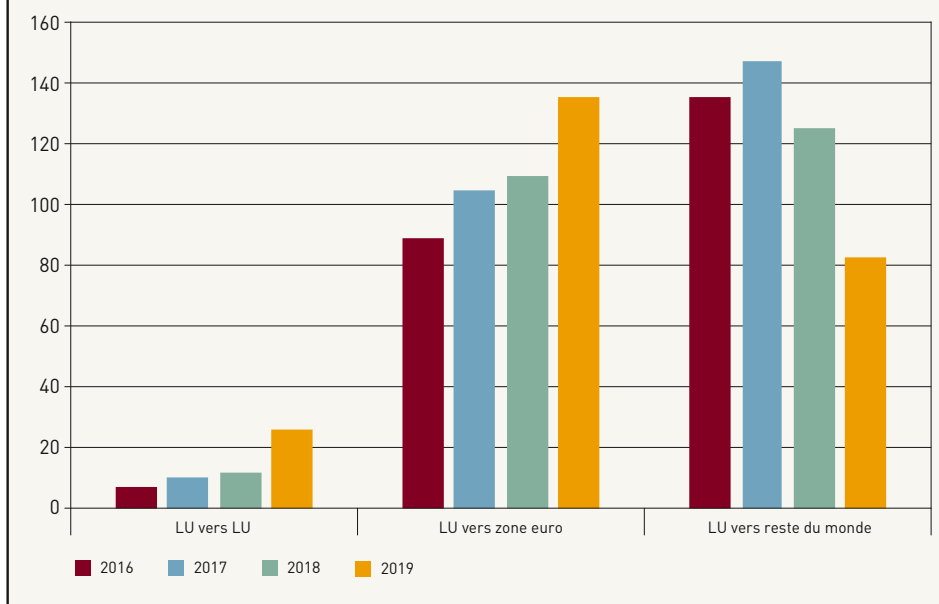
Note : Seules les données pour décembre sont incluses.
Source : BCL

Graphique 13
Nombre de comptes actifs en monnaie électronique au Luxembourg selon le pays de résidence du détenteur du compte (en millions)



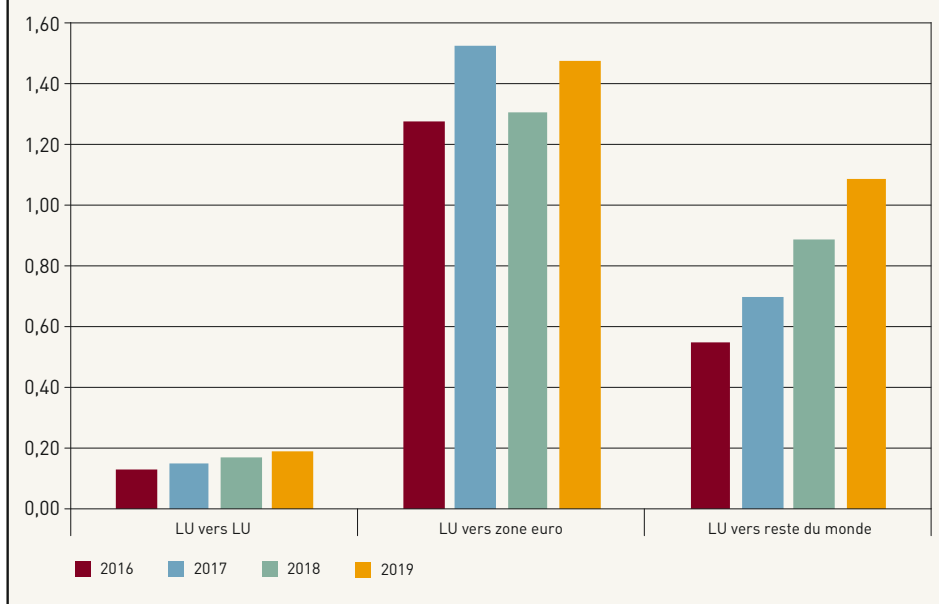
Note : Seules les données pour décembre sont incluses.
Source : BCL

Graphique 14
Valeur totale des transferts de monnaie électronique émis au Luxembourg
(en millions d'euros)



Source : BCL

Graphique 15
Nombre des transferts de monnaie électronique émis au Luxembourg
(en millions)



Source : BCL

est relativement réduit, il a connu la progression la plus importante.

Le Graphique 13 indique que le **nombre de comptes actifs en monnaie électronique** n'a cessé de croître depuis 2014 pour se fixer à 117 millions en décembre 2019.

Le nombre de comptes des détenteurs résidant dans la zone euro a presque doublé depuis 2014 pour s'établir à 81 millions en décembre 2019.

Les données sont collectées sur base de résidence du compte et, s'agissant de la monnaie électronique, il convient de noter que certains acteurs regroupent toute leur activité au Luxembourg.

La valeur totale des transferts de monnaie électronique à l'intérieur du Luxembourg a plus que triplé entre 2016 et 2019 pour s'établir à 25 millions d'euros en 2019 (voir le Graphique 14). Toutefois, la valeur des transferts intérieurs au Luxembourg demeure très inférieure à celle des transferts du Luxembourg vers la zone euro (135 millions d'euros) ou vers le reste du monde (82 millions d'euros).

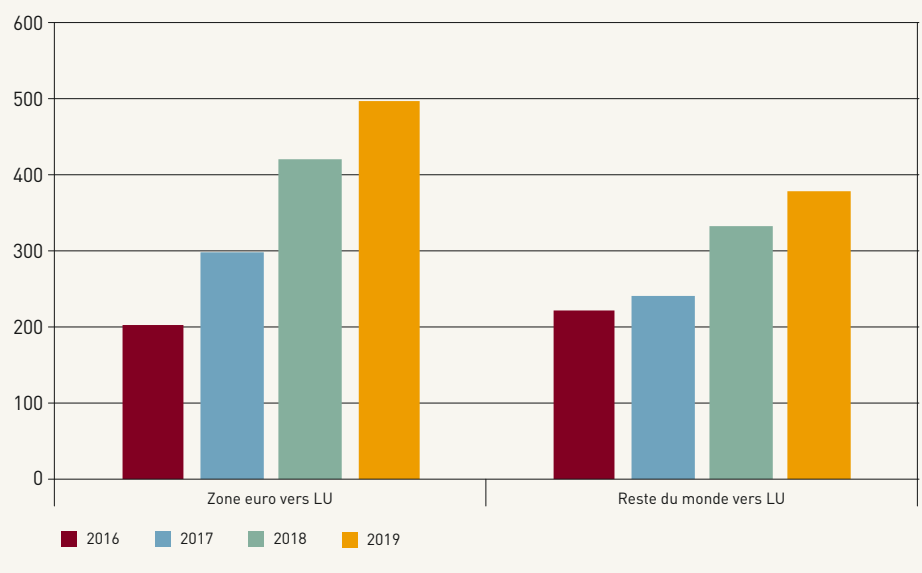
Depuis 2016, le **nombre de transferts de monnaie électronique** à l'intérieur du Luxembourg ou destinés au reste du monde a continuellement augmenté. En revanche, le nombre de transferts à destination de la zone euro a évolué en dents de scie, son niveau restant le plus important, à 1,5 million en 2019 (Graphique 15). Le nombre de transferts à l'intérieur du Grand-Duché reste nettement inférieur à celui des transferts destinés à la zone euro ou au reste du monde.

Comme le montre le Graphique 16, depuis 2016, **la valeur totale des transferts de monnaie électronique reçus** au Luxembourg en provenance du reste de la zone euro a plus que doublé pour atteindre 497 millions d'euro en 2019.

Le nombre de transferts de monnaie électronique reçus au Luxembourg en provenance de l'étranger a continuellement crû entre 2016 et 2019. La progression a été plus forte pour les transferts émanant de la zone euro que pour ceux émanant du reste du monde. En 2019, le nombre des transferts provenant du reste de la zone euro (30,2 millions) était plus de deux fois supérieur à celui de 2016 (Graphique 17).

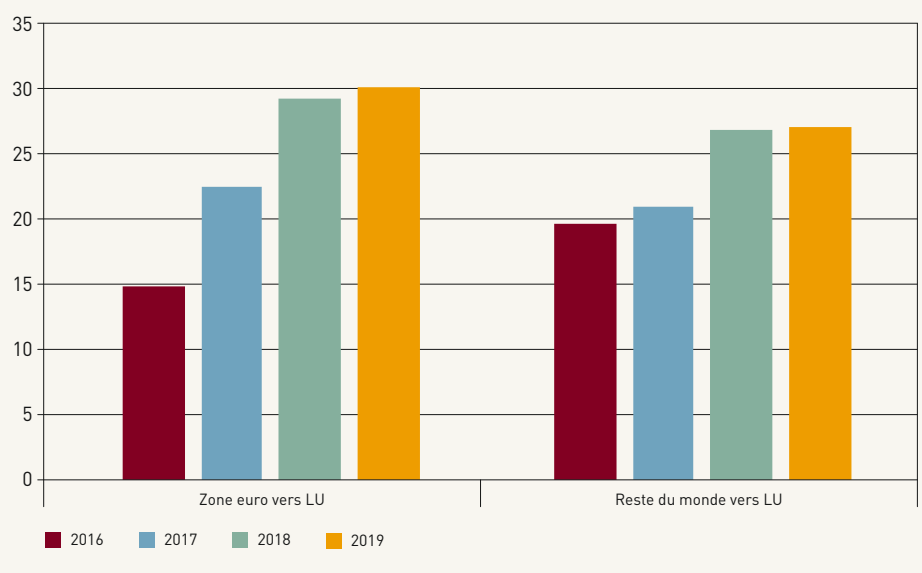
Pour conclure, même si la Belgique montre la plus forte croissance du nombre de transactions en monnaie électronique dans les dernières années, le volume total reste faible en comparaison avec celui du Luxembourg. En 2019, le nombre total de transactions en monnaie électronique des trois pays limitrophes⁹⁰ ne représentait que 5 % du volume au Luxembourg⁹¹.

Graphique 16
Valeur totale des transferts de monnaie électronique reçus au Luxembourg en provenance de l'étranger (en millions d'euros)



Source : BCL

Graphique 17
Nombre des transferts de monnaie électronique reçus au Luxembourg en provenance de l'étranger (en millions)



Source : BCL

90 L'Allemagne est le seul pays où le nombre de transactions en monnaie électronique montre une tendance baissière depuis quelques années.

91 Voir le tableau 7.1 en p. 14 et le tableau 7.3 en p. 20 de la publication « Payment statistics report » de la BCE.

3. Le virement SEPA instantané

Dans l'espace unique de paiements en euro SEPA, le Conseil des paiements de détail en euros (*Euro Retail Payments Board*) a invité en 2014 le Conseil européen des paiements (*European Payments Council*) à développer un schéma pan européen du paiement instantané afin d'éviter une fragmentation suivant les frontières nationales.

Le virement SEPA instantané (*SEPA Instant Credit Transfer*) est devenu opérationnel à partir du 21 novembre 2017. C'est un schéma optionnel pour les fournisseurs de services de paiement (FSP) dans les 36 pays et territoires de la zone SEPA. Les FSP peuvent adhérer à ce schéma en qualité de récepteurs de transactions ou en tant que récepteurs et émetteurs à la fois.

Au 26 novembre 2020, 2287 FSP de 23 pays⁹² avaient adhéré à ce schéma, ce qui représente 57 % des FSP européens. Parmi les FSP adhérents, trois sont au Luxembourg⁹³, 1 251 en Allemagne, 433 en Autriche ou encore 123 en France. La part des virements instantanés dans le nombre total des virements est estimée à 7,47 %. Une fois qu'un FSP a adhéré à ce schéma, il permet aux particuliers, entreprises et organismes gouvernementaux d'être soit émetteurs soit bénéficiaires d'une transaction⁹⁴.

Les virements SEPA instantanés ont l'avantage d'être immédiats (endéans des 10 secondes) et irréversibles. Cela implique que pendant ce laps de temps, le FSP du bénéficiaire doit rapporter au FSP de l'émetteur que le compte du destinataire a été crédité du montant correspondant ou doit l'informer que la transaction a été refusée.

Le virement SEPA instantané peut être réalisé 24 heures sur 24, sept jours sur sept, 365 jours par an. Le montant maximal est de 100 000 euros depuis le 1^{er} juillet 2020. Cependant, les participants individuels ont la possibilité de convenir de façon bilatérale ou multilatérale d'un montant maximal plus élevé et/ou d'un temps d'exécution plus réduit.

Le règlement définitif et irrévocable des paiements instantanés est permis entre autres par le TIPS (*TARGET Instant Payment Settlement*, le service de règlement des paiements instantanés TARGET)⁹⁵. Ce dernier est opérationnel depuis le 30 novembre 2018 et fournit le règlement des transactions en monnaie de banque centrale. Ainsi, les paiements instantanés présentent l'avantage d'éliminer le risque de crédit et d'optimiser les flux de trésorerie pour les particuliers et les entreprises.

En conclusion, le virement SEPA instantané représente une solution innovante dans le domaine des systèmes de paiement de masse en Europe, en particulier dans le contexte de la digitalisation de l'économie. Il peut être un substitut au paiement en espèces. En effet, les particuliers pourraient l'utiliser pour des paiements entre personnes physiques, comme au moment des achats de biens d'occasion, du partage de l'addition d'un repas au restaurant, ou encore pour les contributions à une cagnotte. Le virement SEPA instantané est également de nature à pouvoir constituer une alternative au paiement par carte bancaire, notamment dans le secteur du commerce électronique.

92 Au 26 novembre 2020, il y avait 23 pays adhérents, à savoir l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Bulgarie, Chypre, le Danemark, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, le Luxembourg, Malte, Monaco, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, le Royaume-Uni, la Slovaquie et la Suède.

93 Il s'agit de la BCEE, de la BIL et de la Danske Bank International S.A.

94 Voir "Questions & Answers on the SEPA Instant Credit Transfer Scheme", European Payments Council AISBL, Brussels.

95 Le règlement définitif et irrévocable des paiements instantanés entre banques est également permis par d'autres mécanismes de compensation tels que le RT1 de EBA Clearing, equensWorldline, Iberpay (*Sociedad Española de Sistemas de Pago*) ou encore STET.

4. Conclusion

Cette analyse fournit de riches enseignements sur l'utilisation au Luxembourg des instruments de paiement (virements, prélèvements, cartes de paiement et systèmes de monnaie électronique) par les ménages ou par les sociétés non financières.

Plusieurs conclusions émergent : les moyens de paiement scripturaux qui concentrent le plus grand nombre de transactions sont les cartes et les virements. La progression la plus forte en termes de nombre de transactions a été enregistrée pour les paiements par carte et en monnaie électronique.

Pour les virements et les prélèvements, la valeur totale des paiements a augmenté entre 2014 et 2019, toutes destinations confondues (Luxembourg, reste de la zone euro ou reste du monde). Pour les virements émis par les établissements au Luxembourg, la valeur moyenne par paiement est presque quatre fois plus élevée que celle dans la zone euro dans son ensemble. Cependant, la valeur moyenne au Luxembourg est similaire à celle au Royaume-Uni. Quant aux prélèvements, leur valeur moyenne au Luxembourg est près de 50 % plus élevée que celle pour l'ensemble de la zone euro, mais reste bien inférieure à celle rapportée par l'Irlande.

Les retraits aux guichets automatiques de banque au Luxembourg ont vu leur valeur moyenne progresser sur la même période. En revanche, les paiements par carte réalisés au Luxembourg ont vu leur valeur moyenne diminuer. Cette évolution est en partie due à l'introduction des paiements par cartes sans contact et sans code PIN (jusqu'à une valeur limite), ce qui a mené à une augmentation du nombre de transactions, sans un impact important sur la valeur totale. Cependant, la valeur moyenne tant des retraits aux guichets automatiques de banque au Luxembourg que des paiements avec des cartes émises au Luxembourg est plus élevée que celle dans les trois pays frontaliers du Grand-Duché ou dans la zone euro dans son ensemble et ce, peu importe l'année.

Le nombre de comptes actifs en monnaie électronique a progressé entre 2014 et 2019, ainsi que la valeur totale disponible sur ces comptes. Les détenteurs résidant dans la zone euro (hors Luxembourg) représentent la plus grande part de ce total, suivis par les détenteurs résidant dans le reste du monde. En revanche, le montant représenté par les résidents au Luxembourg a connu la progression la plus importante.

S'agissant du virement SEPA instantané, il représente une solution innovante dans le domaine des systèmes de paiement de masse en Europe, en particulier dans le contexte de la digitalisation de l'économie. Cependant, il ne pourrait atteindre tout son potentiel que grâce à de nouveaux schémas tels que « *Request to Pay* » qui permettront une interaction plus facile entre les commerçants et les consommateurs.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé le 1^{er} décembre 2020 le règlement BCE modifiant le règlement du 28 novembre 2013 concernant les statistiques relatives aux paiements (BCE/2013/43). Cet amendement introduit de nouvelles exigences en matière de reporting relatif aux canaux et aux services de paiement innovants, ainsi qu'aux opérations de paiement frauduleuses. Il permettra de collecter, à partir de janvier 2022, davantage de statistiques, comme celles sur les paiements mobiles, les paiements par cartes sans contact, les services d'initiation de paiement, qui nous renseigneront sur les tendances en matière de digitalisation au Luxembourg.