

à interpréter donc avec prudence eu égard à leur caractère provisoire, la progression moyenne de l'emploi se serait établie à 3,7 % au cours des trois mois suivants. L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a été plus dynamique, atteignant 4,7 % de croissance en moyenne sur les dix premiers mois de 2018. L'emploi résident continue lui aussi sa progression, à concurrence de 2,9 % sur la même période, soit un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise. Le taux de chômage qui était passé sous la barre des 6 % en milieu d'année 2017, se situe désormais à un niveau proche de 5 % et donc au plus bas depuis début 2009.

Compte tenu du degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise, sa performance à venir est confrontée à plusieurs défis induits par la baisse des perspectives de la croissance économique de la zone euro et dans des pays émergents « majeurs », mais aussi par un regain périodique des incertitudes politiques quant à la poursuite d'un commerce extérieur sans entraves protectionnistes et au Brexit. Une sortie désordonnée du Royaume-Uni amplifierait les inquiétudes des investisseurs et par ricochet la volatilité des marchés. L'impact d'un tel événement est difficile à quantifier pour le Luxembourg au vu de la présence d'effets potentiellement opposés (échanges économiques et financiers traditionnels et transferts récents de certaines activités vers le Luxembourg). L'encadré 1.1 décrit la diversité des expositions du Luxembourg vis-à-vis du Royaume-Uni.

Encadré 1.1 :

## LES EFFETS DU VOTE EN FAVEUR DU BREXIT SUR LES EXPOSITIONS LUXEMBOURGEOISES VIS-À-VIS DU ROYAUME-UNI

La victoire du « *Leave* » lors du référendum du 23 juin 2016 portant sur la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne a suscité de nombreuses interrogations sur les modalités, les risques et les opportunités liés à un processus totalement inédit dans l'histoire de la construction européenne. Les conséquences d'une décision aussi importante que celle du *Brexit* ne sauraient être circonscrites au Royaume-Uni en raison des liens économiques et sociaux qui ont été tissés avec l'Union européenne pendant plus de 45 ans. La question du *Brexit* est particulièrement importante pour le Luxembourg qui entretient des liens économiques étroits avec le Royaume-Uni. Ainsi, en 2017, près de 12,9 milliards d'euros de services ont été exportés vers le Royaume-Uni dont près de la moitié (7 milliards d'euros)<sup>2</sup> représente des services financiers. Le Royaume-Uni est la deuxième destination des exportations de services financiers mais il est également l'un des principaux pourvoyeurs de services financiers vers le Luxembourg avec 31 % du total des importations de services financiers en 2017. Par ailleurs, sept banques d'origine britannique sont inscrites sur la liste officielle des établissements de crédit et l'activité des fonds d'investissement d'origine britannique permet au Royaume-Uni d'occuper la seconde place en termes d'actifs détenus au 31 décembre 2018<sup>3</sup>. Dans ce contexte, les craintes d'un « *hard Brexit* » pourraient rapidement se matérialiser par des changements notables dans l'évolution des expositions luxembourgeoises au Royaume-Uni.

### A. Expositions bancaires du Luxembourg vis-à-vis du Royaume-Uni

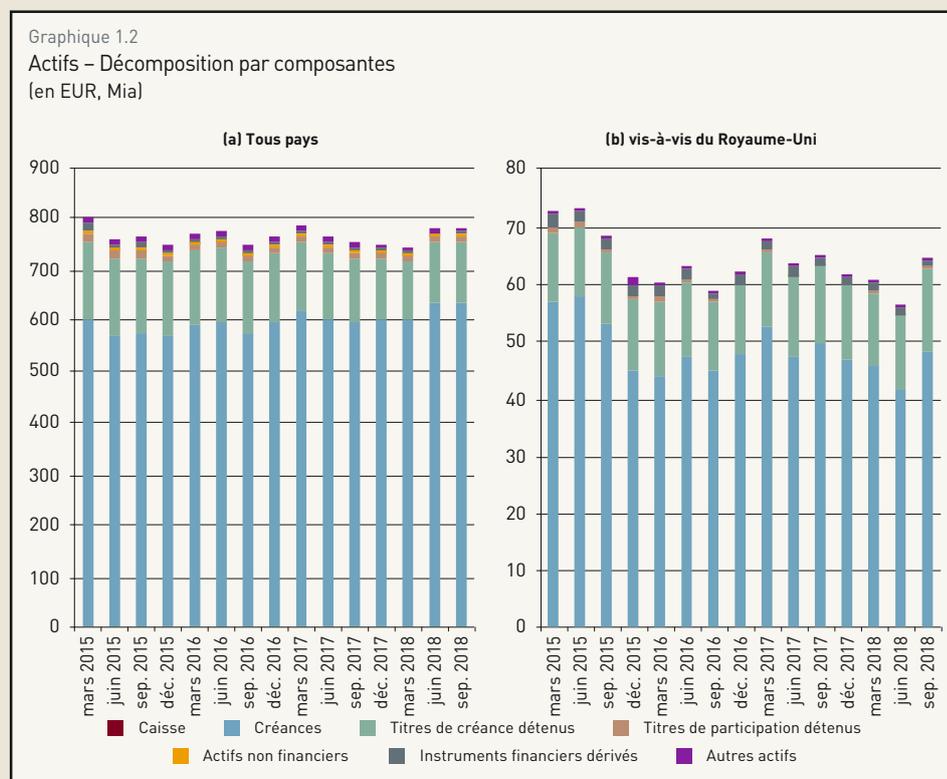
Afin de saisir l'effet du vote en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne sur l'évolution des expositions bancaires luxembourgeoises, une analyse globale de la décomposition des actifs est susceptible de révéler des changements dans la structure des actifs. Ainsi, une comparaison entre l'évolution à l'actif des expositions bancaires vis-à-vis

<sup>2</sup> Source : STATEC

<sup>3</sup> Source : CSSF

du Royaume-Uni et de l'évolution à l'actif de l'ensemble des expositions bancaires luxembourgeoises, telles qu'elles sont illustrées respectivement par les graphiques 1.2(b) et 1.2(a), révèle certaines caractéristiques que l'issue du référendum n'a pas modifié. En premier lieu, la décomposition des expositions bancaires indique que les créances demeurent les principaux instruments à l'actif des banques domiciliées au Luxembourg, et ce, quelle que soit la contrepartie considérée. Cependant, une analyse détaillée montre que l'évolution de la part de ces instruments dans le total des actifs pour les expositions envers le Royaume-Uni s'est légèrement modifiée en 2015-2016, marquée par une forte décroissance au dernier trimestre 2015 et suivie par une augmentation de plus de 4 p.p. entre les premiers trimestres 2016 et 2017. Cette évolution contraste avec celle observée pour le total des expositions bancaires, singularisée par une tendance croissante et continue depuis le troisième trimestre 2015.

Les titres de créances détenus constituent la deuxième composante des actifs bancaires luxembourgeois. L'évolution de cette composante pour les expositions luxembourgeoises vis-à-vis du Royaume-Uni diffère sensiblement de celle observée pour l'ensemble des expositions luxembourgeoises. Elle s'inscrit dès le deuxième trimestre 2015 dans une phase ascendante, permettant ainsi une augmentation de la part des instruments émis par des contreparties britanniques dans le total des actifs bancaires luxembourgeois de plus de 5 p.p. entre le deuxième trimestre 2015 et le premier trimestre 2016. La défaite du « *remain* » s'accompagne, entre le deuxième et le quatrième trimestres 2016, d'une baisse significative (de 3 p.p.) des titres de créances détenus par les banques domiciliées au Luxembourg vis-à-vis des contreparties britanniques. L'effet de surprise finit par s'atténuer et la part de ces instruments s'inscrit de nouveau dans une phase ascendante depuis le premier trimestre 2017, conduisant ainsi à une progression de plus de 3 p.p. entre le premier trimestre 2017 et le troisième trimestre 2018. Cette dynamique est sensiblement différente de celle observée pour les titres de créances luxembourgeois vis-à-vis du reste du monde, caractérisée depuis le dernier trimestre 2015 par une tendance descendante.



Source : Calculs BCL. Période 2015 T1 – 2018 T3

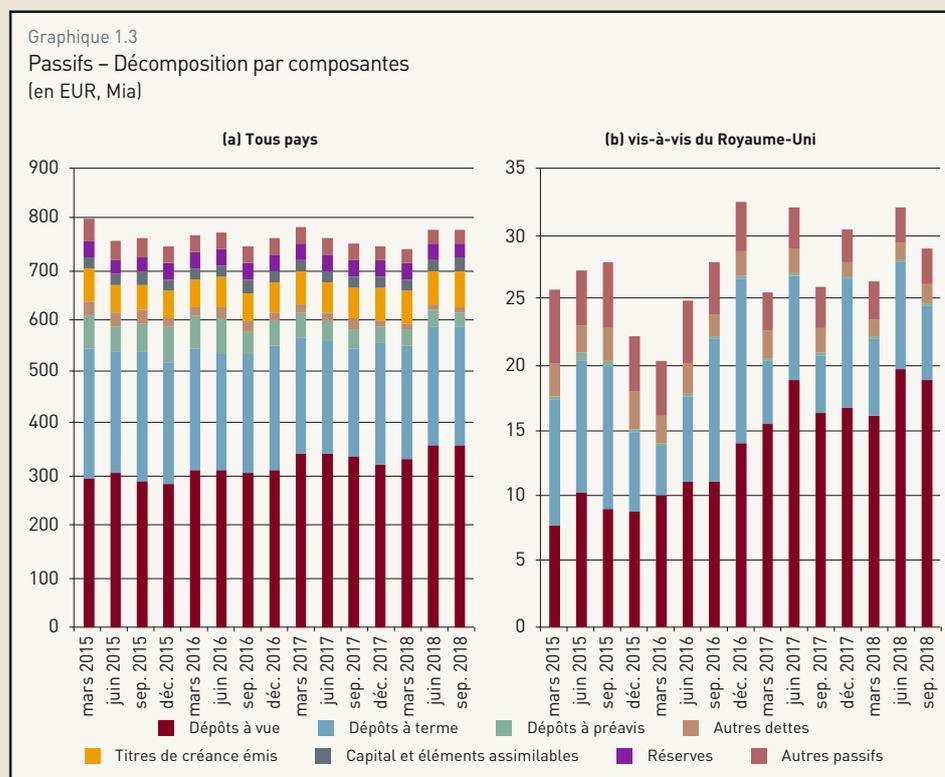
Une analyse granulaire de chacune des composantes du graphique 1.2 offre de nouveaux éléments quant à l'impact du vote en faveur du *Brexit* sur la structure des bilans bancaires. À l'actif, une ventilation par composantes indique que la dynamique des créances ne s'est pas sensiblement modifiée après le mois de juin 2016. Une décomposition sectorielle des créances luxembourgeoises accordées au Royaume-Uni révèle une prédominance de la part des dépôts bancaires, lesquels représentaient plus de 77 % du total des créances au troisième trimestre 2018. Cette part culminait à 80 % au deuxième trimestre 2016 et a connu une légère décroissance l'année suivante. Elle oscille depuis le troisième

trimestre 2017 entre 79 % et 77 %. Au troisième trimestre 2018, les banques domiciliées au Luxembourg détenaient près de 6 % des créances sur les ménages britanniques, une part en nette progression par rapport à celle enregistrée au deuxième trimestre 2016 (4,8 %). La dynamique des créances des banques domiciliées au Luxembourg envers les sociétés non financières s'est légèrement modifiée après le vote en faveur du *Brexit* passant de 5,03 % au deuxième trimestre 2016 à 9,47 % au troisième trimestre 2018.

En ce qui concerne les titres de créances détenus par les banques, il semblerait que l'issue du référendum ait eu un impact significatif singularisé par une soudaine diminution de la part de ces titres dans le total des titres de créances détenus par les établissements de crédit luxembourgeois sur le second semestre 2016 avant de croître sensiblement au cours des années 2017 et 2018. Cette évolution s'inscrit dans un contexte de ralentissement de la dynamique des titres de créances détenus par les banques au Luxembourg, quelle que soit la contrepartie. Une ventilation par secteur des titres de créances émis par des contreparties britanniques fait état d'une prédominance du secteur bancaire dont la dynamique depuis 2015 est marquée par une hausse relativement contenue jusqu'au premier trimestre 2016, date à laquelle la part de cette catégorie de titres atteint son plus haut niveau (91,16 %). Les expositions bancaires luxembourgeoises sur les instruments dérivés au Royaume-Uni ont connu une évolution en dents de scie depuis le mois de juin 2016 mais cette dynamique ne saurait être exclusivement attribuée au résultat du référendum dans la mesure où un développement similaire a été observé pour les expositions tous pays confondus.

À l'instar des deux autres composantes de l'actif, une décomposition par secteur des instruments dérivés luxembourgeois vis-à-vis du Royaume-Uni fait ressortir une prédominance du secteur bancaire. Néanmoins, cette dynamique s'inscrit dans une tendance décroissante qui s'est traduite par une perte de plus de 10 p.p. entre le premier trimestre 2015 et le troisième trimestre 2018. Cette nette tendance contraste avec celles observées pour les secteurs des ménages et des sociétés non financières, marquées par des évolutions contrastées depuis le vote en faveur du *Brexit*, sans jamais dépasser les 2 % dans le total des instruments dérivés détenus par les banques vis-à-vis du Royaume-Uni.

Une décomposition des passifs bancaires luxembourgeois par contrepartie et par composante sectorielle, telle qu'elle est affichée dans le graphique 1.3, met en exergue une structure particulière des expositions bancaires vis-à-vis du Royaume-Uni. Tout d'abord, la part des dépôts à vue britannique est sensiblement plus importante que la part moyenne des dépôts à vue issus du



Source : Calculs BCL. Période 2015 T1 – 2018 T3

reste du monde. Sur la période 2015-2018, les dynamiques d'évolution de cet agrégat s'inscrivent dans une tendance croissante, quelle que soit la contrepartie considérée. Il faut, néanmoins, relever l'importante volatilité qui caractérise les dépôts à vue des contreparties britanniques, comparativement aux dépôts à vue tous pays confondus. Les dépôts à terme britanniques constituent, en moyenne 28 % du passif bancaire. La dynamique qui structure l'évolution de cet agrégat est caractérisée par une tendance décroissante, à l'instar de celle observée pour l'ensemble des dépôts à terme. Le vote en faveur du *Brexit* n'a pas modifié les évolutions des dépôts britanniques, quelle que soit leur maturité.

La ventilation des dépôts par contrepartie fait état d'une part particulièrement faible des dépôts britanniques au Luxembourg, comparativement à l'encours des dépôts tous pays confondus. Néanmoins, le vote en faveur du « *Leave* » semble avoir eu un impact sur la dynamique des dépôts dans la mesure où la part en provenance du Royaume-Uni a légèrement augmenté depuis le deuxième trimestre 2016 pour atteindre plus de 4 %, soit 1,1 p.p. supplémentaire depuis le vote.

Une ventilation sectorielle montre que les dépôts bancaires restent prédominants et que leur part dans les passifs a augmenté depuis le vote en faveur du *Brexit*. La part de cette catégorie est ainsi passée d'un peu plus de 51 % au deuxième trimestre 2016 à plus de 60 % au troisième trimestre 2018. L'incertitude semble avoir gagné les ménages britanniques qui ont réduit le volume de leurs dépôts au Luxembourg au lendemain du référendum britannique. Au quatrième trimestre 2016, la part des dépôts des ménages britanniques au Luxembourg a perdu près de 8 p.p. par rapport au deuxième trimestre 2016. Entre le premier trimestre 2017 et le troisième trimestre 2018, l'évolution du volume des dépôts des ménages britanniques par rapport au total des dépôts britanniques est marquée par une volatilité importante puisqu'elle oscille entre 18 % et 27 %. Contrairement aux deux autres secteurs, la part des dépôts des sociétés non financières dans le total des dépôts britanniques est marquée par une décroissance nette qui s'est traduite par une perte de 4 p.p. entre le deuxième trimestre 2016 et le troisième trimestre 2018.

Quant aux instruments financiers dérivés, la part du Royaume-Uni dans le passif bancaire est marquée, depuis le référendum, par une succession de hausses et de baisses relativement contenues, qui aboutissent néanmoins à une part relativement plus importante au troisième trimestre 2018, à hauteur de 23,7 %, soit 1 p.p. de plus par rapport au deuxième trimestre 2016. Une ventilation sectorielle fait état d'une prédominance du secteur bancaire qui en moyenne représente 86 % du total des instruments financiers dérivés de contrepartie britannique entre le premier trimestre 2015 et le troisième trimestre 2018. L'évolution post-*Brexit* de cette proportion s'inscrit dans un schéma de volatilité identique à celui qui prévalait avant juin 2016. Les secteurs « ménages » et « sociétés non-financières » représentent respectivement moins de 1 % du total des instruments dérivés de contrepartie britannique.

## **B. Expositions des fonds d'investissement du Luxembourg vis-à-vis du Royaume-Uni**

En ce qui concerne les actifs émis par des contreparties britanniques et détenus par les fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg, une ventilation par secteur permet d'extraire de multiples tendances :

- Les expositions vis-à-vis du secteur public représentent en moyenne 11 % du total des expositions vis-à-vis du Royaume-Uni entre 2015 et 2018. La victoire du « *Leave* » n'a pas eu d'effets significatifs sur l'évolution de ces actifs dont la proportion par rapport au total des expositions vis-à-vis du Royaume-Uni s'inscrit dans une tendance ascendante depuis le mois de juin 2016.
- La part des expositions vis-à-vis des sociétés non financières s'est légèrement modifiée à partir du mois de mars 2016, date à partir de laquelle cette proportion est passée en-deçà de 33 % alors qu'elle avoisinait les 39 % au mois de juillet 2015. La perspective d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne semble avoir freiné la dynamique des expositions vis-à-vis des sociétés non financières. En novembre 2018, cette part représentait 29,8 %, soit 5 p.p. de moins par rapport au mois de juin 2016.
- L'évolution de la part des expositions vis-à-vis des banques britanniques est particulièrement irrégulière depuis 2015, singularisée par une forte volatilité. Il reste hasardeux d'attribuer un quelconque mouvement de cette dynamique au résultat du référendum britannique en l'absence d'une tendance claire.

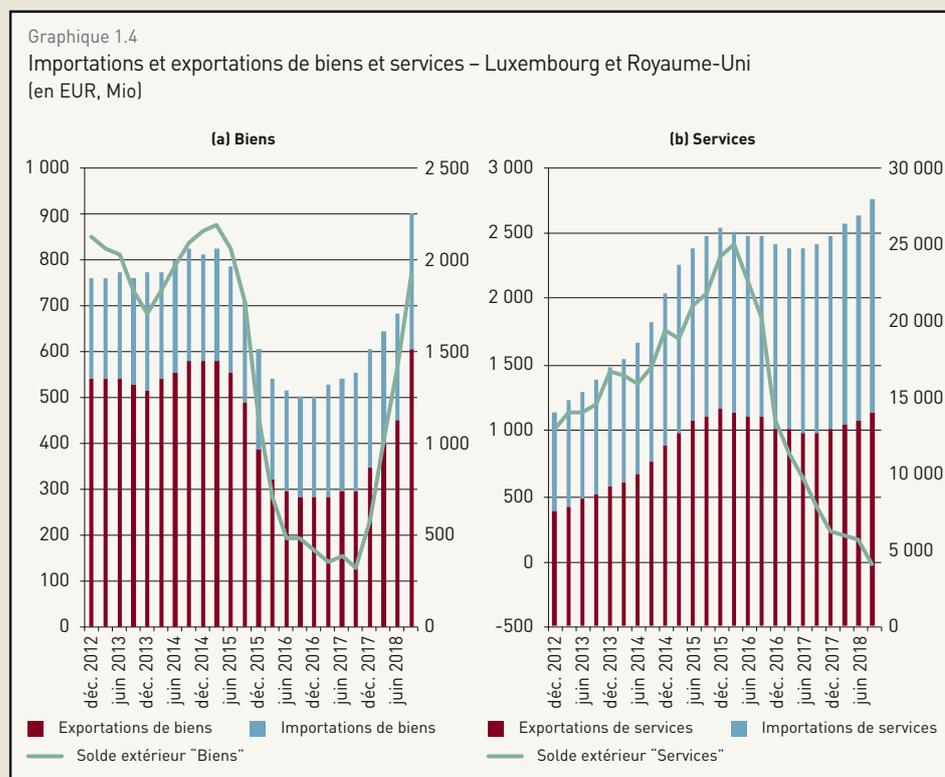
- En ce qui concerne le secteur des institutions financières non bancaires, il semblerait que la victoire du « *Leave* » ait enclenché un mouvement à la hausse des expositions des fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg vis-à-vis des institutions financières non bancaires britanniques. En effet, la part de expositions n'a cessé de diminuer entre 2015 et le mois de juin 2016 avant d'amorcer dès juillet 2016 une hausse continue jusqu'au mois de novembre 2018.

Au passif, la dynamique des expositions des fonds d'investissement du Luxembourg vis-à-vis du secteur bancaire britannique ne s'est pas sensiblement modifiée au lendemain du référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. La part de ces expositions dans le total des expositions au passif des fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg vis-à-vis du Royaume-Uni évolue depuis 2015 de manière irrégulière. La dynamique des expositions des fonds d'investissement du Luxembourg vis-à-vis des sociétés non financières britanniques évolue en dents de scie et s'inscrit dans une tendance descendante, marquée par une réduction de près de 50 % de la part de ces expositions dans le total des expositions au passif des fonds d'investissement vis-à-vis du Royaume-Uni entre juin 2015 (49,26 %) et juin 2018 (26,73 %). Cette baisse ne peut être attribuée au résultat du référendum puisque la proportion de ces expositions a continué à croître après juin 2016.

### C. Évolution de la balance des paiements entre le Royaume-Uni et le Luxembourg

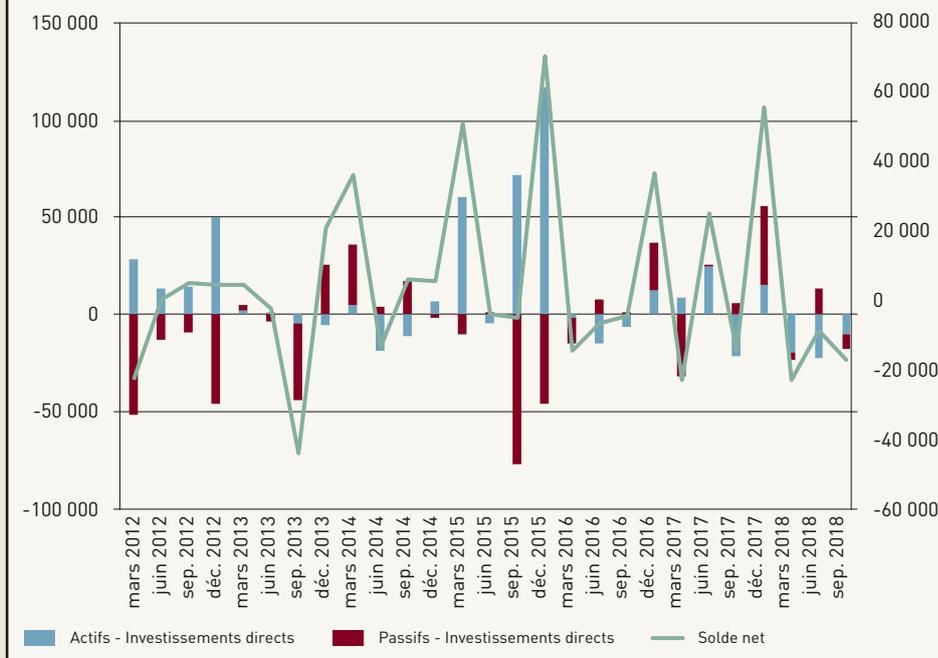
Au sujet des échanges de biens, le vote en faveur du *Brexit* a eu un effet significatif qui s'est traduit par une chute des exportations luxembourgeoises vers le Royaume-Uni en-deçà du seuil plancher de 60 % du total des échanges de biens entre ces deux pays. Ainsi, le solde de la balance commerciale décroît entre 2015 et 2017 avant d'amorcer une phase ascendante (Graphique 1.4 (a)). Le creux qui caractérise les années 2015-2017 est lié à une baisse des importations qui reste moins importante que celle qui caractérise les exportations luxembourgeoises vers le Royaume-Uni. En ce qui concerne les échanges de services, le résultat du référendum a eu un impact significatif sur les exportations de services vers le Royaume-Uni. Elles s'inscrivent dans une phase croissante entre 2012 et 2016 puis décroissent légèrement entre 2016 et 2018. La détérioration du solde des services est liée aux effets conjugués du ralentissement des exportations de services et à l'accélération des importations de services britanniques au Luxembourg (Graphique 1.4(b)).

Une décomposition par type de services indique que les exportations des services autres que les services financiers sont à l'origine de la baisse du solde extérieur du total des services et ce depuis 2016. Il est à rappeler que le solde traditionnellement négatif des échanges de services financiers entre le Luxembourg et le



Source : Calculs BCL. Période 2012 – 2018

Graphique 1.5  
Investissements directs du Luxembourg vers le Royaume-Uni  
(en millions d'euros)



Source : BCL. Période 2012 T4 – 2018 T3

Luxembourg vers le Royaume-Uni (qui passent d'une moyenne de 48 816 millions d'euros entre 2015 T1 et 2016 T1 à une moyenne de 5 031 millions d'euros entre 2016 T2 et 2017 T2) et d'une chute des investissements directs du Royaume-Uni au Luxembourg (avec une moyenne de 28 976 millions d'euros entre 2015 T1 et 2016 T1 à une moyenne de -756 millions d'euros l'année suivante).

Royaume-Uni est compensé par le solde excédentaire des autres services. L'évolution des échanges de services financiers est aussi marquée par une légère baisse post-*Brexit*, mais de moindre ampleur que celle constatée dans l'évolution des échanges des autres services.

La dynamique des investissements directs (Graphique 1.5) semble avoir pâti du résultat du référendum dans la mesure où la moyenne du solde net entre le premier trimestre 2015 et le premier trimestre 2016 (+19 838 millions d'euros) a quasiment été divisée par 4 dans l'année qui a suivi le vote britannique. Cet effondrement résulterait à la fois d'une baisse substantielle des investissements directs du

### 3. MARCHÉ IMMOBILIER

Depuis l'année 2000, les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg<sup>4</sup> ont augmenté de 240 % en termes nominaux, comparé à une hausse de 60 % pour la zone euro. Entre 2000 et 2007, le taux de croissance annuel moyen a été de 10,7 % au Luxembourg et de 6,1 % dans la zone euro (graphique 1.6). La progression des prix a ensuite ralenti avec une baisse notable en 2009. Cependant, la baisse au Luxembourg était plus limitée que celle constatée dans la zone euro et la croissance des prix a ensuite repris à un rythme plus faible (5 % par an en moyenne). La reprise de ces prix dans la zone euro a été bien plus modérée en raison, principalement, des corrections des prix immobiliers dans les pays dits périphériques. Elle ne s'est raffermie que depuis 2015, avec une convergence des taux de croissance de la zone euro vers ceux enregistrés au Luxembourg à la fin de l'année 2018. Au quatrième trimestre 2018, les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg se situaient 58 % au-dessus de leur niveau de 2009, tandis que pour la zone euro, les prix dépassaient de 12 % leur niveau de 2009.

<sup>4</sup> Au Luxembourg, l'indice des prix immobiliers est compilé par le STATEC à partir de données provenant des actes notariaux déposés à l'Administration de l'enregistrement et des domaines. À partir de 2007, le STATEC applique un ajustement pour la qualité des logements. Avant 2007, cet indice est complété par les taux de progression d'un indice calculé par la BCL à partir des données du STATEC (voir l'analyse 2.2 du Bulletin 2000/2). Les deux indices sont disponibles dans le Statistical Data Warehouse (entrepôt de données statistiques) de la BCE.