

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	8
1.1	La situation économique dans la zone euro	8
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	8
1.1.2	Les marchés obligataires	8
1.1.3	Le marché des actions	9
1.1.4	Le marché des changes	9
1.1.5	Les prix à la consommation	10
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	11
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	11
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	12
1.2	La situation économique au Luxembourg	14
1.2.1	Les prix et les coûts	14
1.2.2	Le marché du travail	18
1.2.3	Les activités sectorielles	23
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	40
1.2.5	La croissance économique	42
1.2.6	Les projections macroéconomiques de décembre 2014	44
1.2.7	Le commerce extérieur	53
1.2.8	La balance des paiements	54
1.2.9	La position extérieure globale	56

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés depuis septembre 2014. Actuellement, le taux d'intérêt sur les opérations principales s'élève à 0,05%, le taux de la facilité de dépôt à -0,20% et celui de la facilité de prêt marginal à 0,30%.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème a commencé à acheter des obligations sécurisées (covered bonds) et des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities ou ABS*). Ces deux programmes dureront au moins deux ans. Deux opérations de refinancement à plus long terme ciblées ont été conduites en septembre et en décembre. Six autres opérations de ce type vont suivre à un rythme trimestriel jusqu'en juin 2016. Selon le Conseil des gouverneurs, pris dans leur ensemble, ces mesures, auront une incidence notable sur le bilan de l'Eurosystème, qui est destiné à se rapprocher de la taille qu'il affichait début 2012.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs réévaluera en début d'année le degré d'assouplissement monétaire accompli et l'incidence plus large des évolutions récentes des cours du pétrole sur la tendance à moyen terme de l'inflation dans la zone euro. S'il s'avérait nécessaire d'accentuer la réponse aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation, le Conseil des gouverneurs reste unanime quant à son engagement à recourir à des instruments non conventionnels supplémentaires dans le cadre de son mandat. Cela impliquerait de modifier l'ampleur, le rythme et le contenu de ces mesures.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, les données relatives à octobre 2014 laissent discerner une croissance, quoique atone, de la monnaie au sens large (M3), le taux de croissance annuel s'est élevé à 2,5% en octobre, le même taux qu'au mois de septembre. L'expansion annuelle de M3 a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant progressé à un rythme annuel de 6,2% en octobre.

Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à -1,6% en octobre, après -1,8% en septembre, affichant un redressement progressif après le point bas de -3,2% atteint en février. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) est ressorti à 0,6% en octobre (après 0,5% en septembre).

Concernant l'analyse économique, les dernières données macroéconomiques publiées par Eurostat et les résultats d'enquêtes récentes confirment le scénario d'une croissance plus faible pour la période à venir. Cependant, les perspectives d'une reprise économique modérée se maintiennent. Les évolutions macroéconomiques, l'évolution des prix à la consommation et les projections macroéconomiques pour la zone euro sont présentées plus en détail dans les pages qui suivent.

1.1.2 Les marchés obligataires

Les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont connu des évolutions contrastées au cours du quatrième trimestre pour s'établir à respectivement 0,9% et 2,2% début décembre. Après une chute des taux obligataires des Etats-Unis en début octobre liée à des tensions sur les marchés des actions, ces taux ont de nouveau progressé depuis fin octobre tandis que les taux obligataires de la zone euro ont continué leur tendance baissière. L'écart entre les rendements des titres publics dans la zone euro et aux Etats-Unis a retrouvé son niveau de la fin du troisième trimestre.

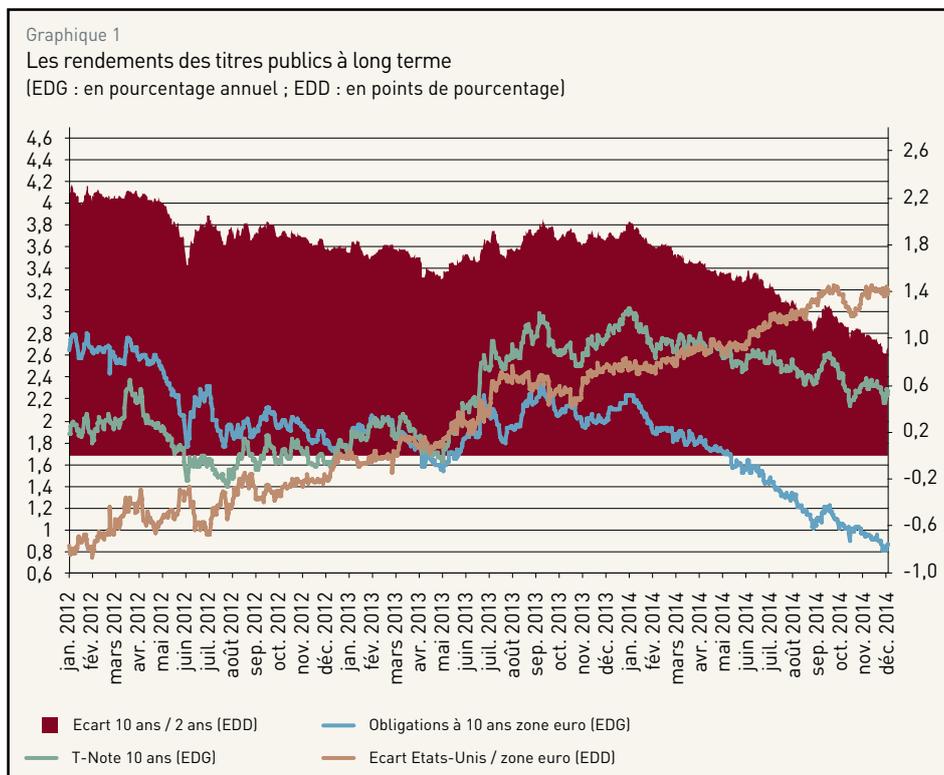
Les rendements des emprunts publics à deux ans (zone euro) ont légèrement augmenté, mais ont restés négatifs (-0,06%) à la fin de la période. Par conséquent, le différentiel entre les rendements à 2 ans et 10 ans s'est resserré d'avantage, ce qui est en ligne avec la croissance plus faible anticipée pour la zone euro et la stratégie du Conseil des gouverneurs consistant à orienter les anticipations concernant l'évolution future des taux directeurs. L'évolution du différentiel des taux entre la zone euro et l'étranger est à situer dans le contexte des différences significatives et croissantes des cycles de politique monétaire des principales économies avancées.

1.1.3 Le marché des actions

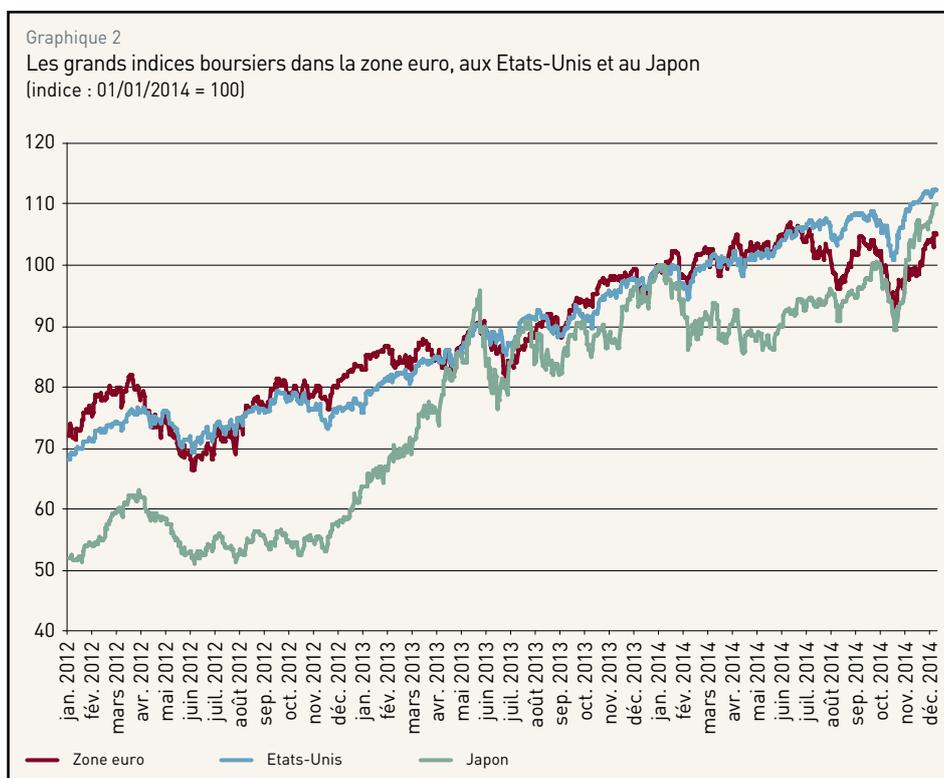
Après une chute des marchés des actions début octobre, les indices boursiers aux Etats-Unis (S&P 500), dans la zone euro (Euro Stoxx) et au Japon (Nikkei 225) ont continué de progresser au cours du quatrième trimestre. Cependant, cette progression est plus modérée dans la zone euro (3%) qu'aux Etats-Unis (6,6%), probablement à cause d'incertitudes concernant l'activité économique plus prononcées pour la zone euro qu'aux Etats-Unis, où la reprise semble prendre consistance. Les indices boursiers ont progressé de 11,5% au Japon, ce qui est à mettre en relation avec le changement de la politique monétaire de la Banque du Japon au quatrième trimestre.

1.1.4 Le marché des changes

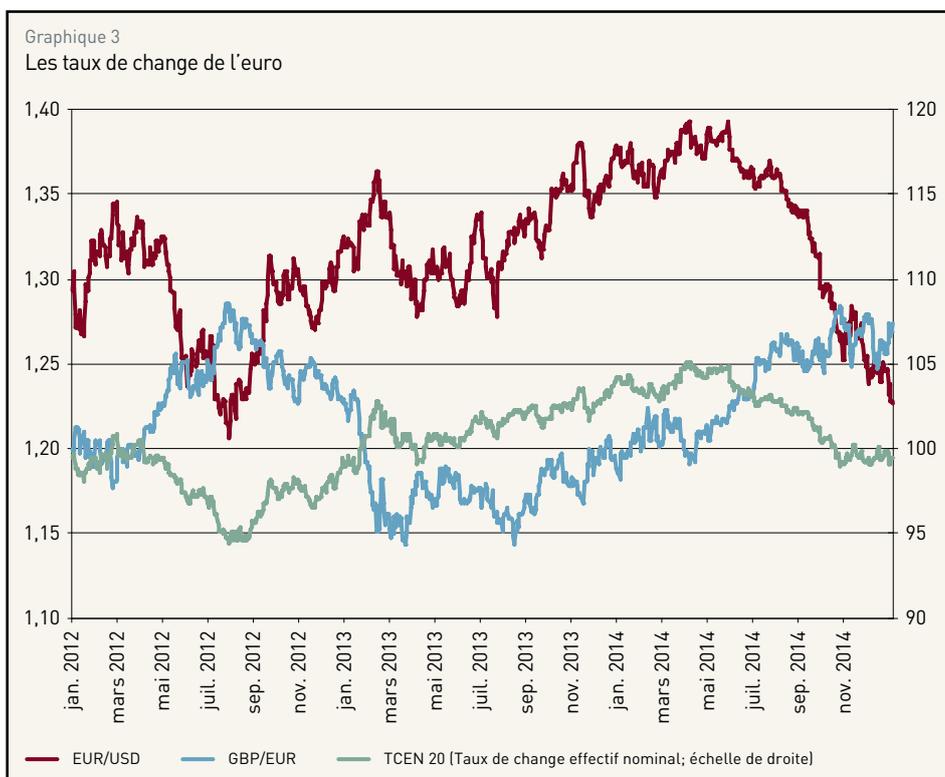
Après l'annonce en septembre de mesures non-conventionnelles supplémentaires de la BCE, le taux



Sources : BCE, Bloomberg



Source : Bloomberg



Sources : BCE, Bloomberg

de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 1,5% jusque début décembre. Sur la même période, l'euro a perdu, en termes bilatéraux, 6,5% envers le dollar américain et 0,7% envers la livre sterling. Les fluctuations des taux de change ont été largement liées aux anticipations relatives aux évolutions futures des politiques monétaires des principaux pays développés, ainsi qu'aux ajustements des anticipations des marchés concernant les perspectives économiques de la zone euro comparées à celles d'autres grandes économies.

L'euro s'est cependant apprécié de plus de 8% envers le yen japonais, suite à l'annonce, fin octobre, de l'élargissement du programme d'assouplissement monétaire

quantitatif et qualitatif par la Banque du Japon et de 33,5 % vis-à-vis du rouble russe. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié au cours des trois derniers mois de l'année 2014 face à la couronne suédoise (de 1,3 %) et au leu roumain (de 1,2 %), mais s'est déprécié vis-à-vis du forint hongrois (de 2,5 %) et du zloty polonais (de 1,2 %). Le litas lituanien et la couronne danoise, qui participent au Mécanisme de taux de change (MCE II), sont restés globalement stables par rapport à l'euro.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est passée de 2,5% en moyenne en 2012 à seulement 1,4% en 2013, pour s'établir en-dessous de 1% par la suite. En novembre 2014, le taux de variation annuel n'a été que de 0,3%.

Tableau 1

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

	2012	2013	2014 - 11 MOIS	2014 T2	2014 T3	NOV.-2014
IPCH global	2,5	1,4	0,5	0,6	0,4	0,3
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	-0,8	-1,8	-2,0	0,0
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	1,3	1,5	1,0	0,8
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,1	0,0	0,1	0,0
Energie	7,6	0,6	0,1	-0,4	-1,8	-2,5
Services	1,8	1,4	0,1	1,3	1,2	1,1
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,8	1,3	0,9	0,9	0,9	0,7

Source: Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2014 a concerné chacune de ses cinq composantes. Il est relativement important pour les composantes plus volatiles telles que les produits alimentaires non traités et l'énergie, leurs taux de variation annuel ayant été négatifs pendant plusieurs mois. Les composantes plus « stables », telles que les services et les biens industriels non énergétiques, se caractérisent également par des taux d'inflation historiquement bas.

Les origines de cette baisse de l'inflation sont multiples. Ainsi, la progression des prix des produits alimentaires s'est infléchi depuis la mi-2013 sur fond de conditions climatiques favorables. Des récoltes plus abondantes ont notamment eu un impact direct sur les prix des fruits et légumes. Elles ont également entraîné un recul des prix des matières premières agricoles telles que le blé et le lait, une baisse des prix qui à son tour a eu une incidence graduelle sur les prix des produits alimentaires transformés, comme le pain par exemple. Le prix du pétrole exprimé en euros a pour sa part reculé d'approximativement 17% sur un an et d'environ 30% par rapport au sommet observé en mars 2012. En conséquence directe de cette détente, les prix des produits énergétiques sont en recul. De manière indirecte, cette baisse du prix du pétrole entraîne une diminution du coût de production d'autres biens et services, ce qui se répercute sur les prix à la consommation. Si l'environnement macroéconomique s'améliore graduellement, les conditions cycliques dans la zone euro demeurent cependant faibles et les prix ne subissent donc pas de pression à la hausse via la demande: au cours des derniers trimestres, la consommation privée et le salaire moyen ont ainsi connu des expansions inférieures à leurs dynamiques historiques.

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

Selon l'office statistique européen (Eurostat), le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2% au troisième trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent (données corrigées des variations saisonnières). La progression trimestrielle a été plus marquée dans deux des trois pays limitrophes du Luxembourg – le PIB ayant progressé de 0,3% en Belgique et en France. En Allemagne, la croissance trimestrielle s'est établie à 0,1%. Au contraire, le PIB en volume a décru à Chypre (-0,3%), en Autriche (-0,3%) et en Italie (-0,1%). En glissement annuel, le PIB réel de la zone euro a affiché une progression de 0,8% au troisième trimestre 2014.

Selon Eurostat, sur base des données détaillées et en glissement trimestriel, la consommation des ménages a progressé de 0,5% au troisième trimestre 2014, la consommation publique s'est inscrite en hausse de 0,3%, et les exportations et importations se sont accrues de respectivement 1,3% et 1,4%. Au contraire, pour le deuxième trimestre consécutif, la formation brute de capital fixe avec un taux de -0,3%, s'est inscrite en repli dans la zone euro. Au niveau sectoriel, l'activité a augmenté dans l'ensemble des branches économiques, hormis dans la construction, où l'activité a enregistré une baisse de 0,6%.

L'embellie conjoncturelle commence aussi à porter ses fruits sur le marché du travail de la zone euro. En effet, l'emploi s'est inscrit en hausse de 0,2% sur 3 mois (0,4% sur un an) au troisième trimestre 2014. Au niveau sectoriel, l'emploi a progressé dans toutes les branches de production, à l'exception de la finance (-0,8% sur un trimestre) et du secteur primaire (-0,2%). De son côté, le taux de chômage s'est affiché à 11,5% en novembre, stable par rapport au mois précédent mais en baisse par rapport à son niveau d'il y a un an (-0,4 p.p.).

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur les 12 derniers mois se clôturant en septembre 2014, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 242 milliards d'euros (2,5% du PIB), comparé à un excédent de 184 milliards (2% du PIB) sur la période correspondante de 2013. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens et services. En effet, l'excédent

du solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître en totalisant 215 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2014 comparé à un surplus de 194 milliards sur la période correspondante de 2013. Cette amélioration s'explique par une stagnation des importations de biens qui ont donc largement subi le contrecoup de la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro, alors que les exportations ont, de leur côté, enregistré une croissance positive de 1%.

Dans la balance des services, le taux de croissance des exportations (+8%) s'est également avéré supérieur à celui des importations (+4%), permettant ainsi au surplus cumulé sur ces 12 mois d'atteindre 95 milliards d'euros, comparé à un surplus de 65 milliards sur la période correspondante de 2013. L'évolution positive des soldes de biens et de services a été renforcée par une hausse de 7% dans le surplus cumulé du revenu primaire qui a atteint 72 milliards. A cela s'ajoute l'amélioration du revenu secondaire dont le déficit structurel s'est légèrement résorbé (-2%) en atteignant 141 milliards en septembre 2014.

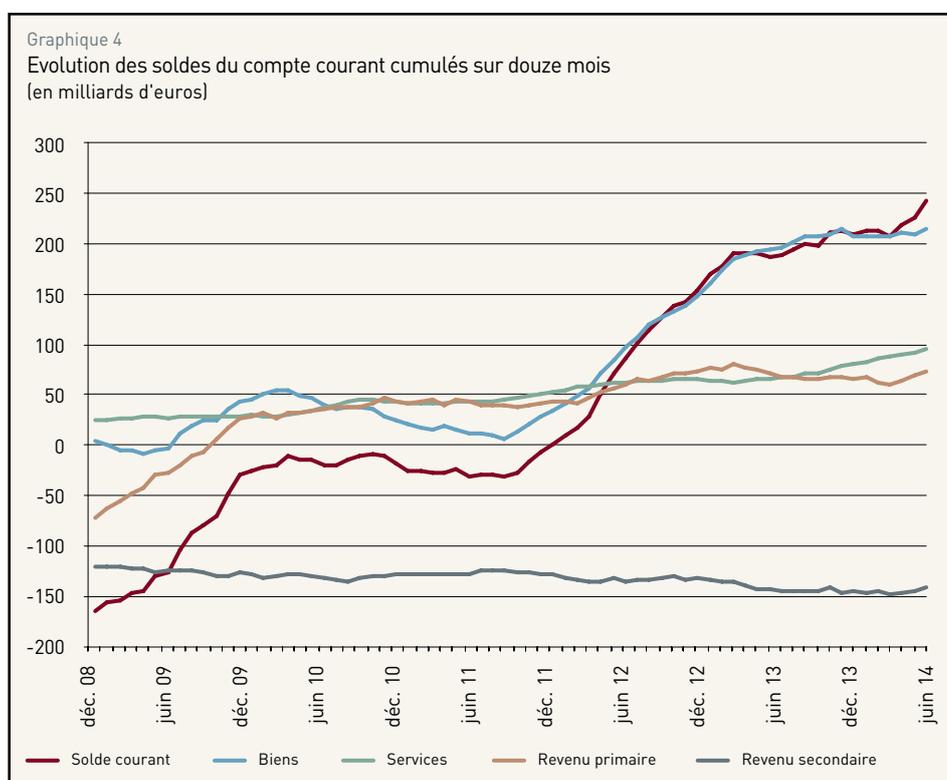
Dans le compte des transactions financières, sur la période couvrant les douze derniers mois s'achevant en septembre 2014, les investisseurs non-résidents ont acquis des titres émis par la zone euro à concurrence de 472 milliards d'euros (dont 285 milliards d'actions, 222 milliards d'obligations et des ventes nettes de 35 milliards de titres de dette à court terme). Sur la même période, les résidents de la zone euro ont investi 369 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 138 milliards en actions, 178 milliards en obligations et 53 milliards en titres de dette à court terme. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des entrées nettes de capitaux de 103 milliards d'euros sur ces douze derniers mois.

Dans les autres composantes du compte financier, la hausse des prises de participation dans les entreprises étrangères s'est traduite par des sorties nettes d'investissements directs qui en cumulé se sont établies à 92 milliards d'euros. Finalement, la poursuite de la baisse des engagements, couplée à une

hausse des avoirs des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème) a occasionné des sorties nettes de 337 milliards d'euros dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques).

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

A l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du début du mois de décembre, la BCE a publié les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice a été élaboré dans le contexte d'une activité économique qui s'est avérée plus faible que prévue, principalement en raison de l'atonie de l'investissement et des exportations. Cette phase actuelle de croissance modeste devrait se poursuivre en 2015.



Source : BCE

En décembre, les services de l'Eurosystème projetaient une hausse du PIB annuel de 0,8 % en 2014, de 1,0 % en 2015 et de 1,5 % en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques des services de la BCE de septembre 2014 les projections de croissance du PIB en volume sont restées inchangées pour 2014, mais ont été révisées à la baisse pour 2015 et 2016.

La demande intérieure serait soutenue par un certain nombre de facteurs externes et internes. Tout d'abord, la politique monétaire très accommodante dans la zone euro - renforcée par les mesures standards et non standards décidées en juin et septembre 2014 - contribuerait à améliorer davantage les conditions de financement, en particulier celles des entreprises. Ensuite, l'orientation budgétaire serait globalement neutre après les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire au cours des dernières années. De plus, la baisse des prix de l'énergie soutiendrait le revenu réel disponible. Enfin, les exportations bénéficieraient de la reprise économique au niveau mondial, effet renforcé par l'impact de la dépréciation de l'euro.

Dans ce contexte d'accélération de la croissance, les perspectives sur le marché de l'emploi s'amélioreraient également. L'emploi progresserait de 1,6% en cumulé d'ici la fin de l'année 2016 et le taux chômage reculerait de 11,6% en 2014 à 10,9% en 2016. Les salaires nominaux augmenteraient pour leur part de 1,6% en moyenne sur trois ans.

Tableau 2

Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro
(taux de variation annuels en pourcentages, révisions en points de pourcentage)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2014				RÉVISIONS DEPUIS SEPTEMBRE 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB réel	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9]	[0,4 - 1,6]	[0,4 - 2,6]			
Emploi	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,0	-0,2
Taux de chômage	11,9	11,6	11,2	10,9	0,0	0,0	0,2
Coût salarial moyen	1,7	1,6	1,5	1,8	0,0	-0,3	-0,4
IPCH	1,4	0,5	0,7	1,3	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5]	[0,2 - 1,2]	[0,6 - 2,0]			
IPCH hors énergie	1,4	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	-0,2
Solde budgétaire des administrations publiques [% du PIB]	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	-0,1	-0,3
Dettes brutes des administrations publiques [% du PIB]	90,8	92,0	91,8	91,1	-1,9	-1,3	-0,4

Source: BCE

La progression annuelle de l'IPCH se maintiendrait à de faibles niveaux au cours des prochains mois, avant d'accélérer graduellement en 2015 et 2016. Ces faibles taux s'expliquent principalement par la baisse des prix de l'énergie due à la récente chute des prix du pétrole. L'Eurosystème anticipe une hausse annuelle de l'IPCH de 0,5% en 2014, de 0,7% en 2015 et de 1,3% en 2016. Par rapport aux projections de septembre 2014, les projections d'inflation ont été revues à la baisse de respectivement 0,1 p.p., 0,4 p.p. et 0,1 p.p. pour les années 2014, 2015 et 2016.

Le ratio de déficit public diminuerait progressivement jusqu'en 2016. Le ratio de dette publique commencerait à baisser à partir de 2015 en raison des améliorations récentes du solde primaire et du différentiel «intérêt/croissance» plus favorable. Par rapport aux projections de septembre 2014, les perspectives de déficit et de dette se sont quelque peu détériorées en raison d'une perspective macroéconomique moins favorable et d'un léger assouplissement des politiques budgétaires discrétionnaires. La révision à la baisse du ratio de dette sur toute la période est principalement due à la mise en œuvre de la nouvelle norme statistique SEC2010.

Il convient de souligner que les projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques et que l'incertitude entourant ces projections s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection, tant pour le PIB que pour l'inflation. Selon le Conseil des gouverneurs, les perspectives de croissance économique dans la zone euro pourraient s'avérer moins favorables qu'actuellement projetées par les services de l'Eurosystème. En particulier, la faiblesse du rythme de croissance de la zone euro, conjuguée à l'importance des risques géopolitiques, pourrait réduire la confiance et freiner surtout l'investissement privé. Par ailleurs, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans les pays de la zone euro constitue un risque à la baisse majeur pour les perspectives économiques.

En ce qui concerne l'inflation, si les prévisions ont été fortement revues à la baisse, il convient de noter que ces ajustements ne tiennent pas encore compte du recul des prix du pétrole observé ces dernières semaines, étant donné la date d'arrêt des projections. Ainsi, au cours des prochains mois, la progression annuelle de l'IPCH pourrait encore se ralentir, en raison de ce nouveau repli des cours du pétrole.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale entamé en 2011 s'est poursuivi en 2014. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7% en 2012 à 1,7% en 2013, pour s'établir à 0,7% lors des onze premiers mois de 2014. L'inflation observée sur la base de l'IPCH a connu une dynamique similaire en passant de 2,9% en 2012 à 1,7% en 2013 et à 0,8% lors des onze premiers mois de 2014. Il s'agit des taux d'inflation moyens les plus bas depuis plus d'une décennie, si l'on ne tient pas compte de l'année 2009, année

durant laquelle la baisse de l'inflation était largement déterminée par la chute marquée du prix du pétrole.

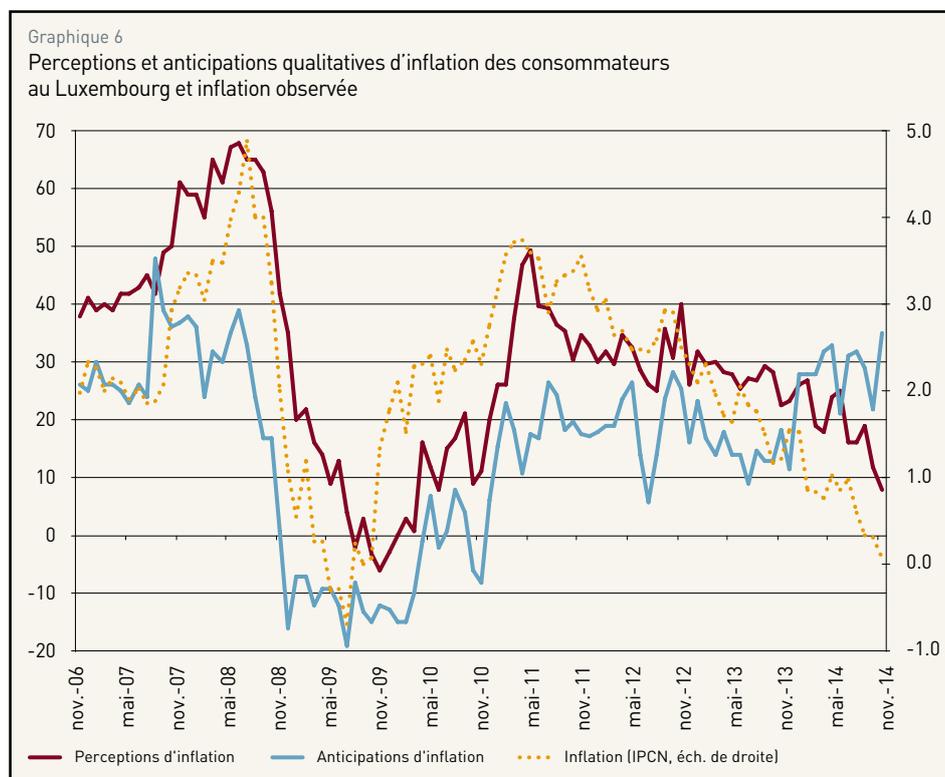
Le recul de l'inflation est considérable et est imputable à plusieurs facteurs. La chute des prix de l'énergie en est la principale cause. Ces prix ont reculé de 16% depuis leurs sommets observés en septembre 2012. Le taux d'inflation annuel qui se dégage de la composante énergétique est ainsi devenu négatif depuis mars 2013 : il a été de -5,0% en moyenne sur les onze premiers mois de 2014. Néanmoins, l'inflation hors produits pétroliers s'est également repliée de manière conséquente, pour se situer à 0,6% en novembre, soit son niveau le plus bas observé depuis 1996 et ceci pour les raisons suivantes. L'inflation des produits alimentaires traités et non-traités a fortement



Source : STATEC

reculé sous l'influence des conditions climatiques très favorables et des récoltes plus abondantes. L'augmentation des prix des services a ralenti dans le contexte d'un faible ajustement des prix administrés ainsi que d'une modération de l'échelle mobile des salaires. L'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est fortement modérée sous l'effet d'une inflation importée plus basse, des effets indirects de la baisse du prix du pétrole et d'une demande atone.

Malgré cette modération, l'inflation globale au Luxembourg reste plus élevée que dans la zone euro¹. Au troisième trimestre 2014, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,3 p.p.. Le différentiel défavorable cumulé par rapport à la zone euro sur la période allant du 1^{er} janvier 1999 au troisième trimestre 2014 a atteint 5,7 p.p.



Source : BCL et STATEC

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL², les perceptions d'inflation se sont repliées au cours des derniers mois, un mouvement en ligne avec le recul de l'inflation globale observée sur cette période (voir graphique). Les anticipations d'inflation par contre ont connu une évolution contraire, car elles se sont redressées depuis la fin 2013. Ce mouvement ne s'explique ni par l'inflation globale, ni par l'anticipation d'une inflation plus élevée des produits fréquemment consommés tels que les produits alimentaires ou les carburants. Il est vraisemblablement la conséquence de l'annonce de l'ajustement à la hausse de 2 p.p. de plusieurs taux de TVA à partir de janvier 2015.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Sur l'ensemble de l'année 2013, les prix à la production de l'ensemble des produits industriels ont connu un recul de 2,6%. Cette baisse a été imputable pour l'essentiel à la forte diminution des prix des biens intermédiaires. Les prix des biens d'équipement ont quasiment été stables alors que les prix des biens énergétiques ont été en nette hausse. Les prix des biens de consommation progressaient également, mais de manière moins marquée. Bien que le recul des prix pour l'ensemble de l'industrie ait été observé pour tous les trimestres de 2013, la décomposition sectorielle a laissé apparaître des différences selon le trimestre considéré. Le premier trimestre 2014 dénote une baisse marquée des prix à la production dans l'ensemble de l'industrie. Tous les secteurs ont été affectés par ce recul des prix, les secteurs les plus touchés ayant été les biens de consommation et les biens énergétiques.

1 L'indice des prix à la consommation national (IPCNI) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro a été mesurée par l'IPCH.

2 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 et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Néanmoins, le poids de ces deux secteurs est relativement faible comparé à celui des biens intermédiaires. Ce constat semble se confirmer lors du deuxième trimestre bien que la baisse observée soit moins importante. Les prix des biens énergétiques ont été en légère hausse. Au troisième trimestre de 2014, une stabilisation semble s'être profilée pour l'ensemble des produits industriels, les prix des biens énergétiques et les prix de biens de consommation ayant remonté légèrement, tandis que les prix des biens d'équipement ont continué leur baisse.

Tableau 3

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

	2012	2013	2014-T1	2014-T2	2014-T3
Ensemble des produits industriels	1,1	-2,6	-1,5	-0,9	0,0
Biens intermédiaires	-0,2	-5,2	-0,5	-1,6	0,0
Biens d'équipement	-0,1	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2
Biens de consommation	2,1	0,7	0,6	-0,3	0,3
Biens énergétiques	6,4	2,0	-7,9	0,6	0,3

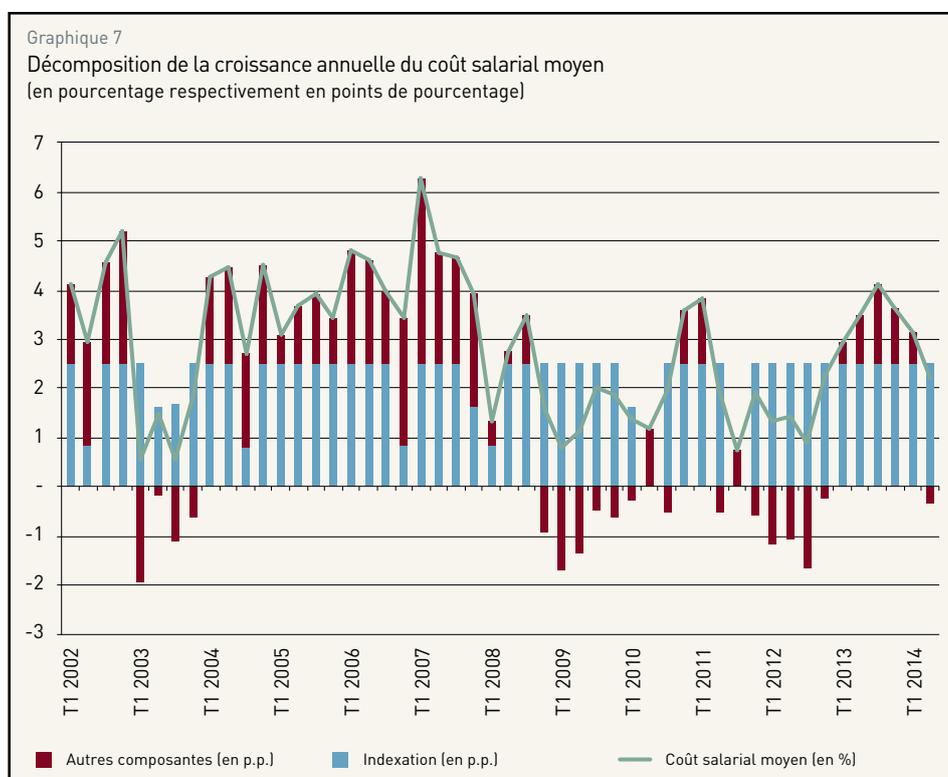
Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente actualisation de la comptabilité nationale fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 2,2% au deuxième trimestre 2014, après une hausse de 3,1% au trimestre précédent.

Une analyse détaillée révèle que cette progression, certes modérée mais somme toute positive, est entièrement imputable à l'apport de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). Au contraire, la contribution des « autres composantes » qui incorporent les éléments « réels » s'est inscrite en retrait (de -0,3 p.p.).

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale témoigne d'une progression relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, la rémunération par tête aurait progressé d'un peu plus de 3,0% au cours du trimestre sous revue. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources



Sources : STATEC, calculs BCL

statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique³.

Une ventilation sectorielle révèle que la progression annuelle du coût salarial moyen a été particulièrement dynamique dans les services aux entreprises (3,9%), l'industrie (3,9%), le secteur commercial au sens large, y compris les activités de transports et l'horeca (3,4%), ainsi que la branche « information et communication ». Au contraire, la rémunération par tête s'est inscrite en retrait dans le secteur financier (-1,1%). Cette diminution s'explique en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013, sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux dans le secteur bancaire⁴. Dans la construction, on observe au deuxième trimestre 2014 un fort ralentissement de la progression annuelle du coût salarial moyen (par rapport au premier trimestre) : après un sensible redressement en début d'année courante, le volume d'activité s'est en effet inscrit en retrait au deuxième trimestre.

Tableau 4

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique
(en % par rapport à la même période de l'année précédente)

	T1 2013	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014
Industrie, y compris énergie	0,3	5,1	3,2	3,0	3,5	3,9
Construction	-3,1	3,0	4,8	5,3	12,4	1,8
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	4,8	5,9	6,1	6,7	3,7	3,4
Information et communication	5,6	1,0	1,9	2,8	3,3	3,2
Activités financières et d'assurance	5,9	4,8	6,5	5,1	0,5	-1,1
Activités immobilières	7,8	8,5	8,6	5,2	5,0	0,8
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	3,5	2,3	4,6	1,6	2,4	3,9
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,5	1,0	0,7	1,1	2,3	2,2
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	4,0	4,0	4,1	4,2	2,9	2,2
Coût salarial moyen - économie totale	3,0	3,5	4,1	3,7	3,1	2,2

Sources: Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux fait état d'une modération salariale. La dynamique des salaires est de surcroît exclusivement imputable à l'apport de l'indexation, sans lequel le coût salarial moyen aurait diminué au deuxième trimestre 2014. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard leur caractère encore provisoire.

- 3 En effet, les comptes nationaux sont compilés à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et font l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait provenir des indemnités de licenciement, comptabilisées dans les frais de personnel des établissements bancaires mais pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.
- 4 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse au cours du premier semestre de l'année en cours, après avoir progressé de manière très dynamique tout au long de l'année 2013. Une ventilation détaillée par poste de dépense révèle que cette baisse s'explique (en partie) par une contribution négative des « autres dépenses », qui incorporent notamment les primes de licenciement versées dans le cadre de plans sociaux. Ce poste avait fortement contribué à la hausse des frais de personnel en 2013.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

En écho au redressement graduel de la conjoncture, les informations les plus récentes confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 2,4% en glissement annuel en août 2014, en décélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations, à interpréter donc avec prudence au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi se serait stabilisée autour de 2,5% en septembre et octobre, pour retomber ensuite à 2,3% en novembre 2014.

Tableau 5

Evolution de l'emploi et taux de chômage (en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

	SALARIÉS FRON- TALIERS ENTRANTS	EMPLOI SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON-SA- LARIÉ NATIONAL	EMPLOI NON-SA- LARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL NATIONAL	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES	POPULATION ACTIVE	TAUX DE CHÔMAGE «STRICT» DÉSAISON- NALISÉ
2010	1,9	1,6	1,8	1,2	1,9	1,6	1,8	8,7	2,0	5,8
2011	3,1	2,8	3,0	1,8	2,7	2,7	3,0	-0,3	2,5	5,7
2012	2,1	2,5	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	2,0	1,8	2,0	2,4	2,3	1,9	2,0	15,1	2,7	6,9
2013 T4	2,4	1,7	2,1	2,7	2,3	1,8	2,1	14,8	2,7	7,1
2014 T1	2,5	2,1	2,3	1,3	1,3	2,1	2,3	10,5	2,7	7,1
2014 T2	2,4	2,2	2,4	1,0	1,0	2,1	2,3	7,7	2,5	7,2
2014 T3	2,7	2,2	2,5	0,9	1,0	2,1	2,4	6,0	2,3	7,2
jan. 14	2,4	2,0	2,2	1,6	1,6	2,0	2,2	12,4	2,7	7,1
fév. 14	2,6	2,2	2,4	1,2	1,3	2,1	2,3	10,3	2,6	7,1
mars 14	2,5	2,2	2,4	1,1	1,2	2,1	2,3	8,8	2,6	7,1
avr. 14	2,5	2,2	2,4	0,8	0,9	2,1	2,3	8,5	2,5	7,1
mai 14	2,3	2,2	2,3	1,2	1,2	2,1	2,2	8,1	2,5	7,2
juin 14	2,4	2,2	2,3	0,9	1,0	2,1	2,3	6,6	2,4	7,2
juil. 14	2,6	2,3	2,5	1,0	1,1	2,2	2,4	6,6	2,5	7,2
août 14	2,7	2,1	2,4	0,8	0,9	2,0	2,4	6,3	2,3	7,2
sep. 14	2,8	2,1	2,5	0,9	1,0	2,0	2,4	5,2	2,2	7,2
oct. 14	3,0	2,0	2,5	0,3	0,5	1,8	2,3	3,5	2,0	7,1
nov. 14	2,6	1,9	2,3	0,7	0,9	1,8	2,2	1,7	1,8	7,1

Remarque: les données relatives aux mois de septembre à novembre 2014 sont des estimations

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

Après avoir pâti des effets de la crise, l'emploi frontalier – qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle – semble s'être rétabli. L'écart de croissance par rapport à l'emploi résident est redevenu positif et tourne autour de +0,5 p.p. en moyenne depuis le début de l'année courante.

Après s'être sensiblement accru en début d'année courante (en raison notamment du redressement de l'activité dans la construction), l'emploi intérimaire s'est replié aux mois de mai et juin 2014 avant de ré-augmenter légèrement par la suite. A noter que face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage à l'emploi intérimaire, plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

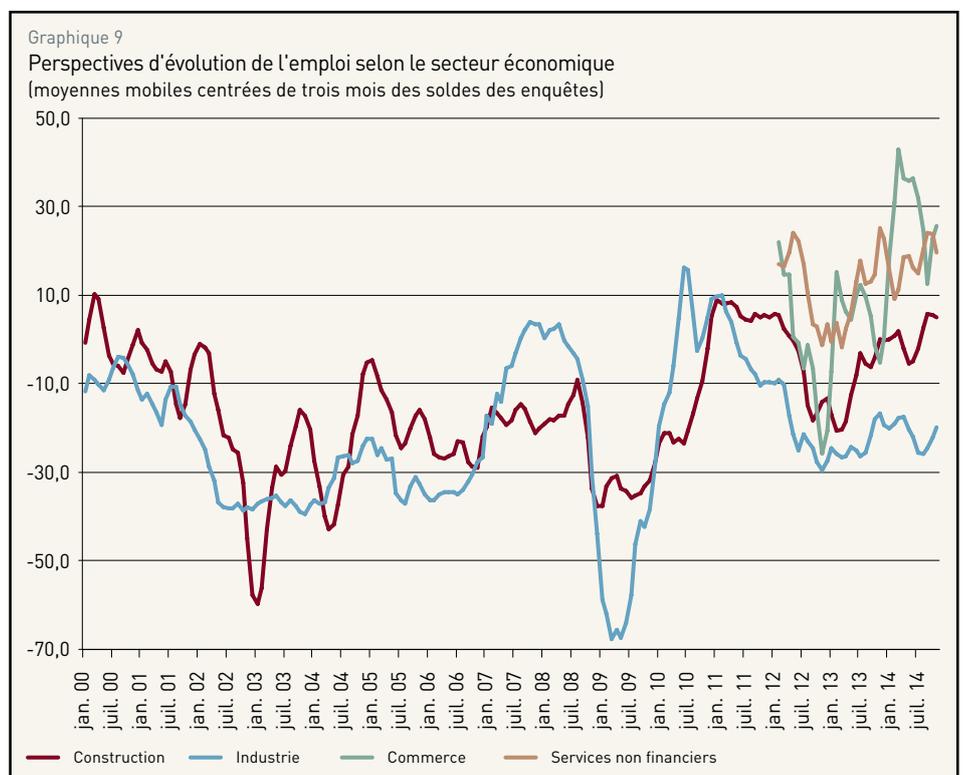
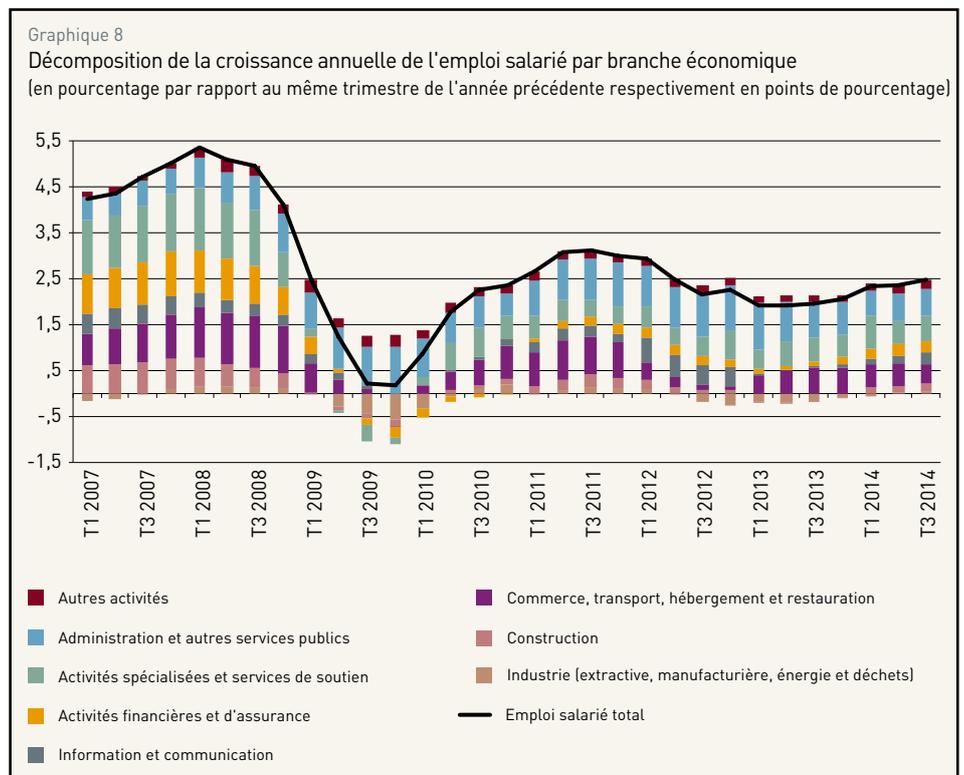
Au niveau sectoriel, la progression annuelle de l'emploi est essentiellement imputable aux contributions provenant du secteur public (y compris la santé et l'éducation), des services aux entreprises

ainsi que du « commerce, transports et horeca ». Alors que l'industrie a cessé de ponctionner la croissance annuelle de l'emploi, l'emploi dans le secteur bancaire continue de s'inscrire à la baisse.

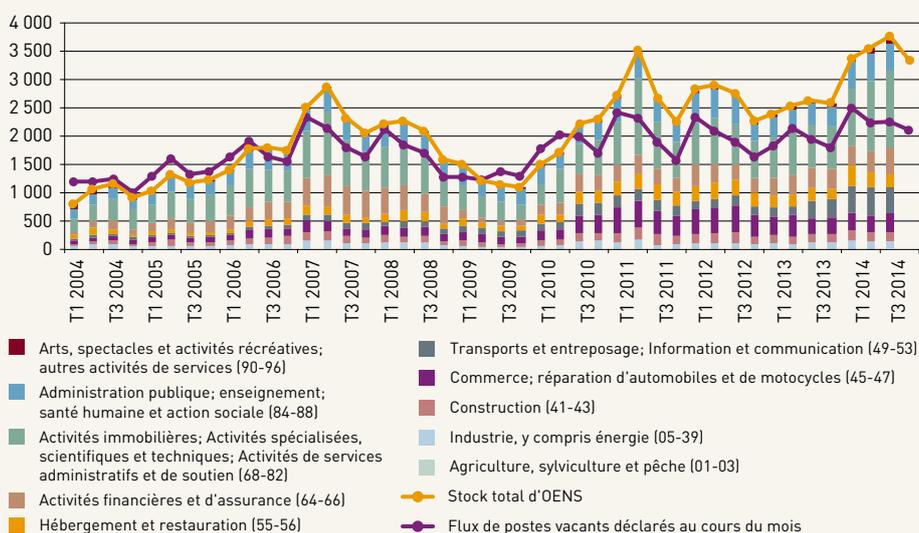
De manière générale, les entreprises luxembourgeoises donnent encore la priorité à un ajustement de la marge intensive du travail plutôt qu'à des embauches nettes. Les données administratives de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) font état d'un redressement de la durée moyenne du travail (corrigée des jours ouvrables) au premier trimestre 2014, après plusieurs mois de baisses consécutives. La hausse des heures supplémentaires et le recours moins important au chômage partiel en début d'année courante y contribuent notamment. A noter cependant un certain tassement du volume de travail au deuxième trimestre, sous l'effet notamment de l'esoufflement (temporaire) de l'activité dans certains secteurs (dont la construction).

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent des anticipations favorables dans les services (non financiers) et le commerce. Alors qu'on dénote une orientation favorable des anticipations d'évolution de l'emploi dans la construction, dans l'industrie celles-ci ont cessé de se dégrader, tout en demeurant cependant négatives.

Dans ce contexte, 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



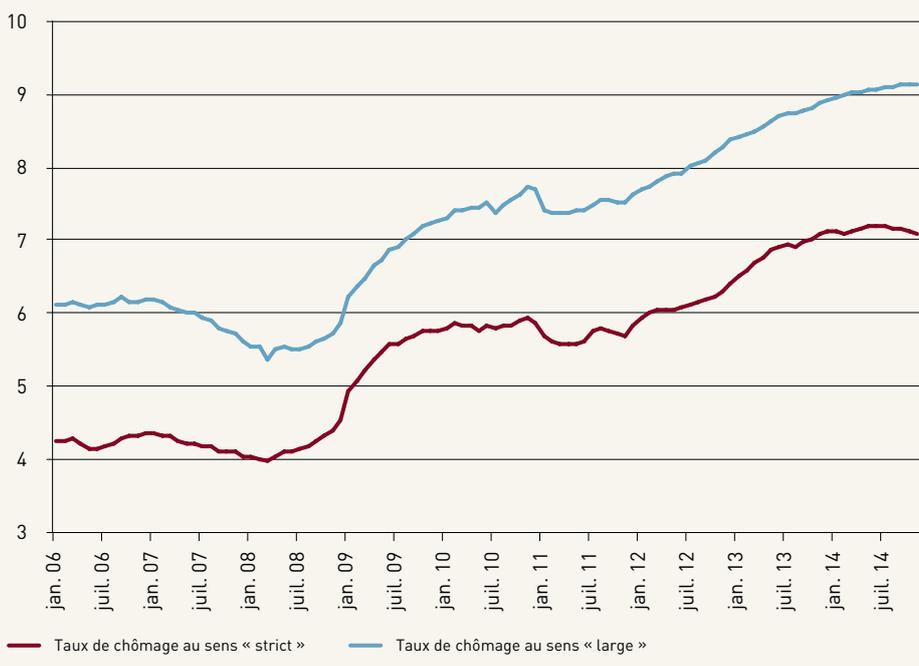
Graphique 10
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites (OENS)
(en nombre)



Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2. * La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le quatrième trimestre 2014. Par ailleurs, les données relatives au quatrième trimestre font uniquement référence aux mois d'octobre et novembre 2014.

Sources: ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 11
Evolution du chômage
(données ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

3 600 postes au cours des onze premiers mois de l'année 2014, en hausse de 35,9% par rapport à la même période de l'année précédente. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la part de postes vacants dans l'emploi intérieur, demeure donc largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant la crise. Par ailleurs, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à un peu plus de 2 300 en moyenne au cours des mois de janvier à novembre 2014, en hausse de 17,3% par rapport à la même période de l'année 2013. Au niveau sectoriel, les plus récentes données disponibles indiquent qu'au troisième trimestre 2014, plus d'un tiers des offres d'emploi proviennent des services aux entreprises et des activités immobilières (36,9%), qui incluent entre autres les activités juridiques et comptables, les activités d'architecture et d'ingénierie ou encore les services de conseil. Ensuite, 12,5% des postes vacants émanent du secteur public au sens large (en particulier du sous-secteur de la santé), 12,5% de la finance, 12,2% du secteur « transports, information et communication », 9,1% du commerce, 6,2% de l'horeca, 4,3% de la construction et 4,1% de l'industrie.

1.2.2.2 Le chômage

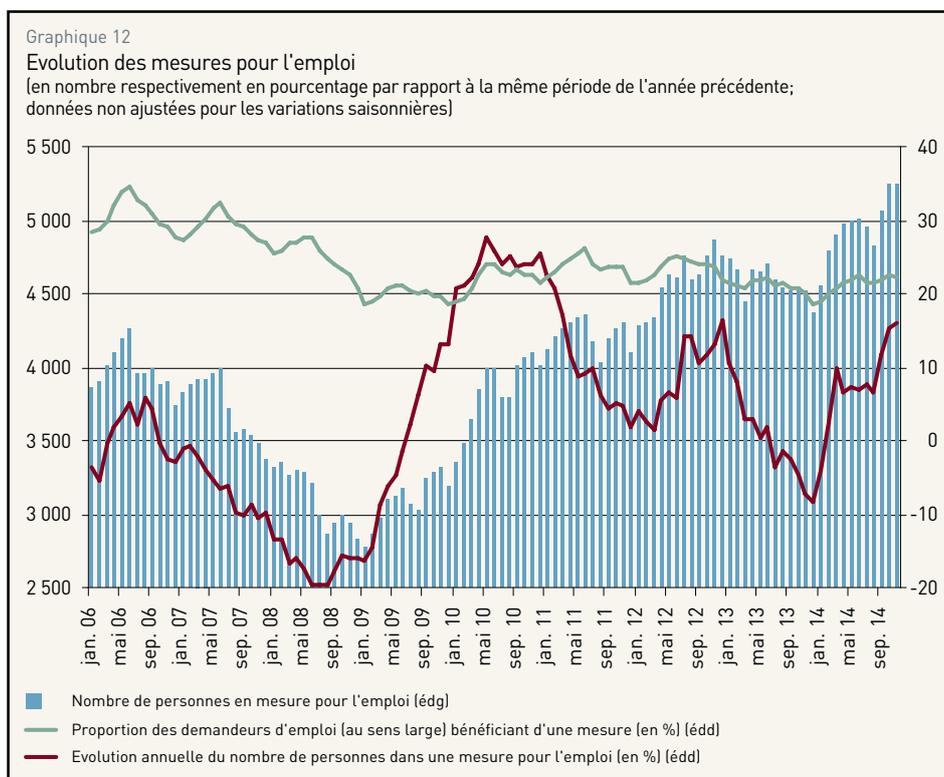
Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 7,1% en novembre 2014, stable par rapport au mois précédent et en légère baisse par rapport au niveau observé au cours des premiers mois de l'année 2014. Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a progressé de 1,7% en novembre, soit l'équivalent

d'environ 300 chômeurs supplémentaires sur une année. Aussi, on remarque depuis la mi-2013 une sensible décélération de la progression annuelle du nombre de demandeurs d'emploi.

La stabilisation du taux de chômage au sens « restreint » s'explique entre autres par un accroissement des flux de sortie du chômage plus important que celui des flux d'entrée (c'est-à-dire du nombre de nouvelles inscriptions auprès des bureaux de placement).

Cette stabilisation s'explique cependant aussi par une recrudescence du nombre de chômeurs dans une mesure d'activation⁵. Après une période de baisse en 2013, le nombre de mesures a emprunté une trajectoire clairement ascendante depuis le début de l'année courante. Sur les onze premiers mois de 2014, plus de 4 950 demandeurs d'emplois ont bénéficié d'une mesure de soutien à l'emploi (en moyenne chaque mois), soit 7,8% de plus qu'il y a un an⁶. Au final, en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une telle mesure, on constate que le taux de chômage au sens « large » continue sur une trajectoire légèrement ascendante.

Une analyse détaillée révèle par ailleurs que la hausse du nombre de chômeurs au sens strict s'explique essentiellement par la contribution des demandeurs d'emploi non indemnisés. Sur les onze premiers mois de l'année en cours, ce nombre a augmenté de 12,5% en glissement annuel, contre 0,3% seulement du côté des chômeurs indemnisés. Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est constituée de personnes sans emploi dont les droits aux allocations de chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré-requis pour pouvoir en bénéficier. Il s'agit par exemple de femmes au foyer (ou toute autre personne) qui décident de (ré-) intégrer le marché du travail. Dans la littérature on fait référence à *l'effet du travailleur additionnel*, en vertu duquel des personnes qui auparavant étaient exclues du marché du travail, décident d'intégrer la population active afin de contribuer aux revenus du ménage. Les chômeurs non indemnisés peuvent par ailleurs inclure des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi⁷ ou encore de nouveaux arrivants sur le territoire national. L'accroissement du nombre de chômeurs non indemnisés reflète



Sources : ADEM, calculs BCL

5 Rappelons que les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour l'emploi ne sont pas comptabilisés dans le chômage au sens « strict ».

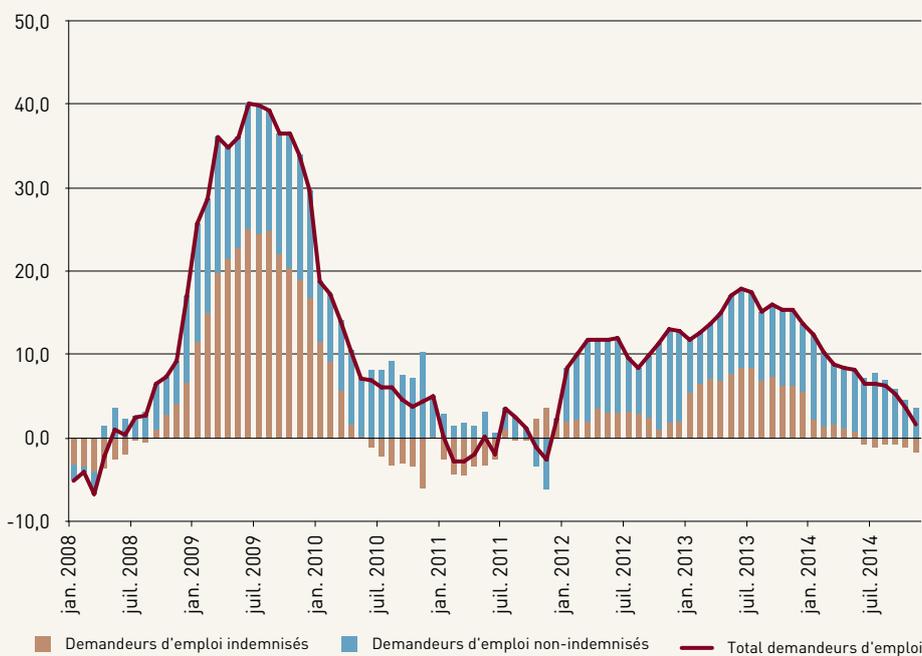
6 Notons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur sortie du système scolaire.

7 A l'issue de leur parcours scolaire, les jeunes sont susceptibles de bénéficier d'une indemnisation de chômage sous réserve du respect de certaines conditions dont les principales sont les suivantes : pour pouvoir bénéficier d'une indemnisation, le jeune doit s'inscrire auprès de l'ADEM en tant que demandeur d'emploi endéans les douze mois suivant la fin de la formation. Par ailleurs, le jeune doit être inscrit comme demandeur d'emploi pendant au moins 26 semaines avant de pouvoir bénéficier d'une allocation-chômage.

Graphique 13

Evolution du nombre de chômeurs selon leur statut

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente respectivement en point de pourcentage)

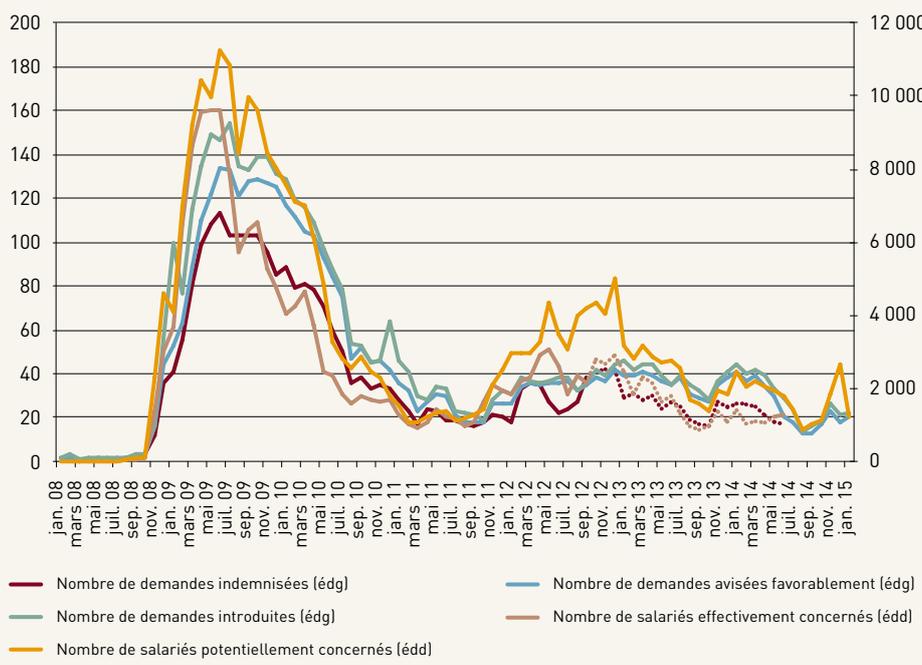


Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 14

Evolution du chômage partiel

(en nombre)



Source : Comité de conjoncture

sans doute également celui des chômeurs de longue durée.

En raison du récent tassement de l'activité économique et après plusieurs mois de baisses consécutives, le recours au chômage partiel est de nouveau orienté à la hausse. Selon les données les plus récentes, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 2 674 au mois de décembre, soit 47,0% de plus qu'il y a un an. Cependant, les données concernant le mois de janvier 2015 sont à nouveau orientées à la baisse⁸. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires et ne sont disponibles que pour les six premiers mois de l'année, de sorte qu'elles ne permettent pas encore de tirer de conclusions quant à l'utilisation récente de ce dispositif dans les faits.

En conclusion, les plus récents chiffres disponibles révèlent une image assez mitigée du marché du travail luxembourgeois. D'un côté, le taux de postes vacants continue de progresser au-delà de sa moyenne historique, ce qui témoigne de la robustesse de la demande de travail. A cela s'ajoutent des perspectives d'évolution de l'emploi relativement favorables. D'un autre côté, la stabilisation du taux de chômage au sens « strict » masque une hausse du nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour

8 Il convient de noter que la forte hausse observée au mois de décembre 2014 et la baisse subséquente au mois de janvier est essentiellement imputable à une grande entreprise luxembourgeoise (qui n'a pas renouvelé sa demande de chômage partiel en janvier).

l'emploi. De même, la hausse du chômage partiel au cours de la deuxième moitié de l'année 2014 témoigne d'un regain de pessimisme de la part des entrepreneurs luxembourgeois. A noter également l'aggravation du chômage de longue durée qui témoigne des difficultés de certains chômeurs à retrouver un emploi, en particulier les demandeurs peu qualifiés, plus âgés ou souffrant d'une incapacité (partielle) de travail.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

Sur l'ensemble de l'année 2013 la **production industrielle** avait reculé de 3,4% pour l'ensemble des secteurs industriels. Le quatrième trimestre de 2013 avait amorcé une hausse de la production industrielle dans tous les secteurs. Bien que significative, cette hausse n'avait pas été suffisante pour compenser les chutes successives observées lors des trois premiers trimestres de 2013. Les données concernant le premier trimestre de l'année 2014 ont été positives, grâce à une nette progression de la production industrielle dans tous les secteurs à l'exception des biens énergétiques. Le deuxième trimestre a confirmé cette tendance. La production a augmenté dans tous les secteurs à l'exception des biens d'équipement. La hausse a été particulièrement marquée dans le secteur des biens intermédiaires et dans la sidérurgie. Lors du troisième trimestre, la tendance haussière a continué. L'augmentation de la production s'est répartie plus équitablement entre les différents secteurs, seule la production de biens énergétiques ayant connu une légère baisse.

Tableau 6

Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)

	2012	2013	2014-T1	2014-T2	2014-T3
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. Sidérurgie	-4,3	-3,4	7,6	8,7	5,1
Pjo - Biens intermédiaires	-9,5	-1,8	12,1	17,3	5,0
Pjo - Biens d'équipement	3,3	-6,6	3,1	-2,7	8,3
Pjo - Biens de consommation	-0,7	-1,1	7,3	7,5	3,8
Pjo - Biens énergétiques	-4,3	-8,0	-3,3	1,6	-1,8
Pjo - Industrie, sidérurgie exclue	-3,6	-3,1	7,3	8,1	5,2
Pjo - Sidérurgie	-12,4	-6,8	11,5	15,9	3,1

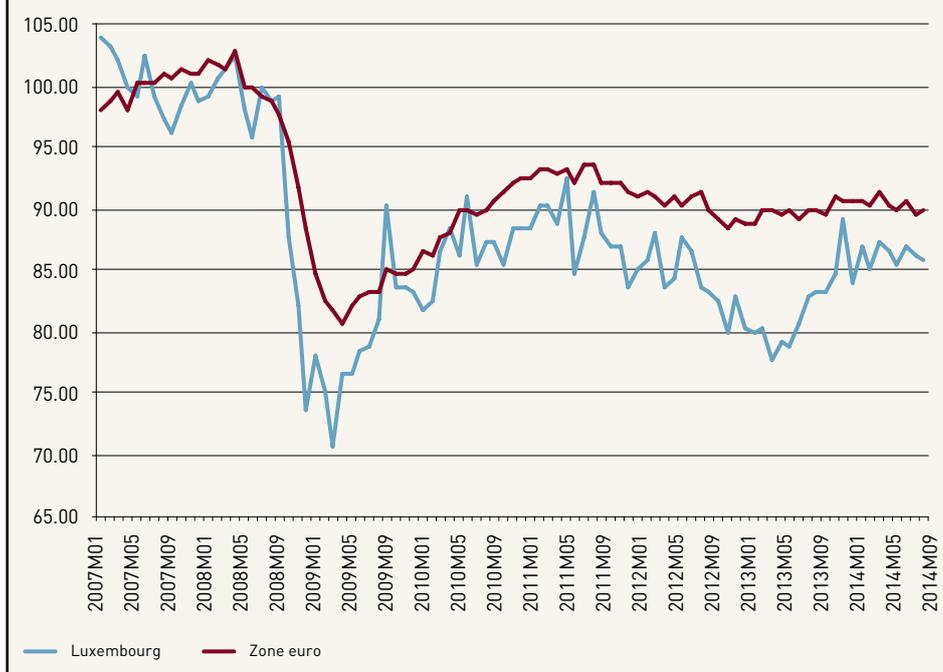
Sources: STATEC, calculs: BCL

Depuis fin 2008, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro a été caractérisée par une forte baisse. Ce recul fut plus marqué au Luxembourg, qui a connu un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010. Toutefois, en 2013, alors que la production industrielle de la zone euro connaissait une certaine stabilisation, la progression de celle-ci au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. Depuis 2014, la production industrielle semble se stabiliser à un niveau légèrement inférieur à celui de la zone euro.

Les enquêtes récentes de conjoncture font globalement présager une tendance baissière de la production luxembourgeoise. Au mois de novembre, les répondants sont plus nombreux qu'au mois précédent à signaler une tendance récente de la production en diminution (+2 p.p.). Il en est de même pour les perspectives d'évolution de la production où ils sont désormais 27% (+6 p.p.) à la considérer comme étant orientée à la baisse. L'état du carnet de commande est jugé comme insuffisant par 59% des répondants (+4 p.p.). Ce faible carnet de commande est principalement imputable aux commandes étrangères que 63% des entreprises sondées jugent insuffisantes (+19 p.p.), alors que seulement 7% anticipent une hausse de celles-ci (-3 p.p.). Le degré d'utilisation des capacités de production reste stable à 66%,

Graphique 15

Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2007=100), corrigé pour les variations saisonnières



Sources : Eurostat, calculs : BCL

soit un niveau très faible, pénalisé par un secteur sidérurgique dont seulement 41% de la capacité de production est utilisée.

La baisse de la production de la **construction** observée en 2012 au Luxembourg s'est accompagnée d'une réduction des heures travaillées. Cette tendance négative s'est poursuivie jusqu'au troisième trimestre 2013. Précisons que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier 2013 particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil) au premier trimestre 2013. Globalement, la production par jour ouvrable (pjo) a baissé de 4,5% en 2013, accompagnée d'une diminution des heures travaillées de 4,1%. Lors du quatrième trimestre de 2013, un redressement avait toutefois pu être observé, redressement qui s'est accentué

au cours du premier trimestre 2014, tant en termes de production que d'heures travaillées, ces deux indicateurs ayant en effet enregistré une croissance de respectivement 16% et 15,3%. Les conditions climatiques furent clémentes lors du premier trimestre de 2014, alors qu'elles étaient particulièrement défavorables au cours des mois de janvier et février de l'année 2013. En revanche, au cours du deuxième trimestre 2014, la production par jour ouvrable a été en légère progression (+0,4%), alors que les heures travaillées ont connu une hausse plus marquée (+1,3%).

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir accordés en 2013 a régressé de 15%. Cette baisse touche essentiellement les maisons à appartements (-24,7% en 2013 par rapport à 2012), tandis que les maisons individuelles voient leur nombre d'autorisations progresser de 7,4% en 2013. Toutefois, au cours de la première moitié de l'année 2014, le nombre de permis a augmenté de 39% au premier trimestre et de 13,5% au second trimestre, soit un rebond conséquent.

Tableau 7

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

	2012	2013	2014-T1	2014-T2	2014-T3
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	-3,1	-4,5	16,1	-0,8	0,4
Heures travaillées	-4,9	-4,1	15,4	-0,9	1,3
Permis de bâtir	0,3	-15,0	39,0	13,5	-

Sources : STATEC, calculs BCL.

Les résultats de la plus récente enquête de conjoncture dans le secteur de la construction au Luxembourg dénotent une certaine stabilisation de l'activité. En novembre 2014, l'indicateur global s'est établi à -0,2, soit en léger recul par rapport au mois d'octobre (1,3). Cette évolution est le résultat de la baisse de la composante « perspectives d'évolution de l'emploi », les autres composantes étant restées relativement stables. Le troisième trimestre et les deux premiers mois du quatrième trimestre sont par ailleurs en nette amélioration par rapport à la première moitié de l'année 2014.

Globalement, l'indicateur de confiance se situe en 2014 à un niveau nettement supérieur qu'en 2013. Par ailleurs, l'indicateur correspondant relatif à la zone euro a été beaucoup moins favorable, avec un solde passant de -24,6 en octobre 2014 à -26,3 en novembre 2014.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 Les établissements de crédits

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Fin septembre 2014, 26 055 personnes étaient employées dans les établissements de crédit du Luxembourg, soit une hausse de 158 emplois par rapport au 30 juin 2014. Il convient toutefois de souligner que cette augmentation est essentiellement due à une opération particulière. En effet, une banque a augmenté son effectif de 168 personnes au cours du dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des salariés qui travaillaient auparavant pour un prestataire de services financiers du même groupe. En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 30 septembre 2014 est donc en baisse de 10 postes par rapport au trimestre précédent. Fin septembre 2014 et en comparaison annuelle, la baisse est de 177 emplois.

Evolution du nombre des établissements de crédit

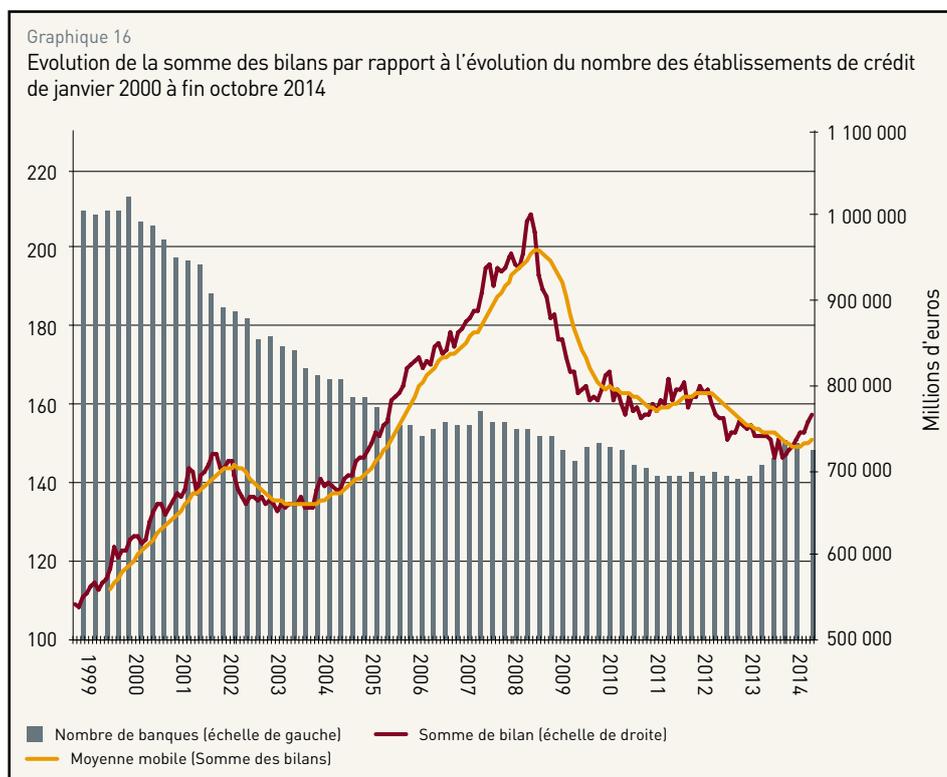
Au 30 novembre 2014, la liste officielle recensant les établissements de crédit dénombrait 148 inscriptions. Ceci correspond à une diminution de 2 unités par rapport à fin juillet 2014. En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominaient toujours l'activité bancaire de la place financière avec 33 unités présentes. On dénombrait également 15 banques françaises, 12 banques suisses, 10 établissements italiens et enfin 5 entités luxembourgeoises.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2014, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des banques présentes sur le territoire luxembourgeois, s'élevait à 766 104 millions d'euros. L'agrégat bilanciel enregistré une hausse cumulée de 27 114 millions d'euros, soit 3,7%, par rapport au 31 octobre 2013.

Graphique 16

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 2000 à fin octobre 2014



Source : BCL

Evolution des principaux postes de l'actif

Comme à son habitude, les créances interbancaires représentaient plus de la moitié (52,3%) du volume de l'activité bancaire fin octobre 2014. Ces dernières ont augmenté de 12 644 millions d'euros, soit 2,2%, par rapport au même mois de l'année précédente, pour porter l'encours à 400 482 millions d'euros.

Dans ce contexte, on note encore que les montants déposés par les banques luxembourgeoises auprès de la Banque centrale du Luxembourg ont baissé de 784 millions d'euros sur un an, portant l'encours à 22 619 millions d'euros en octobre 2014. En effet, le taux de la facilité de dépôt auprès de l'Eurosystème est passé de 0% à -0,1% en date du 11 juin 2014, puis à -0,2% à en date du

10 septembre 2014. Un taux de la facilité de dépôt négatif a pour effet, notamment, d'inciter les banques à placer leurs liquidités excédentaires auprès des autres établissements de crédit. Pour la période de constitution des réserves prenant fin le 11 novembre 2014, l'exigence de réserves s'élevait à 3 883 millions d'euros et le montant des réserves excédentaires était de 5 999 millions d'euros.

Toujours fin octobre 2014, les créances sur la clientèle non bancaire ont enregistré une hausse de 4,3% en rythme annuel pour s'élever à 176 563 millions, avec néanmoins un léger repli (-0,1%) par rapport à septembre 2014. De plus, entre octobre 2013 et octobre 2014, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro de 1 754 millions d'euros, soit une augmentation de 3,7%. Sur ces 1 754 millions, 644 étaient attribuables à l'octroi de crédits aux entreprises non financières luxembourgeoises. Enfin, le crédit immobilier envers les ménages luxembourgeois ainsi que les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) a progressé de 1 489 millions d'euros depuis octobre 2013, soit une hausse significative de 7,1%.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif, qui représentait 21,4% du total bilantaire, s'élevait à 163 309 millions d'euros fin octobre 2014. Ce poste a contribué largement à la reprise de l'activité bancaire dans son ensemble en ayant comptabilisé une progression de 5,3%, soit 8 263 millions d'euros, par rapport à son niveau de l'année précédente. Ce portefeuille était composé à 91,7% de titres de créances à revenus fixes, le solde étant constitué de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2014, le portefeuille obligataire s'élevait à 150 176 millions d'euros, ayant enregistré un accroissement nominal de 4,7% en rythme annuel, soit 6 697 millions d'euros. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions afin de mieux éclairer cette évolution. Ces effets de valorisation furent favorables, de l'ordre de 1 590 millions d'euros, en raison d'une évolution positive du prix des

actifs. Les établissements de crédit ont également réalisé de nombreux achats de titres, les transactions s'élevant à 5 107 millions d'euros durant la fenêtre d'observation.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1 005 millions d'euros pour s'établir à 25 374 millions d'euros fin octobre 2014, soit 3,3% de l'actif.

Tableau 8

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	10-2013	09-2014	10-2014	10-2013 - 10-2014		09-2014 - 10-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	387 838	391 712	400 482	12 644	3,3	8 770	2,2	52,3
Créances sur la clientèle	169 351	176 684	176 563	7 212	4,3	- 121	-0,1	23,0
Portefeuille titres	155 422	163 309	163 685	8 263	5,3	376	0,2	21,4
Autres actifs	26 379	26 511	25 374	-1 005	-3,8	-1 137	-4,3	3,3
Total de l'actif	738 990	758 217	766 104	27 114	3,7	7 887	1,0	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Evolution des principaux postes du passif

Les dettes interbancaires ont atteint un encours de 305 053 millions d'euros fin octobre 2014 suite à une augmentation annuelle de 9 600 millions d'euros. Le concours de la BCL aux établissements de crédit a diminué de 1 474 millions d'euros en comparaison annuelle. Partant, les dettes envers les autres établissements de crédit ont augmenté de 11 074 millions sur douze mois. Hors opérations auprès de la BCL, le solde interbancaire (soit la différence entre les créances et les dettes interbancaires) se situait à 73 726 millions d'euros fin octobre 2014.

Les dépôts de la clientèle non bancaire ont évolué favorablement et ont représenté actuellement la principale source de financement bancaire au Luxembourg, à savoir 41,3% du total du passif. En effet, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 4,5%, sur une base annuelle, pour atteindre un encours de 316 023 millions d'euros fin octobre 2014. Cette hausse s'explique principalement par une augmentation des dépôts des autres intermédiaires financiers luxembourgeois, une composante particulièrement volatile du financement bancaire. Notons que par rapport au mois d'octobre 2013, les dépôts des ménages et ISBLM luxembourgeois ont augmenté de 3 195 millions d'euros, soit une progression annuelle de 11,5%. Cette augmentation était encore plus marquée pour les dépôts des sociétés non financières luxembourgeoises atteignant 21 409 millions d'euros, soit une variation positive annuelle de 42,5%. A contrario, les dépôts des ménages et ISBLM des autres pays membres de la zone euro ont diminué 3 038 millions d'euros (-16,6%) par rapport à fin octobre 2013. Cette diminution des dépôts des autres pays membres de la zone euro était encore plus perceptible pour les sociétés non financières, ayant accusé une baisse de 24,8% (ou 5 039 millions d'euros) par rapport à l'année dernière.

Le financement par émission de titres de dette a continué de décroître et ne représentait plus que 55 800 millions d'euros en fin de période, soit 7,3% du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation sont également pris en compte. Pour la période couvrant octobre 2013 à octobre 2014, les établissements de crédit ont émis des titres pour un montant agrégé s'élevant à 2 325 millions d'euros. Pour la même période, les effets de prix et change ont été globalement négatifs, à concurrence de -3 135 millions d'euros.

Tableau 9

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	10-2013	09-2014	10-2014	10-2013 - 10-2014		09-2014 - 10-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	295 453	295 777	305 053	9 600	3,2	9 276	3,1	39,8
Dettes envers la clientèle	302 271	313 806	316 023	13 752	4,5	2 217	0,7	41,3
Dettes représentées par un titre	56 609	57 828	55 800	- 809	-1,4	-2 029	-3,5	7,3
Autres passifs	84 656	90 806	89 229	4 572	5,4	-1 578	-1,7	11,6
Total du passif	738 990	758 217	766 104	27 114	3,7	7 887	1,0	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs.

Source : BCL

Au 31 octobre 2014, 89 229 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs, qui se sont contractés de 1,7% par rapport à septembre 2014.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé à un échantillon représentatif de sept banques au Luxembourg et destiné aux responsables dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi⁹) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets », dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire. Pour les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et la part des banques ayant signalé un assouplissement. Quant à la demande, celle-ci est la différence entre le pourcentage des banques ayant signalé une augmentation de la demande et le pourcentage de banques qui ont signalé une diminution. A noter que les résultats luxembourgeois ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

La plus récente enquête fut réalisée en octobre 2014 et couvre le troisième trimestre 2014. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les critères d'octroi de crédits aux entreprises et de crédits à l'habitat se sont assouplis. S'agissant de la demande nette, cette dernière est restée stable au cours du troisième trimestre pour les crédits aux entreprises, tandis qu'elle a diminué pour les crédits à l'habitat. Les critères d'octroi ainsi que la demande relative aux crédits à la consommation sont restés inchangés au troisième trimestre. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi de prêts appliqués par les banques se sont assouplis pour les trois catégories recensées par l'enquête (crédits aux entreprises, crédits à l'habitat et crédits à la consommation). De même, la demande au niveau de la zone euro a augmenté pour toutes les catégories de crédit lors du troisième trimestre.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, le graphique 17 représente l'évolution au Luxembourg des pourcentages nets se rapportant aux questions clefs.

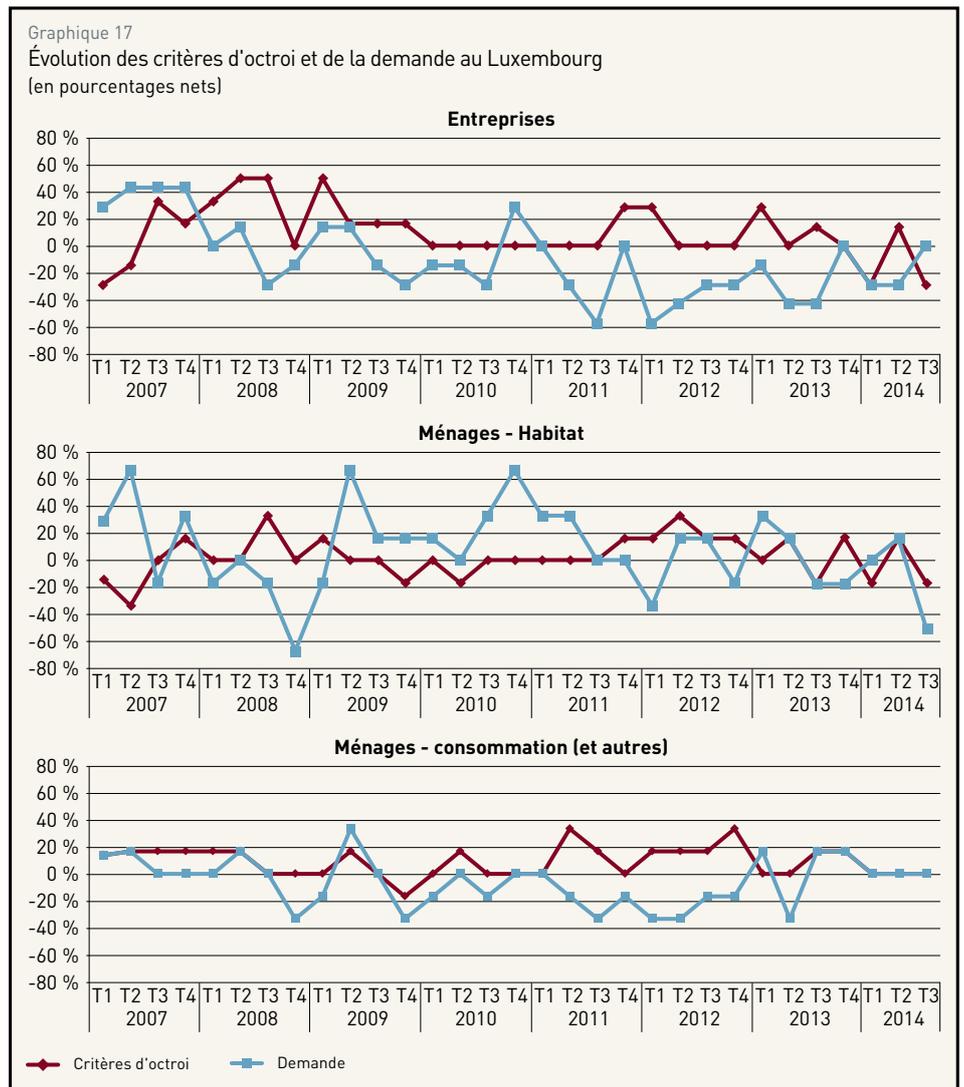
9 Les critères d'octroi des crédits sont les directives ou les critères internes selon lesquels une banque octroie les crédits. Ils sont fixés préalablement à la négociation relative aux conditions du crédit et à la décision d'octroi ou de refus.

Entreprises: Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux grandes entreprises se sont assouplis pendant les trois premiers trimestres 2014, et cela pour la première fois depuis l'émergence des turbulences financières en 2007. Cet assouplissement est principalement attribuable à une amélioration de la position de liquidité des banques et à une augmentation de la concurrence bancaire. Des risques liés à l'évolution de l'activité économique au Luxembourg et dans la zone euro ont cependant eu un effet resserrant sur les critères d'octroi. Dans la zone euro, les critères d'octroi se sont assouplis au deuxième et au troisième trimestre, après un léger durcissement au premier trimestre.

Cet assouplissement des critères d'octroi au Luxembourg s'est surtout traduit par une diminution des marges sur les prêts moyens, mais s'est également reflété dans d'autres conditions d'attribution plus favorables (par exemple une diminution des demandes de garanties).

La demande nette émanant des entreprises au Luxembourg est restée stable après une diminution au deuxième trimestre 2014. La demande de crédit a légèrement augmenté seulement pour les PME. Selon les banques, cette évolution découle, d'une part, d'une augmentation de besoins de fonds de roulement et, d'autre part, d'une diminution de l'investissement en capital fixe ainsi que d'un financement par d'autres moyens. Dans la zone euro, la demande de crédit de la part des entreprises a légèrement augmenté au cours des deux premiers trimestres 2014.

Ménages (habitat): En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'octroi se sont légèrement détendus, après un durcissement au deuxième trimestre. L'évolution des marges sur les prêts moyens, cette évolution s'est également traduite par un assouplissement des conditions d'octroi (c'est-à-dire les conditions du crédit effectivement approuvées dans le contrat conclu entre la banque et l'emprunteur). La quotité d'emprunt (ratio « loan-to-value » ou LTV) a cependant été légèrement resserrée. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont légèrement assouplis.



Source : BCL

Au Luxembourg, la demande nette relative aux crédits immobiliers a diminué au troisième trimestre 2014 après une augmentation de la demande au deuxième trimestre. Selon les banques cette évolution est principalement attribuable à une diminution relative de l'épargne dont disposent les ménages par rapport au niveau des prix de l'immobilier, ce qui rend l'accès à la propriété de plus en plus difficile. Dans la zone euro, la demande nette s'est inscrite en hausse au cours des deux premiers trimestres 2014.

Ménages (consommation et autres): Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au cours des trois premiers trimestres 2014. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu assouplis, une évolution qui découle d'une amélioration de la position de liquidité des banques.

La demande de la part des ménages pour les crédits à la consommation (et autres crédits) est restée inchangée au Luxembourg au cours des trois premiers trimestres 2014, tandis que cette demande s'est inscrite en hausse au niveau de la zone euro.

Réponses aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée en octobre 2014 comprenait aussi des questions supplémentaires.

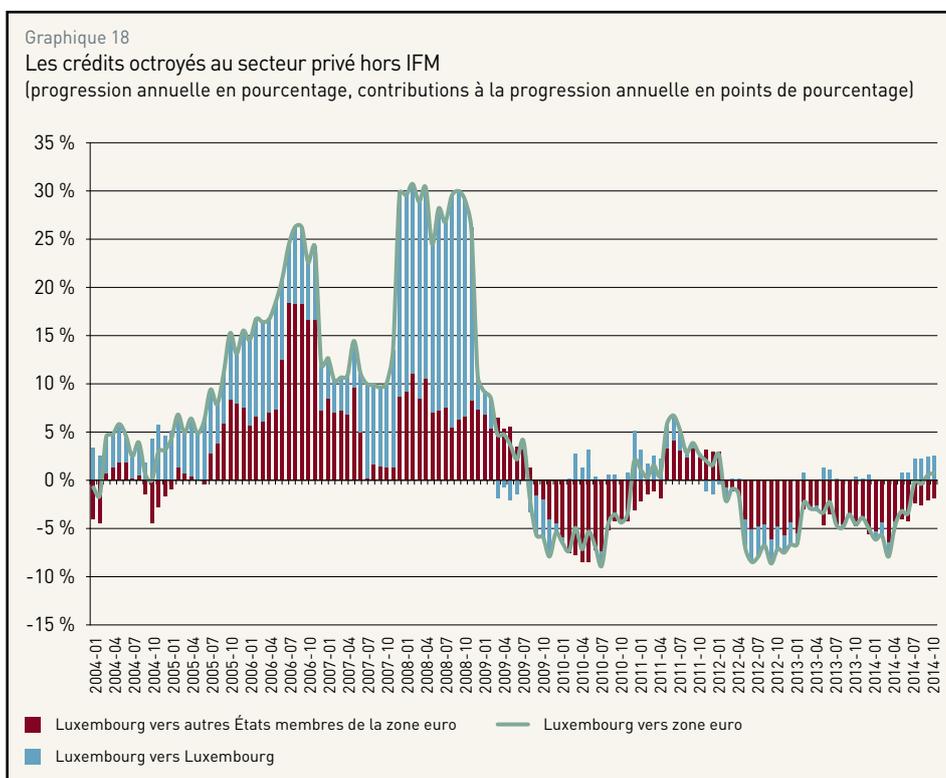
La première question portant sur les conditions de refinancement des banques n'a révélé aucun changement substantiel quant à l'accès au financement des banques au Luxembourg, alors qu'une légère amélioration pouvait être constatée au niveau de la zone euro.

La deuxième question supplémentaire a porté sur l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur leurs critères d'octroi de crédits. Aucune inci-

dence n'a été rapportée par les banques de l'échantillon luxembourgeois. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué que l'accalmie des tensions sur le marché de la dette souveraine avait contribué à une légère amélioration de leurs conditions de financement.

L'évolution des crédits au secteur privé

L'évolution des crédits accordés au secteur privé par les établissements de crédit au Luxembourg est devenue positive en septembre pour la première fois depuis janvier 2012. La progression annuelle des crédits octroyés par les établissements de crédit luxembourgeois au secteur privé de la zone euro était de +0,8% en octobre. Celle-ci a été freinée



Source : BCL

par une contribution négative des crédits octroyés aux contreparties non-résidentes (-1,7 point de pourcentage).

Quant aux crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 5,2% en octobre (voir Graphique 19). La majeure partie de ces crédits a été accordée au secteur financier hors établissements de crédit, soit aux autres intermédiaires financiers (AIF). Selon les données bilantaires d'octobre, 36% des encours de crédits octroyés aux résidents ont été destinés à ce secteur qui est majoritairement composé de fonds d'investissement. Pour le reste, 34% des crédits ont été octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 22% des encours ont été destinés aux entreprises. Des montants relativement limités ont été destinés aux crédits à la consommation et aux crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF et de la croissance assez stable des crédits immobiliers, il est peu surprenant de constater que la dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes ait largement été attribuable à l'évolution des crédits octroyés en particulier aux AIF (voir Graphique 19).

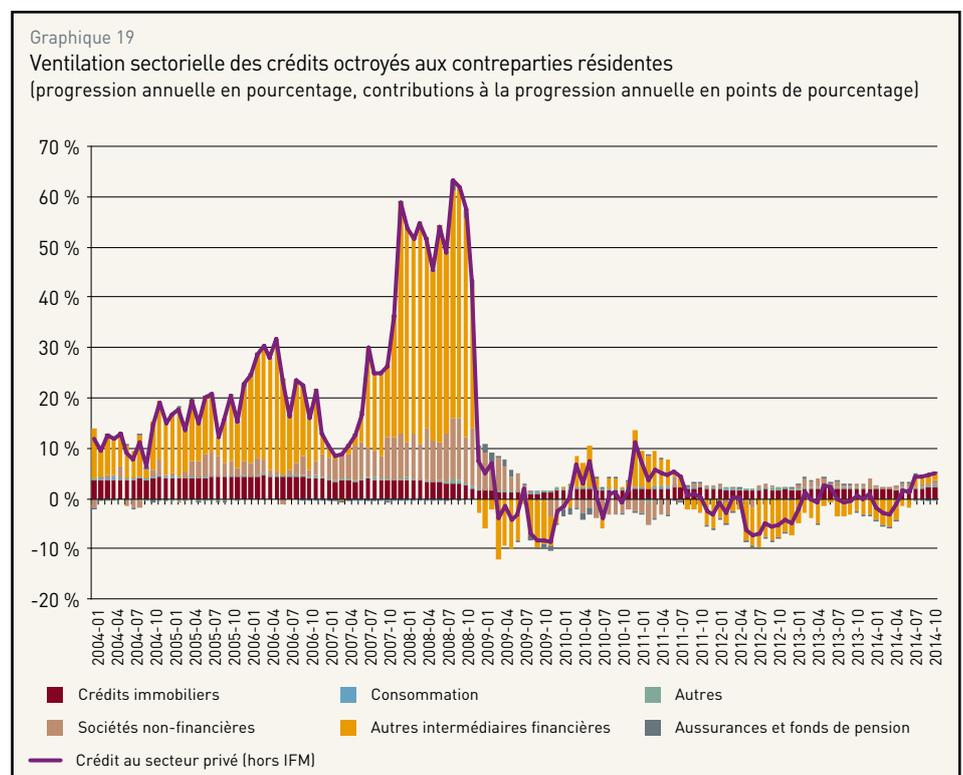
De même, la contribution des crédits accordés aux AIF implantés au Luxembourg a été assez positive depuis juillet. La contribution des crédits aux ménages, principalement attribuable aux crédits immobiliers, était toujours largement positive. La contribution des crédits octroyés aux sociétés non-financières (SNF) est restée positive mais a été plus faible qu'en 2013.

Eu égard aux différents secteurs non-financiers résidents, on constate une diminution de la croissance annuelle des crédits accordés aux SNF de 3,6% en avril à 0,5% en septembre suivi d'un rebond en octobre. La croissance annuelle des crédits immobiliers accordés aux ménages est restée assez stable. La croissance des crédits à la consommation est restée légèrement négative avec un possible retour à la croissance en fin de période. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit

Taux d'intérêt des crédits accordés

Au 31 octobre 2013, le taux de la BCE pour les opérations principales de refinancement était de 0,50%. Depuis, ce taux a connu 3 baisses successives. La première a eu lieu le 13 novembre 2013, où ce taux est passé à 0,25%, pour ensuite être abaissé à 0,15% le 11 juin 2014 et finalement s'établir à 0,05%, taux en vigueur depuis le 10 septembre 2014. Les chiffres commentés ci-après se réfèrent



Source : BCL

aux dernières données disponibles, à savoir celles du mois d'octobre 2014, relatives aux taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro.

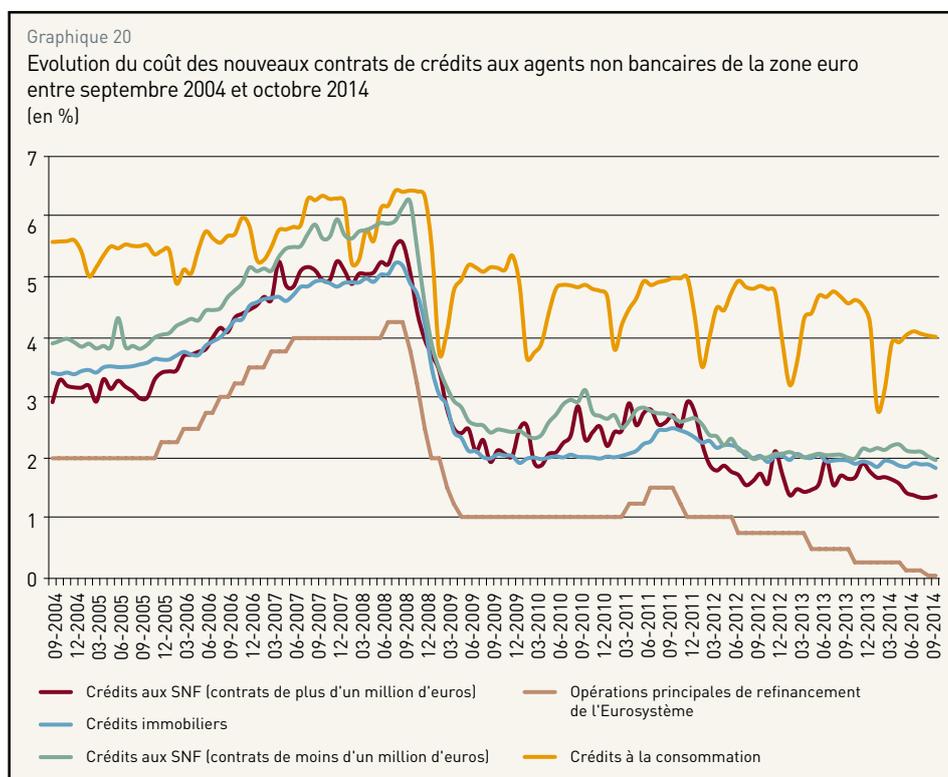
Les baisses successives des taux directeurs ont généralement été répercutées sur les taux de détail pratiqués. Ainsi, les taux d'intérêt se sont établis à des niveaux historiquement bas ou à des niveaux très proches. En même temps, certains taux d'intérêt n'ont guère changé sur les périodes plus récentes. La baisse des taux créditeurs est ainsi restée limitée par souci de préserver les marges par rapport aux taux débiteurs qui s'inscrivent à des niveaux déjà historiquement bas, voir même proches de zéro sur certaines ventilations.

Ainsi, si fin octobre 2014 le taux d'intérêt variable¹⁰ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint son plus bas niveau historique de 1,83%, il a diminué de seulement 12 points de base par rapport au mois d'octobre 2013. La baisse des taux de détail est toutefois plus perceptible pour ce qui est du taux d'intérêt fixe¹¹ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages. En effet, sur la même période, ce taux a baissé de 33 points de base pour s'inscrire à 2,31%.

Le coût des crédits à la consommation s'est également inscrit à la baisse. Ainsi, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 et inférieure ou égale à 5 ans, a diminué de 55 points de base, en comparaison annuelle, pour atteindre 4,00% en fin de période. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte

saisonnalité et sont influencées par des événements externes tels que le festival de l'automobile, période pendant laquelle les banques octroient des crédits à taux préférentiels. A titre d'exemple, ce même taux s'établissait à 2,81% fin février 2014.

A contrario, la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation, a vu son coût augmenter entre octobre 2013 (1,54%) et octobre 2014 (1,66%). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.



Source : BCL

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

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

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a baissé de 4 points de base, par rapport à octobre 2013, pour atteindre son plus bas niveau historique de 1,96%.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a diminué de 28 points de base sur la même période pour s'élever à 1,37%. Le taux d'intérêt enregistré en octobre est donc très proche de son plus bas niveau historique de 1,34% atteint en août et septembre 2014.

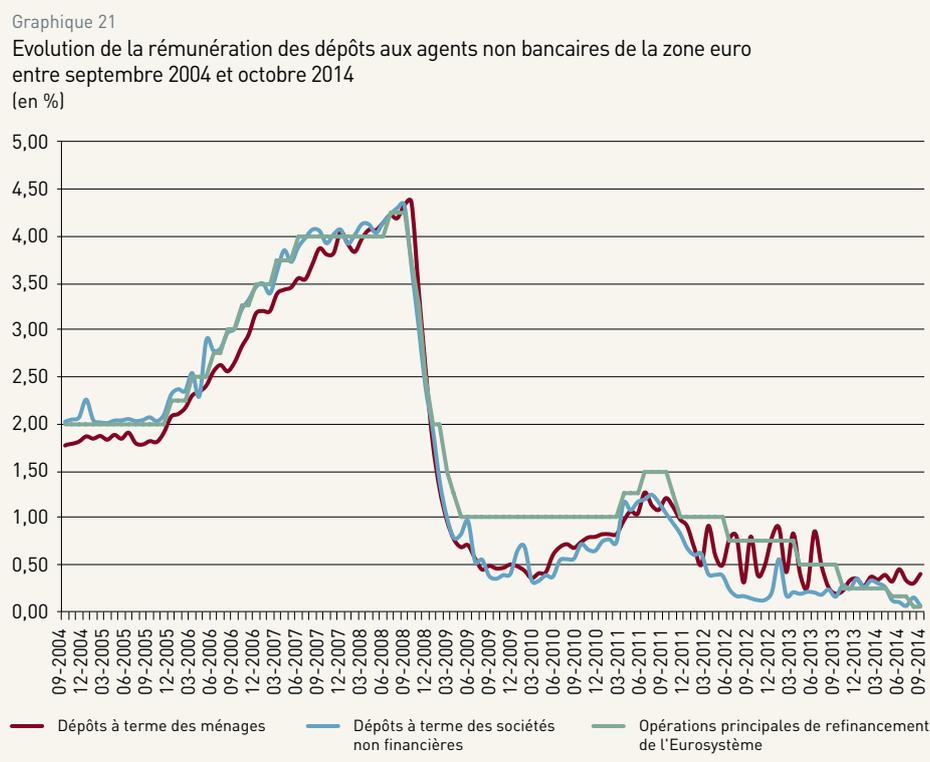
Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an a augmenté de 21 points de base sur douze mois. Ainsi, la rémunération sur ces dépôts est passée de 0,19% en octobre 2013, taux le plus faible enregistré, à 0,40%. Néanmoins, il convient de souligner que cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer des ajustements considérables en ce qui concerne les pondérations relatives sous-jacentes. Par exemple, un taux favorable accordé à un client fortuné qui dépose une somme importante auprès d'un établissement de crédit peut avoir un impact très important sur les données agrégées. Effectivement, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats sont pondérés au sein des catégories d'instruments concernées par les montants des contrats individuels. Or, ces pondérations sont particulièrement volatiles pour ce qui est des dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an.

S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt appliqué à ces dépôts a baissé de 10 points de base pour atteindre son plus bas niveau historique de 0,06% en date du 31 octobre 2014.

L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

En utilisant des données révisées (voir bulletin précédent), tenant compte des effets de calendriers liés à l'hétérogénéité des dates de clôture des comptes de certains établissements de crédit, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger s'est élevé à 4 272 millions d'euros au 30 septembre 2014. Ce résultat représente une légère diminution de 0,8% par rapport au troisième trimestre de l'année précédente.



Source : BCL

Les taux de détail offerts par les banques au secteur privé non financier se sont à nouveau orientés à la baisse sous l'impulsion de la diminution des taux directeurs. Les montants liés aux intérêts perçus ont baissé de 5,3% (soit 494 millions d'euros) en comparaison annuelle, pour s'établir à 8 849 millions d'euros. Ceci a été contrebalancé par une baisse des charges d'intérêts à concurrence de 6,7% (ou 407 millions d'euros en termes bruts) pour s'élever à 5 710 millions d'euros, permettant de stabiliser la marge sur intérêts, qui a été soutenue exclusivement par les produits de dividendes. Ces derniers ont affiché un encours de 721 millions d'euros, en augmentation de 15,2%, ou 95 millions d'euros, sur une année.

Les revenus nets sur commissions, provenant essentiellement des activités de banque dépositaire, et les revenus sur opérations de change ont connu une évolution défavorable, ayant diminué respectivement de 46 millions d'euros (-1,5%) et 43 millions d'euros (-25,2%) par rapport au troisième trimestre de l'année 2013.

Du côté des revenus hors-intérêts, notons la hausse significative des autres revenus nets, qui reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Ces revenus non-récurrents, d'un caractère typiquement hétérogène et volatil, ont contribué à hauteur de 1 020 millions d'euros au produit bancaire, en progression de 75 millions d'euros en perspective annuelle.

Par conséquent, le produit bancaire, représentant la somme de la marge sur intérêts et des revenus hors intérêts, est restée relativement stable pour s'élever à 8 034 millions d'euros au 30 septembre 2014.

Les frais de personnel ont connu un recul de 1,2% en rythme annuel pour s'établir à 2 013 millions d'euros au 30 septembre 2014.

Tableau 10

Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des banques luxembourgeoises

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	09-2013	09-2014	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	9 343	8 849	- 494	-5,3
2	Produits de dividendes	626	721	95	15,2
3	Charges d'intérêts	6 117	5 710	- 407	-6,7
4	Marge sur intérêts (1+2-3)	3 852	3 860	8	0,2
5	Revenus nets sur commissions	3 072	3 026	- 46	-1,5
6	Revenus nets sur opérations de change	171	128	- 43	-25,1
7	Autres revenus nets	945	1 020	75	7,9
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	4 188	4 174	- 14	-0,3
9	Produit bancaire (4+8)	8 040	8 034	- 6	-0,1
10	Frais de personnel	2 038	2 013	- 25	-1,2
11	Frais d'exploitation	1 505	1 555	50	3,3
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 543	3 568	25	0,7
13	Amortissements sur immobilisé non financier	189	194	5	2,6
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 308	4 272	- 36	-0,8

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

Source : CSSF

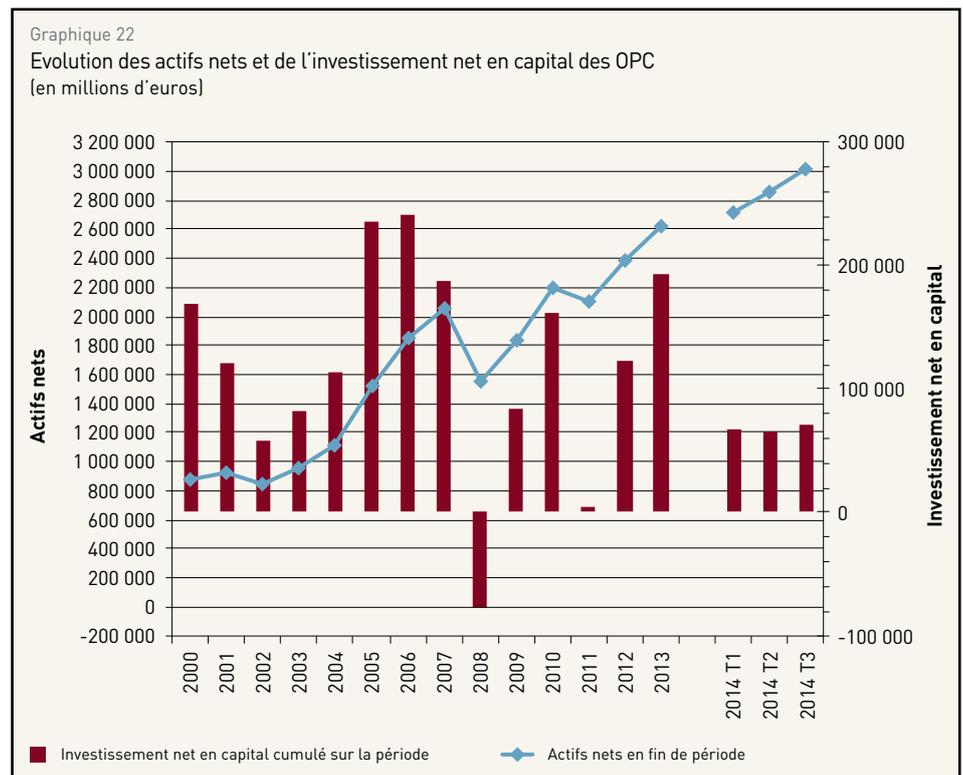
1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 16 unités au cours du troisième trimestre de 2014, pour s'établir à un total de 3 900 unités à la fin du mois de septembre. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 8 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 791 à 13 799 unités.

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

Au cours du troisième trimestre de 2014, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a progressé de près de 5,3% pour s'établir, à la fin du mois de septembre, à 3 006 762 millions d'euros. La hausse de la VNI s'explique à la fois par la variation des marchés financiers (+80 534 millions d'euros) et la hausse des investissements nets (+71 588 millions d'euros).



Source : CSSF

Tableau 11

Evolution 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 compart.	dont nombre de compart. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	209	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014										
jan.	3 885	13 689	198	2 623 836	19 624	-11 151	217 908	9,1	8 473	0,3
fév.	3 881	13 674	197	2 679 511	25 164	30 511	211 441	8,6	55 675	2,1
mars	3 885	13 690	192	2 709 201	23 279	6 411	180 281	7,1	29 690	1,1
avril	3 898	13 725	192	2 742 208	30 306	2 701	176 952	6,9	33 007	1,2
mai	3 900	13 758	192	2 815 869	16 261	57 400	231 770	9,0	73 661	2,7
juin	3 884	13 791	191	2 854 640	19 123	19 648	368 056	14,8	38 771	1,4
juil.	3 891	13 790	191	2 904 136	32 921	16 575	380 950	15,1	49 496	1,7
août	3 896	13 801	188	2 970 520	15 979	50 405	471 681	18,9	66 384	2,3
sep.	3 900	13 799	187	3 006 762	22 688	13 554	467 562	18,4	36 242	1,2

Source : CSSF

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.

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

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

Tableau 12

Evolution 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	74 942
2014						
janv.	1 103 570	847 520	666 422	44 436	28 688	77 032
fév.	1 122 227	880 054	684 661	43 465	28 976	78 040
mars	1 149 253	893 548	697 437	44 536	29 096	78 743
avril	1 156 741	895 329	709 667	44 189	28 373	84 309
mai	1 179 460	928 471	730 961	44 219	28 277	87 495
juin	1 181 974	941 426	744 966	44 431	28 006	89 811
juillet	1 213 311	956 020	760 873	44 511	27 347	88 461
août	1 240 197	980 041	785 116	45 211	27 379	90 151
septembre	1 265 959	981 417	798 951	44 800	28 294	89 123

Source : BCL

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 eu pour conséquence d'augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours du troisième trimestre de 2014, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de +7,1%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de +4,3% sur la période étudiée pour atteindre un encours de 981 417 millions d'euros à la fin du mois de septembre. Les actifs des fonds mixtes ont connu un accroissement de +7,3%. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de +0,8%, +1,0% et -0,8% au cours du troisième trimestre.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin septembre 2014, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 187 unités, en baisse de 4 unités par rapport au mois de juin, poursuivant ainsi la lente érosion entamée depuis le début de la crise financière.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était déjà tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition¹².

La somme des bilans

Au cours du troisième trimestre de 2014, la somme des bilans a progressé de +9,0%, passant de 195 694 millions d'euros à 213 265 millions d'euros. Cette évolution marque ainsi une rupture de tendance par rapport aux trimestres précédents et ce en dépit du maintien d'un contexte de faibles taux d'intérêt.

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 2014, le portefeuille de titres représentait 81,3% de l'actif, soit 173 450 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 17,3%, soit 36 944 millions d'euros. Au cours du troisième trimestre de 2014, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une hausse du portefeuille de titres (+11,6%).

Tableau 13

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	09-2013	06-2014	09-2014	09-2013 - 09-2014		06-2014 - 09-2014		09-2014
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	42 503	37 768	36 944	-5 559	-13,1	- 824	-2,2	17,3
Portefeuille titres	158 654	155 475	173 450	14 796	9,3	17 975	11,6	81,3
Autres actifs	2 466	2 451	2 871	405	16,4	420	17,1	1,3
Total de l'actif	203 623	195 694	213 265	9 642	4,7	17 571	9,0	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Fin septembre 2014, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (87 728 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (35 581 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (43 128 millions d'euros).

¹² Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Au cours du troisième trimestre de 2014, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de +11,6%. Entre juin 2014 et septembre 2014, la hausse de la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement augmenté de 26,1%, 6,6% et 10,5%.

Tableau 14

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie¹⁾

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	2013/09	2014/06	2014/09	2013/09 - 2014/09		2014/06 - 2014/09		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2014/09
Etablissements de crédit	88 948	82 270	87 728	-1 220	-1,4	5 458	6,6	51,8
Administrations publiques	34 230	30 598	38 581	4 351	12,7	7 983	26,1	22,8
Autres secteurs	31 640	39 016	43 128	11 488	36,3	4 112	10,5	25,5
Total	154 818	151 884	169 437	14 619	9,4	17 553	11,6	100,0

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des crédits

1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les données pour l'année 2013 indiquent des hausses toujours notables du chiffre d'affaires (CA) dans le commerce de détail, mais des évolutions nettement moins favorables dans le commerce de détail hors VPC (ventes par correspondance) et VCMS (vente de carburants en magasins spécialisés). Cette évolution différenciée s'explique principalement par la montée en puissance du commerce électronique, dont témoigne également l'évolution favorable des recettes de TVA de l'Etat au cours de l'année 2013. Les évolutions du chiffre d'affaires dans les secteurs du transport aérien, fluvial et de l'hôtellerie restauration ont en moyenne été favorables en 2013. Dans les autres principaux secteurs, à savoir le commerce et réparation d'automobiles (avec toutefois une inflexion favorable au second semestre de 2013) et les services auxiliaires des transports, les évolutions moyennes constatées en 2013 ont en revanche été globalement négatives, comme l'illustre le tableau suivant. Le commerce de gros a quant à lui été globalement stable en 2013.

Les taux de progression en glissement annuel témoignent de certains changements au cours des trois premiers trimestres de 2014. Le commerce et réparation d'automobiles a été en progression. En revanche, le commerce de gros, stable en 2013, a régressé lors du deuxième et du troisième trimestre de l'année 2014. Le commerce de détail hors VPC et VCMS a chuté assez nettement au premier trimestre pour ensuite remonter légèrement au second trimestre. Le troisième trimestre a dénoté de nouveau un léger recul. Le transport par eau, dont les données doivent être interprétées avec grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée, a régressé fortement lors des trois premiers trimestres de 2014. Dans les autres secteurs, la tendance observée en 2013 s'est poursuivie. Tout comme pour le transport aérien, le chiffre d'affaires dans l'hôtellerie restauration a progressé. Dans le secteur des services auxiliaires des transports le chiffre d'affaires continue de baisser.

Tableau 15

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

	2012	2013	2014-T1	2014-T2	2014-T3
Immatriculation de voitures	1,0	-7,5	0,0	5,3	14,4
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-6,9	-0,2	4,8	2,9	5,6
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-9,4	0,4	0,4	-3,3	-1,1
Commerce de détail	22,4	13,7	13,9	13,7	8,2
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	3,1	1,8	-5,2	1,7	-1,0
Hôtels et restaurants	2,2	5,2	5,7	2,6	2,3
Transports terrestres	1,3	0,5	-0,2	6,8	-2,5
Transports par eau	-14,6	24,9	-29,9	-44,3	-18,0
Transports aériens	-0,4	7,5	6,2	9,1	4,5
Services auxiliaires des transports	-3,7	-9,5	-4,9	-1,1	0,4

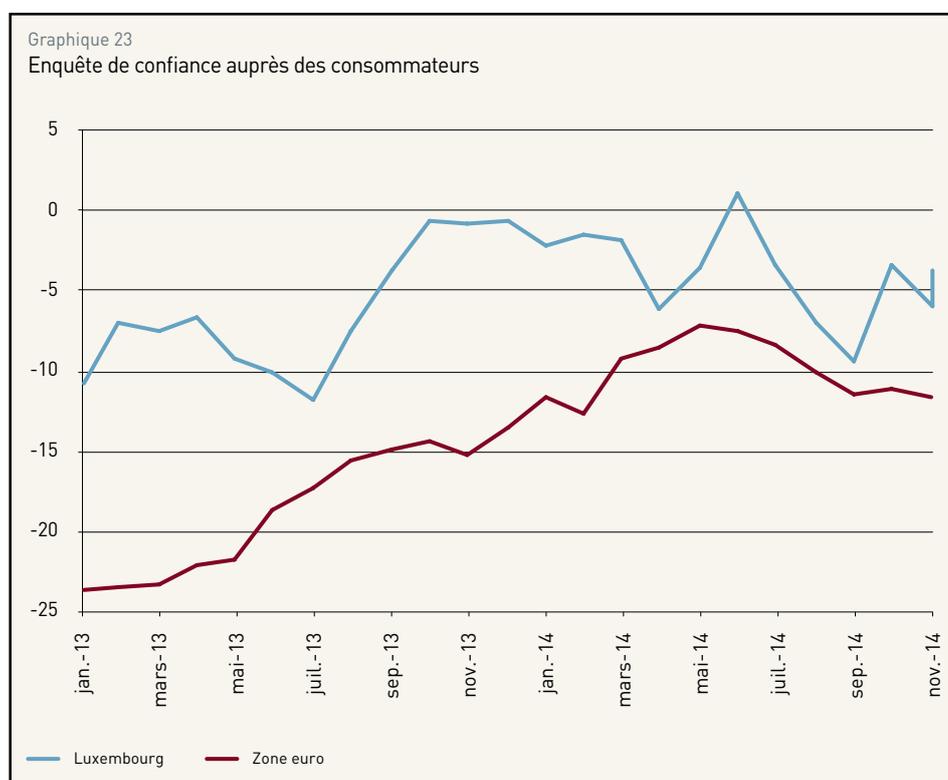
Source : STATEC, calculs BCL

Dans le secteur automobile, 46 624 nouvelles immatriculations ont été enregistrées sur l'ensemble de l'année 2013 au Luxembourg. Ce chiffre est en retrait de quelque 7,5% par rapport à l'année 2012. Une inflexion favorable s'est cependant dessinée au premier trimestre de 2014, les immatriculations enregistrées au cours de ce mois ayant demeuré au même niveau que lors du trimestre correspondant de l'année précédente. Cette rupture par rapport aux taux en glissement annuel fortement négatif précédemment observés a été confirmée par les données du deuxième et du troisième trimestre 2014 (+5,3% et +14,4% respectivement). Elle doit néanmoins être interprétée avec prudence, car les immatriculations de véhicules avaient été particulièrement faibles durant les premiers mois de l'année 2013, en raison de l'arrivée à terme fin décembre 2012 de la « PRIME CARE » de 750 € à l'achat d'une voiture à faibles émissions de

CO₂. L'inflexion favorable observée début 2014 pourrait également avoir été favorisée par la décision, prise lors du Conseil de Gouvernement du 13 décembre 2013, de reconduire jusqu'au 31 décembre 2014 le régime d'aides financières « prime CARE » en faveur des voitures et camionnettes propulsées exclusivement par un moteur électrique et mises en circulation pour la 1ère fois en 2014.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Après avoir évolué aux alentours de sa moyenne historique au cours du premier trimestre 2014, l'indicateur de confiance des consommateurs a connu depuis lors une tendance baissière marquée par une forte volatilité. En baisse sur les trois derniers trimestres de 2014, l'indicateur



Sources: BCL, Commission européenne

a atteint son niveau le plus haut de l'année en juin (+1) et son niveau le plus bas en septembre (-9). Sur l'ensemble de l'année 2014, l'indicateur affiche néanmoins une tendance en légère amélioration par rapport à l'année 2013 (-4 en moyenne en 2014 contre -6 en 2013). Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a connu une tendance similaire mais son évolution a été moins volatile qu'au Luxembourg. L'indicateur pour la zone euro est historiquement plus faible qu'au Luxembourg, mais cet écart s'est amoindri lors des derniers mois.

Les dernières données disponibles, de décembre 2014, dénotent une légère amélioration de la confiance des consommateurs, l'indicateur s'établissant à -4 contre -6 en novembre 2014. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg se sont dégradées. En revanche, les anticipations concernant la situation financière des ménages et leur capacité à épargner sont en amélioration tout comme les anticipations relatives au chômage au Luxembourg.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau ci-dessous:

Tableau 16

Enquête de confiance auprès des consommateurs au Luxembourg

		ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS				
		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSO MMATEURS	SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2013	décembre	-1	-10	31	-1	39
2014	janvier	-2	-12	34	-4	42
	février	-1	-9	33	-6	43
	mars	-2	-12	31	-9	44
	avril	-6	-19	35	-7	36
	mai	-4	-14	36	-5	41
	juin	1	-9	29	-1	43
	juillet	-3	-8	38	-8	41
	août	-7	-18	38	-8	36
	septembre	-9	-19	43	-11	35
	octobre	-3	-16	33	-7	43
	novembre	-6	-21	31	-9	37
	décembre	-4	-25	27	-4	41

Source : BCL

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

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

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2014 apporte des révisions conséquentes aux données historiques publiées en juillet dernier¹³. Plus précisément, la progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à +2,0% en 2013 (contre +2,1% dans la version précédente), +2,6% en 2011 (contre 1,9% auparavant), +5,1% en 2010 (contre 3,1% précédemment), -5,3% en 2009 (au lieu de -5,6%), +0,5% en 2008 (au lieu de -0,7%) et 6,5% en 2007 au lieu de 6,6%. Pour l'année 2012, la croissance économique n'a fait l'objet d'aucune révision.

En 2013, les composantes de la demande ont évolué de manière quelque peu contrastée. Tandis que la consommation des ménages et celle des administrations publiques ont enregistré une hausse de respectivement 1,5% et 5,0%, la formation brute de capital fixe a pour sa part affiché une diminution de 4,5% (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). De leur côté, les exportations nettes ont augmenté de 4,2%.

Tableau 17

Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande (% de variation en volumes)

	COMPTES NATIONAUX OCTOBRE 2014							RÉVISIONS APPORTÉES À LA CROISSANCE PAR RAPPORT AUX COMPTES NATIONAUX DE JUILLET 2014 (EN P.P.)							CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE ANNUELLE (EN P.P.)
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013
Consommation privée	2,6	0,0	0,8	2,0	1,2	1,9	1,5	-0,7	0,8	2,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	0,5
Consommation publique	1,4	2,3	4,0	3,1	1,2	3,7	5,0	-1,4	0,8	-0,9	0,6	-0,1	-1,1	0,5	0,8
Formation brute de capital fixe	8,4	9,9	-12,2	-0,2	14,4	2,4	-4,5	-10,0	7,9	4,0	0,5	2,3	-1,1	-0,1	-0,8
Exportations	7,7	7,3	-12,7	8,2	5,0	2,9	5,6	-1,3	2,9	0,2	1,0	-0,4	4,8	3,0	10,9
Importations	7,3	9,2	-14,0	9,6	6,9	3,8	5,8	-2,0	3,1	1,4	-1,8	-0,5	4,8	4,6	-9,3
Produit intérieur brut	6,5	0,5	-5,3	5,1	2,6	-0,2	2,0	-0,1	1,2	0,3	2,0	0,7	0,0	-0,1	2,0

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, la progression de l'activité a été particulièrement soutenue dans les services aux entreprises, le secteur des transports et entreposage ainsi que les activités immobilières. A l'inverse, l'activité a poursuivi son repli dans le secteur industriel.

Comptes trimestriels

La première estimation du PIB en volume pour le deuxième trimestre 2014 fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,7% par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB affiche une progression de 3,2%.

Par ailleurs, il convient de noter que les estimations relatives aux trimestres précédents ont fait l'objet de révisions par l'office des statistiques, ce qui se traduit par les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : +1,3% au lieu de +3,0% pour le quatrième trimestre 2013 et +3,9% au lieu de +3,8% pour le premier trimestre 2014.

¹³ Notons que les comptes nationaux publiés en octobre 2014 sont marqués par deux changements majeurs, à savoir le passage au nouveau Système Européen de Comptabilité SEC 2010 et une révision générale des chiffres pour la période 2000 à 2012.

Ces développements indiquent que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année en cours atteindrait 3,0% à l'issue du deuxième trimestre 2014.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2014 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé de respectivement 1,9% et 2,4%. La formation brute de capital fixe afficherait pour sa part un repli de 12,4% (après +6,1% le trimestre précédent). Il convient de rappeler que le profil de ces investissements est particulièrement volatil en raison notamment des fluctuations inhérentes aux achats d'avions et de satellites. Les exportations ont pour leur part enregistré une hausse de 5,4% au cours du trimestre sous revue alors que les importations ont augmenté de 1,7%.

En base trimestrielle, toutes les composantes du PIB se sont accrues au deuxième trimestre 2014, à l'exception de la formation brute de capital fixe qui s'est contractée de 13,8% et de la consommation publique qui s'est inscrite en léger retrait (de -0,2%).

Tableau 18

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande (données en volume corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014
Consommation privée	0,5	0,7	-0,2	0,9	1,9	1,9	0,9	1,9
Consommation publique	0,6	0,0	1,9	-0,2	5,7	4,2	5,0	2,4
Formation brute de capital fixe	1,3	-10,9	12,5	-13,8	2,2	-9,0	6,1	-12,4
Exportations	0,6	3,1	-1,2	3,0	4,3	6,8	2,6	5,4
Importations	0,9	0,9	-0,3	0,2	5,9	6,7	2,7	1,7
PIB réel	0,6	0,2	1,7	0,7	2,8	1,3	1,9	3,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute s'est contractée dans le secteur financier (-3,6%) et dans la branche « information et communication » (-1,9%). Toujours par rapport au deuxième trimestre 2013, la progression de la valeur ajoutée a été la plus soutenue dans les services aux entreprises (et activités de location) (+15,7%), les activités immobilières (+8,0%) ainsi que le secteur commercial au sens large (+5,7%).

En glissement trimestriel, tous les secteurs ont enregistré une progression positive, à l'exception de la finance (-1,2%), du secteur primaire et du secteur public au sens large (-0,5%).

Tableau 19

Tableau : 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 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014
Agriculture, sylviculture et pêche	2,8	-4,3	7,2	-1,2	-6,8	-7,1	1,7	4,1
Industrie, y compris énergie	3,3	-4,0	-0,1	2,7	-5,8	-10,4	9,7	1,8
Construction	2,6	1,8	-1,1	0,1	12,1	2,6	21,3	3,4
Commerce, transports, hébergement et restauration	-0,2	2,0	2,2	1,7	1,1	0,2	3,5	5,7
Information et communication	-2,1	-0,8	-0,5	1,6	-5,0	-3,3	-0,8	-1,9
Activités financières et d'assurance	-0,7	-1,6	-0,2	-1,2	1,0	0,5	-1,4	-3,6
Activités immobilières	1,2	0,7	4,9	1,0	6,6	5,5	8,6	8,0
Services aux entreprises et location	5,3	2,6	1,1	5,9	10,5	6,6	3,8	15,7
Administrations publiques, éducation et santé	0,6	-1,0	3,6	-0,5	3,8	1,7	5,2	2,7
Autres activités de services	-0,5	1,4	0,6	0,3	1,3	2,7	2,2	1,8
Valeur ajoutée totale	0,6	-0,4	1,6	1,2	2,5	0,6	4,0	3,1
PIB réel	0,6	0,2	1,7	0,7	2,8	1,3	3,9	3,2

*Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)***1.2.6 Les projections macroéconomiques de décembre 2014**

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL dataient de juin 2014¹⁴ et avaient été élaborées dans un contexte conjoncturel mitigé. Dans la zone euro, les enquêtes de conjoncture signalaient un revirement de la production au milieu de l'année. Au Luxembourg en revanche, les indicateurs à court terme faisaient état d'une évolution assez favorable et pointaient vers une conjoncture assez robuste en début d'année. Ainsi, la BCL prévoyait une accélération graduelle de la croissance du PIB réel de 2,1% en 2013 à 2,7% en 2014 et une progression autour de 3,0% en 2015 et 2016. Ce scénario se fondait sur une poursuite graduelle de la reprise, sur la base de l'hypothèse que le ralentissement dans la zone euro serait de courte durée. Il était néanmoins admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, intégrant ainsi les ajustements futurs du secteur financier qui pourraient affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. De nombreux risques entouraient aussi ce scénario et ils faisaient pencher la balance des risques vers une croissance plus basse.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice de juin 2014, l'affaiblissement de la reprise économique dans la zone euro a été largement confirmé, et ceci malgré l'accélération à 0,2% de la croissance au troisième trimestre, contre 0,1% au deuxième trimestre. Ces taux s'établissent en effet nettement en-deçà des attentes d'il y a quelques mois. Les anticipations à court terme laissent également présager une expansion modeste pour la fin de l'année 2014 et pour le début de 2015.

Au niveau national, les estimations des comptes nationaux annuels d'octobre 2014 ont confirmé les anticipations antérieures d'une croissance proche de 2% en 2013. La dynamique trimestrielle, issue des comptes nationaux trimestriels, serait néanmoins un peu plus favorable. La croissance trimestrielle moyenne au premier semestre 2014 aurait été de 1,2%, donc supérieure à la moyenne historique.

14 Voir le communiqué de presse de la BCL du 18 juillet 2014.

L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2014 tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre sur la base des seuls comptes nationaux se chiffrerait déjà à 3,0%, donc légèrement au-dessus de la projection précédente de 2,7% pour l'année 2014. A l'issue du deuxième trimestre 2014, le PIB réel aurait aussi dépassé de 5% son niveau d'avant la crise¹⁵.

Au cours de la deuxième moitié de l'année 2014, les indicateurs conjoncturels au Luxembourg ont toutefois connu une évolution moins favorable. En ce qui concerne l'industrie, le sentiment de confiance des chefs d'entreprises s'est dégradé. Les demandes de recours au chômage partiel, largement concentrées dans l'industrie, se sont à nouveau réorientées à la hausse pour rejoindre en fin d'année les niveaux observés vers le milieu de l'année 2013. Ce retrait n'est pas surprenant compte tenu du manque de dynamisme affiché par la zone euro et il n'est pas de bon augure pour l'évolution de la production industrielle au Luxembourg.

L'activité dans le secteur bancaire est apparue stagnante. Au troisième trimestre 2014, le produit bancaire est resté quasiment au même niveau qu'il y a un an. Le léger retrait des revenus nets sur commissions est sans doute à mettre en relation avec les changements structurels dans ce secteur.

Le secteur des fonds d'investissement a toutefois continué à profiter de la confiance qui s'est manifestée sur les marchés financiers. Ainsi, au troisième trimestre 2014, la VNI des OPC a progressé de 6% sur base trimestrielle pour atteindre un nouveau niveau record. L'accroissement de la volatilité observée sur les marchés boursiers depuis octobre pourrait toutefois atténuer son expansion en fin d'année. La progression moyenne pour l'année 2014 pourrait être proche, voire légèrement supérieure à celle observée en 2013.

Il semble ainsi probable que l'activité économique ait nettement ralenti au deuxième semestre 2014. Si le Luxembourg et la zone euro ont pu éviter la récession, dans une approche prospective une prudence certaine doit être de mise. Ainsi l'absence d'un retour vers une croissance soutenue pourrait être le résultat de faiblesses structurelles qui se pérennisent depuis la survenance de la crise économique et financière. Au Luxembourg, le recours au dispositif du chômage partiel pour la septième année consécutive est le symptôme phare de cette fragilité du climat conjoncturel national et européen. Il témoigne à la fois de la faiblesse de la demande et des risques entourant l'emploi. En ce qui concerne le secteur financier, la mise en œuvre d'un ensemble de réglementations pourrait affecter la rentabilité, du moins à court terme, des banques, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'emploi. Au niveau européen, il semble improbable que la croissance de l'activité renoue avec son rythme d'avant-crise. Dans ces conditions, il est peu envisageable que le Luxembourg retourne à sa croissance tendancielle historique dans un futur proche.

Hypothèses techniques et environnement international

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosysteme. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'anticipation moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté au tableau 20.

S'agissant des marchés financiers, les taux d'intérêt à court terme, soit l'Euribor à 3 mois, s'étaient établis à des niveaux historiquement bas en 2013 et demeureraient à ce niveau en 2014 avant de diminuer

¹⁵ Compte tenu des révisions du profil trimestriel, le PIB réel aurait rejoint son niveau d'avant la crise vers la fin 2011, c'est-à-dire plusieurs trimestres en avance par rapport à ce qu'indiquait les précédentes estimations.



davantage en 2015 et 2016. Les taux longs baisseraient quant à eux en 2014 et 2015 et se redresseraient ensuite légèrement. Néanmoins, le taux de 2,1% en 2016 demeurerait inférieur à la moyenne historique.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne de 12,7% en 2014, soit une croissance plus faible qu'en 2013, avant de reculer par la suite. Par rapport à juin, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse pour 2014 et à la baisse pour 2015 et 2016. Depuis la fin 2013, l'euro s'était apprécié par rapport au dollar, pour s'établir à 1,38 \$/€ à la mi-mai 2014 ; il s'est ensuite graduellement déprécié pour atteindre un taux de 1,24 \$/€ à la mi-décembre. Sur base d'une hypothèse technique, il est prévu que ce taux se stabilise à ce niveau en 2015 et 2016. Enfin, le prix du pétrole a été caractérisé par une tendance baissière en 2014. Partant d'un baril proche des 110\$ en début d'année, le prix du baril a connu une baisse modérée durant le premier semestre pour chuter ensuite de manière plus soutenue à partir de septembre et pour atteindre un prix d'environ 60\$ à la mi-décembre. Selon les marchés des « futures », le prix du baril serait en nette baisse en 2015 par rapport à l'ensemble de l'année 2014 et remonterait ensuite légèrement. Par rapport à l'exercice précédent, les prix du pétrole ont été révisés à la baisse, modérément pour 2014 et plus fortement pour 2015 et 2016.

La demande internationale adressée au Luxembourg synthétise l'impact de la dynamique des économies mondiale et européenne sur l'économie luxembourgeoise. Elle est calculée en fonction des importations de nos partenaires commerciaux et elle constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. La demande internationale adressée au Luxembourg devrait progresser plus fortement en 2014 et en 2015 avant de se rapprocher graduellement de sa dynamique historique en 2016. Par rapport à l'exercice précédent, ces dynamiques ont cependant été revues à la baisse pour les années 2014, 2015 et 2016.

Au-delà des hypothèses purement techniques, les projections de la BCL intègrent aussi le scénario macroéconomique de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail au point 1.1.8 de ce Bulletin. Bien que le niveau de la croissance soit moins élevé que prévu antérieurement, son rythme connaîtrait néanmoins une accélération en 2015 et 2016. Après le recul de 0,4% en 2013, la variation annuelle du PIB réel de la zone euro deviendrait à nouveau positive par la suite, avec des taux de 0,8% en 2014, de 1,0% en 2015 et de 1,5% en 2016.

Par rapport à l'exercice de juin 2014, l'environnement international et les hypothèses techniques sont dans leur ensemble moins favorables, avec une demande externe plus faible, des marchés financiers mitigés et un marché des actions en berne. Toutes choses égales par ailleurs, ceci plaiderait pour un scénario de croissance un peu moins porteur pour l'économie luxembourgeoise.

Tableau 20

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)¹⁶

	2013	2014	2015	2016
Prix du pétrole en \$/bl	108,8 (-)	101,2 [-5,6]	85,6 [-16,2]	88,5 [-9,9]
Taux de change \$/€	1,33 (-)	1,33 [-3,6]	1,25 [-9,4]	1,25 [-9,4]
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,2 (-)	0,2 (-)	0,1 [-0,2]	0,1 [-0,3]
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	2,9 (-)	2,0 [-0,4]	1,8 [-0,8]	2,1 [-0,9]
Eurostoxx (évolution en %)	17,6 (-)	12,7 [-1,0]	-3,7 [-2,2]	-2,4 [-0,2]
Commerce mondial	3,4 (+0,1)	2,7 [-1,6]	3,9 [-1,8]	5,2 [-0,7]
PIB mondial (hors zone euro)	3,7 [-0,3]	3,6 (-)	4,0 (-)	4,2 [-0,1]
PIB zone euro	-0,4 (-)	0,8 [-0,2]	1,0 [-0,7]	1,5 [-0,3]
Demande internationale adressée au Luxembourg	2,1 (+0,6)	2,8 [-1,1]	3,6 [-1,4]	4,9 [-0,5]

Source: Banque centrale européenne

Projections du PIB réel et de ses composantes

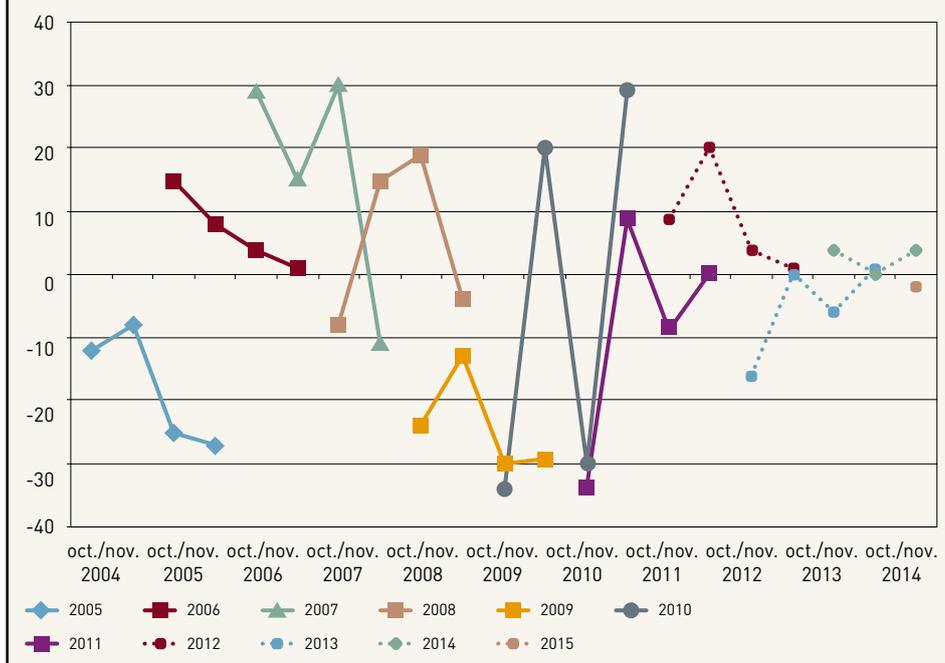
Les projections de la BCL de décembre 2014 font état d'une progression du PIB réel en 2014 située entre 2,8% et 3,4%, soit 0,4 p.p. de plus qu'anticipé précédemment (points centraux). Cette révision à la hausse est principalement le résultat du dynamisme observé au premier semestre de l'année 2014. Le ralentissement net observé lors de la deuxième moitié de l'année 2014 se répercuterait davantage sur la progression moyenne escomptée pour l'année 2015. Celle-ci ne se situerait plus qu'aux environs de 2%, donc 0,7 p.p. de moins qu'anticipé en juin 2014. Pour l'année 2016, la projection gravite autour de 3,2%, ce qui correspond à un scénario quasiment inchangé. Sur une période de quatre ans, la progression en volume du PIB oscillerait donc autour de 2,5% et ne renouerait ainsi pas avec la tendance historique se situant au-delà des 4%. Ce scénario est aussi basé sur l'hypothèse d'une accélération graduelle de la croissance dans la zone euro sur tout l'horizon de projection, mais qui demeurerait néanmoins en-dessous du niveau de la croissance historique. Il intègre également les mesures telles que spécifiées dans le projet de budget 2015.

En 2013, la croissance de l'activité reposait principalement sur le rebond du commerce international ainsi que sur l'expansion de la consommation publique, alors que la demande domestique privée stagnait. L'année 2014 devrait être marquée par une croissance plus vigoureuse, mais également plus équilibrée, une progression des exportations de biens et services étant évidemment essentielle à la croissance au Luxembourg. La croissance de la demande domestique serait principalement portée par un marché de l'emploi robuste.

Au-delà de 2014, la poursuite de la reprise vers des taux plus élevés en fin d'horizon repose entièrement sur les hypothèses relatives à l'environnement international, à savoir une zone euro qui continue sur sa lancée de croissance et une demande mondiale qui s'approche graduellement de sa moyenne historique. La hausse des taux de la TVA en janvier 2015 devrait renchérir les biens et services d'environ un pourcent. Elle devrait en conséquence peser sur les dépenses des ménages, pour les biens durables en particulier. Si la demande domestique devait progresser en 2015, son taux de croissance ne s'accroîtrait vraisemblablement qu'en 2016. Par rapport à l'exercice de juin, la projection du PIB en volume a été revue à la baisse sur fond des ajustements relatifs à la demande internationale adressée au Luxembourg ainsi que des adaptations relatives à la politique budgétaire suite au dépôt du projet de budget 2015. Les mesures décidées dans le cadre du « Paquet pour l'avenir » devraient en effet atténuer

¹⁶ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2014. Celles-ci sont calculées en pourcentage pour les variables en niveau, en différence pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

Graphique 24
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel) ¹⁷



Source : Commission européenne

internationale léthargique et à des taux d'utilisation des capacités de production qui persistent à des niveaux très bas. Ce ne sont cependant pas les conditions de financement extrêmement favorables qui peuvent constituer une pierre d'achoppement. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts officiels s'est en effet répercuté sous la forme de taux bancaires pour les crédits extrêmement faibles. Etant donné que ces crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs en bénéficient tant sur les nouveaux crédits, que sur l'encours existant. La persistance des taux d'intérêts à des niveaux bas implique que les débiteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié via une charge d'intérêts amoindrie d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible. Ces liquidités additionnelles peuvent atténuer les effets défavorables d'une éventuelle perte de revenu lors d'une période de basse conjoncture. Si les effets d'une variation des taux d'intérêt sur le revenu et le comportement des agents ne sont pas à sous-estimer, ils demeurent néanmoins difficiles à quantifier.

la croissance de la consommation publique.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier demeurent forts prudents pour leurs projets d'investissement (voir le graphique). Ces dépenses ne progresseraient que marginalement par rapport à l'année passée, ce qui constituerait un scénario inchangé par rapport aux enquêtes de l'année précédente. Pour l'année 2015 et selon les mêmes enquêtes, ces dépenses pourraient même reculer légèrement. Cette dynamique serait moins favorable que dans la zone euro où les dépenses d'investissement progresseraient légèrement. Sur base de cette série d'enquêtes, ces dépenses n'auraient plus progressé depuis 2010 : ce résultat n'est guère surprenant eu égard à la demande

¹⁷ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises de l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

Tableau 21

Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à juin 2014

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

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2014				RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2014			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
PIB réel	2,0	3,1	2,1	3,2	-0,1	0,4	-0,7	0,1
IPCH	1,7	0,8	1,3	2,0	-	-0,2	-1,0	0,2
IPCH énergie	-2,7	-3,7	-3,9	1,3	-	0,1	-3,0	2,9
IPCH excluant l'énergie	2,4	1,5	2,2	2,1	-	-0,3	-0,7	-0,3
IPCN	1,7	0,7	1,3	1,8	-	-0,3	-1,0	0,0
IPCN excluant l'énergie	2,3	1,3	1,9	1,8	-	-0,3	-0,8	-0,3
Echelle mobile des salaires	2,5	1,9	1,0	1,7	-	-	-1,3	-0,6
Coût salarial moyen	3,6	2,5	2,4	2,1	0,4	0,1	-0,9	-0,9
Emploi salarié	2,0	2,4	1,9	2,3	0,2	0,3	-0,2	-
Taux de chômage	6,9	7,2	7,2	7,0	-	0,1	0,1	0,1
Solde public	0,6	0,2	-0,6	0,1	0,6	0,4	1,0	1,5
Dettes publiques	23,6	23,0	24,3	25,0	0,4	-1,3	-1,0	-1,4

Source : données STATEC, projections BCL

Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes ou externes importants en raison d'un surendettement des ménages, des entreprises ou de l'Etat, au Luxembourg il n'y a guère d'indications de déséquilibres majeurs qui seraient susceptibles de contrarier la reprise sur un horizon de court terme¹⁸. La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés – soit l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée – s'est repliée en 2012 et 2013 pour atteindre un nouveau creux historique (calculé sur la base des données du SEC2010), hormis l'année de crise 2009. Ce constat est moins favorable que celui réalisé antérieurement et basé sur les estimations du mois d'avril. Cependant, pour l'économie dans son ensemble¹⁹, la rentabilité des entreprises ne semble pas défavorable au point d'empêcher la progression projetée de l'emploi ou d'inhiber le financement des investissements des entreprises. Selon les projections, la part des profits devrait aussi graduellement converger vers sa moyenne historique, ce qui constitue un mouvement tout à fait normal pour un indicateur pro-cyclique. Sur la base de ce qui précède, il n'y a donc pas lieu d'anticiper un scénario défavorable sur une composante particulière de la demande, au-delà des effets de la dynamique suggérée par les déterminants habituels.

Marché de l'emploi et coût salariaux

Les informations disponibles révèlent une image assez contrastée de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. Les données définitives témoignent d'une progression annuelle de l'emploi de 2,5% au troisième trimestre 2014, une évolution en accélération par rapport au trimestre précédent. D'un point de vue sectoriel, l'emploi est particulièrement dynamique dans le secteur public au sens large, la branche « commerce, transports et horeca », les services aux entreprises, les autres services et la branche « information et communication ». Au contraire, l'emploi poursuit son retrait dans le secteur bancaire. Le taux de postes vacants se situe pour sa part au-dessus de sa moyenne historique.

18 Au cours du semestre européen de 2014, la Commission européenne (CE) a conclu que le Luxembourg n'est pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ». Elle a néanmoins conclu que la perte de la compétitivité dans l'industrie manufacturière, l'évolution du marché immobilier et l'endettement élevé du secteur non financier présentent des dynamiques justifiant un suivi continu.

19 Ce constat doit être nuancé dans une optique sectorielle. La part des profits dans la valeur ajoutée brute de l'industrie a atteint un nouveau plancher historique en 2013, donc un niveau encore plus faible qu'en 2009.



De même, les perspectives d'embauches telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises demeurent orientées à la hausse dans le commerce, les services non-financiers et dans une moindre mesure dans la construction. Dans l'industrie, en revanche, les anticipations d'évolution de l'emploi demeurent défavorables. S'y ajoute (fin 2014) le recours en hausse au dispositif de chômage partiel qui témoigne d'un regain de pessimisme à ce niveau. Ainsi, selon nos projections, l'emploi marquerait le pas, freiné par un tassement de l'activité économique. La hausse du nombre de personnes occupées devrait décélérer à 1,9% en 2015 avant de se redresser légèrement l'année suivante.

En ce qui concerne l'offre de travail, les mesures d'activation devraient contribuer à contenir le chômage au sens « strict ». La dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait cependant insuffisante pour entraîner dans son sillage une baisse significative du taux de chômage sur l'horizon de projection. La part importante de chômeurs de longue durée atteste des difficultés d'une partie des chômeurs à retrouver un emploi (bas niveau de formation, demandeurs d'emploi âgés ou souffrant respectivement d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle). De plus, l'emploi frontalier – sur-représenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale – pourrait davantage bénéficier de la reprise conjoncturelle. Au final, sur l'horizon de projection, le taux de chômage au sens « strict » se stabiliserait à 7,2% en 2015 avant de reculer légèrement l'année suivante.

A l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajoute celui du coût du travail. Les partenaires sociaux continuent de faire preuve de prudence dans les négociations salariales. Cette retenue s'explique sans doute par la montée tendancielle du chômage et par une reprise économique entachée d'une incertitude élevée. Nos projections indiquent une progression faiblement positive des salaires réels, essentiellement sous l'effet d'un redressement graduel du volume de travail et des primes et gratifications. Notre scénario de base tient également compte de l'accord salarial dans la fonction publique et de celui conclu dans le secteur bancaire, qui prévoit un gel des salaires barémiques sur l'horizon de projection. L'ajustement de 0,1% du salaire social minimum au 1^{er} janvier 2015 n'impacterait que marginalement la progression des salaires réels. Au final, le coût salarial moyen nominal devrait progresser de 2,5% en 2014, 2,4% en 2015 et 2,1% en 2016. Sur l'horizon de projection, la progression des salaires nominaux s'expliquerait principalement par la contribution de l'indexation des salaires aux prix, à laquelle s'ajoute l'accord salarial dans la fonction publique qui exercerait un impact significatif sur le coût salarial moyen en 2015. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires devraient être déclenchées au troisième trimestre 2015 et en fin d'année 2016.

Projections d'inflation

Le scénario d'inflation a essentiellement évolué en fonction de quatre facteurs qui vont tous dans le sens d'une inflation plus basse qu'anticipé précédemment. Premièrement, les développements récents en matière d'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie ont été plus favorables que précédemment anticipé. Deuxièmement, la forte chute du prix du pétrole et, par ricochet, l'adaptation à la baisse des hypothèses en cette matière, entraînent un impact favorable direct sur les prix de l'énergie et indirect sur les coûts et les prix des autres biens et services. Troisièmement, l'inflation importée sera bien plus basse que prévue antérieurement : les projections de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie pour la zone euro ont en effet été revues à la baisse par l'Eurosystème (voir point 1.1.8). De plus et puisque le Luxembourg importe une part élevée des biens de consommation via et en provenance de la Belgique, le taux d'inflation de ce pays revêt une importance accrue. En cette matière, le saut d'index, c'est-à-dire l'annulation du paiement d'une tranche indiciaire de 2% initialement prévue au premier trimestre 2015, entraînerait un ralentissement plus important des salaires et des prix à la consommation en Belgique²⁰. Quatrièmement, les effets de second tour du ralentissement général de l'inflation devraient

20 Voir Banque nationale de Belgique (2014), Revue économique de décembre 2014

entraîner un ralentissement plus important de l'inflation des services, à travers le report du paiement de la tranche indiciaire.

La dynamique à court terme de l'inflation est évidemment largement déterminée par le relèvement au 1^{er} janvier 2015 de 2 points des taux de TVA de 6%, 12% et 15% à respectivement 8%, 14% et 17%. Cette mesure exerce un impact théorique et mécanique de 1 p.p. sur le taux d'inflation de l'IPCN et de 1,1 p.p. sur l'IPCH. Dans les projections, une transmission intégrale²¹ a été incorporée, mais avec des impacts légèrement différés dans le temps selon la composante. Cette mesure pousse nécessairement l'inflation moyenne en 2015 à la hausse.

L'inflation globale, en fort recul au cours des derniers mois, devrait connaître une nette accélération l'année prochaine. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN, qui s'était replié de 1,7% en 2013 à 0,7% en 2014, s'accélérait à 1,3% en 2015 et à 1,8% en 2016. L'inflation demeurerait donc inférieure à 2% sur tout l'horizon de projection. Sans l'augmentation de la TVA, l'évolution serait forcément différente: l'inflation ralentirait encore en 2015 par rapport à 2014 et le rebond ne serait prévu que pour 2016. Le profil de l'inflation excluant l'énergie serait assez similaire, mais à des niveaux différents. Le taux de variation annuel de l'IPCN excluant l'énergie baisserait de 2,3% en 2013 à 1,3% en 2014 pour s'établir à 1,9% en 2015 et finalement se replier à 1,8% en 2016. A la fin de l'horizon de projection, le taux moyen serait donc inférieur à sa moyenne historique. Malgré la hausse des taux de TVA, les prix de l'énergie reculeraient pendant trois années consécutives et contribueraient à contenir l'inflation globale. Il convient toutefois de noter que ce recul anticipé des prix de l'énergie est entièrement lié à l'hypothèse technique d'un reflux du prix du pétrole sur l'horizon de projection.

En raison des facteurs précités, les révisions à la baisse des projections d'inflation sont relativement importantes. Cumulées sur la période 2014-2016, elles sont de 1,3 p.p. pour l'IPCN et de 1,4 p.p. pour l'IPCN excluant l'énergie.

Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire s'éloignerait du premier trimestre au troisième trimestre de l'année 2015. Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait alors due à la fin de l'année 2016.

Analyse des risques

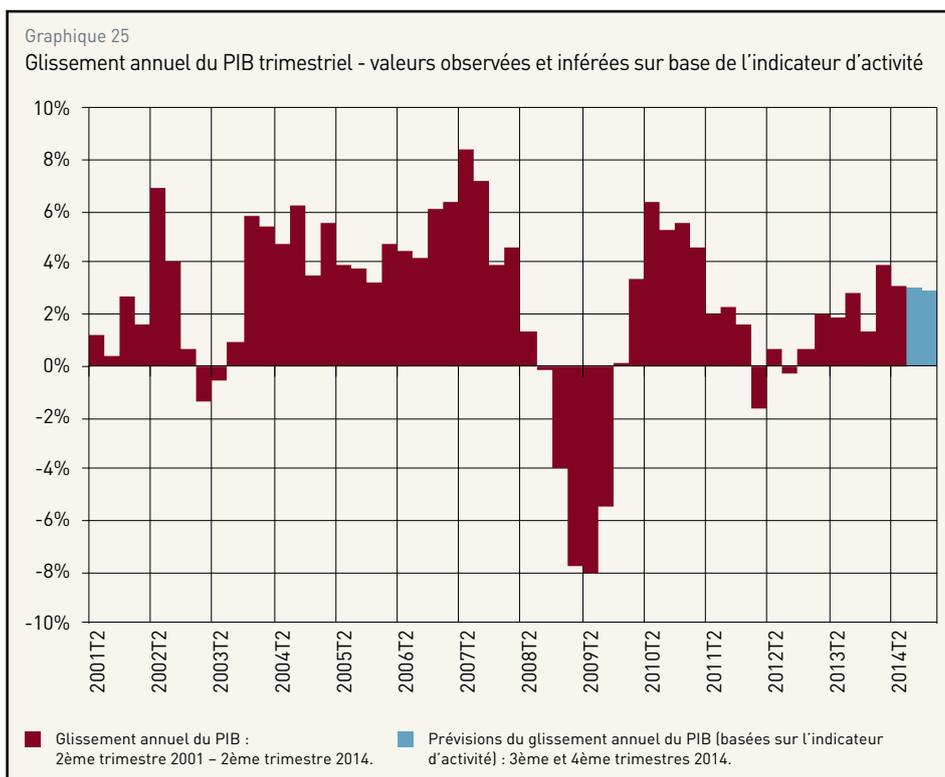
La faiblesse du rythme de croissance dans la zone euro, l'importance des risques géopolitiques et l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans un ensemble de pays constituent un risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg. A priori, ces aspects ne jouent pas de rôle direct pour le scénario du Luxembourg, mais celui-ci reste exposé à certaines répercussions éventuelles. Si l'apparition de nouvelles turbulences ne peut être exclue, il convient toutefois de noter qu'au cours des derniers trimestres de nombreux efforts ont été entrepris afin de diminuer significativement de tels risques. L'évaluation complète de la santé des principales banques européennes – consistant en un examen de la qualité des actifs des banques et en un test de résistance des banques en termes de solvabilité dans deux scénarios hypothétiques – s'est achevée en octobre 2014 et elle a permis d'identifier des risques limités planant sur le secteur bancaire européen. Si les 6

21 Une transmission incomplète des hausses de la taxation indirecte aux prix à la consommation a été récemment observée dans plusieurs pays européens. Il convient de noter que la TVA est une taxe payée par les consommateurs à l'Etat, à travers l'intermédiaire des entreprises. *Ceteris paribus*, un degré de transmission inférieur à 100% est donc synonyme d'une compression des marges des entreprises. Une telle situation est concevable lorsque le Gouvernement a par exemple introduit des mesures de compensation (baisse des impôts directs ou baisse des cotisations sociales patronales) ou lorsque les entreprises ajustent de leur propre gré leurs marges de manière préventive afin d'absorber un choc adverse trop important sur leurs volumes de ventes. Un tel comportement est souvent observé dans des pays où la demande des ménages est déjà fort déprimée.

banques luxembourgeoises ont passé ce test avec succès, 25 banques participantes seront amenées à prendre ou ont pris entretemps des mesures correctives, visant notamment à renforcer leurs bilans.

L'Eurosystème a annoncé un certain nombre de mesures pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire (voir la section 1.1.1). Lors de l'établissement des projections, la prise en compte des mesures de politique monétaire non-conventionnelles récemment engagées s'est limitée à l'impact déjà identifié sur certaines variables financières, en l'occurrence les taux d'intérêt, les cours des actions et le taux de change de l'euro. Cette approche implique que certains canaux potentiels supplémentaires n'ont pas pu être pris en compte dans ce scénario. Il en résulte une sous-estimation, au moins potentielle, de l'effet de ces programmes de politique monétaire, ce qui représente un risque à la hausse pour les projections de référence en matière de croissance et d'inflation.

Le secteur bancaire demeure en général confronté au nécessaire renforcement de la régulation et de la supervision bancaires. Ces mesures visent à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais elles se soldent aussi par des coûts de mise en œuvre ainsi qu'une hausse du coût du capital, qui entravent la rentabilité des banques et risquent par conséquent de peser sur l'emploi. En sus, l'abolition partielle au Luxembourg du secret bancaire en 2015 devrait également exercer, du moins dans un premier temps, un impact défavorable sur la place financière. Celui-ci pourrait s'avérer plus important qu'il ne l'est admis dans le scénario sous-jacent.



Source : BCL

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité de la BCL, le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à +3,0% au troisième trimestre et +2,9% au quatrième trimestre 2014. Cet outil, développé au sein de la BCL, intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles et donne une vision alternative (à plus court terme) aux projections macroéconomiques. Ces résultats sont compatibles avec un taux de croissance trimestriel de +0,5% au troisième trimestre et +0,1% au quatrième trimestre (en ralentissement par rapport au premier semestre de 2014). Sur l'ensemble de l'année 2014, le taux de croissance serait dès lors de 3,3% soit légèrement supérieur aux projections macroéconomiques de décembre.

En ce qui concerne les risques pesant sur l'inflation au Luxembourg, l'hypothèse de travail adoptée dans nos projections est que les entreprises vont répercuter intégralement (mais pas instantanément) la hausse des taux de TVA sur leurs prix de vente. Cette hypothèse peut paraître forte, mais elle se justifie dans la mesure où l'ajustement des taux de TVA est permanent. Elle est aussi réaliste pour certains prix, comme par exemple les prix de l'énergie, qui sont fixés selon une formule standardisée. Elle l'est peut-être moins pour les prix

de biens et services exposés à un environnement concurrentiel prononcé. Par conséquent, on ne peut exclure que l'impact effectif de la hausse des taux de la TVA soit plus faible ou davantage réparti dans le temps. Un tel scénario repousserait par conséquent les hausses de l'échelle mobile des salaires et engendrerait également une dynamique différente pour le coût salarial moyen.

1.2.7 Le commerce extérieur

Sur les trois premiers trimestres de 2014, les exportations de biens du Luxembourg sont reparties à la hausse après avoir été négativement affectées par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro au cours des années 2013 et 2012. Les exportations avaient en effet reculé de 3% à 10,6 milliards sur toute l'année 2013, après une chute de 9% en 2012 (à 11 milliards d'euros). Toutefois, depuis le dernier trimestre de 2013 le taux de croissance des exportations s'est retourné en redevenant positif (+6% au quatrième trimestre 2013, +13% au premier trimestre 2014, +8% au deuxième trimestre 2014 et +5% au troisième trimestre 2014). De leur côté les importations ont poursuivi leur contraction sur les trois premiers trimestres 2014, après avoir déjà reculé de 5% en atteignant 18 milliards d'euros sur toute l'année 2013 (voir le tableau ci-dessous).

Au vu de l'évolution relativement défavorable des importations par rapport aux exportations de biens, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 7% à 7,6 milliards d'euros sur toute l'année 2013 et de 20% à 4,6 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014. Pour rappel, le déficit était en hausse de 19% en 2012 (à 8 milliards) et de 21% en 2011 (à 6,8 milliards d'euros), en partie sous l'effet d'acquisition d'aéronefs et de satellites. Les indices des valeurs unitaires montrent également une évolution relativement défavorable des prix à l'importation en 2013 (-2,7%) et au premier semestre 2014 (-4%) par rapport aux exportations [-2,2% en 2013 et -0,7% au premier semestre de 2014]. En conséquence, les termes de l'échange se sont améliorés contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

Sur toute l'année 2013, tout comme au cours de l'année 2012, les exportations s'étaient contractées dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits chimiques, du matériel de transport ainsi que des produits alimentaires. Les produits sidérurgiques qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, étaient en recul depuis le dernier trimestre 2011. Sur toute l'année 2012 et sur toute l'année 2013, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté respectivement de 14% et de 5%. Le rythme de contraction de cette catégorie de biens s'est toutefois ralenti au deuxième et au troisième trimestre 2013 avant d'enregistrer une croissance positive au dernier trimestre de l'année 2013 (+2%). Sur les trois premiers trimestres de 2014, les livraisons de produits sidérurgiques ont progressé de 6%.

L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 11% sur toute l'année 2012 et de 2% sur toute l'année 2013. Elles ont en revanche progressé de 4% sur les trois premiers trimestres de 2014. Les exportations à destination des Etats-Unis, qui pèsent pour 4% du total, ont augmenté de 19% sur toute l'année 2013 et de 38% sur les neuf premiers mois de 2014, alors qu'elles avaient reculé de 20% en 2012. Les livraisons vers l'Asie, qui représente environ 5% du total, ont de leur côté connu une évolution inverse : après avoir fortement progressé en 2012 (+23%), elles ont reculé sur toute l'année 2013 (-29%) et sur les neuf premiers mois de 2014 (-2%).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits énergétiques ont reculé de 9% sur toute l'année 2013 et de 12% sur les trois premiers trimestres de 2014 sous l'effet de la baisse du prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés dans les autres matières premières. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (88% de toutes les importations) se sont contractées de 3% en 2013 et de 2% sur les trois premiers trimestres de 2014. Les livraisons des Etats-Unis (5% de

toutes les importations) ont de leur côté baissé de 32% sur les trois premiers trimestres de 2014, après avoir reculé de 8% en 2013. En 2012 et 2011, elles avaient largement été soutenues par l'acquisition d'aéronefs. Les importations en provenance d'Asie (Chine et Japon essentiellement) ont en revanche progressé de 6% sur les trois premiers trimestres de 2014, après avoir reculé de 5% en 2013.

Tableau 22

Commerce extérieur du Luxembourg

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
2003	8 834	-2	12 109	-1	-3 275	0
2004	9 785	11	13 677	13	-3 892	19
2005	10 178	4	14 399	5	-4 222	8
2006	11 144	9	15 715	9	-4 571	8
2007	11 946	7	16 471	5	-4 525	-1
2008	11 988	0	17 516	6	-5 528	22
2009	9 250	-23	13 799	-21	-4 549	-18
2010	10 785	17	16 422	19	-5 637	24
2011	12 091	12	18 902	15	-6 811	21
2012	10 951	-9	19 056	1	-8 106	19
2013	10 599	-3	18 168	-5	-7 569	-7
2014						
1 ^{er} trim.	2 937	13	4 516	-1	-1 580	-19
2 ^e trim.	2 881	8	4 285	-7	-1 404	-27
3 ^e trim.	2 714	5	4 343	-4	-1 629	-15

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

Sur la période couvrant les trois premiers trimestres de l'année 2014, l'excédent de la balance courante du Luxembourg a atteint 1,7 milliard d'euros, soit une hausse de 27% par rapport à la même période de l'année 2013. Ce développement favorable provient d'une forte résorption du déficit des marchandises ainsi que d'une amélioration du surplus des services. En revanche le solde du revenu primaire a poursuivi son aggravation, compensant partiellement les évolutions positives des autres balances partielles.

Le déficit de la balance des marchandises s'est chiffré à 2,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014, soit un recul de 30% par rapport à la même période de 2013. Cette importante contraction s'explique d'un côté par une croissance relativement forte (+5%) des exportations de biens du commerce général. D'un autre côté, les importations de biens se sont contractées de 4%, en partie sous l'effet du non-renouvellement des achats exceptionnels de biens d'équipement (aéronefs et satellites) réalisés en 2013. Par ailleurs, les transactions sur or non-monnaire se sont soldées par un excédent sur les trois premiers trimestres de 2014, à comparer avec un déficit sur la période correspondante de 2013.

L'excédent des échanges internationaux de services s'est accru de 8% pour atteindre 17 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014. En dégagant un surplus en hausse de 4% à 12 milliards d'euros,

les services financiers ont largement contribué à cette amélioration. Plusieurs autres catégories de services ont également enregistré une hausse de leurs excédents: le transport, les voyages, les services culturels et relatifs aux loisirs, ainsi que les autres services aux entreprises (leasing, conseil et audit). Des baisses ont toutefois été notées dans le surplus des services d'assurance ainsi que dans les services informatiques et de télécommunication.

Sur les trois premiers trimestres de 2014, la hausse du déficit du revenu primaire (+19% à 13 milliards d'euros) est en grande partie due à une progression des bénéfices réinvestis et des intérêts versés aux investisseurs non-résidents, qui ont ainsi porté le déficit global du revenu d'investissements à 7,7 milliards d'euros. A cela s'ajoute la croissance (+3%) de la rémunération nette des frontaliers qui s'est établie à 5,7 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont enregistré des entrées de capitaux de 33 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014. Les opérations en capital social se sont en effet soldées par des entrées de 56 milliards d'euros, dont une grande partie correspond à la vente des participations d'un groupe étranger. Les prêts intragroupes ont de leur côté enregistré de sorties à concurrence de 23 milliards d'euros correspondant à une hausse des créances nettes.

Les flux d'investissements de portefeuille et accessoirement les produits dérivés ont enregistré des entrées de capitaux de 62 milliards d'euros. Les non-résidents ont accru leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 237 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2014 contre 139 milliards sur la même période de 2013. En ce qui concerne les titres de créance, les émissions de titres luxembourgeois ont rapporté 24 milliards sur les trois premiers trimestres de 2014 contre 52 milliards sur la même période de 2013. Au total les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois se sont traduites par des entrées nettes de 261 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2014.

Les résidents luxembourgeois ont également accru leurs placements dans les titres étrangers. Ces placements ont occasionné des sorties de capitaux d'environ 204 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2014, dont 87 milliards sous forme d'investissements en actions étrangères et 116 milliards en titres étrangers de dette.

Les entrées de capitaux décrites ci-dessus ont été globalement compensées par des sorties nettes de 96 milliards dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques). Ces sorties nettes sont liées en grande partie à une hausse des créances des autres secteurs (à concurrence de 88 milliards) et, dans une moindre mesure, des institutions financières monétaires.

Tableau 23

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

	JANVIER - SEPTEMBRE 2013			JANVIER - SEPTEMBRE 2014		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	218 889	217 507	1 382	231 150	229 398	1 752
Biens	10 528	14 405	-3 877	10 724	13 422	-2 698
Services	48 922	32 837	16 085	53 502	36 050	17 452
Revenu primaire	153 646	164 835	-11 188	160 983	174 343	-13 361
Revenu secondaire	5 793	5 431	362	5 941	5 583	359
COMPTE DE CAPITAL	29	448	-419	20	155	-135
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			962			1 215
Investissements directs	157 854	160 641	-2 787	14 976	47 516	-32 540
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	74 596	108 642	-34 046	-38 557	17 270	-55 828
Autres capitaux	83 257	51 999	31 259	53 533	30 246	23 288
Investissements de portefeuille	124 294	191 496	-67 202	203 685	261 478	-57 793
Titres de participation	53 148	139 371	-86 222	87 262	237 515	-150 253
Titres de créance	71 146	52 125	19 021	116 423	23 963	92 460
Produits financiers dérivés	9 027	9 880	-853	-19 896	-15 321	-4 576
Autres investissements	94 092	22 283	71 809	154 037	57 840	96 197
Avoirs de réserve			-5			-73
ERREURS ET OMISSIONS			0			-402

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport à la fin du deuxième trimestre de 2014, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont accrus de 357 milliards d'euros (+3%) pour atteindre 7 265 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2014. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 351 milliards en s'établissant à 7 159 milliards d'euros à fin septembre 2014. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi accrue de 6 milliards d'euros (+5%) en atteignant 106 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2014, contre 100 milliards à la fin du second trimestre 2014. Cette amélioration de la position nette résulte essentiellement d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 12 milliards à 700 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2014. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a par contre augmenté de 76 milliards à 186 milliards d'euros. Le déficit structurel d'investissements de portefeuille s'est quant à lui alourdi de 58 milliards en atteignant 778 milliards d'euros à fin septembre 2014.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 3 062 milliards d'euros à fin septembre 2014, enregistrant une hausse de 69 milliards, dont 48 milliards de nouvelles transactions et 21 milliards d'effet positif de valorisation. Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint pour sa part 2 361 milliards d'euros à fin septembre 2014, soit une hausse de 81 milliards, résultant d'une part de nouvelles transactions (55 milliards) et d'autre part d'un effet positif de valorisation (26 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90% sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 58 milliards pour atteindre un déficit de 778 milliards d'euros fin septembre 2014. Cette évolution négative est partiellement imputable à l'impact des flux financiers nets (à concurrence de 23 milliards). Les achats de titres luxembourgeois ont en effet totalisé 69 milliards au troisième trimestre 2014 alors que les achats de titres étrangers par les résidents se sont établis à 47 milliards. Les effets de valorisation ont eu la plus grande incidence négative (à concurrence de 36 milliards) sur la position nette en valeurs mobilières. En conséquence l'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est établi à 2 832 milliards d'euros à fin septembre 2014 contre 2 732 milliards à fin juin 2014. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit pour sa part à 3 610 milliards à fin septembre 2014, contre 3 451 milliards d'euros à fin juin 2014.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) a augmenté de 76 milliards à 186 milliards d'euros à fin septembre 2014. Cette hausse résulte d'un effet positif de flux à concurrence de 29 milliards et d'un effet positif de valorisation pour le reste. L'encours de créances, qui atteint 1 186 milliards d'euros à fin septembre 2014, s'est accru globalement de 163 milliards subissant un impact positif au niveau des flux (hausse de 42 milliards), amplifié par un important effet positif de change. En atteignant 999 milliards d'euros à fin septembre 2014, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 87 milliards, en subissant un important effet positif de change et pour le reste un effet positif de flux (13 milliards).

Tableau 24

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

	ENCOURS À FIN 2014Q2 ⁽²⁾	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT ⁽¹⁾	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS ⁽¹⁾	ENCOURS À FIN 2014Q3 ⁽²⁾
Position extérieure nette	100	1	5	106
Avoirs extérieurs bruts	6,908	137	220	7,265
Engagements extérieurs bruts	6,808	136	215	7,159
Investissements directs	712	-7	-5	700
Avoirs	2,993	48	21	3,062
Engagements	2,281	55	26	2,361
Investissements de portefeuille	-720	-23	-36	-778
Titres étrangers	2,732	47	54	2,832
Titres de participation	1,181	17	27	1,224
Titres de créance	1,551	30	27	1,608
Titres luxembourgeois	3,451	69	89	3,610
Titres de participation	2,667	75	64	2,806
Titres de créance	785	-5	25	804
Produits dérivés	-3	0	-1	-4
Avoirs	161	0	24	185
Engagements	164	0	25	189
Autres investissements	110	29	47	186
Avoirs	1,022	42	121	1,186
Engagements	913	13	74	999
Avoirs de réserve	0,73	-0,04	0,03	0,72

⁽¹⁾ Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

⁽²⁾ Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL