

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>14</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	14
1.1.2	Les marchés obligataires	14
1.1.3	Le marché des actions	16
1.1.4	Le marché des changes	17
1.1.5	Les prix à la consommation	17
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	19
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	20
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	Les prix et les coûts	21
1.2.2	Le marché du travail	26
1.2.3	Les activités sectorielles	45
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	78
1.2.5	La croissance économique	80
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2013	89
1.2.7	Le commerce extérieur	99
1.2.8	La balance des paiements	100
1.2.9	La position extérieure globale	102
1.2.10	Les comptes financiers	104
1.2.11	Les finances publiques	107
	<u>Encadré 1:</u>	
	Les indicateurs de compétitivité-prix	25
	<u>Encadré 2:</u>	
	Emploi, chômage des jeunes et cycle économique	33
	<u>Encadré 3:</u>	
	L'évolution des crédits au secteur privé	53
	<u>Encadré 4:</u>	
	L'accès des PME au financement au Luxembourg	57
	<u>Encadré 5:</u>	
	L'impact du taux de change sur les OPC actions domiciliés au Luxembourg	70
	<u>Encadré 6:</u>	
	L'évolution du PIB et de ses composantes depuis la crise	83
	<u>Encadré 7:</u>	
	Croissance potentielle inférieure à 2 %	85
	<u>Encadré 8:</u>	
	Les dépenses fiscales : concepts et enjeux budgétaires	114

# 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

En novembre 2013, le Conseil des gouverneurs a décidé de baisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 25 points de base, à 0,25%, et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 25 points de base, à 0,75%. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est resté inchangé, à 0,00%. Le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Cette anticipation continue de se fonder sur le maintien, à moyen terme, de perspectives inchangées d'une inflation globalement modérée, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie et de l'atonie de la dynamique monétaire.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume a progressé de 0,1% en rythme trimestriel au troisième trimestre 2013, après avoir augmenté de 0,3% au deuxième trimestre 2013. Dans les mois à venir ainsi qu'en 2014, l'activité économique dans la zone euro devrait se redresser à un rythme modéré. Ce scénario ressort des **projections macroéconomiques** établies en décembre 2013 par les services de la BCE, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -0,5% et -0,3% en 2013 et entre 0,4% et 1,8% en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en septembre 2013 par les services de la BCE, le point central de la fourchette prévue pour la croissance du PIB en volume en 2013 est resté inchangé. Pour 2014, la projection a fait l'objet d'une légère révision à la hausse.

Au sujet de l'évolution des prix, selon **l'estimation rapide d'Eurostat**, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 0,9% en novembre, par rapport à 0,7% en octobre et 1,1% en septembre 2013. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2013 réalisées par les services de la BCE, les fourchettes de prévision d'inflation pour 2013 et 2014 ont été révisées à la baisse dans les projections des services de l'Eurosystème de décembre 2013. Les points centraux de ces projections s'inscrivent à 1,4% et 1,1% pour 2013 et 2014, respectivement.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 1,4% en octobre 2013, après 2,0% en septembre et 2,3% en août. En ce qui concerne les principales contreparties de M3 à l'actif du bilan consolidé des institutions financières monétaires, le taux de croissance annuel des financements accordés aux résidents de la zone euro est devenu plus négatif, ressortant à -1,0% en octobre 2013, après -0,8% en septembre et -0,5% en août. Le taux de progression annuel des créances sur les administrations publiques est ressorti à 0,8% en octobre, après 0,7% en septembre et 2,2% en août 2013. Par contre, la progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à -1,7% en octobre, après -1,6% en septembre et -1,5% en août. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, s'est établi à 0,3% en octobre, inchangé par rapport au mois précédent. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, a été négatif, ressortant à -2,9% en octobre, après -2,8% en septembre et -2,9% en août 2013.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

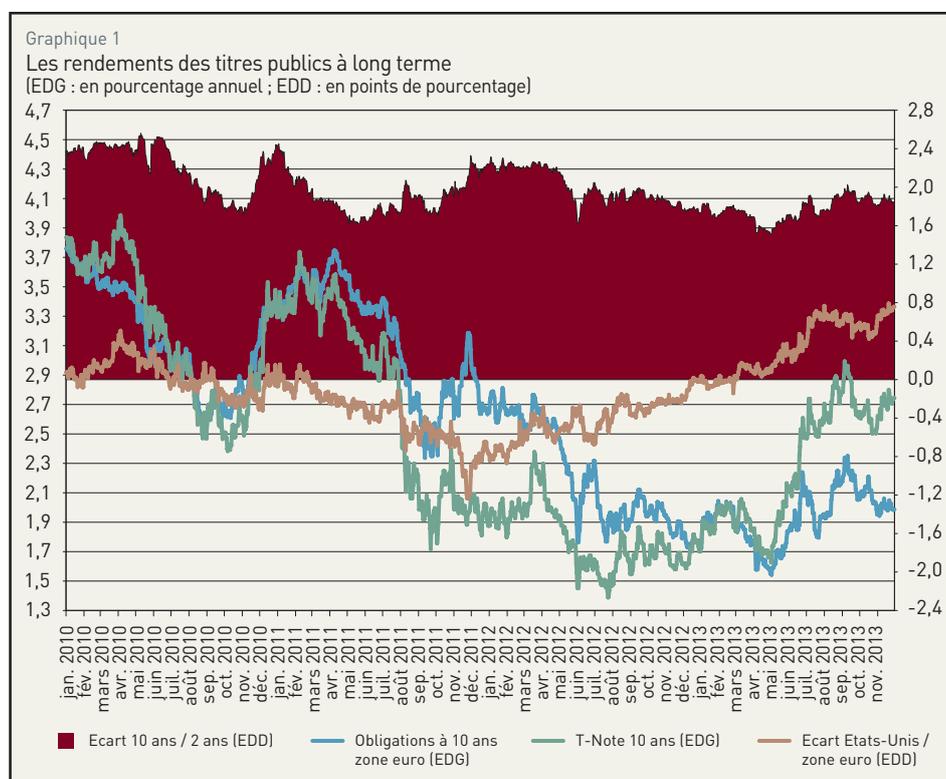
Depuis septembre 2013, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis ont de concert enregistré une tendance baissière jusqu'à la fin octobre 2013, avant de diverger à partir de début novembre 2013. Ainsi, en novembre 2013, les taux longs américains ont augmenté et se situent aux alentours de 2,74 %, alors qu'au cours de la même période les taux longs européens ont continué leur tendance baissière pour s'établir à 1,98 %. Ainsi, le différentiel de rendement obligataire

à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis a augmenté au troisième trimestre 2013, pour s'établir à 0,76 % au 30 novembre 2013.

La baisse des taux longs aux Etats-Unis entre septembre et octobre 2013 s'explique par des chiffres négatifs sur l'économie américaine (notamment sur le marché de l'emploi), qui ont conduit les marchés à anticiper une poursuite de la politique monétaire d'assouplissement quantitatif de la part de la Réserve Fédérale. Ces anticipations ont été confirmées en septembre 2013 avec les décisions prises par la Réserve Fédérale de ne pas débuter de diminution graduelle (*tapering-off*) des achats d'obligations dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif. Cette décision a elle-même induit une baisse des taux longs non seulement aux Etats-Unis, mais également en zone euro. En octobre 2013, les inquiétudes sur les perspectives de croissance de l'économie américaine ont été ravivées suite au blocage politique entre Républicains et Démocrates concernant le vote du Congrès autorisant le gouvernement américain à relever le plafond de la dette pour émettre de nouveaux emprunts et honorer les dépenses nécessaires au fonctionnement des institutions fédérales. Un accord a été trouvé in extremis à la mi-octobre, mais il ne constitue en rien une solution pérenne puisqu'un nouvel accord sera nécessaire pour relever le plafond de la dette américaine début janvier 2014. Enfin, des chiffres meilleurs qu'anticipés en ce qui concerne la croissance aux Etats-Unis ont induit une hausse des taux longs américains à partir de novembre 2013.

La baisse des taux longs dans la zone euro peut s'expliquer par plusieurs facteurs. Premièrement, les anticipations à la baisse sur les taux longs américains se sont transmises aux taux longs européens, par phénomène de contagion, entre septembre 2013 et octobre 2013. Ensuite, la BCE a décidé en novembre 2013 de diminuer son taux directeur de 0,5 % à 0,25 %, face à l'atténuation des tensions sous-jacentes s'exerçant sur les prix dans la zone euro à moyen terme.

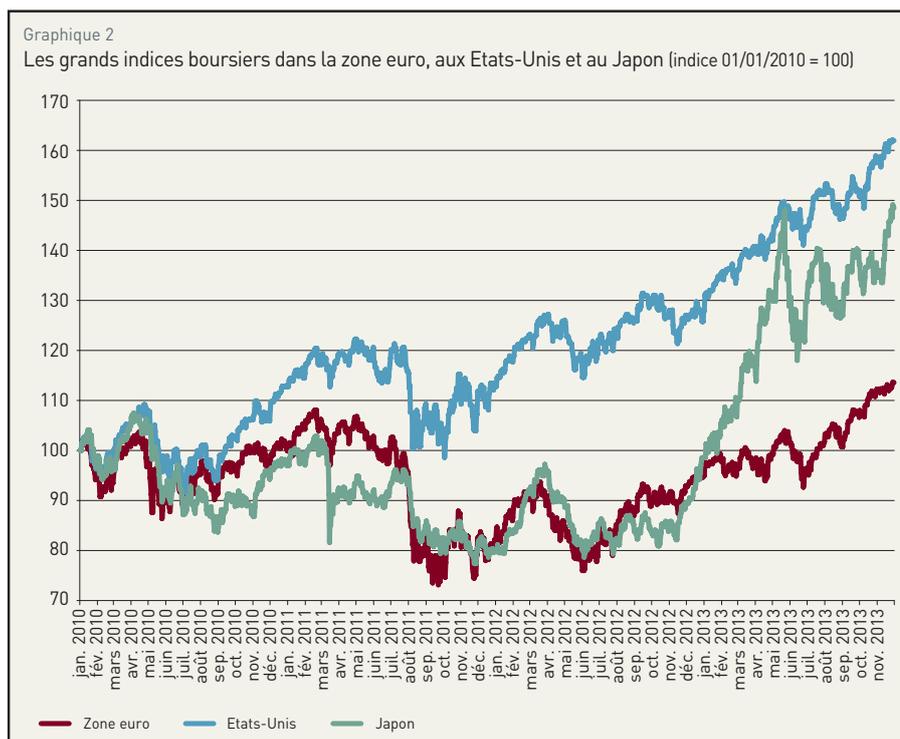
Enfin, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans dans la zone euro s'est stabilisé à partir d'octobre 2013, après une tendance haussière depuis mai 2013. Cette stabilisation révèle des anticipations de perspectives économiques futures mitigées dans la zone euro. Cet argument est renforcé par un écart à la hausse entre taux longs américains et taux longs européens. En d'autres termes, les marchés financiers jugent la situation conjoncturelle en Europe plus fragile qu'aux Etats-Unis, avec des prévisions de croissance toujours soumises à une incertitude élevée en zone euro. Au contraire, les marchés anticipent une reprise de l'activité pour l'économie américaine, ce qui justifie la déconnection de la dynamique des taux longs américains et européens.



Sources : BCE, Bloomberg

### 1.1.3 Le marché des actions

Les indices boursiers aux Etats-Unis et dans la zone euro continuent leur tendance haussière, avec une progression de respectivement 10 % pour le S&P500, 11 % pour le Dow Jones EURO STOXX et 17 % pour l'indice Nikkei, de septembre à décembre 2013.



Source : Bloomberg

La hausse du marché boursier européen observée depuis septembre peut s'expliquer par un effet de rattrapage des cours boursiers européens sur les marchés boursiers américains et japonais. En effet, depuis janvier 2013, les hausses de l'indice européen ont été plus faibles que sur les indices américains et japonais. Ce constat a conduit les investisseurs à considérer que les cours boursiers européens étaient sous-évalués relativement aux cours boursiers américains et japonais. La hausse récente prononcée du marché boursier européen est également justifiée par la décision de la BCE de diminuer ses taux directeurs en novembre 2013, ce qui incite certains investisseurs à anticiper un regain de vigueur futur pour l'économie européenne. Au cours de la période, les actions émises par les entreprises financières ont également enregistré de fortes hausses, liées notamment au vote du Parlement européen en sep-

tembre 2013 relatif à la création d'un mécanisme unique de supervision des banques dans la zone euro au sein de la BCE, ce qui représente une étape supplémentaire vers une Union bancaire européenne.

La hausse des actions américaines depuis septembre 2013 peut être attribuée aux annonces faites par la Réserve Fédérale en septembre 2013 de ne pas débuter de diminution graduelle (*tapering-off*) des achats d'obligations dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif. La Réserve Fédérale a également réaffirmé sa volonté de poursuivre sa politique monétaire accommodante, tant que le taux de chômage restera au-dessus de 6,5 % de la population active et que l'économie américaine ne présentera pas de poussées inflationnistes. Des perspectives de croissance plus favorables aux Etats-Unis expliquent également la hausse des cours boursiers américains. Ainsi, après une croissance de l'activité de 2,5 % au deuxième trimestre 2013 par rapport au trimestre précédent (en rythme annualisé), la croissance a atteint 3,6 % au troisième trimestre 2013 par rapport au deuxième trimestre, toujours en termes annualisés. L'activité a été essentiellement soutenue par la consommation et par les investissements privés, résidentiels et non-résidentiels. Des indicateurs de confiance des entrepreneurs et des consommateurs en hausse au troisième trimestre 2013 viennent conforter la reprise de l'économie américaine.

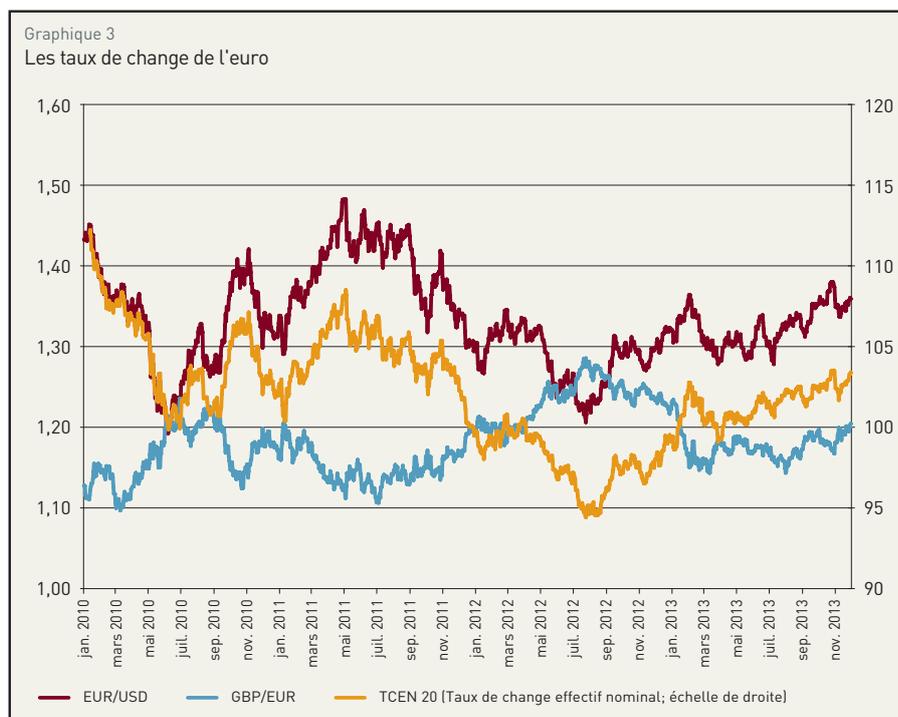
La hausse du marché japonais s'explique par des anticipations optimistes sur les perspectives de croissance futures de l'économie japonaise. Au troisième trimestre 2013, la croissance du PIB japonais a été révisée à la hausse. Cette hausse peut s'expliquer par une augmentation des investissements publics et privés. Au troisième trimestre 2013, l'indice de confiance des entreprises fourni par l'enquête Tankan

menée par la Banque du Japon est en nette hausse, tout comme l'indice de confiance des consommateurs. Enfin, la dépréciation du yen depuis juillet 2012 face à l'euro et au dollar américain pourrait selon certains observateurs contribuer également à la croissance de l'économie japonaise, à travers une hausse des exportations suite à une amélioration de la compétitivité-prix des entreprises japonaises.

#### 1.1.4 Le marché des changes

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 1,44 % entre le 30 août 2013 et le 30 novembre 2013. Au cours de cette période, la monnaie unique s'est notamment appréciée vis-à-vis du dollar, du yen, du franc suisse, du yuan, de la couronne suédoise et de la couronne tchèque. L'euro s'est en revanche déprécié par rapport à la livre sterling et au zloty polonais.

Au cours de la période étudiée, l'euro s'est apprécié de 2,80 % par rapport au billet vert. Au 30 novembre 2013, l'euro s'échangeait au-dessus de 1,35 USD, à un niveau supérieur de près de 5,41 % à sa moyenne de 2012.



Sources : BCE, Bloomberg

Entre le 31 août 2013 et le 30 novembre 2013, l'euro s'est apprécié de 7,29 % par rapport au yen. L'euro poursuit donc son appréciation par rapport au yen, entamée depuis août 2012, pour se fixer à 139,2 yen, au 30 novembre 2013.

Depuis août, l'euro s'est apprécié de 0,17 % par rapport au franc suisse pour atteindre 1,23 CHF pour un euro au 30 novembre 2013, confortant ainsi l'objectif de la Banque Nationale de Suisse de maintenir le cours de sa monnaie au-dessus de 1,20 CHF/euro.

Par ailleurs, entre le 30 août 2013 et le 30 novembre 2013, l'euro s'est déprécié de 2,64 % par rapport à la devise britannique pour finalement s'échanger au-dessus de 1,20 GBP/euro au 30 novembre 2013.

Enfin, les devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien et le lats letton) sont restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont connu des évolutions plus hétérogènes. La monnaie unique s'est ainsi appréciée vis-à-vis de la couronne suédoise (+1,67 %) et de la couronne tchèque (+6,30 %). L'euro s'est en revanche déprécié par rapport au zloty polonais (-1,56 %). Enfin, l'euro est resté stable par rapport au lev bulgare, au forint hongrois et au leu roumain.

#### 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) a reculé de 2,5 % en moyenne en 2012 à 1,4 % au troisième trimestre 2013 pour plonger à 0,7 % en octobre,

soit son niveau le plus bas depuis février 2010. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, ce repli serait toutefois temporaire, puisqu'une légère remontée à 0,9 % serait envisageable pour le mois de novembre.

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)**

	2011	2012	2012 T4	2013 T1	2013 T2	2013 T3	OCTOBRE 2013
IPCH global	2,7	2,5	2,3	1,9	1,4	1,3	0,7
Produits alimentaires non transformés	1,8	3,0	4,3	3,9	4,8	4,2	1,4
Produits alimentaires transformés	3,3	3,1	2,4	2,3	2,1	2,5	2,2
Produits manufacturés hors énergie	0,8	1,2	1,1	0,8	0,8	0,4	0,3
Energie	11,9	7,6	6,3	3,2	0,3	0,1	-1,7
Services	1,8	1,8	1,7	1,7	1,3	1,4	1,2
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,7	1,8	1,6	1,5	1,3	1,3	1,0

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au cours des dix premiers mois de l'année 2013 a été général, puisqu'il est imputable aux cinq composantes sous-jacentes. La baisse rapide de l'inflation en octobre a été toutefois accentuée par une décélération plus prononcée de l'inflation des produits alimentaires non transformés. Ces derniers comprennent des produits saisonniers tels que les fruits et légumes, de sorte que leurs prix sont largement influencés par les conditions météorologiques. Leur taux de variation annuels, qui avoisinaient encore les 4,3 % au cours des trois premiers trimestres de 2013 et qui étaient donc parmi les plus élevés depuis 11 ans, ont nettement ralenti pour revenir à 1,4 % en octobre. Le recul de l'inflation des produits énergétiques s'est aussi accéléré, avec un taux annuel de -1,7 % en octobre, soit le plus bas depuis la fin 2009. Cette modération est largement imputable à la baisse du prix du pétrole exprimé en dollar.

L'inflation purgée des deux composantes précitées, soit des éléments les plus volatils, s'est modérée de 1,8 % en 2012 à 1,0 % en octobre, sous l'effet de plusieurs facteurs. D'une part, malgré la sortie de la récession, les conditions cycliques dans la zone euro ne sont pas au beau fixe et la demande domestique demeure affaiblie. D'autre part, la dynamique des coûts salariaux reste modérée. Par ailleurs, des données détaillées d'Eurostat révèlent que les prix à la consommation ne subiraient plus guère l'impact de hausses de la taxation indirecte. Les données corrigées pour ce choc exogène signalent un taux d'inflation annuel de 0,6 %, donc proche du taux d'inflation global.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro devrait s'accélérer par rapport aux niveaux très bas actuellement observés. Après s'être établie à 2,5 % en 2012, l'inflation moyenne avoisinerait les 1,4 % en 2013, 1,1 % en 2014 et 1,3 % en 2015. A moyen terme, l'inflation globale demeurerait donc vraisemblablement inférieure à 2 %. Comparé à l'exercice de septembre 2013, ces projections ont été revues à la baisse.

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

Selon les deuxièmes estimations d'Eurostat pour le troisième trimestre de 2013, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,1 % par rapport au trimestre précédent. Pour rappel, au cours du deuxième trimestre 2013, le PIB avait crû de 0,3 % dans la zone euro. Les pays voisins du Luxembourg ont évolué en sens divers au cours du troisième trimestre 2013. Si l'Allemagne et la Belgique ont connu un taux de croissance trimestriel positif à raison de 0,3 %, la France s'est caractérisée par une réduction de 0,1 % de son PIB en volume désaisonnalisé au cours de la même période. Au sein de la zone euro, seules l'Italie (-0,1 %) et Chypre (-0,8 %) ont à l'instar de la France affiché une croissance négative au troisième trimestre. Il convient

cependant de noter que les données n'étaient pas encore disponibles lors de la publication du communiqué d'Eurostat, soit le 4 décembre 2013, pour l'Irlande, la Grèce, le Luxembourg et Malte.

En comparaison avec le même trimestre de l'année précédente, le PIB corrigé des variations saisonnières a enregistré une baisse de 0,4 % dans la zone euro, contre une diminution en glissement annuel de 0,6 % au deuxième trimestre.

Par ailleurs, la contraction de l'emploi s'est poursuivie au troisième trimestre 2013 (-0,8 % en glissement annuel). Dans le même temps, en glissement trimestriel, l'emploi s'est stabilisé. De son côté, le chômage marque le pas au mois d'octobre 2013 mais demeure à son record historique de 12,2 %.

### 1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur les trois premiers trimestres de 2013, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante dégage ainsi un excédent cumulé de 192 milliards d'euros (2 % du PIB) sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2013, comparé à un excédent de 94 milliards (0,8 % du PIB) sur la période correspondante de 2012. Cette évolution positive résulte principalement d'une importante amélioration de la balance des biens.

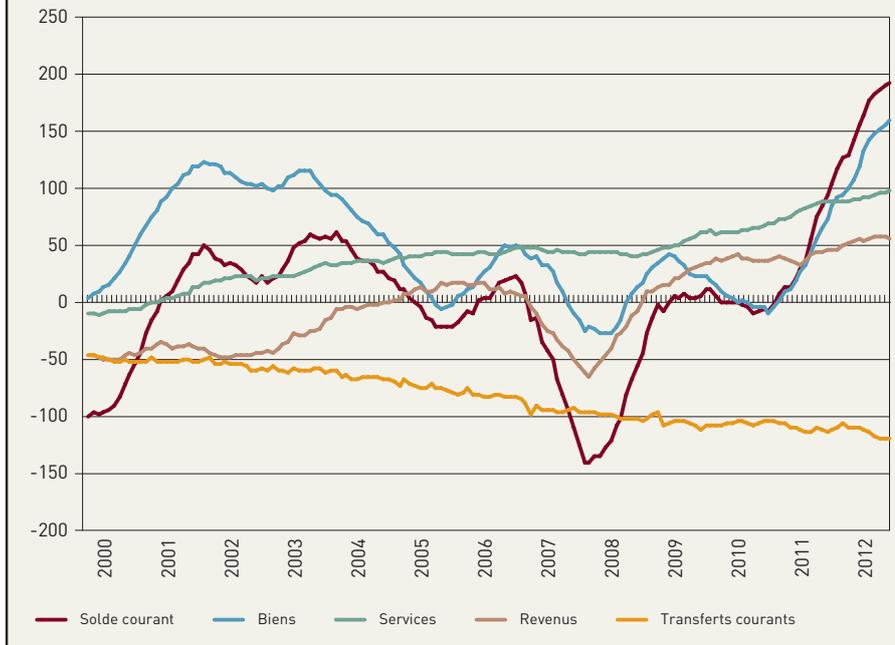
Le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le troisième trimestre de 2011 en redevenant excédentaire, après avoir dégagé des déficits sur deux trimestres successifs. Au cours de l'année 2012 et sur les trois premiers trimestres de 2013, la balance des biens a progressivement renforcé son excédent, totalisant ainsi 159 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2013 comparé à un surplus de 73 milliards sur la même période de l'année 2012. Cette embellie s'explique par une contraction des importations de biens (-3 %) alors que les exportations ont, de leur côté, enregistré une croissance positive (+1,7 %). Les importations ont donc été largement affectées, surtout depuis le second semestre 2012, par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro.

Dans la balance des services, le taux de croissance des exportations (+3,7 %) s'est avéré supérieur à celui des importations (+2,5 %). Le surplus cumulé des services atteint ainsi 97 milliards d'euros sur les douze mois s'achevant en septembre 2013, contre 87 milliards sur la même période de l'année précédente. Les évolutions positives décrites ci-dessus ont été renforcées par une amélioration de 8 milliards du surplus des revenus (à 55 milliards). Le déficit des transferts courants s'est quant à lui aggravé de 6 milliards, en atteignant 119 milliards sur les douze mois s'achevant en septembre 2013.

Dans le compte des transactions financières, l'embellie des marchés financiers s'est accompagnée d'un retour des investisseurs non-résidents sur le marché des titres de la zone euro depuis le second semestre de 2012. Sur les douze mois s'achevant en septembre 2013, les achats nets de titres émis par la zone euro ont ainsi atteint 399 milliards d'euros (dont 261 milliards d'actions, 43 milliards d'obligations et 95 milliards de titres de dette à court terme) alors qu'on enregistrait des ventes nettes sur la même période de 2012.

Les investisseurs résidents ont eu un comportement similaire à celui des non-résidents. Après les ventes nettes de titres étrangers (essentiellement des actions) observées en 2011 et au premier semestre de 2012, les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers. Sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2013, les résidents de la zone euro ont ainsi investi 264 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 167 milliards en actions et 103 milliards en obligations. Les titres de dette à court terme ont de leur côté fait l'objet des ventes nettes (6 milliards). Compte tenu de ces mouvements des capitaux, les flux d'investissement de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux de 135 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2013, contre des sorties nettes de 62 milliards sur la même période de 2012.

Graphique 4  
Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois  
(en milliards d'euros)



Source : BCE

contre 76 milliards sur la même période de 2012.

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Les projections macroéconomiques de décembre 2013 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une baisse de 0,4 % du **PIB annuel en volume** en 2013. En 2014 et 2015 la production devrait se redresser lentement, avec une croissance du PIB en volume de respectivement 1,1 et 1,5%, sous l'effet notamment d'une légère hausse de la demande intérieure soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'activité économique dans la zone euro devrait également bénéficier d'un raffermissement graduel de la demande extérieure. En outre, les effets de l'amélioration générale observée sur les marchés financiers depuis l'an dernier se font sentir sur l'économie réelle et il devrait en aller de même des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. Enfin, les revenus réels ont récemment bénéficié de l'évolution favorable des prix de l'énergie. Cela étant, le chômage demeure très élevé dans la zone euro et le nécessaire processus d'ajustement des bilans dans les secteurs public et privé continuera de peser sur l'activité économique.

Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2013 réalisées par les services de la BCE, la projection de croissance du PIB en volume est restée inchangée pour 2013 et a été révisée à la hausse à raison de 0,1 point de pourcentage pour 2014.

Les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro sont considérés comme orientés à la baisse. De possibles dégradations des conditions sur les marchés monétaires et financiers à l'échelle mondiale et les incertitudes qui y sont associées pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à un renchérissement des matières premières, à une demande intérieure et une croissance des exportations plus faibles que prévu et à une mise en œuvre trop lente ou insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Dans les autres composantes du compte financier, suite à des perspectives de croissance toujours relativement plus favorables dans le reste du monde (pays émergents et Etats-Unis notamment), les sorties nettes d'investissements directs se sont poursuivies sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2013, en atteignant 118 milliards d'euros. De même, la chute des engagements à court terme des institutions financières monétaires a occasionné une forte hausse des sorties nettes d'autres investissements, qui ont atteint 299 milliards sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2013, contre des entrées nettes de 5 milliards sur la même période de 2012. Au total, les transactions financières de la zone euro avec le reste du monde se sont ainsi soldées par des sorties nettes de 243 milliards d'euros sur les douze mois s'achevant en septembre 2013,

Tableau 2:

**Projections macroéconomiques pour la zone euro (taux de variation annuels en pourcentages)<sup>1)</sup>**

	2012	2013	2014	2015
PIB réel	-0,6	-0,4	1,1	1,5
Fourchette du PIB réel		[-0,5/-0,3]	[0,4/1,8]	[0,4/2,6]
Consommation privée	-1,4	-0,6	0,7	1,2
Consommation publique	-0,6	0,1	0,3	0,4
Formation brute de capital fixe	-3,9	-3,0	1,6	2,8
Exportations (2)	2,7	1,1	3,7	4,8
Importations (2)	-0,8	-0,1	3,5	4,7
Inflation IPCH	2,5	1,4	1,1	1,3
Fourchette de l'inflation IPCH		[1,4/1,4]	[0,6/1,6]	[0,5/2,1]

<sup>1)</sup> La Lettonie est intégrée aux projections pour 2014 et 2015.

<sup>2)</sup> Y compris le commerce intra-zone euro.

Les projections macroéconomiques de décembre 2013 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 1,4 % en 2013, de 1,1 % en 2014 et de 1,3 % en 2015. Cette inflation modérée serait le reflet d'un déclin des prix du pétrole en euros sur l'horizon de projection, de l'appréciation passée de l'euro et d'une reprise économique modérée.

Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2013 réalisées par les services de la BCE, la projection d'inflation a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2013 et de 0,2 point de pourcentage pour 2014.

Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont considérés comme globalement équilibrés à moyen terme. Les risques à la hausse sont liés à un niveau plus élevé des prix des matières premières et à une augmentation plus forte que prévu des prix administrés et de la fiscalité indirecte, tandis que les risques à la baisse découlent d'une activité économique plus faible qu'anticipé.

## 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 accéléré en 2013. Le taux de variation annuel de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7 % en moyenne en 2012 à 2,0 % au premier semestre 2013 pour tomber à 1,2 % en octobre et en novembre 2013, soit son niveau le plus bas depuis octobre 2009. L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a aussi fortement reculé, passant de 2,9 % en moyenne en 2012 à 2,0 % sur le premier semestre 2013 pour ensuite fléchir à 1,0 % en octobre.

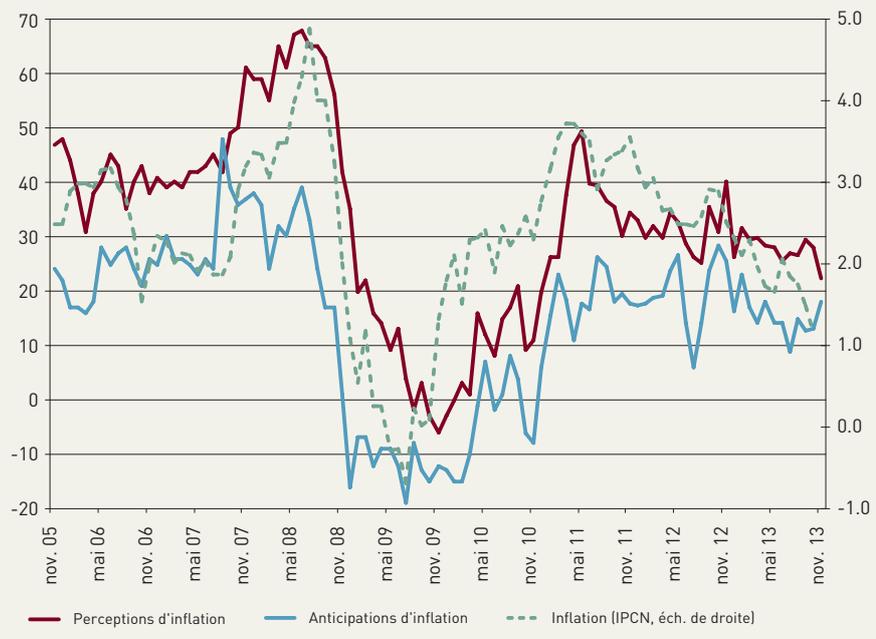
La modération de l'inflation globale cache toutefois des tendances sous-jacentes fort hétérogènes. La dynamique des prix de l'énergie est la principale cause du repli de l'inflation globale. Ces prix ont reculé de 8 % depuis leurs sommets observés en septembre 2012 et leur taux d'inflation annuel, qui est négatif depuis mars 2013, a avoisiné les -7 % en octobre 2013. L'inflation des biens industriels non énergétiques s'est aussi modérée en 2013, vraisemblablement en conséquence d'une dynamique fort modeste des dépenses de consommation au Luxembourg, d'une inflation importée plus faible, mais aussi de la dynamique soutenue observée en 2012. Ainsi, leur progression annuelle moyenne n'a plus été que de 1 % au cours des dix premiers mois de 2013, contre 1,7 % en moyenne en 2012. Plus récemment, l'inflation des biens alimentaires non traités, qui avait atteint des niveaux record sous l'effet de conditions météorologiques peu clémentes, s'est nettement tassée. Ainsi, leur taux de variation annuel, qui a été de 5,5 % lors des trois premiers trimestres de 2013, est tombé à 2,9 % en octobre. Par

Graphique 5  
Evolution des prix à la consommation  
(taux de variation annuels)



Source : STATEC

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



Source : BCL et STATEC

contre, l'inflation s'est accélérée pour les services. Elle s'est établie à 2,9 % sur les dix premiers mois de l'année sous l'effet d'une dynamique soutenue des prix administrés au début de l'année. La progression des coûts salariaux, via le mécanisme d'indexation automatique des salaires et le salaire social minimum, reste également relativement soutenue et elle empêche un repli plus conséquent des prix des biens et services.

Malgré la récente modération, l'inflation au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes<sup>1</sup>. Au troisième trimestre 2013, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,3 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,4 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au premier trimestre 2013 ont atteint respectivement 9,8 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 5,4 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>2</sup>, les perceptions d'inflation ont continué à se replier au cours des derniers mois. Ces mouvements sont en phase avec le recul de l'inflation globale depuis la mi-2011. Les anticipations d'inflation, par contre, se sont quasiment stabilisées depuis le début de l'année 2011 et elles se sont même légèrement accélérées depuis juillet de cette année-ci.

1 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes 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.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les données révisées pour l'année 2012 confirment une hausse des prix à la production industrielle pour l'ensemble de l'année, qui est cependant plus faible qu'initialement estimé (+ 1,1 %). Cette hausse peut être attribuée aux prix des biens de consommation et aux prix des biens énergétiques, les prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement étant restés quasiment stables en 2012.

Malgré cette augmentation sur l'ensemble de l'année 2012, les prix sont en recul depuis le troisième trimestre de 2012. Cette tendance est pour l'instant confirmée en 2013. Le premier trimestre connaît un léger recul de 0,4 % pour l'ensemble des produits industriels. Tous les biens sont concernés par cette baisse, à l'exception des biens de consommation dont le prix reste stable et des biens énergétiques, qui connaissent une hausse de prix de 1,9 % alors que ceux-ci avaient déjà augmenté de 6,4 % en 2012. Au deuxième trimestre, comme précédemment on observe une baisse des prix pour l'ensemble des produits industriels. Elle est toutefois nettement plus marquée (-1,3 %). Le prix des biens intermédiaires diminue de manière assez marquée, alors que le prix des biens d'équipement et des biens de consommation connaît respectivement une légère hausse et une légère baisse. Notons également le léger recul du prix des biens énergétiques. Au troisième trimestre, la tendance baissière des prix pour l'ensemble des biens industriels se confirme. Cette diminution est entièrement imputable aux biens intermédiaires, qui voient leurs prix baisser de 2,4 % alors que le prix des biens des autres catégories connaît une hausse (légère pour les biens de consommation et les biens énergétiques, nettement plus marquée pour les biens d'équipement).

Tableau 3 :

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

	2011	2012	2013-T1	2013-T2	2013-T3
Ensemble des produits industriels	7,8	1,1	-0,4	-1,3	-0,9
Biens intermédiaires	10,8	-0,2	-0,8	-2,3	-2,4
Biens d'équipement	6,5	-0,1	-1,6	0,7	2,2
Biens de consommation	1,9	2,1	-0,3	-0,4	0,7
Biens énergétiques	3,3	6,4	1,9	-0,6	0,5

Source : Statec

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

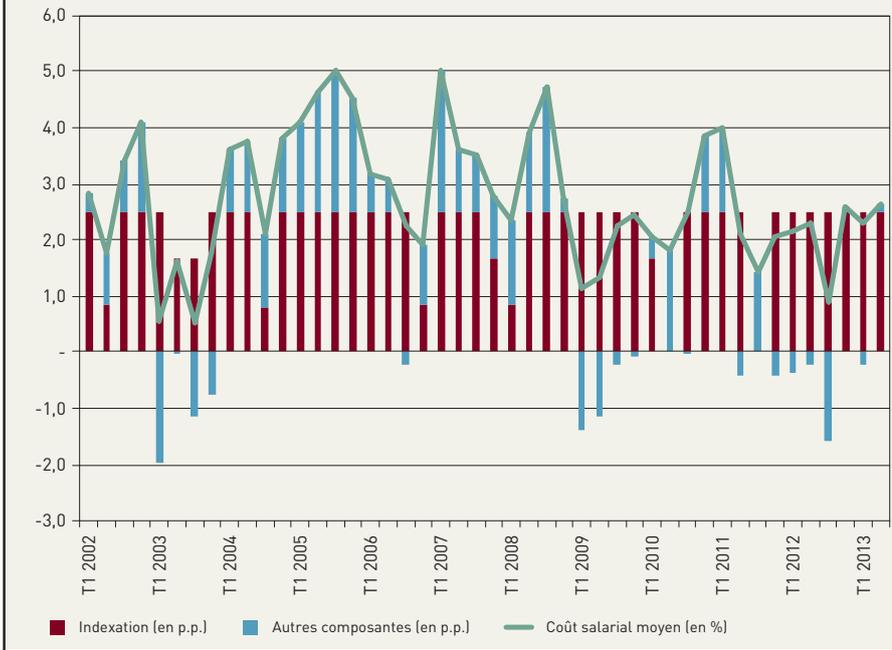
Selon la plus récente estimation de la comptabilité nationale, la progression annuelle du coût salarial moyen s'est inscrite à 2,7 % au deuxième trimestre 2013, sous l'effet déterminant de la contribution de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes », qui incluent les éléments « réels », s'est limité à 0,2 p.p.

Les données administratives de la sécurité sociale confirment une certaine modération salariale (malgré l'existence de différences méthodologiques par rapport aux comptes nationaux<sup>3</sup>). Le faible apport des « autres composantes » à la progression annuelle du coût salarial moyen s'expliquerait essentiellement par un recul du volume de travail effectif, via une progression du temps partiel ou encore le recours (certes en baisse mais encore important) au chômage partiel. Ce recul des heures travaillées aurait entièrement contrebalancé la contribution positive des primes, gratifications ou autres éléments de rémunération non récurrents.

<sup>3</sup> Remarquons qu'en raison de ces divergences, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables. En effet, les comptes nationaux sont compilés à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et font l'objet de divers retraitements.

Graphique 7

Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen

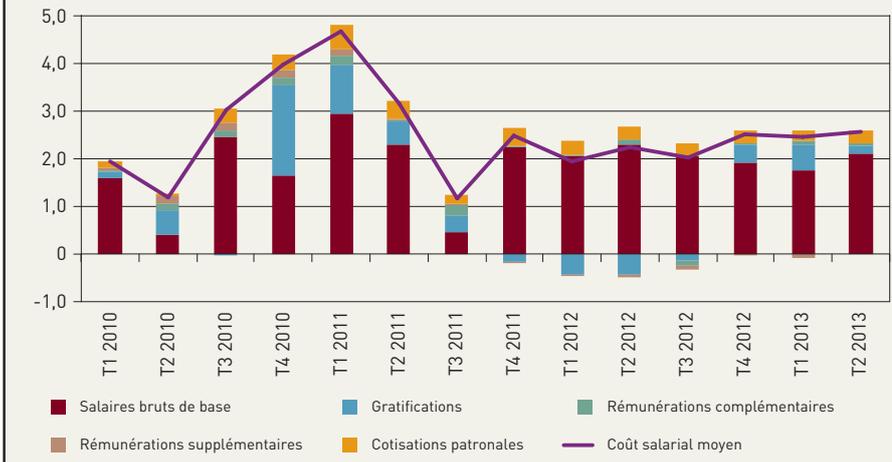


Source: Stateg, calculs BCL

Une décomposition sectorielle révèle qu'au deuxième trimestre 2013, le coût salarial moyen a progressé favorablement dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de la branche « information et communication ». A noter en particulier la hausse de la croissance du coût salarial moyen dans l'industrie, essentiellement attribuable à la progression des primes et gratifications distribuées. Le rebond enregistré dans la construction s'explique essentiellement par un effet de rattrapage mécanique, suite au recul observé au premier trimestre sous l'effet du repli de l'activité. Par ailleurs, le dynamisme du coût salarial moyen observé dans la finance doit être nuancé, dans la mesure où il est en partie attribuable à des effets non récurrents, en particulier le versement d'indemnités de licenciement<sup>4</sup>.

Graphique 8

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



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

4 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête ont fortement progressé au cours des trois premiers trimestres de l'année courante. Une ventilation détaillée par poste de dépense révèle que cette hausse est (en partie) due au versement de primes de licenciement dans le cadre des différents plans sociaux en cours. La hausse des charges salariales est également due à des effets purement comptables induits par le changement de la date de clôture d'exercice par une banque de la place. Cet effet devrait cependant s'estomper à partir du dernier trimestre 2013. Après ajustement pour ces éléments exceptionnels, les données indiquent cependant encore une progression positive des salaires par tête dans la finance.

Tableau 4 :

## Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T2 2012	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T2 2012	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013
Industrie, y compris énergie	-3,2	1,3	2,3	-1,5	2,1	1,8	0,5	3,2	-1,0	3,9
Construction	-1,7	-1,0	0,8	-2,6	4,5	2,8	1,1	1,3	-4,4	1,7
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration	-0,5	0,9	0,6	0,6	0,7	0,5	1,0	1,2	1,6	2,8
Information et communication	2,9	-0,5	1,5	-0,3	-1,2	2,2	1,8	-0,8	3,9	-0,6
Activités financières et d'assurance	1,3	-3,0	6,9	1,1	0,1	4,9	-1,1	8,0	6,3	4,8
Activités immobilières	0,9	-1,3	4,6	-2,4	0,4	2,2	-0,6	2,9	2,8	1,6
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	-0,1	0,4	0,3	1,8	-1,0	1,0	1,7	0,0	3,0	1,4
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	-0,5	-0,3	0,2	1,8	-0,3	1,9	1,4	1,2	1,7	1,9
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services	0,9	0,0	1,5	0,4	0,6	2,5	2,1	2,2	2,8	2,6
<b>Coût salarial moyen - économie totale</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières

Source : Statec, calculs BCL

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 0,5 % au deuxième trimestre 2013. Il s'est inscrit en baisse dans l'information et communication, les services aux entreprises et le secteur public au sens large.

A noter que selon les données administratives de la sécurité sociale, les coûts salariaux horaires auraient progressé de manière plus dynamique que le coût salarial par tête, en raison du recul du volume du travail.

En conclusion, la plus récente actualisation des comptes nationaux confirme une certaine modération salariale, avec toutefois une légère accélération de la progression du coût salarial moyen au deuxième trimestre 2013. Par ailleurs, la dynamique des salaires est essentiellement imputable à l'apport de l'indexation, sans lequel le coût salarial moyen réel n'aurait que très légèrement progressé au deuxième trimestre 2013 – du moins toutes autres choses égales par ailleurs. Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, la prudence reste cependant de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions dans des publications ultérieures.

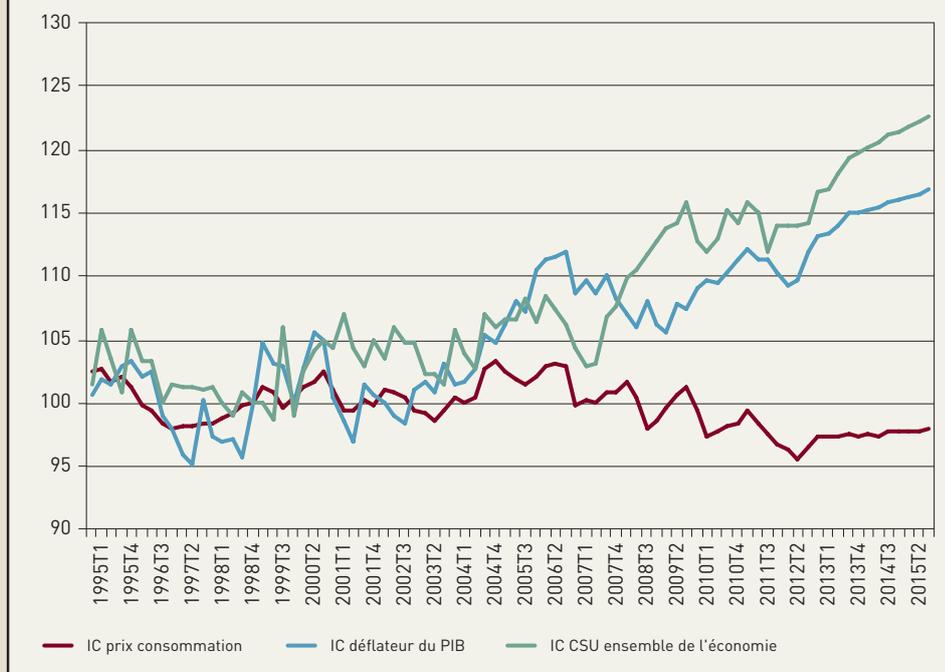
Encadré 1 :

## LES INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ-PRIX

La compétitivité-prix (ou compétitivité-coûts) est généralement considérée comme un des facteurs les plus déterminants permettant d'expliquer les performances à l'exportation d'une économie sur un horizon de court à moyen terme. Pour une petite économie si largement ouverte que celle du Luxembourg, il est dès lors primordial d'avoir une idée relativement précise de son évolution. La compétitivité-prix (coûts) d'une économie s'apprécie traditionnellement à l'aide de différentes mesures de taux de change effectifs réels. Il s'agit d'indicateurs qui comparent l'évolution des prix/coûts dans l'économie domestique à l'évolution d'une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts observés dans les principaux pays partenaires, toujours exprimés dans une devise commune.

Graphique 1

Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'ensemble de l'économie



Sources : Eurosysteme, calculs BCL

La BCL calcule et publie régulièrement des taux de change effectifs réels pour l'économie luxembourgeoise en suivant cette approche. Le graphique 1 présente les indicateurs de compétitivité de l'économie luxembourgeoise prolongés jusqu'en 2015 à l'aide des projections de décembre 2013 de la BCL et de l'Eurosysteme<sup>5</sup>. Pour chacun d'entre eux, une augmentation de la courbe signifie que les prix (ou les coûts) augmentent plus rapidement au Luxembourg que chez ses partenaires, impliquant une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise.

Durant le premier semestre de l'année 2012 les indicateurs de compétitivité prix/coûts ont connu une légère décreue, en partie en raison de la dépréciation de l'euro liée à la recrudescence des tensions sur les marchés des obligations souveraines. Selon les résultats du récent exercice de projection de l'Eurosysteme, l'amélioration ne serait que passagère et les indicateurs de compétitivité devraient globalement renouer avec leur détérioration tendancielle sur l'horizon 2013-2015, à l'exception de l'indicateur déflaté par l'indice des prix à la consommation qui devrait globalement se stabiliser à partir du début de l'année 2013.

5 Les années 2013-2015 se basent sur les projections des déflateurs pour les dix-sept pays membres de la zone euro et sur des hypothèses techniques pour le Royaume-Uni, la Suisse, les Etats-Unis et le Japon.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les plus récentes données définitives révèlent une progression annuelle de l'emploi salarié (intérieur) de 1,8 % au mois de juillet 2013. Selon des estimations, la croissance de l'emploi se serait établie à 1,9 % en moyenne au cours des trois mois suivants. La prudence reste cependant de mise quant à l'interprétation de ces données, eu égard à leur caractère provisoire.

Tableau 5:

**Croissance annuelle (en %) de l'emploi\* et taux de chômage (en % de la population active)**

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

	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non- salarié national	Emploi non- salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	Demandes d'emploi non satisfaites	Population active	Taux de chômage «strict» désaisonn- nalisé	Taux de chômage «strict» non ajusté pour les variations saisonn- nières	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonn- nières
2008	7,4	3,1	5,0	5,2	6,1	3,3	5,0	2,4	3,2	4,2	4,2	5,6
2009	0,7	1,1	0,8	0,8	1,6	1,0	0,9	34,7	2,4	5,5	5,5	6,8
2010	1,9	1,7	1,8	1,1	1,9	1,6	1,8	8,7	2,0	5,8	5,8	7,5
2011	3,1	2,8	3,0	1,8	2,7	2,7	2,9	-0,3	2,5	5,7	5,7	7,5
2012	2,2	2,6	2,5	1,2	1,9	2,5	2,5	10,9	2,9	6,1	6,1	8,0
2008 T2	7,8	3,2	5,2	5,3	6,1	3,4	5,2	-0,2	3,2	4,1	3,9	5,4
2008 T3	7,5	3,1	5,1	5,4	6,3	3,3	5,1	3,9	3,3	4,2	4,0	5,3
2008 T4	6,1	2,6	4,2	4,8	5,9	2,8	4,3	11,2	3,2	4,4	4,5	5,8
2009 T1	3,2	1,7	2,3	0,5	1,6	1,6	2,2	30,1	2,4	5,5	5,2	6,6
2009 T2	1,2	1,1	1,1	0,8	1,8	1,0	1,1	37,0	2,4	5,5	5,2	6,6
2009 T3	-0,6	0,7	0,0	0,7	1,5	0,7	0,1	38,5	2,2	5,6	5,4	6,8
2009 T4	-0,9	0,9	0,0	1,0	1,7	0,9	0,1	33,4	2,4	5,8	5,9	7,3
2010 T1	0,4	1,2	0,9	1,0	1,8	1,2	0,9	16,7	2,1	5,8	6,1	7,6
2010 T2	1,8	1,7	1,8	0,8	1,6	1,6	1,8	8,2	2,0	5,8	5,5	7,2
2010 T3	2,4	2,0	2,3	1,3	2,0	1,9	2,2	5,6	2,1	5,8	5,6	7,3
2010 T4	2,9	1,8	2,4	1,4	2,1	1,8	2,4	4,4	1,9	5,9	6,1	7,8
2011 T1	2,9	2,4	2,7	2,1	2,9	2,3	2,7	-1,7	2,1	5,6	5,9	7,7
2011 T2	3,3	2,9	3,1	2,3	3,1	2,8	3,1	-1,2	2,6	5,6	5,3	7,2
2011 T3	3,3	2,9	3,1	1,7	2,6	2,8	3,1	2,4	2,7	5,8	5,6	7,3
2011 T4	2,9	3,0	3,0	1,2	2,3	2,8	2,9	-0,5	2,6	5,7	5,9	7,6
2012 T1	3,0	2,8	3,0	1,5	2,3	2,7	2,9	10,1	3,1	6,0	6,3	8,1
2012 T2	2,2	2,6	2,5	0,8	1,6	2,4	2,4	11,9	2,9	6,1	5,8	7,7
2012 T3	1,6	2,5	2,2	1,1	1,8	2,3	2,2	9,3	2,7	6,2	5,9	7,9
2012 T4	1,8	2,5	2,3	1,3	1,9	2,4	2,3	12,4	3,0	6,3	6,4	8,4
2013 T1	1,3	1,8	1,6	0,3	1,1	1,6	1,6	12,7	2,3	6,6	6,9	8,8
2013 T2	1,4	1,8	1,7	0,9	1,7	1,7	1,7	16,6	2,6	6,9	6,6	8,4
2013 T3	1,7	1,9	1,8	1,5	1,8	1,9	1,8	16,2	2,7	7,0	6,7	8,5
jan. 13	1,3	1,8	1,7	0,1	0,9	1,7	1,6	11,7	2,3	6,5	7,0	8,9
fév. 13	1,4	1,8	1,7	0,3	1,1	1,7	1,7	12,5	2,4	6,6	7,0	8,9
mars 13	1,1	1,6	1,5	0,5	1,3	1,5	1,5	13,8	2,3	6,7	6,8	8,6
avr. 13	1,1	1,6	1,4	1,3	2,0	1,6	1,5	14,9	2,4	6,8	6,7	8,5
mai 13	1,7	1,9	1,9	0,8	1,6	1,8	1,9	17,2	2,7	6,9	6,6	8,4
juin 13	1,6	1,9	1,8	0,8	1,6	1,8	1,8	17,9	2,7	7,0	6,5	8,4
juil. 13	1,7	1,8	1,8	0,8	1,6	1,7	1,8	17,4	2,7	7,0	6,8	8,7
août 13	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	15,2	2,7	6,9	6,6	8,4
sep. 13	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	1,9	1,9	16,0	2,8	7,0	6,8	8,5
oct. 13	2,1	1,9	2,0	1,7	1,8	1,9	1,9	15,3	2,7	7,0	6,9	8,7

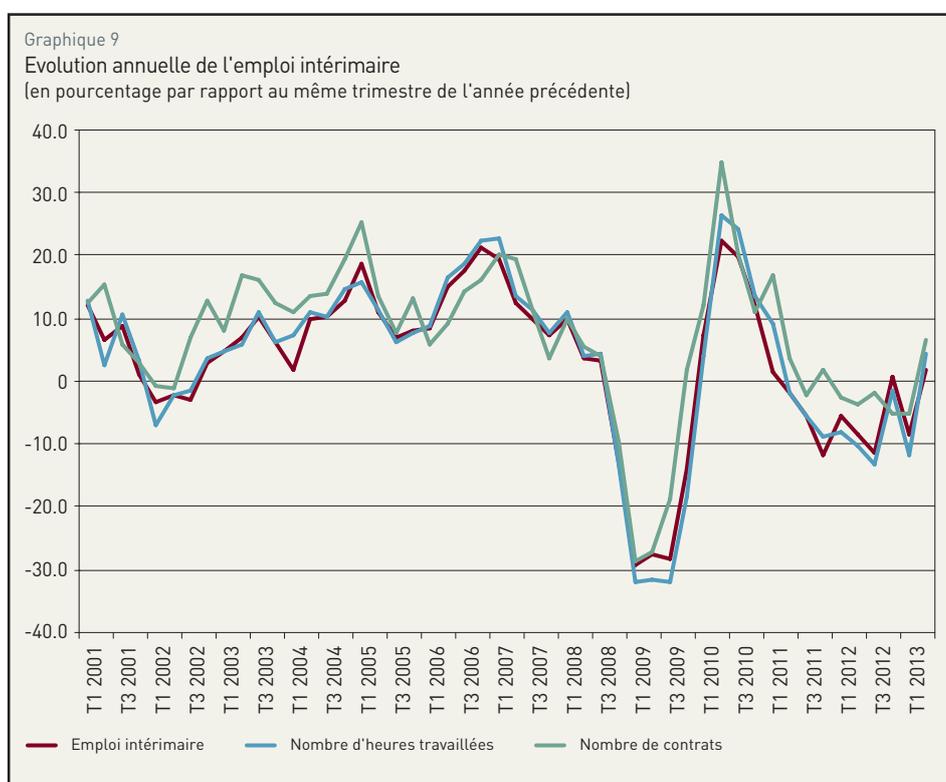
Remarque : les données relatives aux mois d'août à octobre 2013 sont des estimations

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

Après avoir subi de plein fouet les effets de la crise, l'emploi frontalier (qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle) semble reprendre des couleurs. On observe en effet au cours des derniers mois un net tassement de l'écart de croissance entre emploi frontalier et emploi national.

Après une longue période de repli, le nombre de travailleurs intérimaires (parmi lesquels les non-résidents sont surreprésentés) s'est inscrit en légère hausse au deuxième trimestre 2013 (1,9 % en glissement annuel). En tant que facteur d'ajustement, l'évolution du travail intérimaire est souvent interprétée comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. Or, face à une incertitude persistante, les entreprises sont susceptibles de recourir dans un premier temps à l'emploi intérimaire, plutôt qu'à des embauches effectives. La récente progression du travail temporaire pourrait ainsi être le reflet d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie. Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent cependant pas encore de confirmer une inversion de tendance.

La comptabilité nationale trimestrielle fait état d'une progression annuelle de l'emploi salarié de 1,7 % au deuxième trimestre 2013, après 1,6 % le trimestre précédent. Au cours du trimestre sous revue, la croissance annuelle de l'emploi a été particulièrement prononcée dans le secteur de l'immobilier (5,1 %)<sup>6</sup>, les services aux entreprises (3,9 %), le secteur public au sens large (3,2 %) et les autres services (2,6 %). L'emploi poursuit sa tendance haussière dans le secteur de la finance, alimenté par les branches de l'assurance ou des professionnels du secteur financier. En revanche, au deuxième trimestre 2013, l'emploi s'est à nouveau replié dans l'industrie et le secteur bancaire. De même, l'emploi s'est inscrit en retrait dans la construction, probablement sous l'effet déterminant des mauvaises conditions météorologiques observées au début de l'année et de leur impact négatif sur l'activité du bâtiment.



En glissement trimestriel, l'emploi salarié a progressé de 0,7 % au deuxième trimestre 2013, essentiellement sous l'effet d'une forte progression de l'emploi dans le secteur public, les services aux entreprises et une reprise de l'emploi dans le commerce et l'horeca.

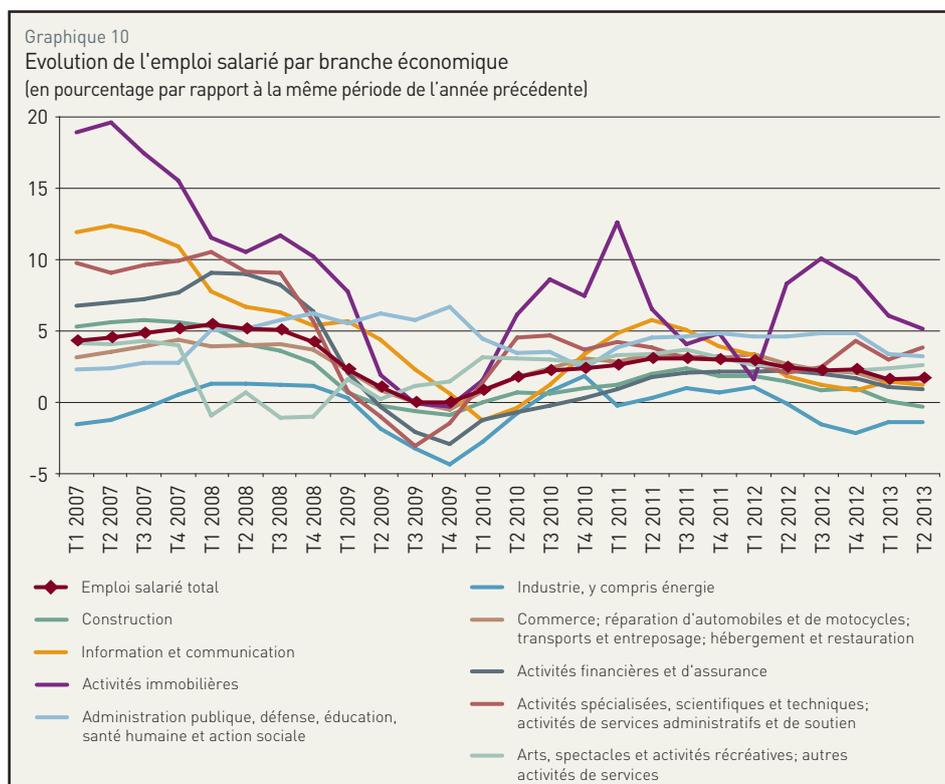
Globalement, l'économie luxembourgeoise continue de créer de nouveaux emplois, soit près de 6 700 entre les deuxièmes trimestres de 2012 et 2013 ou 700 emplois de plus qu'au premier trimestre de l'année en cours. Selon les données de la sécurité sociale, le secteur public au sens large demeure le principal moteur de croissance de l'emploi salarié et en particulier de l'emploi résident. En effet, entre le deuxième trimestre 2012 et 2013,

Sources : Ministère du travail, Statec, calculs BCL

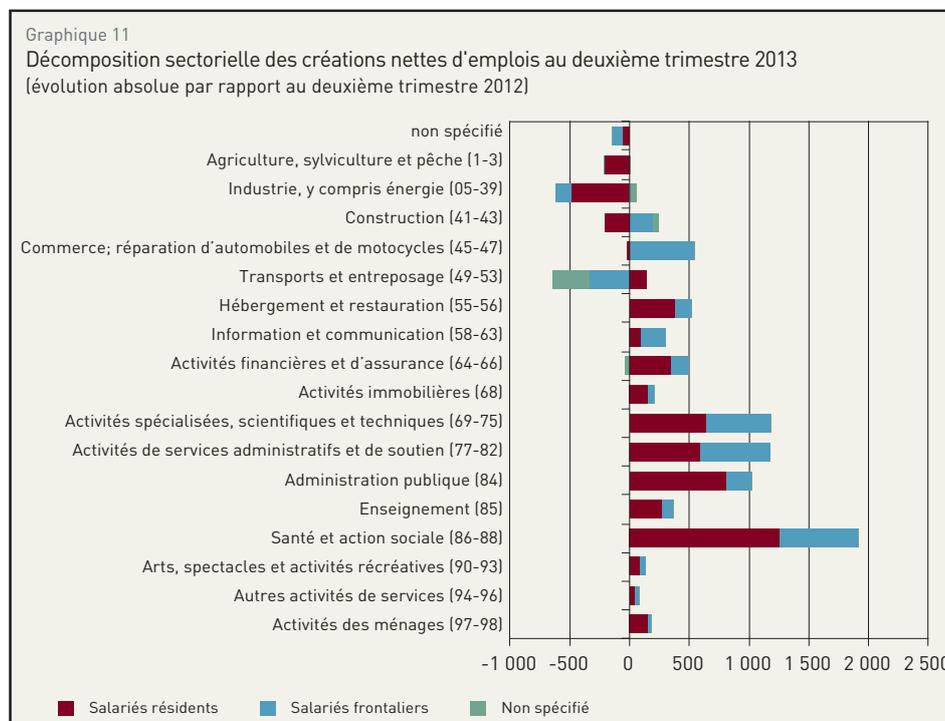
6 La part contributive de ce secteur à l'évolution du niveau total de l'emploi demeure cependant limitée (moins de 0,05 %).

ce secteur a à lui seul créé environ 3 300 nouveaux emplois (dont 2 300 pourvus par des résidents), soit près de la moitié de l'ensemble des emplois créés en net. Comparé au trimestre précédent, le nombre de postes publics nouvellement créés s'est néanmoins quelque peu essoufflé, en particulier du côté des résidents. L'emploi résident s'est également contracté dans l'industrie, la construction et dans une moindre mesure le commerce.

En ce qui concerne la demande de travail, entre les mois de juillet et octobre 2013 les offres d'emplois non satisfaites (OENS) déclarées par les entreprises auprès des services de placement (stock) se sont établies à 2 750 en moyenne chaque mois, en baisse de 1,1 % en glissement annuel. Malgré cette trajectoire baissière, le taux de postes vacants (qui mesure la proportion d'emplois à pourvoir) demeure supérieur à sa moyenne de long-terme d'avant-crise<sup>7</sup>. Par ailleurs, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à 2 000 en moyenne au cours des mois de juillet à octobre 2013, en hausse de 2,1 % par rapport à la même période de l'année 2012. Au niveau sectoriel, les plus récentes données disponibles indiquent qu'au deuxième trimestre 2013, près d'un tiers des offres d'emplois proviennent des services aux entreprises (30,6 %), qui incluent entre autres les activités juridiques et comptables, les activités d'architecture et d'ingénierie ou encore les services de conseil. Ensuite, 15,4 % des postes vacants émanent du com-



Source: Statec, calculs BCL



Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.

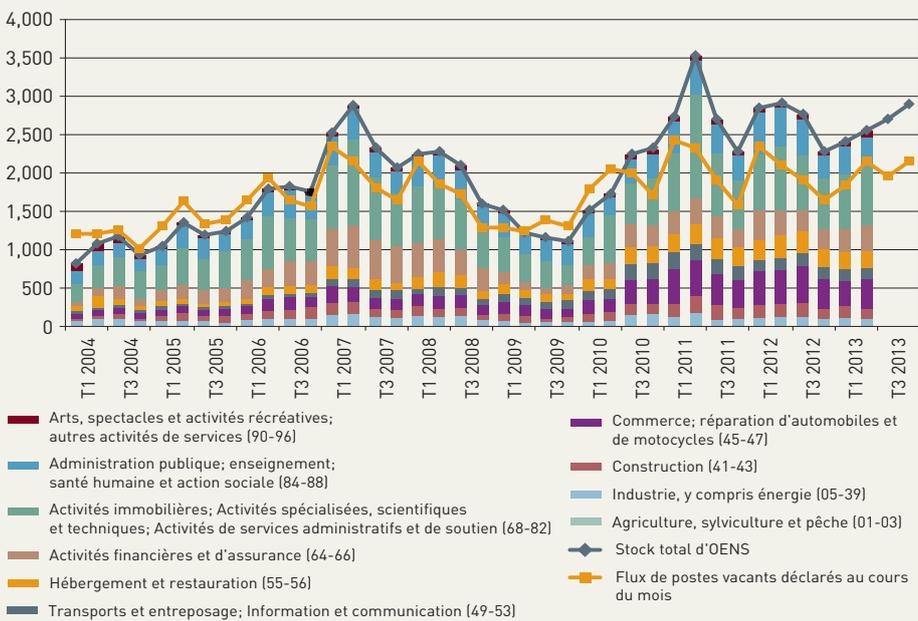
Sources : IGSS, calculs BCL

<sup>7</sup> Plus précisément, entre le début 1998 et août 2008, le taux de postes vacants (qui mesure la proportion des emplois qui sont vacants) s'est établi à 0,5 % en moyenne par mois, contre 0,7 % à 0,8 % actuellement.

Graphique 12

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 les troisième et quatrième trimestres 2013. Par ailleurs, le quatrième trimestre 2013 inclut uniquement les données relatives au mois d'octobre.

Sources: ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

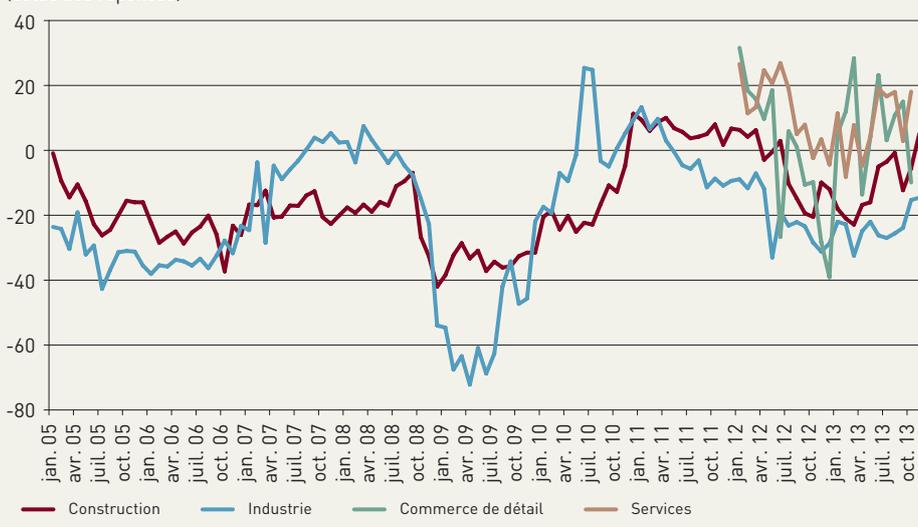
merce, suivi du secteur public (au sens large) avec 14,5 %, la finance (13,4 %) et l'HORECA (8,4 %). L'industrie, la construction et les transports demeurent en queue de peloton.

De manière générale, les entreprises luxembourgeoises continuent de privilégier un ajustement de la marge intensive du travail à des licenciements nets. Les données administratives de l'IGSS font état d'une diminution de la durée moyenne de travail (corrigée des jours ouvrables) de 1,3 % au deuxième trimestre 2013 après -1,6 % le trimestre précédent, en comparaison annuelle. Ont contribué à cette évolution le repli des heures supplémentaires, ainsi que le recours toujours important au chômage partiel et au temps partiel.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent un léger regain d'optimisme dans l'industrie et la construction au cours des derniers mois<sup>8</sup>. Dans le commerce de détail et les services non financiers, les séries d'opinions sont relativement volatiles et ne permettent pas de tirer des conclusions claires.

Graphique 13

Perspectives d'évolution de l'emploi dans la construction et l'industrie selon les enquêtes de conjoncture (solde des réponses)



Remarque: Les réponses obtenues lors des enquêtes sont agrégées sous forme de soldes. Ces soldes représentent la différence entre le pourcentage des entreprises qui prévoient une hausse de leur emploi (au cours des trois mois suivants) et le pourcentage des entreprises qui prévoient une diminution de leur emploi (au cours des trois mois suivants).

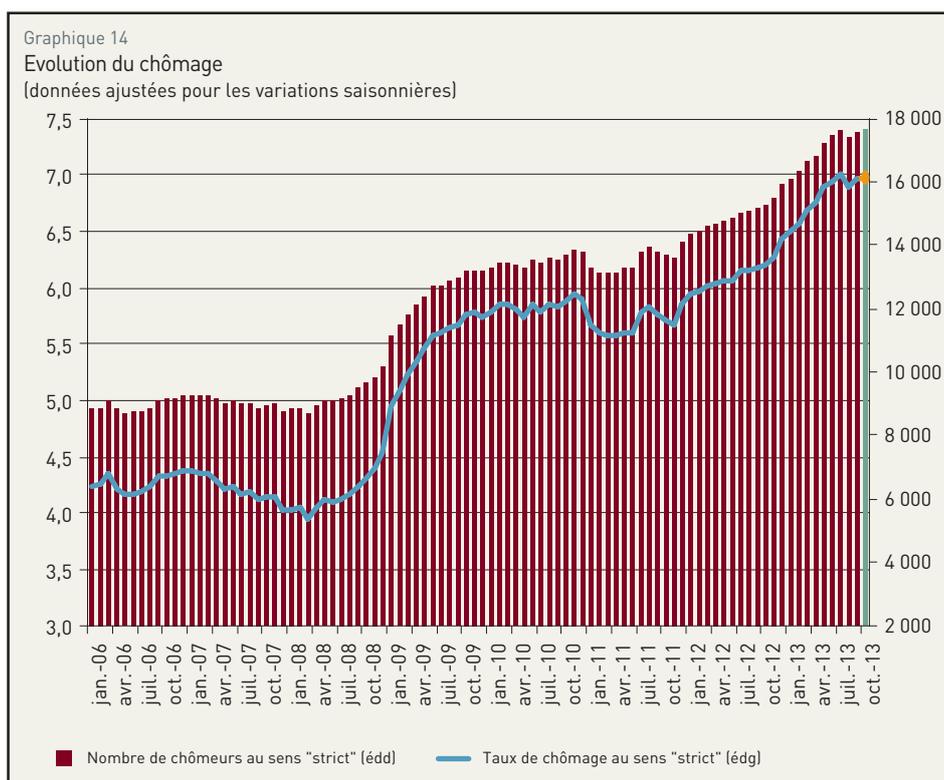
Source: Eurostat (enquêtes de conjoncture)

8 A noter par ailleurs que les soldes des enquêtes de conjoncture relatifs à l'évolution de l'emploi dans ces deux secteurs sont actuellement supérieurs à leur moyenne de long-terme d'avant-crise.

### 1.2.2.2 Le chômage

De son côté, le taux de chômage au sens «restreint» s'est établi à 7,0 % en octobre 2013, en quasi-stabilisation par rapport à la tendance observée au cours des cinq mois précédents. Dans le même temps, le nombre de demandeurs d'emploi (non ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à environ 17 500 en octobre 2013, en hausse de 15,3 % en glissement annuel, soit l'équivalent de plus de 2 300 chômeurs supplémentaires. Cette hausse s'explique essentiellement par une recrudescence du nombre de demandeurs d'emploi non indemnisés<sup>9</sup>.

De surcroît, l'augmentation du nombre de chômeurs (en glissement annuel) s'explique essentiellement par un recul des flux de sortie du chômage. En effet, sur les dix premiers mois de 2013, le nombre de demandeurs d'emploi qui s'inscrivent chaque mois auprès de l'ADEM a diminué de 7,5 %, soit l'équivalent de 143 chômeurs de moins qu'au cours de la même période de l'année précédente (flux d'entrée). Dans le même temps, le nombre de chômeurs qui sortent chaque mois du chômage a diminué de 9,7 % (soit 182 personnes), contrebalançant la tendance favorable observée du côté des flux d'entrée. Le nombre de chômeurs de longue durée continue par ailleurs de progresser, témoignant des difficultés rencontrées par certains demandeurs d'emploi à réintégrer le marché du travail (en particulier les peu qualifiés et les personnes âgées de plus de 50 ans).



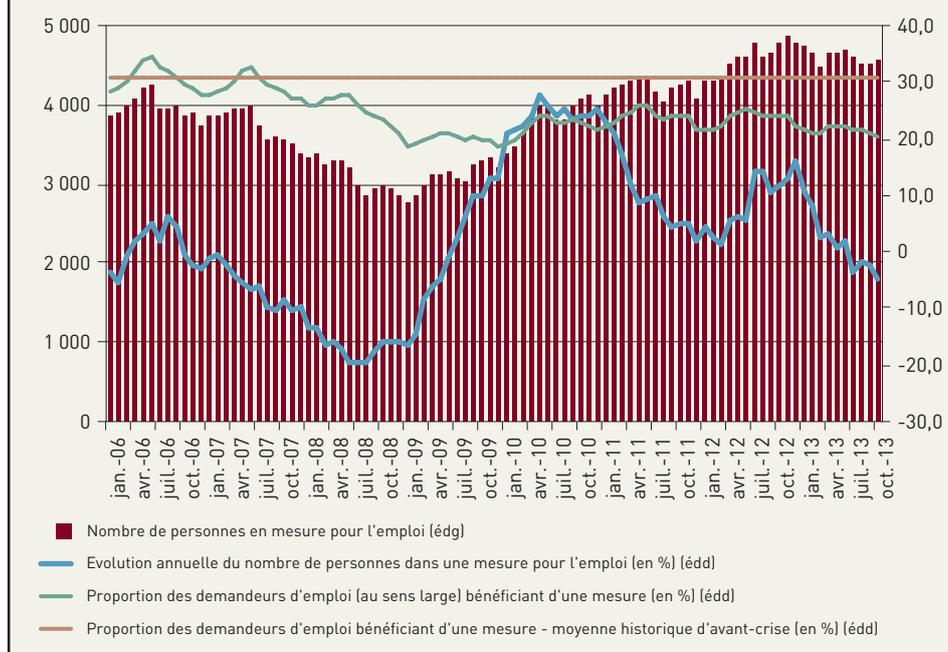
Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

<sup>9</sup> Il convient de noter que la contribution du nombre de chômeurs indemnisés s'était inscrite en forte hausse en début d'année courante. Au cours des derniers mois on observe cependant un recul de la part des chômeurs indemnisés dans le total des demandeurs d'emplois. Rappelons par ailleurs que les chômeurs non indemnisés sont constitués de demandeurs d'emploi dont les droits aux allocations-chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les prérequis pour pouvoir en bénéficier (par exemple des femmes au foyer qui décident de réintégrer le marché du travail ou encore les nouveaux arrivants sur le territoire national et les étudiants à l'issue de leur parcours scolaire).

Graphique 15

Evolution des mesures pour l'emploi

(en nombre respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente; données non ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, calculs BCL

de personnes en mesures spéciales conçues pour les demandeurs d'emploi non-indemnisés et pris en charge par des associations (-9,4 %) et des demandeurs d'emploi en formation (-3,4 %). Toutes choses égales par ailleurs, le repli de ces mesures (comptabilisées dans l'emploi) se traduit par une baisse mécanique du niveau de l'emploi national et une hausse corrélative du chômage au sens « strict ».

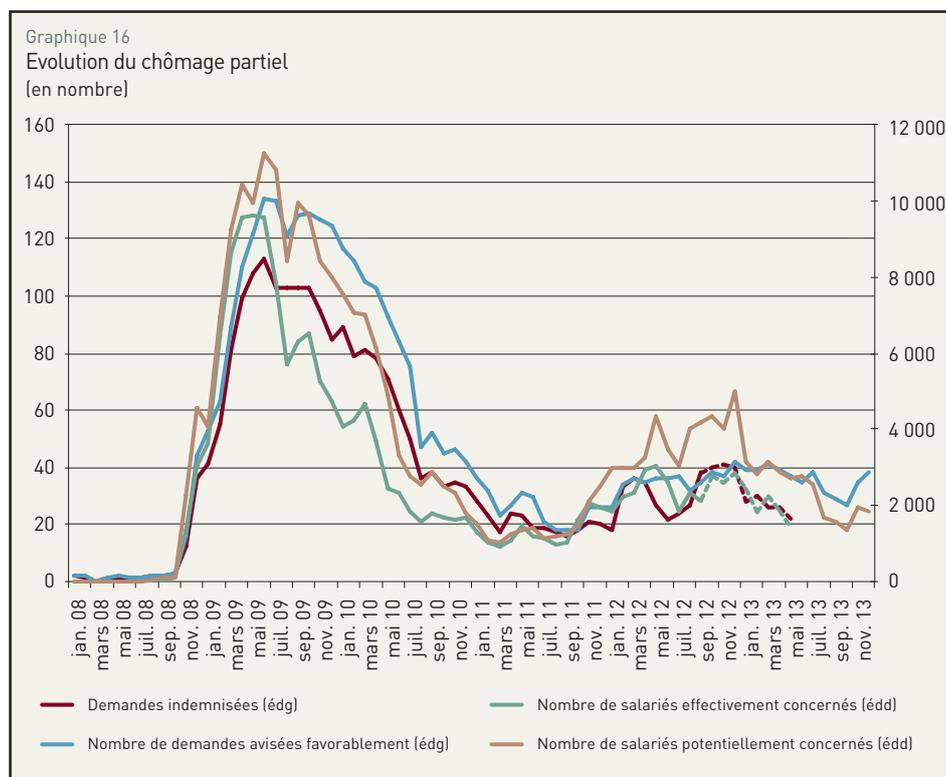
Faisant suite à plusieurs mois consécutifs de repli, le recours au chômage partiel a à nouveau rebondi fin 2013. Le nombre de demandes introduites par les entreprises s'est établi à 41 pour le mois de décembre 2013, contre 37 le mois précédent. Globalement, en 2013, le nombre d'autorisations s'est établi à 39 en moyenne chaque mois, contre 37 sur la même période de l'année précédente. En revanche, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 2 367 en moyenne chaque mois au cours de l'année courante, en baisse de 36,3 % en glissement annuel. Le secteur industriel et en particulier l'industrie manufacturière demeure le principal utilisateur de ce dispositif. Les données relatives au nombre de salariés effectivement touchés par du chômage partiel demeurent provisoires, mais indiquent une tendance à la stabilisation (en comparaison annuelle).

En conclusion, les plus récentes données disponibles témoignent d'une certaine tendance à la stabilisation de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. L'emploi national, particulièrement résistant depuis plusieurs trimestres, pâtit du recul des mesures de soutien à l'emploi et de l'activité dans l'industrie et la construction. De son côté, le taux de chômage s'est stabilisé à un niveau historiquement élevé. Dans le même temps, la demande de travail (telle que mesurée par le taux de postes

Le taux de chômage au sens « large » (non ajusté pour les variations saisonnières), qui englobe les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien, s'est établi à 8,7 % en octobre 2013. Dans ce contexte, la progression annuelle du nombre de personnes concernées par les mesures s'est établie à 1,3 % en moyenne au cours des dix premiers mois de 2013, largement en retrait par rapport à la dynamique observée au cours de la même période de 2011 et 2012 (avec respectivement 11,5 % et 7,7 %). Au cours des mois de juillet à octobre 2013, on observe même une baisse nette du nombre de personnes concernées et ceci pour la première fois depuis mi-2009. Cette inversion de tendance s'explique par un recul du nombre de contrats « appui » et « initiation » à l'emploi, destinés aux jeunes chômeurs (-19,5 %)<sup>10</sup>, du nombre

10 Conformément à la Loi du 16 décembre 2011, les adaptations temporaires des mesures en faveur des jeunes sont venues à échéance fin 2012. La nouvelle loi régissant ces mesures n'est cependant entrée en vigueur qu'en date du 2 avril 2013. Suite à ce vide juridique et dans l'attente de la promulgation d'une nouvelle loi, certaines entreprises ont préféré ne pas renouveler les contrats-jeunes existants ou ne pas en créer de nouveaux, ce qui a eu un impact néfaste sur les mesures pour les jeunes.

vacants) demeure relativement importante. A cela s'ajoutent des perspectives d'emploi telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs légèrement plus optimistes. De même, abstraction faite de la récente hausse, le recours au chômage partiel semble être entré dans une phase de stabilisation voire même de réduction au cours des derniers mois. Rappelons de surcroît que l'évolution de l'emploi et du chômage au cours du premier semestre 2013 a de manière non négligeable subi l'impact de facteurs de nature non conjoncturelle. Les mois à venir permettront de déterminer si la relative stabilité observée au cours des derniers mois signe les prémices d'un revirement de tendance ou si au contraire, elle s'avère passagère.



Source : Comité de conjoncture

Encadré 2 :

## EMPLOI, CHÔMAGE DES JEUNES ET CYCLE ÉCONOMIQUE

Le marché du travail a été sévèrement affecté par la récente crise économique et financière. Au sein de la zone euro, la crise s'est soldée - pour l'heure - par la perte de plus de 5 millions d'emplois depuis sa généralisation fin 2008. Parallèlement, le nombre de personnes à la recherche d'un emploi a progressé de 7,3 millions, pour s'établir actuellement à près de 19,3 millions de personnes. Le taux de chômage s'est quant à lui hissé à plus de 12 %.

Au Luxembourg, eu égard à la sévérité de la récession, l'ajustement du facteur « travail » au recul de l'activité a été moins important qu'escompté, le recul de l'emploi salarié ayant duré deux trimestres seulement. Pour autant, le marché du travail luxembourgeois n'a pas été épargné par la crise, loin de là. En témoignent en particulier la forte progression du nombre de chômeurs, qui a presque doublé en 5 ans et le taux de chômage (au sens strict), qui est passé de 4,2 % au troisième trimestre 2008 à 7,0 % actuellement<sup>11</sup>. Cette analyse agrégée masque cependant des développements relativement contrastés au niveau des différentes composantes de l'emploi et du chômage. A noter en particulier l'impact disproportionné de la crise sur le chômage des jeunes. L'objectif du présent encadré est d'analyser le lien entre emploi, chômage des jeunes et cycle économique au Luxembourg.

11 En y ajoutant les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure pour l'emploi et les salariés en chômage partiel, le taux de chômage « au sens large » s'établirait à près de 10,0 %.

## 1. LES JEUNES ET LE MARCHÉ DU TRAVAIL : TOUR D'HORIZON STATISTIQUE

### 1.1 Le chômage des jeunes : un concept difficile à appréhender

Habituellement, la situation des jeunes sur le marché du travail est appréhendée à l'aune du *taux de chômage*, qui mesure la part de jeunes chômeurs âgés de 15 à 24 ans dans la population active du même âge. Cet indicateur peut cependant donner une image tronquée de la position des jeunes sur le marché de l'emploi, en raison de leur faible taux d'activité. En effet, si une part importante des jeunes participe au système d'éducation et que simultanément, une grande partie de ceux qui intègrent le marché du travail se retrouve sans emploi, le taux de chômage des jeunes sera très élevé alors même que ce phénomène ne touche qu'une faible fraction de la population jeune totale<sup>12</sup>. Par ailleurs, la délimitation statistique de la population active jeune s'avère délicate, dans la mesure où certains jeunes sont catégorisés simultanément dans divers statuts (par exemple les apprentis, qui sont à la fois en emploi et en éducation).

De manière générale, toute comparaison internationale doit faire l'objet d'une interprétation prudente dans la mesure où des spécificités nationales peuvent affecter de manière significative les taux d'activité et par ricochet les taux d'emploi et de chômage des jeunes. Le taux d'activité des jeunes (en particulier de ceux âgés de 15 à 19 ans) est faible dans la plupart des pays. Au Luxembourg, le taux d'activité est de respectivement 9,2 %, 44,8 % et 78,3 % pour les catégories d'âge suivantes : 15 à 19 ans, 20 à 24 ans et 25 à 64 ans<sup>13</sup>. A noter que les pays germaniques et scandinaves, caractérisés par un système d'éducation comportant un dispositif d'apprentissage très développé, se démarquent par des taux d'activité des jeunes largement supérieurs à la moyenne européenne.

Le chômage des jeunes peut être appréhendé par un indicateur alternatif : le *ratio de chômage* qui mesure la part de jeunes chômeurs dans la population totale du même âge, ce qui permet de contrecarrer les difficultés liées à la taille réduite de la population active jeune. En général, le ratio de chômage des jeunes est largement plus faible que leur taux de chômage (voir tableau 1).

### 1.2 La position des jeunes sur le marché du travail : quelques faits stylisés

Au Luxembourg, le taux de chômage des jeunes s'est établi à 18,8 % en 2012, ce qui signifie que près de deux jeunes actifs sur dix étaient à la recherche d'un emploi. Ce taux, certes inférieur à la moyenne européenne (22,9 %), n'en demeure pas moins préoccupant pour autant. En effet, on observe que l'incidence du chômage chez les jeunes (mesurée par le rapport entre chômage des jeunes et chômage des adultes) est bien plus importante au Luxembourg (4,2) que dans la zone euro (2,2 en moyenne). En revanche, l'analyse du ratio de chômage révèle qu'au Luxembourg, 5 % des jeunes résidents âgés de 15 à 24 ans étaient sans emploi en 2012, une proportion cette fois bien inférieure à celle enregistrée dans la plupart des autres pays européens<sup>14</sup>.

12 Le taux de chômage des jeunes est par ailleurs un concept assez restreint qui exclut les « jeunes découragés », qui sont sans emploi mais ne recherchent pas activement un emploi. Afin de palier ces défauts, les institutions internationales ont développé un indicateur plus vaste qui englobe les jeunes sans emploi, éducation ou formation.

13 Dans la zone euro, les taux d'activité respectifs sont en moyenne à 19,9 %, 61,4 % et 78,1 %.

14 Ces chiffres témoignent ainsi des difficultés d'interprétation de la position des jeunes sur le marché du travail, en raison des limites méthodologiques énoncées auparavant. Par ailleurs, il convient de noter que ces données harmonisées sont issues de l'Enquête sur les Forces de Travail (EFT), une enquête trimestrielle réalisée auprès des ménages des différents Etats membres. Ces statistiques ne sont pas parfaitement comparables à celles publiées au niveau national par l'ADEM, qui se basent sur des données administratives. Pour plus de détails, voir l'encadré 2 à la page 45 dans le Bulletin BCL 2012-1.

Tableau 1:

## Taux de chômage et ratio de chômage selon l'âge (en 2012)

	TAUX DE CHÔMAGE		RATIO DE CHÔMAGE
	15 À 24 ANS	25 À 54 ANS	15 À 24 ANS
Union Européenne (28 pays)	22,9	9,5	9,7
Zone euro (17 pays)	22,9	10,6	9,6
Belgique	19,8	6,7	6,2
Allemagne	8,1	5,1	4,1
Estonie	20,9	9,6	8,7
Irlande	30,4	13,5	12,3
Grèce	55,3	23,6	16,1
Espagne	53,2	23,6	20,6
France	23,8	8,6	9,0
Italie	35,3	9,6	10,1
Chypre	27,8	10,5	10,8
Luxembourg	18,8	4,5	5,0
Malte	14,2	5,2	7,2
Pays-Bas	9,5	4,4	6,6
Autriche	8,7	3,8	5,2
Portugal	37,7	14,8	14,3
Slovénie	20,6	8,3	7,1
Slovaquie	34,0	12,4	10,4
Finlande	19,0	6,1	9,8

Source : Eurostat, calculs BCL

L'analyse des séries chronologiques révèle que le chômage des jeunes et celui des adultes suivent une trajectoire similaire, ce qui suggère que leur comportement ne diffère pas (fondamentalement) pour des raisons conjoncturelles ou structurelles. Ce phénomène n'est pas propre au Luxembourg, mais caractérise la plupart des pays développés. L'estimation de l'élasticité entre taux de chômage des jeunes et taux de chômage des adultes confirme ces observations graphiques. Au Luxembourg, cette élasticité (statistiquement significative au seuil de 1 %) s'est établie à 0,84 sur la période allant de 1983 à 2012<sup>15</sup>. Dans le même temps, le taux de chômage des jeunes étant supérieur à celui des adultes, les mouvements du chômage des jeunes sont, en termes absolus, plus amples que ceux subis par leurs aînés (voir graphique 1, partie du bas). En particulier, les jeunes seraient davantage sensibles aux aléas conjoncturels. La récente crise économique et financière confirme ce constat. Au niveau européen, le taux de chômage des jeunes a augmenté de 7,4pp depuis 2007, contre 3,2pp seulement du côté des leurs aînés âgés de 25 à 54 ans. Au Luxembourg, le taux de chômage des jeunes a augmenté de 3,6pp, contre 1,1pp du côté des adultes d'âge mûr.

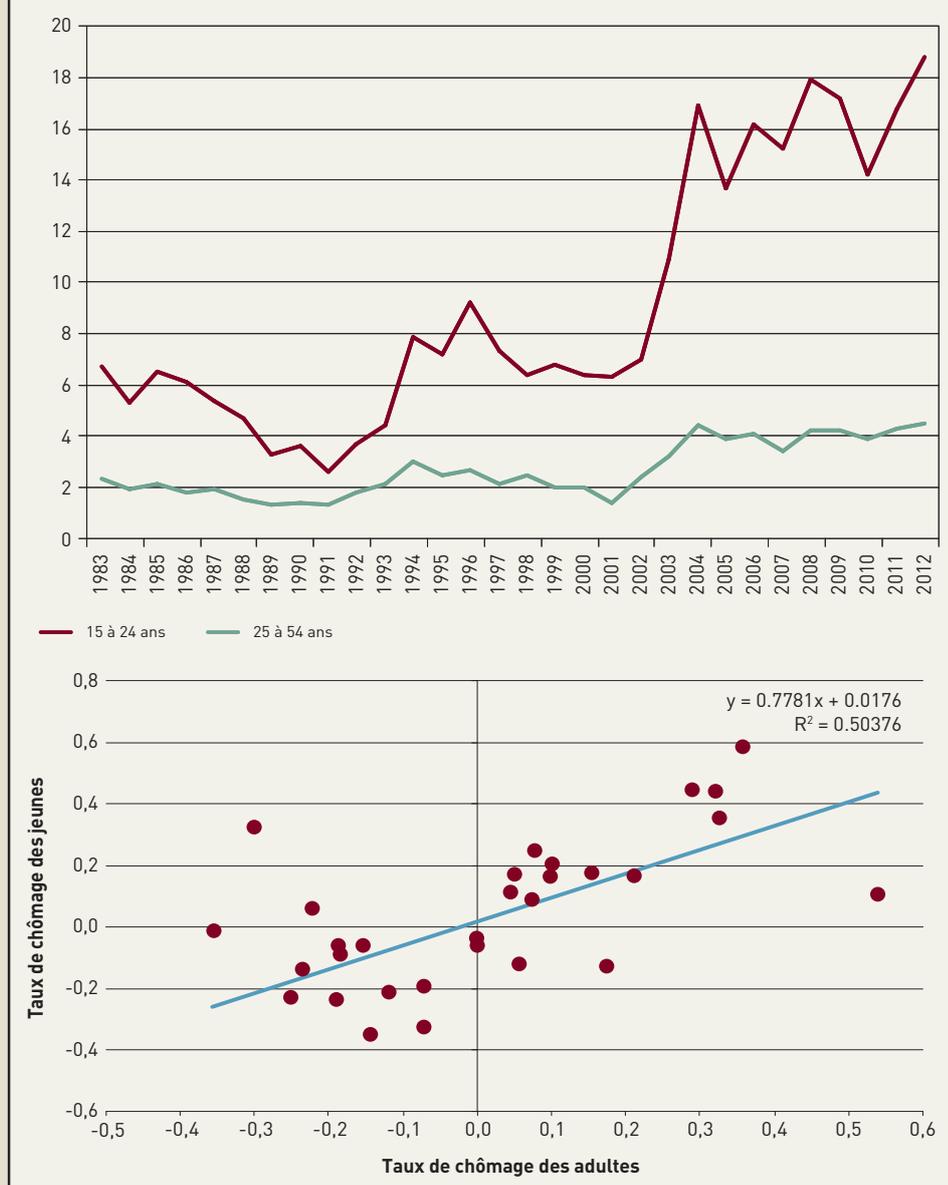
## 2. L'EMPLOI ET LE CHÔMAGE DES JEUNES DANS UNE PERSPECTIVE CONJONCTURELLE

Au-delà de facteurs structurels tels que les tendances démographiques, les institutions ou politiques du marché du travail ou encore le niveau d'éducation, la littérature économique récente révèle que l'activité économique est le principal déterminant de l'emploi et du chômage des jeunes et que ces derniers subissent une part disproportionnée des fluctuations cycliques.

15 Conformément à Gaude (1997), la relation suivante a été estimée pour le Luxembourg :  $\ln(YU)_t = \alpha + \beta \ln(AU)_t + \varepsilon_t$ , où  $YU$  correspond au taux de chômage des jeunes,  $AU$  correspond au taux de chômage des adultes et  $\ln$  indique le logarithme naturel. Le coefficient de détermination  $R^2=0,90$ , témoigne de la force de cette relation.

Graphique 1

Taux de chômage en niveau (haut) et variations des taux de chômage (bas) ventilés selon l'âge



Sources : Eurostat, calculs BCL

extraire la composante conjoncturelle de chaque série, au moyen d'un simple lissage statistique (la méthode de Hodrick Prescott dans le présent encadré). Cette composante cyclique est obtenue en retranchant la série lissée (faisant référence à la composante tendancielle) de la série originale.<sup>16</sup>

16 Notons par ailleurs que, sauf contre-indication, les données relatives à l'emploi, issues des fichiers de la sécurité sociale font référence à la situation telle qu'observée au mois de mars de chaque année considérée. En ce qui concerne le PIB en volume, les données concernent le premier trimestre de chaque année considérée. Pour ce qui est du taux de chômage, les données sont issues de l'Enquête sur les Forces de Travail tandis que les séries relatives au nombre de chômeurs correspondent à celles publiées par l'ADEM.

Rappelons à cet égard que le cycle économique se définit (de manière simplifiée) comme une séquence de phases alternantes d'expansion et de contraction de l'activité économique, de durée et d'amplitude variables. Le cycle économique peut être mesuré selon différentes approches : le «cycle classique» fait référence aux fluctuations (en niveaux) de l'activité. Le «cycle du taux de croissance» désigne les fluctuations observées en terme de taux de croissance de l'activité économique. Et finalement, le «cycle de croissance» désigne les fluctuations de l'activité autour d'un niveau potentiel de long terme ou les variations de l'écart de production. L'analyse graphique ci-après se base (pour des raisons de simplicité d'interprétation) sur l'approche du «cycle du taux de croissance» tandis que dans l'analyse économétrique, cette méthode sera complétée par l'approche du «cycle de croissance». Plus précisément, cette dernière méthode consiste à ex-

## 2.1 Analyse empirique

**Chômage et cycle économique**

L'analyse des co-mouvements entre chômage (décomposé par tranche d'âge) et PIB réel témoigne (conformément à la théorie économique) d'une corrélation négative entre activité économique et chômage. Cette relation est particulièrement évidente depuis la généralisation de la crise. On remarque par ailleurs que la variabilité du chômage des jeunes (en termes d'amplitude des mouvements) est légèrement supérieure à celle du chômage des adultes, mais essentiellement à la baisse. En d'autres termes, si lors de ralentissements de l'activité, le nombre de chômeurs jeunes tend à augmenter dans les mêmes proportions que le chômage des adultes, lors de phases de reprise ou d'expansion, le chômage des jeunes diminue plus rapidement et plus fortement que celui des adultes.

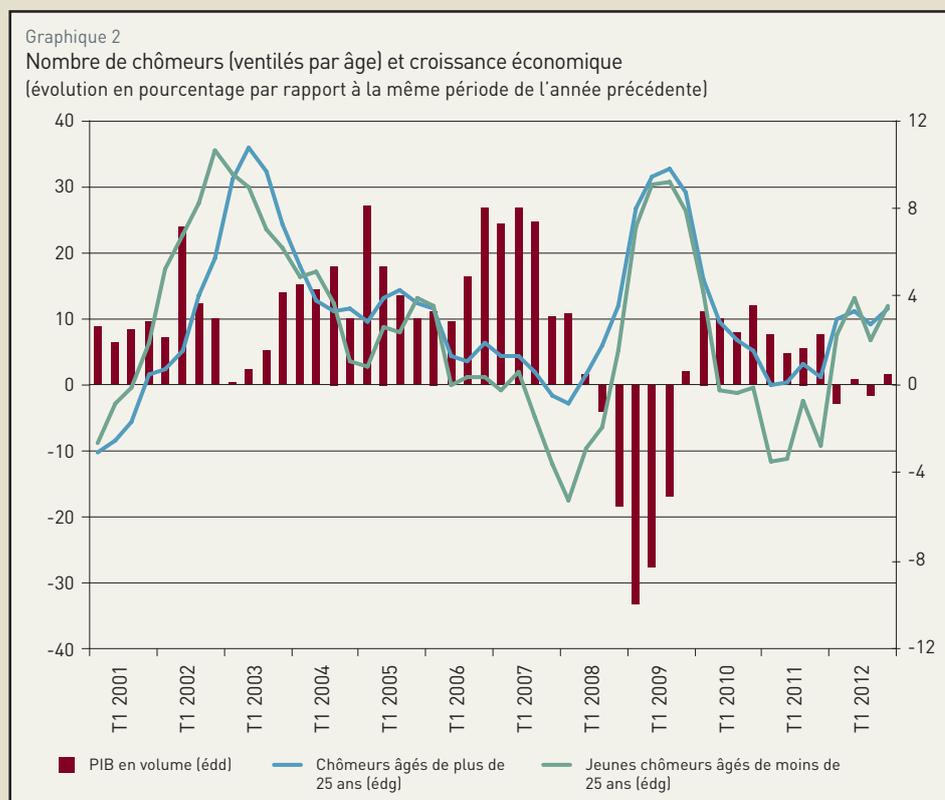
Ceci pourrait s'expliquer par le fait que si les jeunes sont davantage sensibles aux fluctuations conjoncturelles et ont plus de probabilité de passer de l'emploi au chômage, ils ont également plus de chances d'en sortir.

**Emploi et cycle économique**

L'analyse des co-mouvements entre emploi (décomposé par tranche d'âge) et PIB en volume révèle également l'existence d'une relation entre ces deux variables. On observe que les mouvements de l'emploi jeune présentent une variabilité cyclique plus importante que l'emploi des adultes. En particulier, le ralentissement économique enregistré sur la période 2001-2003 s'est accompagné d'une décélération de la croissance de l'emploi des adultes et d'une contraction de l'emploi jeune. Le même phénomène s'est reproduit lors de la plus récente crise.

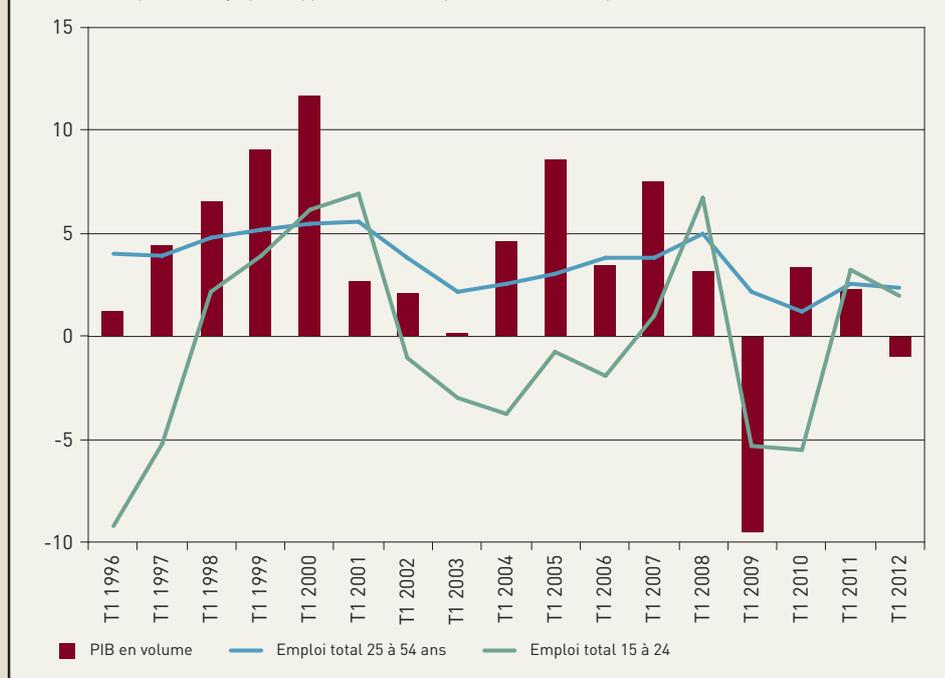
Par ailleurs, une décomposition de l'emploi jeune par lieu de résidence révèle que l'emploi jeune frontalier est davantage sensible aux aléas conjoncturels que l'emploi résident.

Soulignons que de manière générale, la part de l'emploi jeune (et en particulier résident) dans l'emploi total a eu tendance à se tasser au cours des dernières décennies. Cette trajectoire baissière pourrait s'expliquer (partiellement



Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Graphique 3  
Emploi (ventilé par âge) et croissance économique  
(évolution en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)



Sources : IGSS, STATEC, calculs BCL

1996 à 2012. En revanche, l'étude des dispersions des mouvements ne permet pas d'identifier des différences au niveau de la volatilité des taux de chômage et du nombre de chômeurs entre les âges.

En appliquant cette analyse aux composantes cycliques des différentes séries, la volatilité de l'emploi jeune par rapport à celle des adultes augmente, ce qui suggère une sensibilité cyclique accrue chez les jeunes.

Tableau 2 :

Variabilité relative de l'emploi et du chômage des jeunes par rapport au PIB (rapport des écarts-type respectifs entre 1996 et 2012)

	VARIATIONS OBSERVÉES	VARIATIONS CYCLIQUES
Emploi total	3,8	4,8
Emploi résident	5,6	5,9
Emploi frontalier	2,8	4,3
Taux de chômage	0,9	0,9
Nombre de chômeurs	1,2	1,2

Remarque : la variabilité de l'emploi (ou du chômage) correspond au rapport entre écart-type de l'évolution de l'emploi et écart-type de l'évolution du PIB sur la période 1996 à 2012, excepté pour le nombre de chômeurs où l'écart-type est calculé sur la période 2001 à 2012. La variabilité relative de l'emploi et du chômage des jeunes est calculée en rapportant la variabilité de l'emploi jeune à la variabilité de l'emploi adulte.

Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

en tout cas) par le retardement progressif de l'entrée des jeunes dans la vie active, en raison de l'allongement de la durée des études.

### Volatilité de l'emploi et du chômage par rapport au PIB

Une simple analyse des écarts-type des mouvements des séries temporelles révèle que l'emploi et le chômage des jeunes présentent une variabilité supérieure à celle des adultes. Plus précisément, comme l'indique le tableau 2, les mouvements de l'emploi total jeune ont été près de quatre fois supérieurs à ceux observés du côté des adultes sur la période

## 2.2 Analyse économétrique

### Analyse des corrélations

L'analyse des coefficients de corrélation révèle une corrélation positive entre variations de l'emploi et variations du PIB et une corrélation négative entre chômage et croissance économique. On constate par ailleurs que les corrélations tendent à être plus importantes lorsque le PIB réel est avancé d'une période, ce qui souligne l'ajustement retardé de l'emploi par rapport à l'activité économique.

Cependant, contrairement à ce qui était suggéré par l'analyse graphique et l'étude de la dispersion des séries, les corrélations indiquent dans la plupart des cas une plus grande corrélation entre variations de l'emploi adulte et variations du PIB, à l'exception des frontaliers où l'emploi jeune semble davantage corrélé au PIB. De même, les corrélations entre le chômage des adultes (tel que mesuré par le nombre de demandeurs d'emploi) et la croissance économique tendent également à être supérieures à celles observées du côté des jeunes.

Tableau 3 :

Coefficients de corrélation entre variations annuelles du PIB réel et variations annuelles de l'emploi et du chômage (1995 à 2012)

		PIB RÉEL			
		VARIABLES OBSERVÉES		COMPOSANTES CYCLIQUES	
		CORRÉLATIONS CONTEMPORAINES	EMPLOI ET CHÔMAGE EN $t$ ET PIB EN $t-1$	CORRÉLATIONS CONTEMPORAINES	EMPLOI ET CHÔMAGE EN $t$ ET PIB EN $t-1$
Emploi total	15 à 24 ans	0,42	0,60	0,46	0,61
	25 à 54 ans	0,51	0,76	0,37	0,77
Emploi résident	15 à 24 ans	0,18	0,35	0,30	0,43
	25 à 54 ans	0,26	0,58	0,23	0,66
Emploi frontalier	15 à 24 ans	0,54	0,70	0,51	0,66
	25 à 54 ans	0,53	0,65	0,38	0,68
Taux de chômage	15 à 24 ans	-0,25	0,09	-0,28	0,13
	25 à 54 ans	-0,21	-0,16	-0,22	-0,16
Nombre de chômeurs	< 25 ans	-0,29	-0,42	-0,50	-0,64
	> 25 ans	-0,42	-0,51	-0,58	-0,69

Remarque : les corrélations entre l'évolution du nombre de chômeurs et celle du PIB ont été calculées sur base de données trimestrielles sur la période 2001 à 2012 (la décomposition du nombre de chômeurs par âge n'étant pas disponible pour les années précédentes).

Source : ADEM, IGSS, EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

Significatif au seuil de 1 %

Significatif au seuil de 5 %

Significatif au seuil de 10 %

### Élasticité de l'emploi et du chômage par rapport au PIB

L'étude des élasticité entre emploi (respectivement chômage) et PIB complète l'analyse des corrélations, dans la mesure où elle permet de mesurer la sensibilité d'une variable par rapport à l'autre. Plus précisément, l'élasticité est calculée via l'estimation (par la méthode des moindres carrés ordinaires) de l'équation suivante :

$$\ln X = \beta_0 + \beta_1 \ln Y + \varepsilon_t$$

où  $X$  désigne l'emploi (ou le chômage),  $Y$  désigne le PIB réel et  $\ln$  indique le logarithme naturel. L'élasticité calculée indique ainsi la variation en pourcentage (respectivement en points de pourcentage) de l'emploi (du chômage) face à une variation de 1 % du PIB.

Lorsqu'on prend en compte les séries originales (effectives), on constate que l'élasticité de l'emploi jeune par rapport au PIB est généralement moins significative que celle observée du côté des adultes. Par ailleurs, les élasticités du chômage par rapport au PIB sont positives et donc contraires à la théorie économique. Ces résultats traduisent très probablement la hausse tendancielle du chômage observée au cours des dernières décennies, et ceci malgré une forte croissance économique.

Au contraire, lorsqu'on extrait les composantes tendanciennes des séries étudiées et que l'analyse se focalise sur leurs composantes cycliques, on observe cette fois d'une part, une élasticité négative entre chômage et PIB et des élasticités de l'emploi (respectivement du chômage) des jeunes par rapport au PIB plus importantes que celles observées du côté des adultes, ce qui confirme la sensibilité accrue des jeunes face aux fluctuations conjoncturelles. Par ailleurs, la significativité statistique des élasticités s'accroît lorsqu'on avance le PIB d'une période par rapport aux variables du marché du travail, ce qui souligne l'ajustement retardé de l'emploi face à l'activité économique.

Tableau 4 :

**Élasticités de l'emploi (ventilé par âge et lieu de résidence) par rapport au PIB – composantes cycliques des variables**

		PIB RÉEL			
		RELATIONS CONTEMPORAINES		EMPLOI ET CHÔMAGE EN $t$ ET PIB EN $t-1$	
		$\beta_1$	R2	$\beta_1$	R2
Emploi total	15 à 24 ans	0,50	0,19	0,77	0,49
	25 à 54 ans	0,17	0,31	0,26	0,64
Emploi résident	15 à 24 ans	0,14	0,03	0,29	0,15
	25 à 54 ans	0,04	0,04	0,08	0,18
Emploi frontalier	15 à 24 ans	1,19	0,33	1,65	0,64
	25 à 54 ans	0,42	0,36	0,53	0,54
Taux de chômage	15 à 24 ans	-0,93	0,03	-0,30	0,00
	25 à 54 ans	-1,55	0,09	-1,35	0,07
Nombre de chômeurs	< 25 ans	-1,70	0,23	-2,25	0,42
	> 25 ans	-1,51	0,22	-1,90	0,38

Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Significatif au seuil de 1 %

Significatif au seuil de 5 %

Significatif au seuil de 10 %

En conclusion, l'analyse économétrique confirme une sensibilité accrue des jeunes aux aléas conjoncturels. En particulier, elle indique :

Une variabilité plus prononcée du côté de l'emploi et du chômage des jeunes.

Une corrélation positive entre variations de l'emploi total et variations du PIB plus importante du côté des adultes et au contraire une corrélation entre variations de l'emploi frontalier et variations du PIB plus importante chez les jeunes que chez les adultes.

Une élasticité-PIB de l'emploi jeune plus élevée que celle de l'emploi adulte (lorsqu'on se concentre sur les composantes cycliques des variables) et une élasticité-PIB du chômage (telle que mesurée par le nombre de chômeurs) légèrement plus importante du côté des jeunes.

Il convient cependant de préciser qu'une élasticité de l'emploi et du chômage des jeunes plus élevée comparativement à leurs aînés ne reflète pas nécessairement une situation globale moins bonne, pour autant qu'il existe une certaine symétrie dans la réaction de l'emploi jeune. En d'autres termes, si l'emploi jeune réagit de manière disproportionnée lors d'un ralentissement économique mais qu'il sur-réagit également (à la hausse) lors d'une reprise, le résultat final n'est pas forcément négatif.

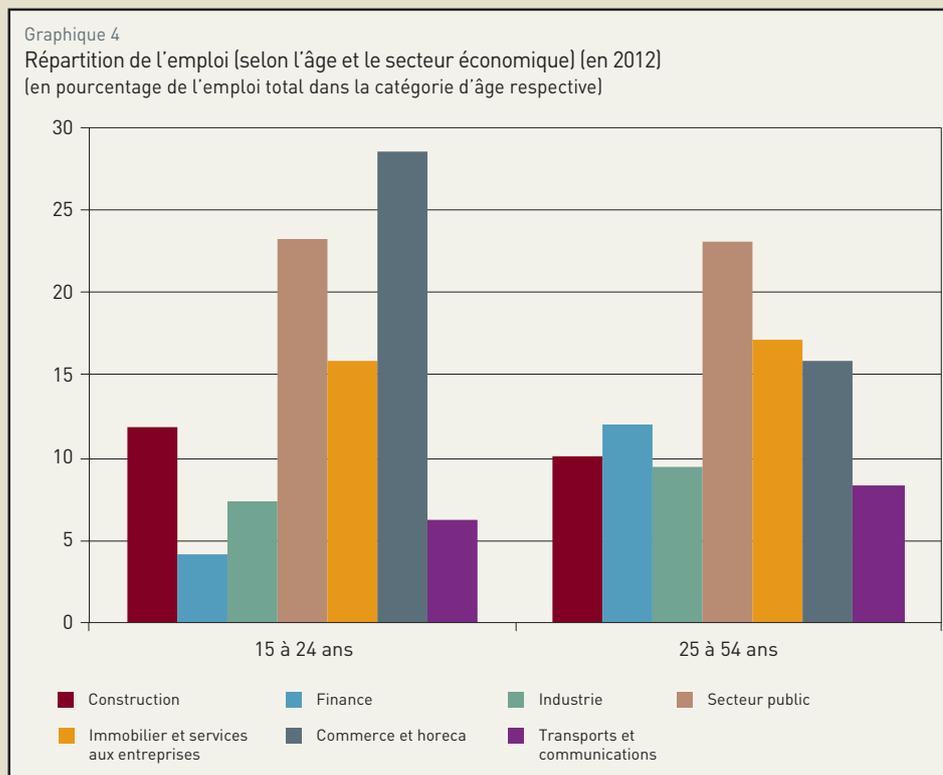
### 2.3 Facteurs explicatifs de la sur-réaction de l'emploi et du chômage des jeunes aux fluctuations économiques : revue de la littérature économique et application au Luxembourg

#### Répartition sectorielle des emplois

La sensibilité accrue des jeunes aux aléas conjoncturels s'expliquerait notamment par leur part disproportionnée dans des secteurs (i) davantage exposés au cycle économique (comme par exemple la construction ou l'industrie) ou (ii) caractérisés par un fort taux de rotation de l'emploi (comme par exemple le secteur de l'horeca ou le travail intérimaire).

Au Luxembourg, près d'un tiers des jeunes âgés de 15 à 24 ans travaillent dans le secteur du commerce et de l'horeca, contre 15 % seulement du côté de leurs aînés. Une part relativement importante des jeunes est également employée dans les services aux entreprises et le secteur de la construction<sup>17</sup>.

L'analyse de l'évolution de l'activité et de l'emploi jeune, ventilé par industrie, révèle que le recul de l'emploi jeune observé dans le sillage du ralentissement économique de 2001-2003 s'explique essentiellement par une baisse de l'emploi dans les secteurs de la finance, de l'industrie et des services aux entreprises. Le même phénomène s'est produit lors de la récente crise. Par la suite, la relance de l'emploi jeune observée en 2011 et 2012 est essentiellement imputable aux secteurs du commerce et de l'horeca. De manière générale, ces évolutions sectorielles reflètent en grande partie les évolutions observées au niveau de la valeur ajoutée



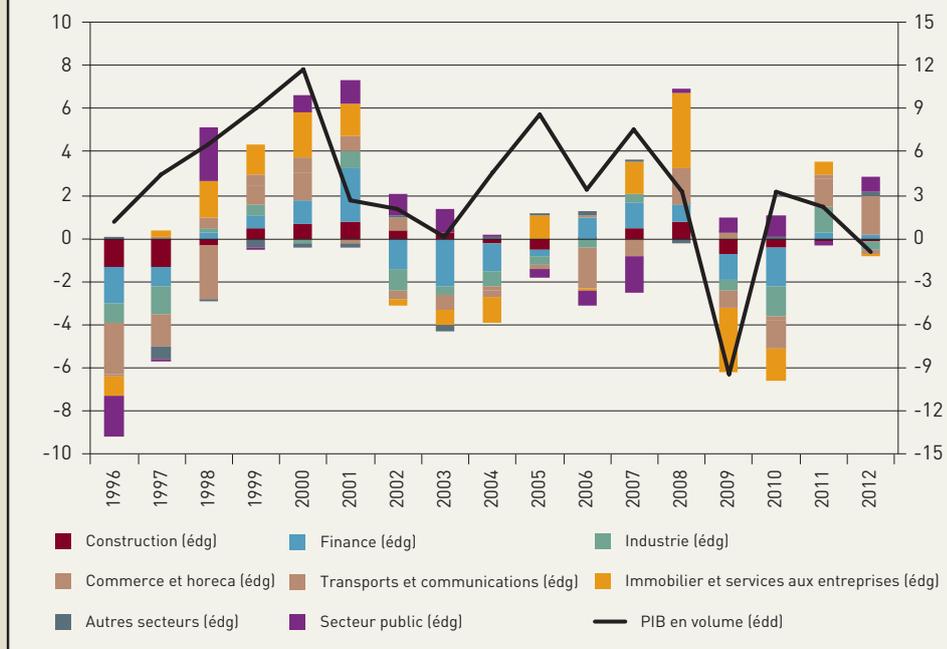
Sources : IGSS, calculs BCL

17 Il convient de souligner que cette analyse agrégée masque des divergences au niveau de la décomposition de l'emploi selon le lieu de résidence. De fait, si la part des jeunes dans le secteur commercial est quasiment identique quel que soit le lieu de résidence, les jeunes résidents sont davantage présents dans le secteur public (au sens large) que leurs homologues frontaliers. De même, la surreprésentation des jeunes dans les services aux entreprises s'explique essentiellement par les jeunes frontaliers.

Graphique 5

Emploi jeune (ventilé par branche de production) et croissance économique

(contributions en points de pourcentage à l'évolution annuelle de l'emploi jeune respectivement évolution en pourcentage par rapport à l'année précédente)



Sources : IGSS, STATEC, calculs BCL

jeune) à l'activité économique, en particulier lorsqu'on se focalise sur les variations cycliques du PIB (la valeur du  $\beta_1$  s'établissant à respectivement 2,68 pour les jeunes et 2,06 pour les adultes). Par ailleurs, alors que l'élasticité-PIB de l'emploi intérimaire devient négative et non significative lorsque le PIB est avancé d'une période (sans doute reflétant l'ajustement quasi-instantané du travail intérimaire à un recul de la demande), cette élasticité positive est élevée (1,54 pour les jeunes et 1,44 pour les adultes) lorsque le PIB est au contraire retardé d'une période par rapport au travail intérimaire. Ce résultat suggérerait que l'emploi intérimaire pourrait s'ajuster en avance par rapport au PIB.

**Surreprésentation des jeunes dans les nouvelles embauches**

La sensibilité des jeunes aux aléas conjoncturels s'expliquerait également par la surreprésentation de ces derniers parmi les candidats à l'embauche. Ce phénomène est imputable à un effet de primo-entrée sur le marché du travail, c'est-à-dire au fait que la population des candidats à l'embauche est alimentée continuellement par de nouveaux flux de jeunes sortant du système d'éducation. Aussi, lors de ralentissements de l'activité, les jeunes sont non seulement pénalisés à la sortie de l'emploi (avec une probabilité de perte d'emploi supérieure à celle de leurs aînés) mais ils sont également pénalisés à l'entrée (eu égard à la contraction générale du nombre de recrutements et à une concurrence accrue provoquée par une population de chômeurs plus importante).

18 L'accélération de la croissance économique au milieu des années 1990 s'est accompagnée d'une forte hausse de l'emploi intérimaire suivie d'une décélération. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que, lors de reprises économiques et en cas d'incertitude quant à la durabilité de cette reprise, les entreprises peuvent être tentées de recourir, dans un premier temps, au travail intérimaire. Cette tendance est cependant susceptible de s'inverser au profit de l'emploi permanent lorsque la relance se confirme. Par la suite, le retournement conjoncturel observé dans le courant de l'année 2009 a trouvé son reflet dans le repli de l'emploi intérimaire, en particulier l'emploi intérimaire jeune.

de chaque branche de production.

De même, la contribution de l'emploi jeune dans le secteur des services aux entreprises s'explique en grande partie par le travail intérimaire, dont l'incidence est particulièrement importante parmi les jeunes et en particulier les jeunes frontaliers. Ainsi, au total, en 2012, 4,4 % des jeunes salariés occupaient un emploi intérimaire, contre 1,5 % du côté de leurs aînés. Or le travail intérimaire est, par nature, particulièrement vulnérable aux aléas conjoncturels<sup>18</sup>. L'examen des élasticité témoigne d'une sur-réaction de l'emploi intérimaire (et notamment l'emploi

### **Mobilité et segmentation du marché du travail**

La sur-réaction de l'emploi jeune aux fluctuations cycliques s'expliquerait également par un *taux d'entrée et de sortie* de la population active plus élevé chez les jeunes que chez leurs aînés, phénomène imputable au processus de transition entre école et monde du travail. A cela s'ajoute un *taux de rotation dans l'emploi* également plus élevé chez les jeunes, situation qui s'expliquerait par divers facteurs.

En premier lieu, les jeunes seraient davantage enclins à *changer volontairement d'emploi*. En début de carrière, les jeunes tendraient à passer par plusieurs emplois successifs, dans la mesure où ils recherchent le poste de travail qui s'adapte le mieux à leurs capacités et à leurs attentes professionnelles. Le coût d'opportunité de cette recherche serait par ailleurs relativement moins élevé chez les jeunes, caractérisés en général par des salaires plus bas et moins de responsabilités familiales.

De même, le taux de rotation élevé de l'emploi-jeune s'expliquerait par la *nature qualitative des emplois occupés* par ces derniers et en particulier par leur part démesurée dans des contrats temporaires, qui ont vu leur importance augmenter au cours du temps. Ce type de contrats qui peut se décliner sous forme de contrats à durée déterminée ou travail intérimaire, présente des avantages et des désavantages.

Pour les jeunes, les contrats de travail temporaires sont susceptibles de faciliter le processus de transition entre école et emploi et ceci en particulier dans les pays où les schémas d'apprentissage et de stages sont sous-développés. En ce qui concerne les firmes (i) rappelons que les employeurs ont une information asymétrique et incomplète sur les compétences et la productivité des candidats à l'embauche. Le recours aux contrats temporaires leur permet d'améliorer leur processus de sélection. (ii) Ensuite, les contrats temporaires confèrent aux employeurs une flexibilité accrue et un ajustement à moindre coût en cas de repli temporaire de la demande. Cependant, les contrats de travail temporaires présentent également certains désavantages. En premier lieu, la recrudescence du recours au travail temporaire a créé un marché du travail hautement segmenté, dans lequel les travailleurs les plus défavorisés (tels les jeunes ou les non qualifiés) peuvent rester piégés dans des emplois temporaires et/ou précaires. La pérennisation d'une telle situation peut avoir des conséquences négatives durables sur l'ancrage de ces personnes dans le marché du travail, sur leurs revenus et leurs perspectives de carrière. Les études empiriques existantes aboutissent à des résultats divergents en ce qui concerne l'efficacité des contrats de travail temporaires en tant qu'instrument d'insertion sur le marché du travail<sup>19</sup>.

De manière générale on peut conclure que la surreprésentation des jeunes dans des contrats temporaires contribue à expliquer leur sensibilité accrue au cycle économique. Les données statistiques corroborent cette hypothèse et révèlent que la réduction des effectifs subie par les jeunes a été particulièrement importante dans les pays ayant connu une forte expansion de l'emploi temporaire. Au Luxembourg, en 2012, près de 40 % des jeunes avaient un emploi temporaire, contre moins de 6 % du côté de leurs aînés<sup>20</sup>. En dépit de l'existence de différences méthodologiques, les données administratives de la sécurité sociale confirment une incidence plus forte de l'emploi temporaire parmi les jeunes<sup>21</sup>.

19 Selon une récente étude du Statec, entre 2007 et 2011, la probabilité de transition d'un emploi temporaire (CDD) vers un emploi permanent (CDI) a diminué au Luxembourg, (quel que soit l'âge considéré) tandis que celle de rester dans un emploi temporaire a augmenté.

20 Selon la définition harmonisée, un emploi temporaire fait référence à un contrat de travail dont la durée est fixée à l'avance, comme par exemple un contrat à durée déterminée ou encore les emplois saisonniers, le travail intérimaire, etc. L'incidence de l'emploi temporaire n'a cessé de s'accroître au cours des dernières décennies.

21 Dans près de 70 % des cas en ce qui concerne les jeunes et environ 95 % du côté de leurs aînés, aucun type de contrat n'est renseigné dans les fichiers administratifs. En général, ces cellules vides correspondent cependant à des contrats à durée indéterminée.

Tableau 5 :

**Proportion des salariés (ventilés par âge) dans un emploi temporaire**

	ENQUÊTE SUR LES FORCES DE TRAVAIL				
	EMPLOI TEMPORAIRE				
	2000	2008	2012		
15 à 24 ans	14,5	39,3	39,0		
25 à 64 ans	2,2	3,9	5,7		
	IGSS				
	APPRENTIS	AUTRES	CDD	NON RENSEIGNÉ	
	2008				
	15 à 24 ans	12,7	1,9	10,4	75,1
	> 25 ans	0,1	1,2	2,7	96
	2012				
	15 à 24 ans	14,5	1,1	18,2	66,2
	> 25 ans	0,1	0,9	3,4	95,5

Source : Eurostat, IGSS, calculs BCL

Par ailleurs, en tant que nouveaux entrants sur le marché du travail, les jeunes travailleurs ne bénéficient pas de l'ancienneté qui confère aux travailleurs plus âgés une certaine protection face aux fluctuations du marché. En effet, les *coûts de séparation* augmentent en général avec l'ancienneté (et l'âge). Parmi ces coûts, on recense des coûts directs, en particulier les indemnités de licenciement, mais également des coûts indirects liés aux pertes de capital humain (qui sont particulièrement importantes dans les entreprises formatrices ou celles ayant des techniques de production spécifiques). Par ailleurs, selon les théories économiques « insiders / outsiders », l'existence de coûts de rotation de l'emploi conférerait aux salariés expérimentés et « permanents » (les « insiders ») un plus grand pouvoir de négociation et une protection accrue contre les pertes d'emploi. En revanche, la population des « outsiders », qui englobe les chômeurs et les travailleurs occupant un emploi « instable » dans le secteur secondaire ou informel de l'économie, subirait de manière disproportionnée l'ajustement de l'emploi face à un choc économique (avec des périodes de chômage récurrentes et des perspectives de carrière maussades).

De manière générale, la segmentation du marché du travail tend à accroître la volatilité de l'emploi (exprimée sous forme de taux d'entrée et de sortie plus élevés). Cette volatilité serait d'autant plus importante dans des pays caractérisés par une forte protection de l'emploi permanent et où, eu égard à des coûts de séparation importants, les entreprises ne seraient pas incitées à transformer les contrats temporaires en contrats permanents.

## CONCLUSION

Le présent encadré révèle que l'emploi des jeunes est particulièrement sensible aux aléas conjoncturels, en raison notamment d'une surexposition à des emplois temporaires et précaires. Y contribue également une stratégie de « dernier entré - premier sorti » adoptée par les entreprises en période de creux économique.

Dans le même temps, s'il est vrai que les jeunes présentent davantage de risques de passer de l'emploi au chômage, ils ont également plus de probabilité d'en ressortir, comparativement à leurs aînés.

Suite à la récente crise économique et financière, la situation des jeunes sur le marché du travail s'est considérablement détériorée. Au Luxembourg, le taux de chômage des jeunes a augmenté trois fois plus que celui des adultes depuis la crise. Au contraire, le nombre de jeunes chômeurs a progressé d'environ 50 %, tandis que celui des adultes a quasiment doublé. Ces évolutions divergentes s'expliquent par le recul du taux d'activité des jeunes, en raison notamment d'un allongement de la durée des études.

Nonobstant cela, les jeunes ont été particulièrement affectés par la récente crise, notamment les jeunes frontaliers (qui sont exclus des statistiques nationales du chômage). Si à court terme la recherche d'emploi implique inévitablement de courtes périodes de chômage, il convient de s'assurer que cette situation demeure transitoire et de nature purement conjoncturelle. Le passage par des périodes de chômage précoce peut en effet peser durablement sur les perspectives d'emploi des jeunes (effets de « stigmates »), en particulier lorsque ces périodes sont récurrentes et prolongées. Outre la dépréciation du capital humain, le passage par du chômage précoce peut envoyer un signal négatif aux potentiels employeurs, susceptibles de percevoir cette situation comme le résultat d'une faible productivité (en particulier lorsque le chômage intervient en période de croissance élevée).

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

Les données de l'année 2012 concernant la production industrielle dénotent une diminution significative de la production industrielle totale sur l'ensemble de l'année 2012 (-5,4 %). La production de biens d'équipement a progressé au premier et au deuxième trimestre ainsi que la production de biens énergétiques lors du deuxième et troisième trimestre. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année seule la production de biens d'équipement est légèrement positive (+ 0,5 %).

Au-delà des variations précitées, le niveau de la production industrielle en 2012 est très bas, équivalant à environ 80 % du niveau observé avant la crise, en 2007. Il faudrait donc connaître plusieurs années de forte croissance afin de retrouver le niveau de production d'avant-crise.

Les données du premier trimestre de 2013 confirment un recul de la production industrielle dans tous les secteurs, avec une diminution de 7,1 %. Les secteurs les plus touchés sont les biens d'équipement, la sidérurgie et les biens intermédiaires. Au deuxième trimestre, la production pour l'ensemble de l'industrie a progressé de 2,9 % par rapport au trimestre correspondant de 2012. Les variations observées au niveau désagrégé sont cependant très importantes. La production de biens énergétiques chute lourdement ainsi que, dans une moindre mesure, la production de la sidérurgie. La production de biens intermédiaires a en revanche augmenté de manière substantielle.

Tableau 6 :

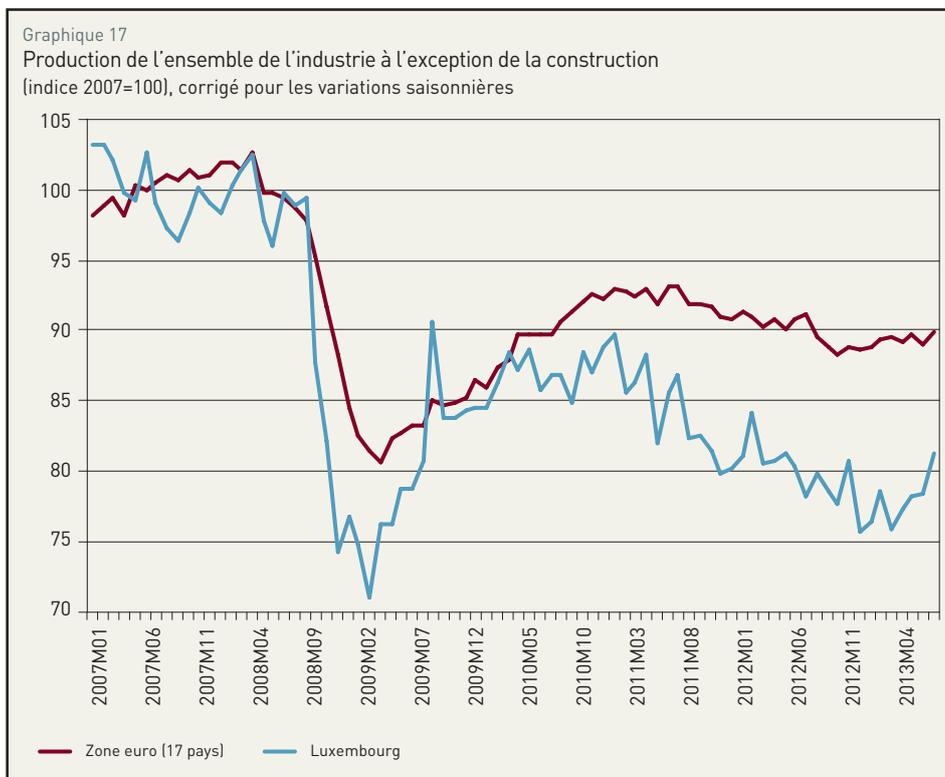
#### Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuels)

	2011	2012	2013-T1	2013-T2
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. Sidérurgie	-1,9	-5,4	-7,1	2,9
Pjo - Biens intermédiaires	-2,6	-10,3	-8,0	13,5
Pjo - Biens d'équipement	3,4	0,5	-11,7	2,0
Pjo - Biens de consommation	-1,5	-1,3	-2,5	-6,3
Pjo - Biens énergétiques	-9,2	-3,4	-2,1	-22,6
Pjo - Industrie, sidérurgie exclue	-2,7	-3,8	-6,6	4,6
Pjo - Sidérurgie	5,0	-18,9	-10,5	-12,9

Source : Statec

Bien que le recul de la production industrielle soit également observé dans l'ensemble de la zone euro il est plus marqué au Luxembourg, qui connaît un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010.

Graphique 17  
 Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction  
 (indice 2007=100), corrigé pour les variations saisonnières



Source : Eurostat

Les enquêtes de conjoncture montrent globalement quelques signes d'amélioration sur les derniers mois. Le degré d'utilisation des capacités de production augmente de 2pp. par rapport au mois de juillet, mais reste faible dans l'ensemble de l'industrie luxembourgeoise (67 %). Cela est essentiellement dû au secteur sidérurgique qui présente un taux d'utilisation très inférieure à la moyenne, soit 42 %, tirant nettement celle-ci vers le bas. Bien qu'une majorité de répondants considère toujours qu'une insuffisance de la demande limite l'activité, ils sont moins nombreux à soulever ce point (diminution de 5pp.). Notons néanmoins que par rapport au mois de septembre, davantage de répondants considèrent que la tendance récente de la demande est à la baisse (26 % soit, une augmentation de 13 pp.). Pour sa part, l'indice de confiance

dans l'industrie tend à s'améliorer sur les derniers mois (bien que de manière irrégulière).

Le secteur de la construction a vu sa production s'inscrire en net retrait en 2012. Sur base annuelle, la production de la construction a enregistré une baisse de 5,4 % en 2012. Un recul de la production d'une telle ampleur ne s'était pas vu depuis l'année 1996 (-7,2 %).

Le niveau de la production de la construction a enregistré une baisse notable en 2012 au Luxembourg (réduction de 6,1 % des heures travaillées). Ces tendances négatives se sont poursuivies jusqu'au second trimestre 2013. Précisons que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil) au premier trimestre 2013 (voir tableau). Les températures ont continué à être inférieures aux normales saisonnières au Luxembourg en février et mars 2013, si bien que de nouvelles baisses de la production de la construction ont été observées en février et mars 2013. Au total, la production par jour ouvrable (pjo) et les heures travaillées ont nettement fléchi au premier trimestre 2013. Les données relatives à la zone euro indiquent de leur côté une baisse de la production limitée à 4,0 %. Il convient toutefois de garder à l'esprit qu'au Luxembourg comme dans la zone euro, les aléas climatiques ne sauraient expliquer l'ensemble de la baisse. La tendance générale de fond observée depuis la crise financière reste caractérisée par l'extrême faiblesse et par la dégradation de l'activité de l'ensemble des principaux sous-secteurs (travaux spécialisés, bâtiment et génie civil).

Les statistiques disponibles pour le deuxième trimestre 2013 indiquent une nouvelle baisse de la pjo en glissement annuel. La baisse de cette dernière s'est poursuivie en juillet et août 2013, ce qui n'augure rien de positif pour le troisième trimestre 2013.

Les résultats des plus récentes enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction au Luxembourg avaient envoyé des signaux extrêmement positifs entre mars et août 2013, avant d'afficher des résultats très négatifs lors de l'enquête de septembre 2013. Les enquêtes d'octobre et novembre ont eu une connotation plus favorable. Les soldes d'opinion relatifs aux perspectives d'évolution de l'emploi et aux carnets de commandes dans la construction ont en moyenne sensiblement progressé sur ces deux derniers mois. Au total, l'indicateur de confiance dans la construction a évolué favorablement en octobre et novembre 2013.

A l'instar du Luxembourg, les statistiques de la zone euro indiquent une baisse de la production de la construction au deuxième trimestre 2013 (-4,0 % en glissement annuel) et en juillet et août 2013. En revanche, les enquêtes de conjoncture y sont beaucoup moins favorables qu'au Luxembourg. Ainsi, l'indicateur de confiance des entrepreneurs de la zone euro évolue en dessous de sa moyenne historique de manière ininterrompue depuis fin 2008. Au Luxembourg en revanche, il évolue au-dessus de sa moyenne historique depuis le mois de juin 2013.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir a progressé de 0,3 % en 2012. Au total, 4 183 permis de construire ont été accordés en 2012, les permis de construire ayant évolué de manière bien plus dynamique sur le segment des maisons collectives (+5,1 %) que des maisons individuelles (-9,3 %).

Les données disponibles pour le premier trimestre 2013 indiquent une baisse sur un an de 14,6 % des permis de bâtir. Cette baisse touche essentiellement les maisons à appartements (-30,1 % au premier trimestre 2013), tandis que les maisons individuelles voient leur nombre d'autorisations progresser de 25 %. Au deuxième trimestre 2013, la baisse en glissement annuel s'est poursuivie dans le secteur des maisons à appartements (-28,7 %), tandis qu'une légère progression a été observée dans le secteur des maisons individuelles (+1,3 %).

Tableau 7:

**Indicateurs relatifs au secteur de la construction**

(en taux de variation annuel)

	2011	2012	2012-T2	2012-T3	2012-T4	2013-T1	2013-T2
Production par jour ouvrable (pjo) -Total	2,0	-5,4	-5,9	-2,5	-3,0	-11,2	-3,9
Heures travaillées	0,3	-6,1	-6,1	-3,5	-3,0	-13,1	-2,9
Permis de bâtir <sup>1)</sup>	17,5	0,3	-12,8	-21,6	21,8	-14,6	-18,6

<sup>1)</sup> Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

Source: Statec

**1.2.3.2 Secteur financier****1.2.3.2.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier**

L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 227 personnes fin septembre 2013, soit une baisse de 149 emplois par rapport au 30 juin 2013. En comparaison annuelle, entre septembre 2012 et septembre 2013, la baisse est de 390 emplois.

Entre juin et septembre 2013, 46 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs (hausse allant de 1 à 13 employés), tandis que 43 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 78 employés).

### 1.2.3.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

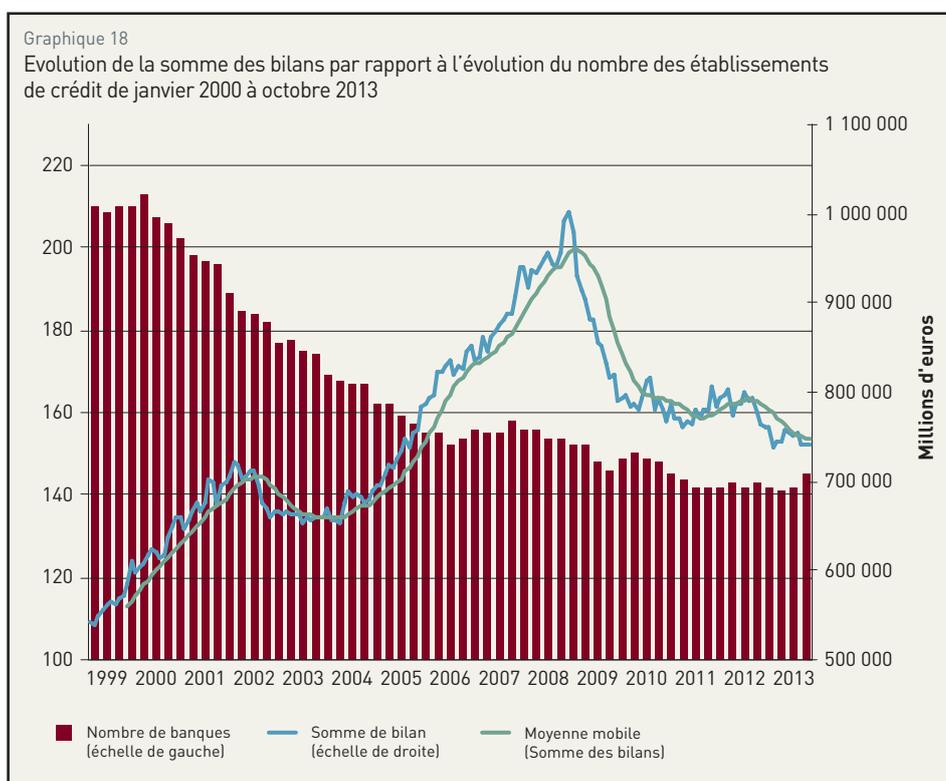
Le nombre des établissements de crédit a augmenté de 4 unités entre le mois de juillet et octobre 2013 pour s'établir à 147 unités. En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent toujours l'activité bancaire de la place financière, avec 37 unités présentes fin octobre 2013. On dénombre également 14 banques françaises, 11 banques suisses, 9 établissements italiens et 5 entités luxembourgeoises.

### 1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, l'activité bancaire, telle que mesurée par la somme des bilans des établissements de crédit, s'élève à 738 990 millions d'euros fin octobre 2013 et s'est contractée de 2,8 % sur base annuelle. Les récents développements confirment donc la tendance baissière de la somme des bilans depuis le mois de juillet, avec un repli de 15 577 millions d'euros (ou 2 %).

### Evolution des principaux postes de l'actif

Fin octobre 2013, les créances interbancaires ont diminué de 4 500 millions d'euros en comparaison annuelle, pour porter l'encours à 387 838 millions d'euros en raison d'une forte baisse des montants déposés auprès de la Banque centrale. Fin octobre 2013, les opérations de dépôt auprès de la BCL s'élevaient à 23 403 millions d'euros, en repli de 18 681 millions d'euros par rapport à leur encours du mois d'octobre 2012. Il est important de noter que les établissements de crédit ont fortement réduit leurs recours aux facilités de dépôts auprès de la BCL suite à la baisse du taux de refinancement de la Banque centrale européenne à 50 points de base le 08 mai 2013, portant le taux de rémunération des facilités permanentes de dé-



Source : BCL

pôts à un niveau plancher. Cependant, malgré l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, il convient de noter que les banques de la place financière présentent un excédent de réserve de 6 626 millions d'euros pour la période de constitution prenant fin le 12 novembre 2013.

Les créances sur la clientèle ont diminué de 10 092 millions d'euros sur un an pour s'élever à 169 351 millions d'euros fin octobre 2013. Durant cette période d'observation, les banques de la place financière ont réduit leurs octrois de crédits aux entreprises non financières résidant dans les autres pays membres de la zone euro de 4 073 millions d'euros. Notons également que l'activité d'intermédiation envers

les contreparties luxembourgeoises est principalement influencée par le secteur des autres intermédiaires financiers, dont l'encours des créances détenues par les établissements de crédit diminue de 3 409 millions d'euros. Enfin, le crédit immobilier envers les ménages luxembourgeois ainsi que les institutions sans but lucratif au service des ménages progresse de 1 414 millions d'euros par rapport à octobre 2012.

Le portefeuille de titres des banques, qui représente 21 % du total bilantaire, s'est contracté de 1,5 % en comparaison annuelle, passant de 157 724 millions d'euros à 155 422 millions d'euros. Ce portefeuille est investi à 92 % en titres à revenus fixes et 8 % en valeurs mobilières à revenus variables (des actions, participations et parts d'OPC monétaires). En comparaison annuelle, les titres obligataires détenus par les établissements de crédit demeurent relativement stables en termes nominaux. Il convient cependant d'interpréter ces chiffres avec prudence, ces titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur. Abstraction faite des effets de valorisation liés aux fluctuations des prix des actifs et aux taux de change, les transactions s'élèvent à 2 231 millions d'euros durant la fenêtre d'observation.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 4 191 millions d'euros pour s'établir à 26 379 millions d'euros fin octobre 2013, soit 3,6 % 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 <sup>1)</sup>
	10-2012	09-2013	10-2013	10-2012 - 10-2013		09-2013 - 10-2013		10-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	392 338	388 527	387 838	-4 500	-1,1	- 690	-0,2	52,5
Créances sur la clientèle	179 443	170 139	169 351	-10 092	-5,6	- 788	-0,5	22,9
Portefeuille titres	157 724	156 282	155 422	-2 303	-1,5	- 861	-0,6	21,0
Autres actifs	30 570	25 585	26 379	-4 191	-13,7	795	3,1	3,6
Total de l'actif	760 075	740 533	738 990	-21 085	-2,8	-1 544	-0,2	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

**Evolution des principaux postes du passif**

Le passif des bilans agrégés des banques à Luxembourg met en exergue une évolution contrastée des principales sources de financement bancaire. En effet, si l'émission de titres des établissements de crédit continue de régresser, la hausse des dépôts de la clientèle a permis de limiter les contraintes provenant d'une forte baisse des dettes interbancaires.

A ce titre, le financement interbancaire s'est contracté de 32 361 millions d'euros en glissement annuel et représente un encours de 295 453 millions d'euros fin octobre 2013. A l'instar de l'analyse de l'actif, il convient de distinguer les opérations auprès de la Banque centrale du Luxembourg. A titre informatif, le concours aux établissements de crédit s'élevait à 2 390 millions d'euros fin octobre 2013, provenant exclusivement des opérations de refinancement à plus long terme. Le solde interbancaire, net des activités auprès de la BCL, atteint un solde créditeur de 71 371 millions d'euros en octobre 2013.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 7,9 % en glissement annuel et constituent désormais la principale source de financement bancaire, avec un encours de 302 271 millions d'euros fin octobre 2013. La contribution du secteur luxembourgeois des autres intermédiaires financiers à cette hausse s'élève à 10 367 millions d'euros, tandis que les dépôts des sociétés non financières résidant dans la zone euro ont augmenté de 4 008 millions d'euros entre octobre 2012 et octobre 2013. Notons enfin que les dépôts des ménages demeurent relativement stables durant cette période.

En comparaison annuelle, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 7,8 %, soit 4 796 millions d'euros. En raison d'effets de valorisation négatifs, la baisse effective du portefeuille s'élève à 2 567 millions d'euros. Avec un encours de 56 609 millions d'euros fin octobre 2013, l'émission de titres de dette représente 7,7 % du total du passif, confirmant la tendance baissière de cette source de financement.

Au 31 octobre 2013, 84 656 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs, qui se sont contractés de 6,6 % sur un an.

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 <sup>1)</sup>
	10-2012	09-2013	10-2013	10-2012 - 10-2013		09-2013 - 10-2013		10-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	327 815	299 566	295 453	-32 361	-9,9	-4 113	-1,4	40,0
Dettes envers la clientèle	280 238	299 244	302 271	22 034	7,9	3 027	1,0	40,9
Dettes représentées par un titre	61 405	57 900	56 609	-4 796	-7,8	-1 291	-2,2	7,7
Autres passifs	90 618	83 824	84 656	-5 962	-6,6	833	1,0	11,5
Total du passif	760 075	740 533	738 990	-21 085	-2,8	-1 544	-0,2	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

#### 1.2.3.2.4 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 aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) 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. Les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement des critères d'octroi (une hausse de la demande) et la part de celles ayant signalé un assouplissement (une baisse). A noter que les résultats luxembourgeois ne sont pas pondérés par la taille des banques et sont donc à interpréter avec précaution.

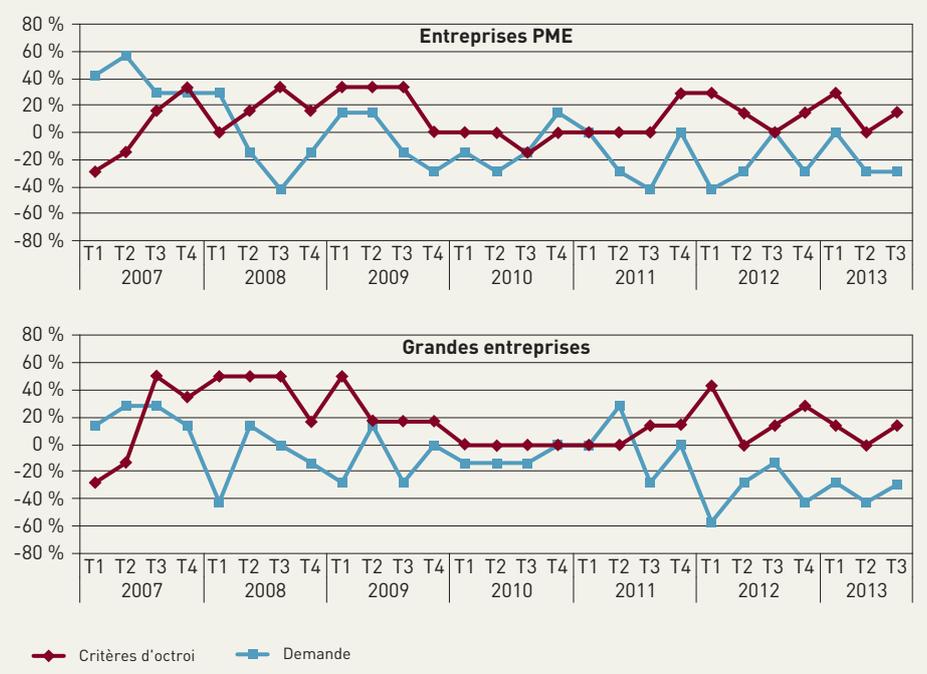
La plus récente enquête fut réalisée en octobre 2013 et couvre le troisième trimestre 2013. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les critères d'octroi de crédits se sont légèrement durcis, à l'exception des critères relatifs aux crédits immobiliers. S'agissant de la demande nette, cette dernière

s'est repliée au Luxembourg pour les entreprises ainsi que pour les crédits à l'habitat alors que la demande nette relative aux crédits à la consommation (et autres crédits) s'est inscrite en hausse. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les résultats font apparaître que le durcissement net des critères d'octroi de prêts appliqués par les banques aux entreprises et aux ménages a continué de se modérer. La demande nette a continué à se replier, néanmoins de façon moins prononcée qu'au trimestre précédent.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, les graphiques représentent l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.

Graphique 19

Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg - Entreprises (pourcentages nets)



Source : BCL

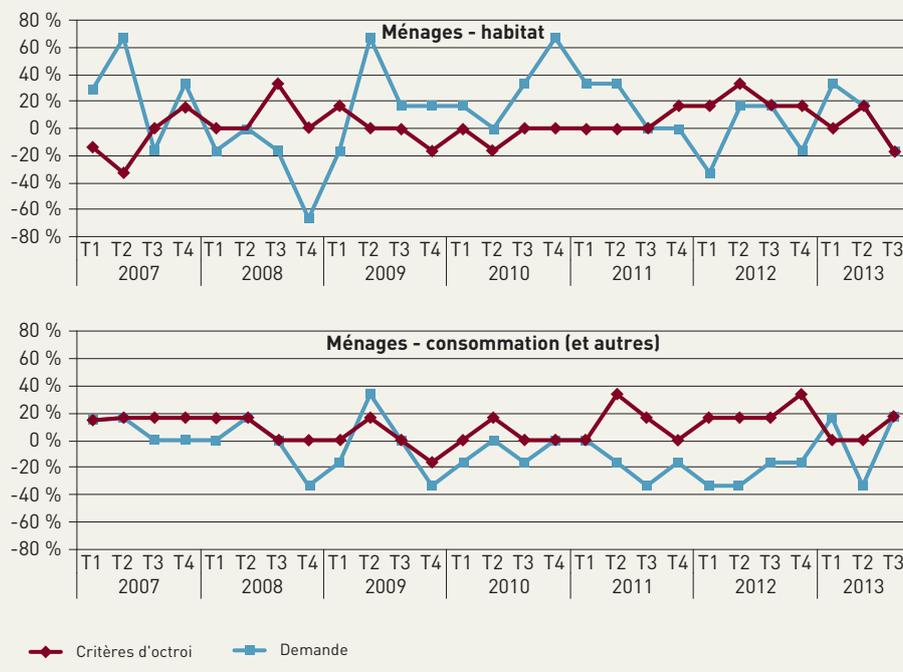
**Entreprises :** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux PME (petites et moyennes entreprises) et aux grandes entreprises se sont légèrement durcis au troisième trimestre 2013. Les critères d'attribution font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque. Dans la zone euro, le durcissement net des critères d'octroi des prêts accordés aux entreprises s'est inscrit en légère baisse au troisième trimestre. Force est de constater que les critères d'attribution n'ont toujours pas été assouplis depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, ni au Luxembourg, ni dans la zone euro dans son ensemble.

Le durcissement des critères d'octroi au Luxembourg s'est surtout traduit par un élargissement des marges sur les prêts les plus risqués des banques. Dans la zone euro dans son ensemble, la modération des critères d'octroi s'est également reflétée dans des conditions d'attribution (c'est-à-dire aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) plus favorables, notamment en ce qui concerne les marges des banques.

La demande nette émanant des PME et des grandes entreprises a diminué au troisième trimestre 2013. Les pourcentages nets s'inscrivent à -29 % pour les deux sous-catégories. Selon les banques, cette évolution découle en premier lieu d'un moindre besoin de financement provenant surtout des investissements en capital fixe et des restructurations d'entreprises. Le recours à d'autres types de financement (financement interne des entreprises, prêts accordés par des institutions non-bancaires, émissions de titres de créances et d'actions) a également eu un effet négatif sur la demande. Dans la zone euro, la demande nette a également reculé. Cette évolution est imputable à un moindre besoin de financement lié notamment aux investissements en capital fixe.

Graphique 20

Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg - Ménages  
(pourcentages nets)



Source : BCL

**Ménages (habitat):** En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'attribution qui font référence aux directives ou critères internes reflétant la politique de crédit d'une banque se sont assouplis légèrement par rapport au trimestre précédent; évolution qui apparaît pour la première fois depuis 2010. Cette évolution s'est également traduite par des conditions d'octroi (à savoir aux obligations spécifiques acceptées par le prêteur et l'emprunteur) plus favorables en ce qui concerne les marges sur le montant moyen des prêts et la quotité d'emprunt («loan-to-value» ou LTV ratio). Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont durcis davantage, en raison des prévisions mitigées sur l'activité économique générale ainsi que des perspectives défavorables concernant le marché du logement.

La demande nette relative aux crédits immobiliers a légèrement diminué au troisième trimestre 2013 au Luxembourg. Cette évolution serait principalement imputable à un moindre besoin de financement découlant d'une dégradation des perspectives sur le marché du logement. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette s'est inscrite en légère hausse au troisième trimestre 2013.

**Ménages (consommation et autres):** Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis au troisième trimestre 2013. Cette évolution découle d'une détérioration des perceptions de risques liés aux prévisions concernant l'activité économique générale ainsi qu'à la capacité de remboursement des emprunteurs. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont également quelque peu durcis par rapport au trimestre précédent.

Après une baisse constatée au deuxième trimestre 2013, la demande nette s'est inscrite en hausse au troisième trimestre. Selon les banques, ce développement est attribuable à une augmentation des dépenses en biens durables. Au niveau de la zone euro, la demande nette a légèrement augmenté au troisième trimestre.

**Réponses aux questions supplémentaires :** L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée en octobre 2013 comprenait aussi deux questions supplémentaires, dont une qui a trait à l'accès au financement des banques. Depuis l'enquête de janvier 2012, cette question couvre également l'impact des tensions financières sur l'évolution des dépôts des banques. Les résultats de l'échantillon luxembourgeois n'indiquent pas de détériorations des conditions d'accès au financement. Dans la zone euro, les banques ont fait état d'une nouvelle amélioration de leur accès au financement pour l'ensemble des

catégories (dépôts, marchés monétaires, émission de titres de créance et titrisation) par rapport au deuxième trimestre 2013.

Une autre question supplémentaire permet d'évaluer plus spécifiquement l'impact de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques, ainsi que sur les critères d'octroi. Depuis l'enquête de janvier 2013, cette question couvre également l'impact sur les marges des banques. Au Luxembourg, l'exposition directe à la dette souveraine a dans une faible mesure contribué à un assouplissement des critères d'octroi, alors qu'aucune incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement et les marges de crédits n'a été rapportée. Dans la zone euro dans son ensemble, l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de financement des banques ainsi que sur les critères d'octroi s'est atténuée par rapport au trimestre précédent.

Encadré 3 :

### L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AU SECTEUR PRIVÉ

Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations devenues disponibles depuis le plus récent encadré sur l'évolution des crédits octroyés au secteur privé<sup>22</sup>, publié en septembre 2013 (voir Bulletin 2013/3). Ces nouvelles informations couvrent essentiellement le troisième trimestre, ainsi qu'octobre 2013.

L'encadré est focalisé sur les données bilantaires (données BSI) des IFM, notamment en raison d'une ventilation détaillée de ces données. Si plusieurs ajustements statistiques ont été effectués, les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. Les informations prises en compte pour analyser l'évolution des crédits octroyés au secteur privé comprennent également d'autres sources, dont la collecte statistique sur les taux d'intérêt (données MIR) qui couvre les volumes de crédits nouvellement accordés, ainsi que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS) qui fournit des indications sur l'évolution de l'offre et de la demande des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises.

Dans le *Graphique 1*, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé par les IFM implantés au Luxembourg sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. Le graphique retrace également l'évolution du taux de croissance annuel des crédits octroyés par l'ensemble des IFM de la zone euro aux contreparties du secteur privé de la zone euro.

La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM de la zone euro est devenue négative à la fin du deuxième trimestre 2012 et s'est établie à environ -2,1% en octobre 2013. La série luxembourgeoise avait déjà atteint un niveau en dessous de zéro au début de l'année 2012. Après une hausse de la série luxembourgeoise constatée au premier trimestre 2013, celle-ci s'est stabilisée à environ -4,0% au troisième trimestre 2013. L'évolution des crédits octroyés par les IFM au Luxembourg s'explique surtout par un développement défavorable des crédits accordés à des contreparties non-résidentes.

La suite de l'encadré se limitera aux crédits octroyés aux contreparties résidentes, plus directement associés aux développements macroéconomiques luxembourgeois.

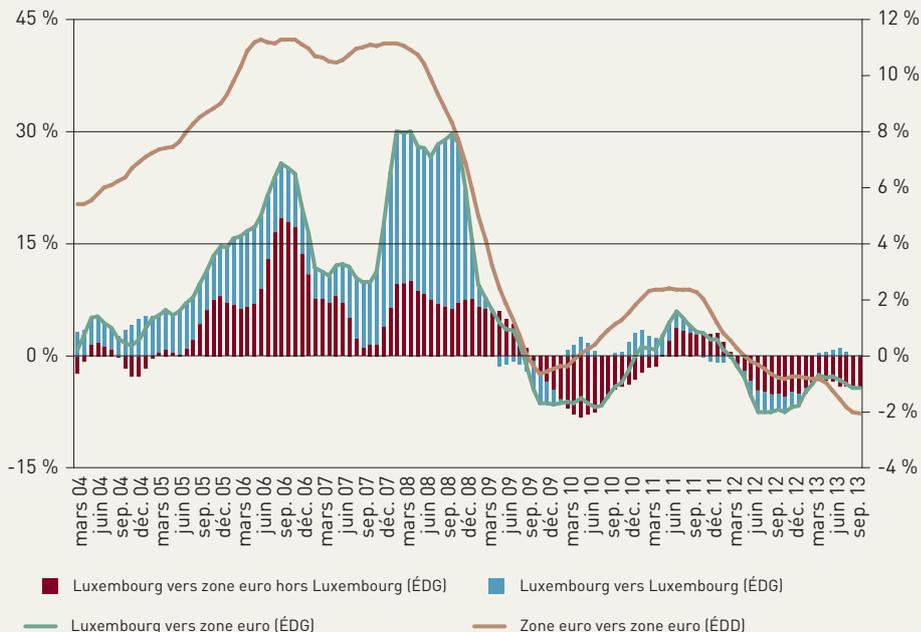
Selon les données d'octobre 2013, environ 40% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés au secteur financier hors institutions financières monétaires (IFM), ces encours étant en majeure partie composés des crédits octroyés aux autres intermédiaires financiers (AIF). La part des crédits aux sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) est peu élevée. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers,

22 Dans le présent encadré, « secteur privé » signifie « secteur privé hors institutions financières monétaires (IFM) ». L'interbancaire est exclu de l'analyse, entre autres en raison de sa volatilité. Le secteur privé se compose des ménages, des sociétés non-financières (SNF) ou entreprises, des sociétés d'assurance et fonds de pension (SAFP) et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les prêts aux ménages sont également ventilés selon le type de crédit (crédits immobiliers, crédits à la consommation et autres crédits). Légèrement plus de la moitié des prêts octroyés par les IFM au Luxembourg à des contreparties du secteur privé de la zone euro sont destinés à des non-résidents.

Graphique 1

Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM

(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)

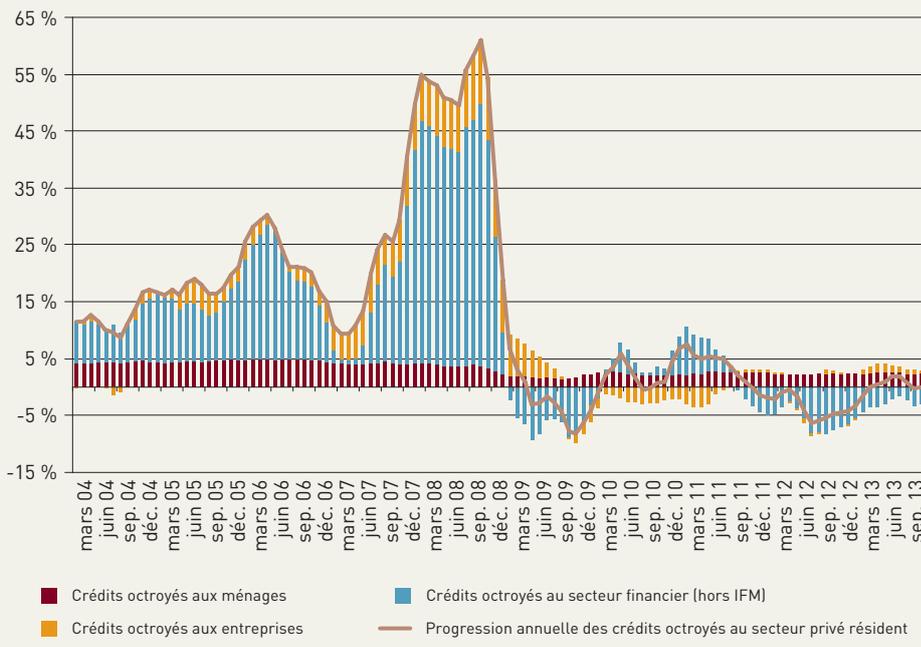


Sources : BCL, BCE

Graphique 2

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage, moyennes mobiles sur trois mois)



Source : BCL

alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et pour l'économie plus généralement.

Compte tenu du poids des crédits aux AIF (largement composés de fonds d'investissement), il est peu surprenant de constater que la faible dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM, comme l'établit le *Graphique 2*.

En effet, la contribution négative des crédits au secteur financier hors IFM à la progression annuelle de l'ensemble des crédits octroyés au secteur privé persiste depuis plusieurs trimestres, une modération graduelle étant même discernable depuis le quatrième trimestre 2012. La contribution des crédits aux ménages, principalement influencée par des crédits immobiliers, est toutefois toujours positive. La contribution des crédits octroyés aux SNF a été peu élevée au troisième trimestre 2013. Au demeurant, ces

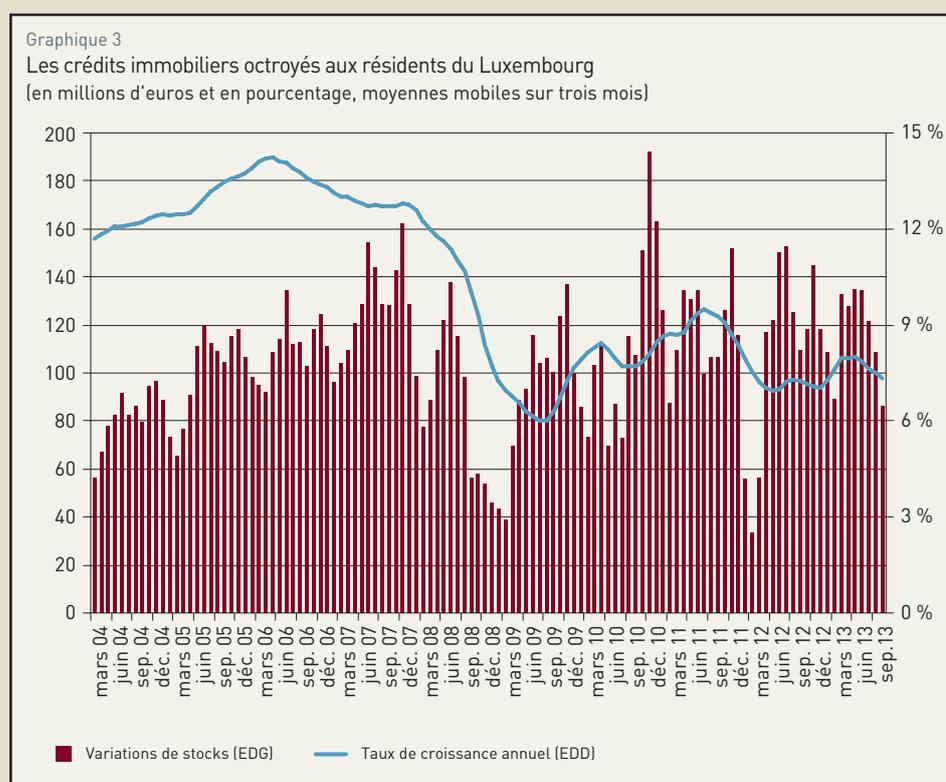
développements ont pour résultat que la progression annuelle des crédits octroyés au secteur privé résident s'est établie aux alentours de 0% en octobre 2013.

Malgré l'importance des crédits octroyés au secteur financier, une analyse détaillée de ce secteur dépasse la portée de cet encadré. Maintes informations disponibles pour les secteurs des ménages et des entreprises ne couvrent d'ailleurs pas les AIF. Les variables explicatives sous-jacentes ne sont de surcroît pas aisément identifiables, même suite à un travail analytique approfondi.

Le *Graphique 3* présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou de variations de stocks<sup>23</sup> (calculés à partir des données BSI) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après une baisse constatée depuis la mi-2011, le taux de croissance annuel des crédits à l'habitat s'est stabilisé depuis le troisième trimestre 2012, pour s'inscrire à 7,3% en octobre 2013. Les variations mensuelles des encours se poursuivent à un niveau élevé.

La collecte MIR fournit des informations supplémentaires sur les développements des crédits immobiliers. Elle permet notamment d'apprécier l'évolution des crédits nouvellement accordés, alors que les développements des volumes de crédit dérivés des données bilantaires des banques sont également affectés par les remboursements de crédits, qui ont un impact négatif sur les encours. Les données disponibles dans le cadre de la collecte MIR, non reprises dans le graphique, vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat nouvellement accordés<sup>24</sup>. Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle confirme toutefois la modération de la dynamique de crédits discernable sur base des données bilantaires reprises dans le graphique. Comme indiqué dans la note de bas de page sur les différences méthodologiques entre la collecte MIR et la collecte BSI, les données MIR ne sont pas ventilées selon



Sources : BCL

graphique, vont dans le sens d'une progression continue des crédits à l'habitat nouvellement accordés<sup>24</sup>. Si la progression annuelle de ces crédits est très volatile, elle confirme toutefois la modération de la dynamique de crédits discernable sur base des données bilantaires reprises dans le graphique. Comme indiqué dans la note de bas de page sur les différences méthodologiques entre la collecte MIR et la collecte BSI, les données MIR ne sont pas ventilées selon

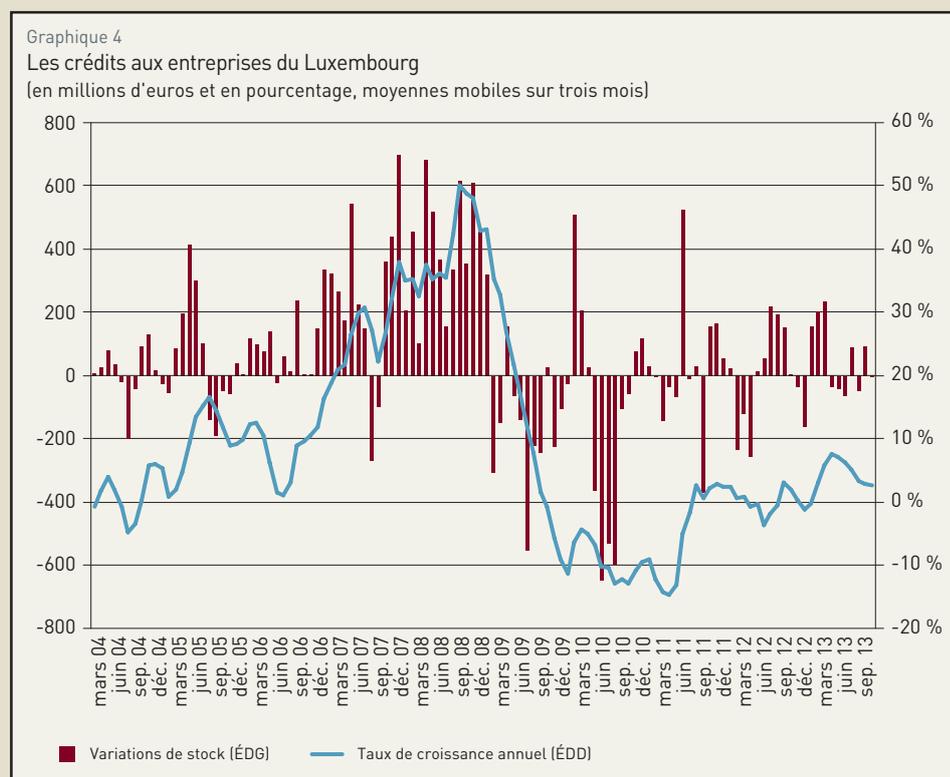
23 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés ou à partir des différences mensuelles des encours (corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

24 Il convient de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte MIR et la collecte BSI. Par exemple, pour la collecte MIR il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données BSI seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte MIR comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

l'origine géographique de la contrepartie. Néanmoins, la ventilation des encours indique que la vaste majorité des crédits immobiliers (plus de 90%) sont destinés à des ménages résidents. Afin d'être complet, il est utile de mentionner la collecte statistique sur les crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg. Les informations disponibles dans le cadre de cette collecte trimestrielle sont largement en ligne avec la modération de la dynamique de crédits précitée.

Selon les informations disponibles dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, ces développements s'expliqueraient surtout par l'évolution de la demande de crédits immobiliers. La demande nette relative aux crédits immobiliers s'est quelque peu repliée lors de la plus récente enquête, après une hausse remarquable au premier semestre 2013. Pour ce qui est du côté de l'offre de crédits, les critères d'octroi se sont légèrement assouplis au troisième trimestre 2013. Plus généralement, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique toutefois que les critères d'attribution relatifs aux crédits à l'habitat n'ont pas changé considérablement depuis l'émergence des turbulences financières.

Il convient d'évoquer les développements des crédits à la consommation, qui se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La progression annuelle est tombée d'environ 0% au deuxième trimestre 2013 à -2,0% en octobre. Les variations mensuelles des encours de crédits sont négatives depuis quelque mois. Ces développements sont largement en ligne avec l'évolution des crédits nouvellement accordés.



Source : BCL

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) se sont légèrement durcis au troisième trimestre 2013, tandis que la demande nette s'est inscrite en hausse.

Pour ce qui est du secteur des entreprises, l'évolution des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg a entamé une tendance baissière au troisième trimestre après une évolution plutôt positive au premier semestre 2013, comme le montre le Graphique 4.

Le taux de croissance annuel des volumes d'encours de crédits a baissé au troisième trimestre pour s'inscrire à 2,7% en octobre. L'évolution des variations mensuelles des encours demeure plutôt mitigée au troisième trimestre. S'agissant

des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte MIR, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros continuent à s'inscrire à des niveaux élevés. Par contre, les gros volumes se maintiennent à des niveaux relativement faibles par rapport à 2008 et 2009.

Dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont indiqué avoir légèrement durci leurs critères d'octroi émanant aux entreprises. La demande s'est inscrite de nouveau en baisse au troisième trimestre 2013, pour les PME (petites et moyennes entreprises) ainsi que les grandes entreprises.

En conclusion, la progression des crédits octroyés au secteur privé résident demeure plutôt atone en 2013, surtout attribuable à une évolution défavorable des crédits octroyés au secteur financier hors IFM. Les encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse continue, la progression annuelle s'étant stabilisée depuis le troisième trimestre 2012 pour s'inscrire à 7,3% en octobre 2013. Après une tendance positive de l'évolution des crédits destinés aux entreprises établies au Luxembourg au premier semestre 2013, la progression annuelle s'est inscrite en baisse au troisième trimestre 2013, tout en demeurant positive. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggèrent toutefois que les développements des crédits octroyés aux entreprises résidentes s'expliquent notamment par l'évolution de la demande.

Encadré 4 :

## L'ACCÈS DES PME AU FINANCEMENT AU LUXEMBOURG.

### 1. INTRODUCTION

Cet encadré passe en revue l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement au Luxembourg en présentant les résultats d'une enquête conduite en 2013 (Survey on the access to finance of SMEs ou SAFE). Les résultats sont également comparés aux informations issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey ou BLS).

L'enquête SAFE, résultant d'une coopération entre la BCE et la Commission européenne, a été réalisée entre le 28 août et le 4 octobre 2013 dans tous les pays de la zone euro. L'échantillon pour la zone euro est de 8 305 entreprises, dont 7 674 comptent moins de 250 salariés. L'enquête fournit principalement des informations concernant la situation financière, les besoins de financement et l'accès des PME au financement au cours des six mois entre avril et septembre 2013.<sup>25</sup> Au Luxembourg, l'enquête SAFE est réalisée tous les deux ans depuis le premier semestre 2009.

Au Luxembourg, l'enquête BLS sur la distribution du crédit bancaire est menée par la BCL chaque trimestre, parmi les banques actives dans l'octroi de crédits aux résidents<sup>26</sup>. Un questionnaire est envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de banques locales afin de récolter des indications qualitatives concernant les conditions d'octroi des crédits aux ménages et aux entreprises et l'évolution de l'offre et de la demande.

25 Un rapport ainsi que des tableaux statistiques détaillés et des ventilations complémentaires ont été publiés en novembre 2013 sur le site internet de la BCE.

26 Les résultats de l'enquête BLS au Luxembourg sont régulièrement publiés dans le bulletin de la BCL (voir section 1.2.3.2.4)

## 2. LES CARACTÉRISTIQUES DE L'ÉCHANTILLON LUXEMBOURGEOIS DE L'ENQUÊTE SAFE

La plus récente enquête SAFE comprend en tout 100 entreprises au Luxembourg dont 90 sont classifiées comme PME, c'est-à-dire comptent moins de 250 salariés. Parmi ces entreprises, 63 % sont actives dans le secteur des services, 16 % dans le commerce, 11 % dans l'industrie et 9 % dans le secteur de la construction. Dans leur majorité, ces entreprises sont propriété d'une famille, d'un groupe d'entrepreneurs ou d'une seule personne physique (73 %). Les firmes interrogées (88 %) existent pour la plupart depuis plus de 10 ans.<sup>27</sup>

Tableau 1 :

### Résultats de l'enquête SAFE sur l'accès des PME au financement au Luxembourg

	2009	2011	2013
<b>Les principales sources d'inquiétude pour les PME</b>			
Recherche de clients	31	15	14
Concurrence	15	22	27
Accès au financement	10	9	6
Coût de production et de la main-d'œuvre	5	10	10
Recours à une main-d'œuvre qualifiée ou à des cadres expérimentés	23	22	15
Réglementation	2	3	12
Autres	11	15	16
<b>La structure de financement externe des PME</b>			
Prêts bancaires	25	29	43
Crédits commerciaux	10	10	8
Découverts bancaires	27	51	27

Source : enquête SAFE réalisée par la BCE et la Commission européenne

Notes : Les pourcentages sont pondérés selon la taille des entreprises. La base représente toutes les PME interrogées.

Le tableau 1 présente les principales sources d'inquiétude pour les PME au Luxembourg. En 2013, la concurrence est citée en premier lieu. Par rapport à 2009 et 2011, les autres sources d'inquiétude ont perdu en importance, notamment la recherche de clients ou le recours à une main-d'œuvre qualifiée ou à des cadres expérimentés. Seulement 6 % des PME citent l'accès au financement comme la principale source d'inquiétude, ce qui est le pourcentage le plus bas dans toute la zone euro. Pour la zone euro dans son ensemble, les principales sources d'inquiétude pour les PME sont la recherche de clients (24 %) et l'accès au financement (16 %).

La deuxième partie du tableau 1 présente la structure de financement externe des PME. Entre avril et septembre 2013, 43 % des PME interrogées au Luxembourg ont eu recours à des prêts bancaires pour financer leurs opérations courantes. Ceci représente une progression par rapport à 2009 et 2011. Par contre, le pourcentage des PME qui ont utilisé des découverts bancaires (y compris les lignes de crédit et les cartes de crédit) a fortement diminué, passant de 51 % en 2011 à seulement 27 % en 2013. Le recours à des crédits commerciaux est resté relativement stable depuis 2009, concernant 8 % des entreprises en 2013.

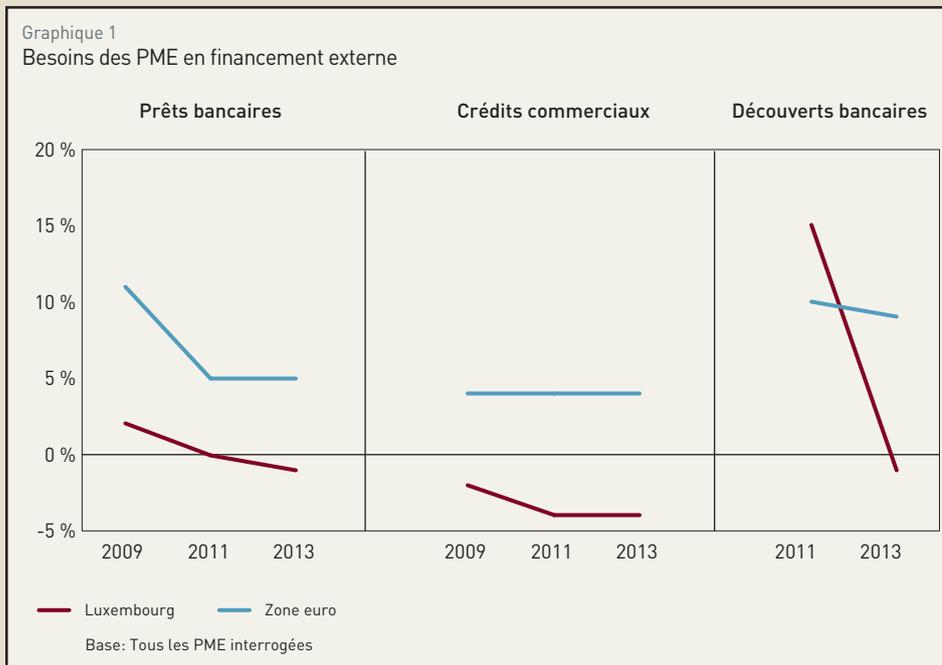
## 3. LE BESOIN DES PME ET LEUR ACCÈS AU FINANCEMENT EXTERNE

Entre avril et septembre 2013, les PME au Luxembourg ont fait état d'une légère diminution de leurs besoins en financements bancaires (voir graphique 1). La différence entre le pourcentage des entreprises faisant état d'une augmentation et celui des entreprises déclarant une diminution de leurs besoins en prêts bancaires s'est établie à -1 %. L'évolution

<sup>27</sup> Les pourcentages rapportés sont pondérés selon la taille des entreprises.

des besoins au titre des découverts bancaires a été du même ordre, un pourcentage net de -1 % mentionnant une diminution au Luxembourg. Parmi les facteurs influant sur les besoins des PME de financement externe, le recours à des financements internes a occupé la place la plus importante. Ces développements sont en ligne avec les résultats de l'enquête BLS. Au deuxième et troisième trimestre 2013, les banques luxembourgeoises ont indiqué une baisse de la demande de crédits parmi les PME. Selon les banques, cette évolution découle en premier lieu d'un moindre besoin de financement des entreprises. Les besoins de financement au titre du crédit commercial se sont inscrits en baisse depuis 2009. Dans la zone euro dans son ensemble, 5 % des PME ont fait état d'une augmentation de leurs besoins en termes de financements bancaires, 9 % au titre des découverts bancaires et 4 % au titre du crédit commercial.

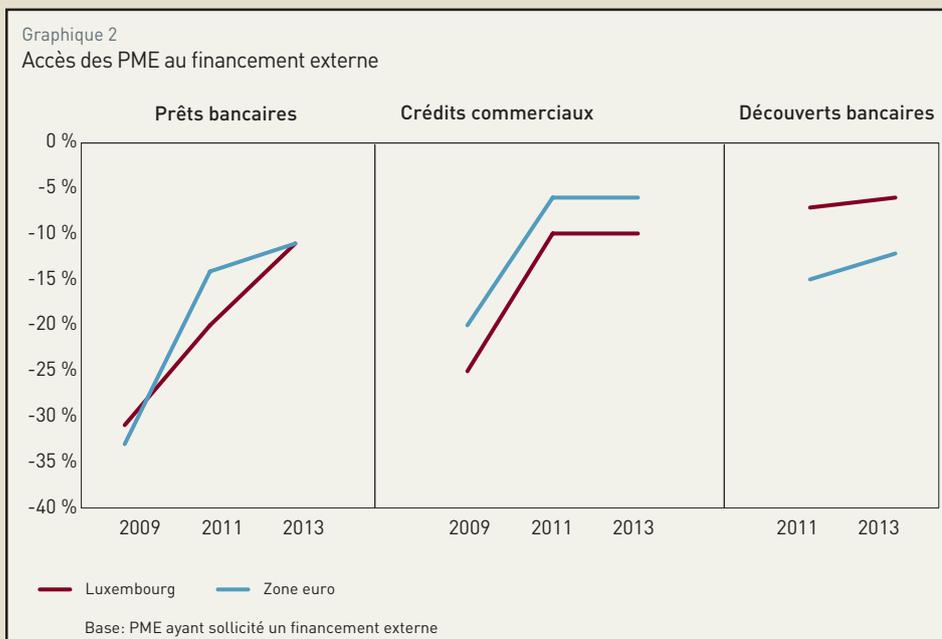
L'accès des PME au financement externe au Luxembourg s'est détérioré davantage par rapport à 2009. Cependant, cette détérioration s'est atténuée, vu que



Sources : enquête SAFE réalisée par la BCE et la Commission européenne

Notes : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une augmentation de leurs besoins de financement externe et de celles déclarant une diminution. Les pourcentages sont pondérés selon la taille des entreprises. La base représente toutes les PME interrogées.

Les données relatives aux découverts bancaires (y compris les lignes de crédit et les cartes de crédit) ne sont pas disponibles pour la première campagne en 2009

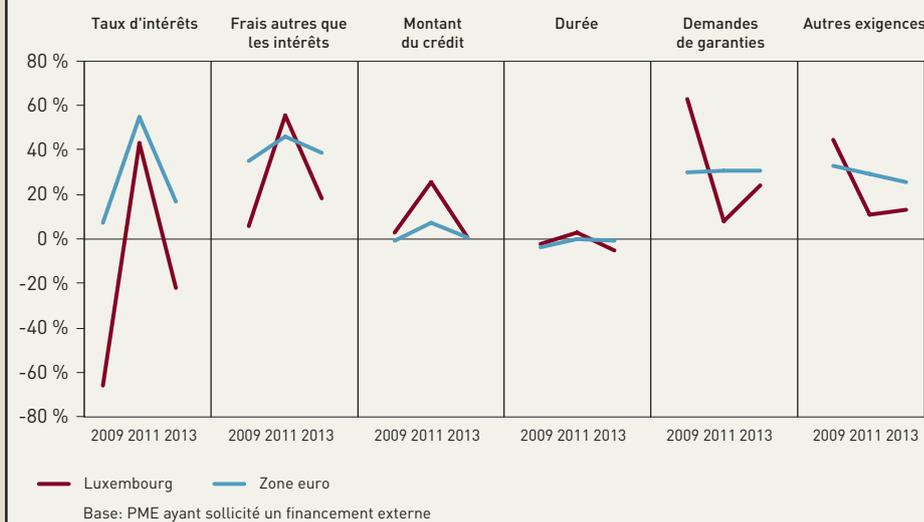


Sources : enquête SAFE réalisée par la BCE et la Commission européenne

Notes : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une amélioration et celles déclarant une réduction de l'accès au financement externe. Les pourcentages sont pondérés selon la taille des entreprises. La base représente les PME ayant sollicité un financement externe au cours des six mois précédents.

Les données relatives aux découverts bancaires (y compris les lignes de crédit et les cartes de crédit) ne sont pas disponibles pour la première campagne en 2009

Graphique 3  
Conditions d'attribution du crédit appliquées aux PME



Sources : enquête SAFE réalisée par la BCE et la Commission européenne

Notes : Les pourcentages nets correspondent à la différence entre le pourcentage des entreprises déclarant une amélioration et celles déclarant une détérioration des conditions d'octroi des crédits. Les pourcentages sont pondérés selon la taille des entreprises. La base représente les PME ayant sollicité des prêts bancaires au cours des six mois précédents.

«Frais autres que les intérêts» : incluent p.ex. les charges et les commissions.

«Autres exigences» : regroupent les clauses de contrats, demande d'informations, procédures et le délai d'attribution des prêts.

concernant le secteur ou l'entreprise individuelle. Comme le montre le graphique 2, l'accès des PME au financement externe au Luxembourg a évolué largement en ligne avec l'accès rapporté pour la zone euro dans son ensemble.

Le graphique 3 présente l'évolution des conditions d'attribution du crédit appliquées aux PME. Selon les entreprises ayant sollicité un financement externe au cours des six mois précédents, les taux d'intérêts se sont inscrits en baisse (le pourcentage net s'inscrit à -22 % en 2013), le montant du crédit et la durée restant inchangés alors que les demandes de garanties (+24 %) et les autres exigences regroupant les clauses de contrats, demande d'informations, procédures et le délai d'attribution des prêts (+13 %) se sont durcis en 2013. Selon les résultats de l'enquête BLS, l'accentuation du durcissement des critères d'octroi s'est surtout traduite par des conditions moins favorables en ce qui concerne les marges sur les prêts plus risqués, les demandes de garanties et les clauses dans les contrats de crédit.

L'atténuation de la détérioration nette de l'accès aux prêts bancaires se manifeste également par des conditions moins restrictives perçues par les PME de la zone euro dans son ensemble. Cependant, les pourcentages nets restent positifs pour la plupart des conditions d'attribution.

#### 4. CONCLUSION

En conclusion, pour les PME au Luxembourg l'accès au financement semble constituer un souci relativement peu important. En effet, le pourcentage des PME luxembourgeoises l'ayant cité comme une de leurs principales sources d'inquiétude est le plus bas dans toute la zone euro. Selon les résultats des deux enquêtes SAFE et BLS, la faible dynamique des crédits octroyés aux entreprises s'explique surtout par une demande limitée de la part des PME. Entre avril et septembre 2013, les PME au Luxembourg ont fait état d'une légère diminution de leurs besoins en financements bancaires et crédits commerciaux. Enfin, les développements observés à partir de l'enquête SAFE sont largement en ligne avec les résultats de l'enquête BLS.

le pourcentage net reste négatif mais est plus limité, passant à -11 % contre -33 % en 2009. Les PME au Luxembourg ont également indiqué une restriction de l'accès aux découverts bancaires (-6 %) et aux crédits commerciaux (-10 %). Ces développements sont cohérents avec les résultats de l'enquête BLS. Les banques au Luxembourg ont confirmé avoir légèrement durci les critères appliqués aux crédits octroyés aux PME en 2013. Ce durcissement découle en premier lieu d'une détérioration des risques tels qu'ils sont perçus par les banques sur la base des prévisions concernant l'activité économique générale ainsi que les perspectives spécifiques

## 1.2.3.2.5 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques du Luxembourg

**Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques**

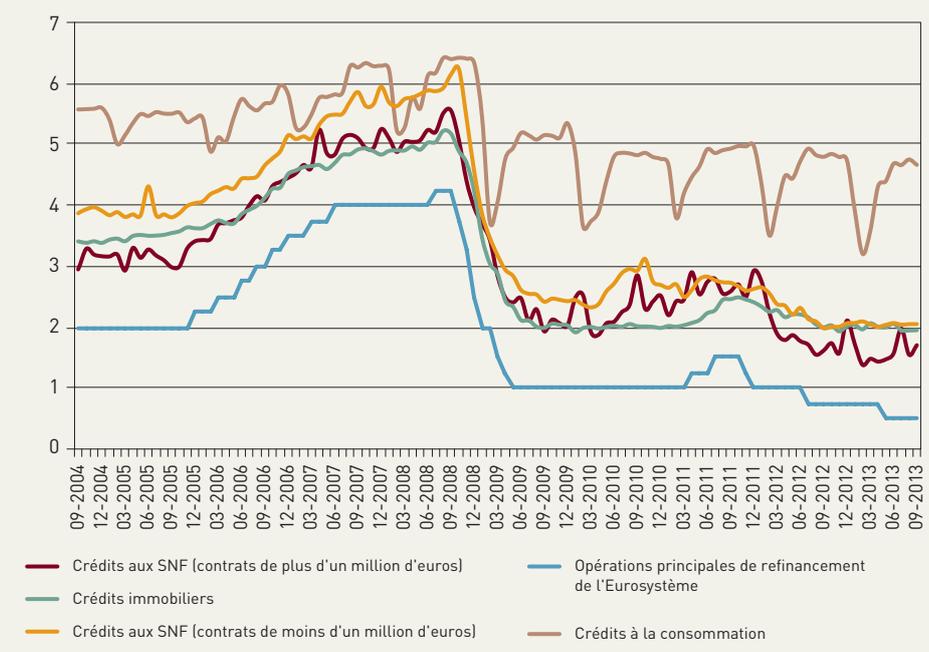
En septembre 2012, le taux de la BCE pour les opérations principales de refinancement des banques était de 0,75%, taux effectif depuis le 11 juillet 2012. Ce taux est passé à 0,50% à compter du 8 mai 2013, puis ce taux a été abaissé à 0,25% à compter du 13 novembre 2013. Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux mois de septembre et octobre 2013. Ils n'intègrent donc pas cette dernière baisse du mois de novembre.

Dans la lignée de la baisse des taux directeurs de la BCE entre septembre 2012 et septembre 2013, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable <sup>28</sup> a diminué de 3 points de base entre septembre 2012 (2,00%) et septembre 2013 (1,96%). Sur base de chiffres provisoires, le taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers poursuit sa baisse en octobre 2013 à 1,95%. A titre indicatif, le mois de janvier 2010 s'était caractérisé par l'observation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique (en 2003) avec un taux de 1,91%, tandis que le taux du mois d'août 2008 était le taux le plus élevé enregistré, à 5,22%.

Le coût des crédits à la consommation est également en baisse entre septembre 2012 et septembre 2013. Ainsi, le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux est comprise entre une et cinq années est passé de 4,80% à 4,66%. Les chiffres provisoires d'octobre 2013 indiquent que le coût des crédits à la consommation est en baisse de 11 points de base. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité, leur évolution devant donc être appréhendée avec prudence. A titre d'exemple, le taux des crédits à la consommation est généralement plus favorable en février et en mars, en raison du festival de l'automobile à Luxembourg.

La catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a également vu son coût diminuer entre septembre 2012 (1,67%) et septembre 2013 (1,57%). 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. Sur base des données provisoires pour le mois d'octobre 2013, le coût variable des autres crédits s'établit à 1,54%.

Graphique 21  
Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et septembre 2013 (en %)



Sources : BCL

28 Taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à un an.

A l'inverse des nouveaux contrats de crédits conclus avec les ménages, le coût des nouveaux contrats passés avec les sociétés non financières entre septembre 2012 et septembre 2013 est en légère hausse.

Ainsi, pour les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières portant sur un montant inférieur à un million d'euros, nous notons une hausse de 7 points de base. Le taux correspondant est en effet passé de 1,98% en septembre 2012 à 2,05% en septembre 2013. En ce qui concerne le mois d'octobre 2013, les chiffres provisoires disponibles indiquent que le taux variable s'est inscrit à 2%.

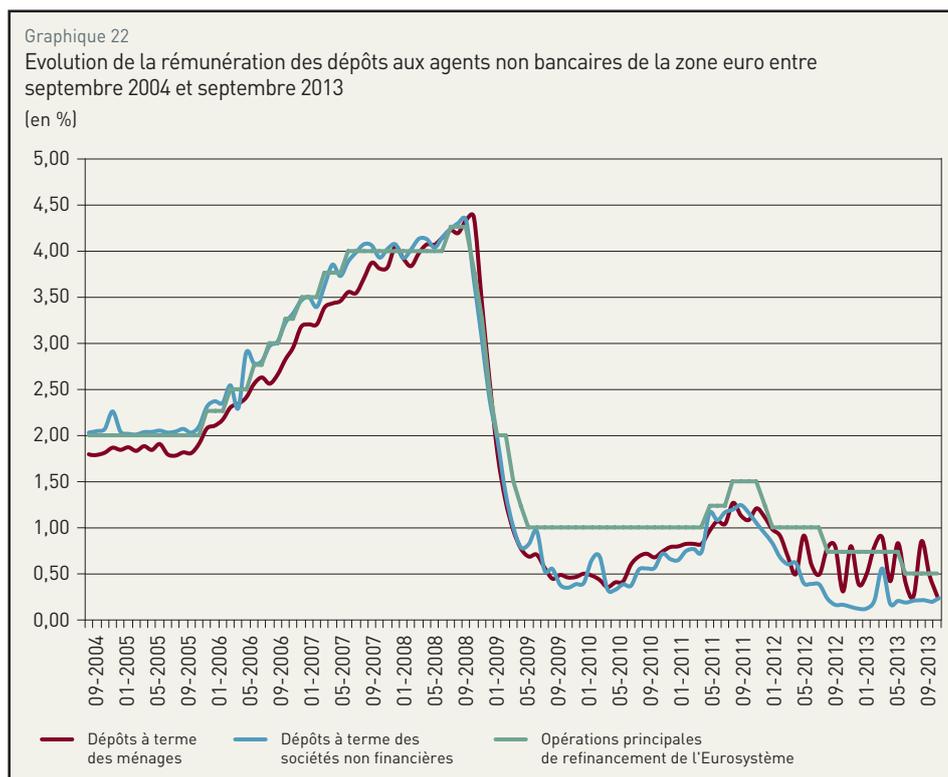
Pour ce qui est du coût des nouveaux contrats de crédit passés avec les sociétés non financières pour des montants supérieurs à un million d'euros, une hausse de 9 points de base a pu être observée sur un an. Le taux correspondant est en effet passé de 1,62% en septembre 2012 à 1,70% en septembre 2013. Selon les chiffres provisoires du mois d'octobre 2013, ce taux est en baisse à 1,65%.

### Taux d'intérêt des dépôts en banque

En ce qui concerne la rémunération des dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an, elle est passée de 0,31% en septembre 2012 à 0,26% l'année suivante. Les chiffres provisoires d'octobre 2013 indiquent que la rémunération de ces dépôts est encore en baisse à 0,19% soit l'ob-

servation la plus basse depuis la mise en place de cette collecte statistique. Pour information, le taux du mois d'octobre 2008 était le taux le plus élevé enregistré, à 4,36%.

Concernant la rémunération des dépôts des sociétés non financières d'une durée inférieure ou égale à 1 an, les mois de novembre et de décembre 2012 se sont caractérisés par les observations les plus basses depuis la mise en place de cette collecte statistique, avec un taux à 0,12%. Le taux du mois de septembre 2013 est de 0,23%, contre 0,16% en septembre 2012. En octobre 2013, la rémunération de ces dépôts est de nouveau passée à 0,16%, toujours selon les chiffres provisoires. Pour information, le taux du mois de septembre 2008 était le taux le plus élevé enregistré, à 4,33%.



Sources : BCL

## 1.2.3.2.6 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit.

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger s'élève à 4 279 millions d'euros au 30 septembre 2013. Partant, le résultat affiche une progression de 13,3 % par rapport au troisième trimestre de l'année précédente, cette hausse étant portée par les revenus non-récurrents, essentiellement. Les nouveaux chiffres confirment cependant le fléchissement des revenus d'intermédiation financière dans un contexte de contraction de l'activité bancaire de la place financière et de taux directeurs à leur plus bas niveau historique.

Tableau 10:

**Compte de résultats agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois <sup>1)</sup> (en millions d'euros, sauf indication contraire)**

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	09-2011	09-2012	09-2013	VARIATION EN POURCENT		VARIATION EN TERMES BRUTS	
					09-2011 - 09-2012	09-2012 - 09-2013	09-2011 - 09-2012	09-2012 - 09-2013
1	Produits d'intérêts	14 599	12 379	9 316	- 15,2	- 24,7	- 2 220	- 3 063
2	Produits de dividendes	581	562	615	- 3,3	9,4	- 19	53
3	Charges d'intérêts	10 761	8 784	6 080	- 18,4	- 30,8	- 1 977	- 2 704
4	Marge sur intérêts (1+2+3)	4 419	4 157	3 851	- 5,9	- 7,4	- 262	- 306
5	Revenus nets sur commissions	2 928	2 827	3 092	- 3,4	9,4	- 101	265
6	Revenus nets sur opérations de change	141	119	162	- 15,6	36,1	- 22	43
7	Autres revenus nets	296	305	940	3,0	208,2	9	635
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	3 365	3 251	4 194	- 3,4	29,0	- 114	943
9	Produit bancaire (4+8)	7 784	7 408	8 045	- 4,8	8,6	- 376	637
10	Frais de personnel	1 918	1 935	2 060	0,9	6,5	17	125
11	Frais d'exploitation	1 427	1 494	1 516	4,7	1,5	67	22
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 345	3 429	3 576	2,5	4,3	84	147
13	Amortissements sur immobilisé non financier	199	201	190	1,0	- 5,5	2	- 11
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 240	3 778	4 279	- 10,9	13,3	- 462	501

Source : CSSF, calculs BCL

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

Au niveau des revenus sur intérêts, marqués par de faibles marges d'intermédiation, les intérêts perçus baissent de 24,7 % (soit de 3 063 millions d'euros) en comparaison annuelle, s'inscrivant dès lors à 9 316 millions d'euros, tandis que les intérêts payés diminuent de 30,8 % (ou 2 704 millions d'euros en termes bruts) pour s'élever à 6 080 millions d'euros. Les produits de dividendes ont connu une progression de 9,4 % sur un an, pour s'établir à 615 millions d'euros fin septembre 2013.

A contrario, les revenus nets sur commissions connaissent une évolution favorable et augmentent de 265 millions d'euros en termes bruts par rapport au troisième trimestre de l'année précédente.

Du côté des revenus hors-intérêts, notons la forte hausse 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, contribuent à hauteur de 940 millions d'euros au produit bancaire sur les neuf premiers mois de 2013, en progression de 635 millions d'euros en perspective annuelle. Les revenus nets sur opérations de change s'élèvent à 162 millions d'euros de janvier à septembre 2013 et connaissent une appréciation significative de 36,1 % par rapport à leur niveau enregistré au cours des neuf premiers mois de 2012.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 8,6 % par rapport à septembre 2012 et s'élève à 8 045 millions d'euros au 30 septembre 2013.

Les frais généraux affichent une hausse annuelle modérée de 4,3 %, soit 147 millions d'euros en termes bruts et trouvent leur source dans la hausse des frais de personnel (contribuant à hauteur de 125 millions d'euros à la variation annuelle observée) en raison notamment des frais engendrés par les plans de licenciement engagés par certaines banques.

La constitution nette de provisions pour risques généraux enregistre une hausse de 9 millions d'euros en comparaison annuelle tandis que les dépréciations nettes affichent un montant de 447 millions d'euros fin septembre 2013, en hausse de 221 millions par rapport à leur niveau de l'année précédente.

En conclusion, le résultat net dégagé par les banques de la place financière s'élève à 3 083 millions d'euros au cours des neufs premiers mois de 2013, après 2 978 millions d'euros durant la même période de 2012 (hausse de 3,5 % ou 104 millions d'euros sur un an).

Tableau 11 :

**Evolution durant les cinq derniers trimestres du compte de résultats agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des établissements luxembourgeois <sup>1)</sup> (en millions d'euros, sauf indication contraire)**

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	09-2012	12-2012	03-2013	06-2013	09-2013	09-2012 - 09-2013	
							VARIATION EN POURCENT	VARIATION EN TERMES BRUTS
1	Produits d'intérêts	12 379	16 007	3 315	6 380	9 316	-24,7	-3 063
2	Produits de dividendes	562	879	87	513	615	9,4	53
3	Charges d'intérêts	8 784	11 362	2 196	4 210	6 080	-30,8	-2 704
4	Marge sur intérêts (1+2+3)	4 157	5 524	1 206	2 683	3 851	-7,4	-306
5	Revenus nets sur commissions	2 827	3 605	1 113	2 103	3 092	9,4	265
6	Revenus nets sur opérations de change	119	151	111	114	162	36,1	43
7	Autres revenus nets	305	373	217	541	940	208,2	635
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	3 251	4 129	1 441	2 758	4 194	29,0	943
9	Produit bancaire (4+8)	7 408	9 653	2 647	5 441	8 045	8,6	637
10	Frais de personnel	1 935	2 509	740	1 388	2 060	6,5	125
11	Frais d'exploitation	1 494	1 978	530	1 025	1 516	1,5	22
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 429	4 487	1 270	2 413	3 576	4,3	147
13	Amortissements sur immobilisé non financier	201	322	68	127	190	-5,5	-11
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 778	4 844	1 309	2 901	4 279	13,3	501

Source : CSSF

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

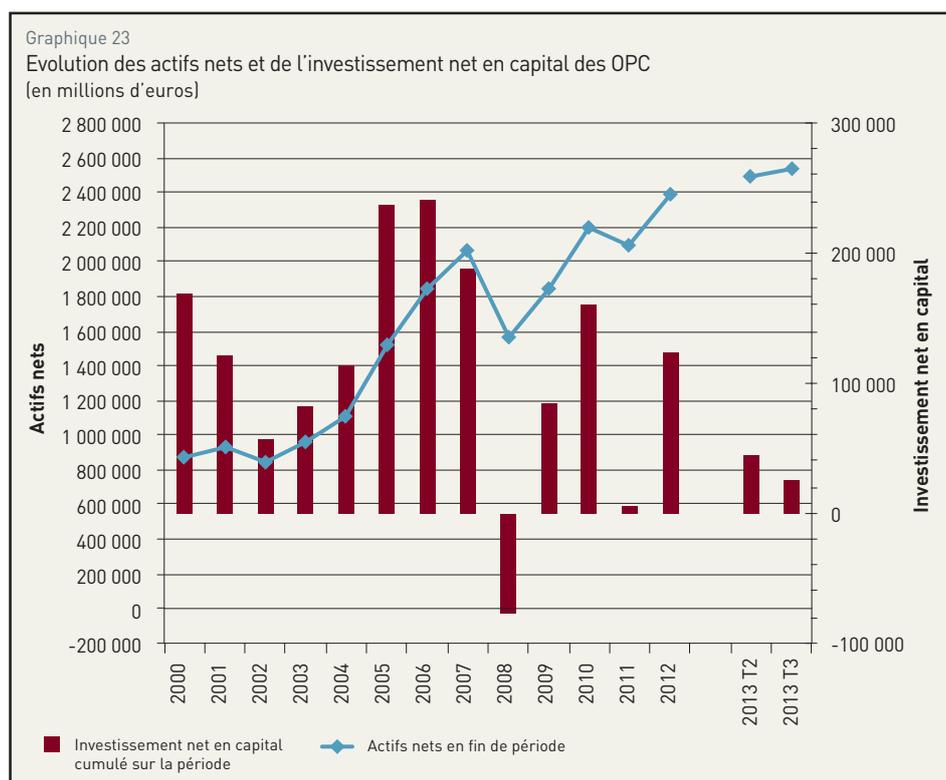
1.2.3.2.7 Les organismes de placement collectif

1.2.3.2.7.1 L'évolution en nombre

Le nombre des fonds d'investissement a baissé de 6 unités au cours du troisième trimestre de 2013 et ce en dépit de la poursuite de la progression du nombre de fonds d'investissements spécialisés (+9 unités entre juin 2013 et septembre 2013). Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 49 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 558 à 13 607 unités.

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

Au cours du troisième trimestre de 2013, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de près de 2,1 % pour s'établir, à la fin du mois de septembre, à 2 539 200 millions d'euros. La hausse de la VNI s'explique à la fois par la variation des marchés financiers (+27 879 millions d'euros) et la hausse des investissements nets (+24 737 millions d'euros). Cette hausse des émissions nettes s'est concentrée sur les OPC non monétaires, et plus particulièrement sur les OPC en actions, reflétant ainsi une modification du portefeuille des investisseurs qui étaient jusqu'alors davantage tournés vers les obligations.



Source : CSSF

Tableau 12:

**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 <sup>1) 2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>3)</sup>	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		
2012										
jan.	3 837	13 273	232	2 157 081	5 163	55 406	-26 946	-1,2	60 569	2,9
fév.	3 847	13 334	230	2 203 159	13 104	32 974	-5 039	-0,2	46 078	2,1
mars	3 866	13 343	224	2 217 206	18 102	-4 055	26 310	1,2	14 047	0,6
avril	3 872	13 368	222	2 225 600	4 362	4 032	30 192	1,4	8 394	0,4
mai	3 874	13 412	221	2 212 027	4 669	-18 242	-7 181	-0,3	-13 573	-0,6
juin	3 867	13 407	219	2 224 479	-2 081	14 533	39 480	1,8	12 452	0,6
juil.	3 864	13 408	217	2 296 717	6 672	65 566	107 052	4,9	72 238	3,2
août	3 872	13 439	217	2 295 399	10 515	-11 833	209 458	10,0	-1 318	-0,1
sep.	3 866	13 434	217	2 314 448	9 434	9 615	282 371	13,9	19 049	0,8
oct.	3 868	13 479	216	2 329 649	21 127	-5 926	257 712	12,4	15 201	0,7
nov.	3 863	13 481	214	2 359 722	15 422	14 651	300 303	14,6	30 073	1,3
déc.	3 841	13 420	209	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7	24 104	1,0
2013										
jan.	3 840	13 436	208	2 405 928	26 675	-4 573	248 847	11,5	22 102	0,9
fév.	3 849	13 518	208	2 468 070	29 323	32 819	264 911	12,0	62 142	2,6
mars	3 854	13 525	208	2 528 920	22 215	38 635	311 714	14,1	60 850	2,5
avril	3 871	13 554	206	2 565 256	32 491	3 845	339 656	15,3	36 336	1,4
mai	3 884	13 581	206	2 584 099	25 950	-7 107	372 072	16,8	18 843	0,7
juin	3 890	13 558	205	2 486 584	-13 626	-83 889	262 105	11,8	-97 515	-3,8
juil.	3 884	13 596	205	2 523 186	17 102	19 500	226 469	9,9	36 602	1,5
août	3 894	13 583	207	2 498 839	105	-24 452	203 440	8,9	-24 347	-1,0
sep.	3 884	13 607	207	2 539 200	7 530	32 831	224 752	9,7	40 361	1,6

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux 2011 et 2012.<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source : CSSF

## 1.2.3.2.7.3 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 13:

**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	582 011	590 183	410 505	31 407	26 587	52 904
2010	755 119	743 202	506 755	39 009	31 961	62 355
2011	780 519	628 449	519 059	43 020	29 600	61 219
2012	1 011 961	713 103	572 209	43 800	27 505	61 806
Reclassifications	38 983					
2012						
jan.	852 974	668 421	533 812	44 172	30 466	62 272
fév.	872 531	694 294	547 487	43 465	30 969	62 553
mars	885 201	694 947	552 459	43 224	30 240	62 014
avril	895 892	691 688	550 506	43 436	30 218	62 578
mai	911 661	656 735	544 169	43 585	29 488	62 758
juin	927 583	665 215	545 516	43 678	29 357	63 154
juil.	968 674	692 378	561 199	44 103	29 517	67 399
août	974 636	685 727	565 938	41 552	28 462	68 230
sep.	977 281	700 706	573 827	40 970	29 498	70 494
oct.	1 009 772	691 483	571 957	44 107	28 657	65 400
nov.	1 014 406	700 423	573 678	44 455	27 824	62 344
déc.	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013						
janv.	1 032 714	733 970	585 223	44 105	27 496	60 233
févr.	1 067 093	758 051	600 254	44 482	27 830	62 920
mars	1 105 779	785 848	619 637	44 345	26 818	66 721
avril	1 144 696	794 685	639 016	45 267	26 627	66 599
mai	1 155 776	803 428	649 234	48 020	26 916	68 682
juin	1 104 835	758 564	632 478	49 458	26 694	70 864
juil.	1 107 378	781 990	644 052	49 752	26 311	70 979
août	1 089 344	768 984	632 644	49 611	26 928	70 882
sep.	1 087 965	800 905	635 381	49 104	28 032	72 179

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 augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.



Au cours du troisième trimestre de 2013, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de 1,5 %. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 5,6 % sur la période étudiée, pour atteindre un encours de 800 905 millions d'euros à la fin du mois de septembre. Les actifs des fonds mixtes ont augmenté de +0,5 %. Enfin, les fonds immobiliers, les « hedge funds » et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de -0,7 %, +5,0 % et 1,9 % au cours du troisième trimestre.

#### 1.2.3.2.7.4 Les OPC monétaires

##### 1.2.3.2.7.4.1 Le nombre de compartiments

Fin septembre 2013, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 207 unités, en hausse de 2 unités par rapport au mois de juin, ce qui marque ainsi une rupture de tendance après 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 définition<sup>29</sup>.

##### 1.2.3.2.7.4.2 La somme des bilans

Au cours du troisième trimestre de 2013, la somme des bilans a diminué de 3,1 %, passant de 210 087 millions d'euros à 203 623 millions d'euros. Dans l'ensemble, le contexte de taux d'intérêt faibles et de baisse de l'aversion au risque a exercé un impact négatif sur le bilan des OPC monétaires. Au cours de la période étudiée, ces derniers ont ainsi enregistré des émissions nettes négatives, de -3 347 millions d'euros.

##### 1.2.3.2.7.4.3 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 créances 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 2013, le portefeuille de titres représentait 77,9 % de l'actif, soit 158 654 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 20,9 %, soit 42 503 millions d'euros. Au cours du troisième trimestre de 2013, la diminution du total bilantaire s'est concrétisée par une contraction des créances sur les établissements de crédit (-13,5 %).

<sup>29</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Tableau 14 :

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

(encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	09-2012	06-2013	09-2013	09-2012 - 09-2013		06-2013 - 09-2013		09-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	57 850	49 147	42 503	-15 347	-26,5	-6 644	-13,5	20,9
Portefeuille titres	177 240	158 135	158 654	-18 586	-10,5	519	0,3	77,9
Autres actifs	4 720	2 805	2 466	-2 254	-47,8	- 339	-12,1	1,2
Total de l'actif	239 810	210 087	203 623	-36 187	-15,1	-6 464	-3,1	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Fin septembre 2013, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (88 948 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (34 230 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (31 640 millions d'euros).

Au cours du troisième trimestre de 2013, le volume total des titres en portefeuille autres que des actions a diminué de 1,6 %. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de la détention de titres émis par les administrations publiques (-10,9 % entre juin 2013 et septembre 2013).

Tableau 15 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie<sup>1)</sup>

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	09-2012	06-2013	09-2013	09-2012 - 09-2013		06-2013 - 09-2013		09-2013
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Etablissements de crédit	92 557	88 822	88 948	-3 609	-3,9	126	0,1	57,5
Administrations publiques	51 040	38 430	34 230	-16 810	-32,9	-4 200	-10,9	22,1
Autres secteurs	33 085	30 139	31 640	-1 445	-4,4	1 501	5,0	20,4
<b>Total</b>	<b>176 682</b>	<b>157 391</b>	<b>154 818</b>	<b>-21 864</b>	<b>-12,4</b>	<b>-2 573</b>	<b>-1,6</b>	<b>100,0</b>

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Encadré 5:

## L'IMPACT DU TAUX DE CHANGE SUR LES OPC ACTIONS DOMICILIÉS AU LUXEMBOURG

Le développement de l'industrie des fonds d'investissement a constitué un élément majeur du paysage économique luxembourgeois depuis le milieu des années 1980. Le Luxembourg est ainsi devenu la deuxième place financière internationale pour la domiciliation de fonds et la première place financière internationale pour la distribution transfrontalière de parts d'OPC. De par cette dimension internationale, les fluctuations du taux de change peuvent exercer des effets importants sur l'activité des fonds d'investissement, avec des implications potentielles pour l'économie réelle et plus particulièrement les revenus fiscaux et la position extérieure du Luxembourg.

L'impact des mouvements du taux de change sur la valeur nette d'inventaire (VNI) des fonds d'investissement exprimée en euros s'exerce principalement à travers un effet de revalorisation : (i) Au niveau du passif du bilan, une dépréciation de l'euro par rapport à une devise étrangère se traduit mécaniquement par une hausse de la VNI en euros des OPC émettant des parts dans cette devise. (ii) Au niveau de l'actif du bilan, les fluctuations de la valeur externe de l'euro se transmettent à la VNI en euros des OPC de manière directe, *via* un changement dans la valeur domestique des titres libellés en devises étrangères et de manière indirecte, *via* l'exposition en devises des émetteurs de titres composant le portefeuille.

Cet encadré s'attache à analyser l'impact des mouvements du taux de change sur la VNI des OPC actions domiciliés au Luxembourg, en insistant particulièrement sur les développements qui se sont produits depuis le début de la crise financière<sup>30</sup>. À cet effet, les données compilées par la Banque centrale du Luxembourg sont utilisées pour exploiter le niveau d'information détaillé relatif à la composition en devises du bilan des OPC actions. Une analyse économétrique basée sur le modèle ICAPM (*International Capital Asset Pricing Model*) est par ailleurs effectuée, afin d'estimer la sensibilité de la VNI aux mouvements du taux de change et d'apporter dans le même temps un éclairage sur les déterminants récents de l'activité des OPC actions.

Les principaux résultats obtenus dans cette étude sont les suivants. La composition en devises du bilan des OPC actions luxembourgeois révèle un degré élevé d'internationalisation, avec respectivement 54 % et 81 % des parts émises et des titres détenus libellés en devises étrangères à la fin du mois de juin 2013. L'analyse économétrique indique que les mouvements du taux de change exercent un impact significatif sur l'encours de la VNI exprimée en euros. Cette sensibilité s'est par ailleurs accrue depuis le début de la crise financière, en raison de l'augmentation de l'exposition en devises des pays émergents. Dans l'ensemble, les fluctuations du marché boursier demeurent toutefois le principal déterminant de l'évolution de l'activité des OPC actions luxembourgeois à moyen terme. De ce point de vue, le taux de change de l'euro par rapport au dollar semble avoir exercé un effet de couverture contre les variations du marché boursier depuis la fin de l'année 2008, limitant ainsi les fluctuations de la VNI des OPC actions exprimée en euros et ce faisant le niveau des recettes générées par la taxe d'abonnement.

### LES DÉTERMINANTS DE L'ACTIVITÉ DES OPC ACTIONS

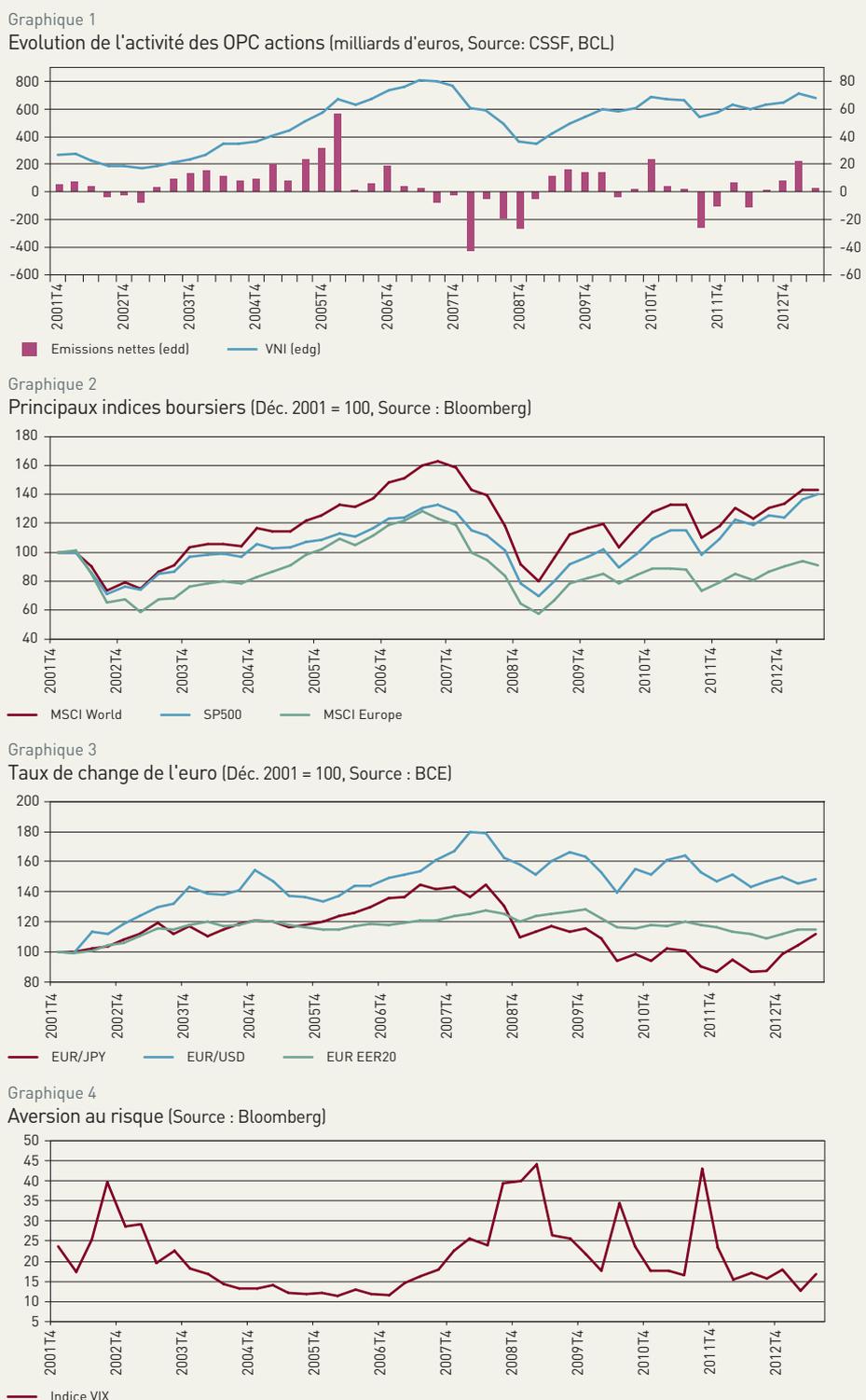
Le graphique 1 décrit l'évolution de la VNI et des émissions nettes des OPC actions luxembourgeois depuis la fin de l'année 2001. Les graphiques 2, 3 et 4 permettent quant à eux de présenter une vue synthétique de l'environnement financier qui a sous-tendu cette évolution. Les graphiques 2 et 3 retracent les développements des principaux indices boursiers

30 Les OPC actions représentent la catégorie d'OPC dont l'actif est essentiellement investi en actions. Pour les besoins de cette étude, les fonds indiciels négociables (ETFs), les fonds de *private equity* et les fonds de fonds ont été retirés de la base de données signalétique qui a servi à construire les statistiques présentées dans cet encadré. En effet, le portefeuille d'actifs de ces fonds n'est pas majoritairement composé d'actions.

et du taux de change de l'euro au cours de la période sous revue<sup>31</sup>, tandis que le graphique 4 illustre l'évolution de l'indice VIX, qui est généralement utilisé pour mesurer l'aversion au risque des investisseurs.

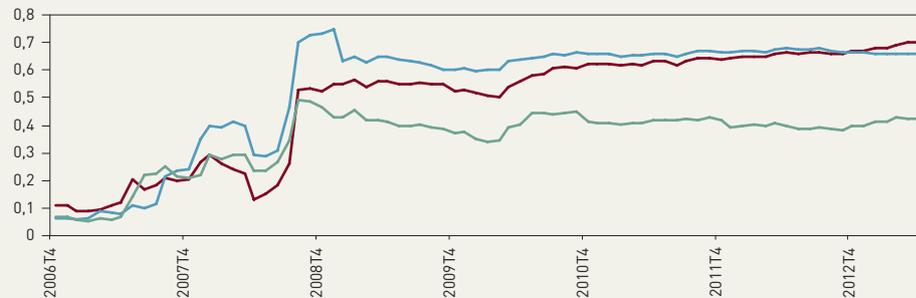
Dans l'ensemble, le cou-mouvement entre l'évolution des indices boursiers et la VNI des OPC actions est assez patent. Les développements favorables des indices boursiers entre 2003 et 2007 ont en effet largement favorisé l'évolution de la VNI, tant du point de vue des émissions nettes que des effets de revalorisation. Durant la phase d'avant-crise, le taux de change de l'euro s'est quant à lui globalement apprécié, affectant ainsi négativement la VNI des OPC actions.

Après le point de retournement de l'été 2007, qui est associé au déclenchement de la crise financière, la VNI a commencé à décliner parallèlement à la chute des indices boursiers. A partir de mars 2009, l'activité des OPC actions s'est redressée au gré de l'amélioration des conditions économiques et financières,



31 Le graphique 3 illustre le taux de change effectif nominal de l'euro (EUR EER20), qui est mesuré par un panier de devises composé des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, et le taux de change nominal de l'euro par rapport au dollar américain (EUR/USD) et au yen japonais (EUR/JPY). Etant donné que les taux de change sont exprimés en termes d'unités de devises étrangères par euro, une hausse des indices est associée à une appréciation de l'euro.

Graphique 5  
Corrélation entre le taux de change de l'euro et le world MSCI



Graphique 6  
Corrélation entre le taux de change de l'euro et le VIX



sans toutefois retrouver son niveau d'avant-crise. La crise financière, qui s'est accompagnée d'un fort regain d'aversion au risque et son corollaire, un comportement de fuite vers la qualité favorable aux obligations d'Etat, a donc eu un impact négatif sur ce segment de marché qui a globalement enregistré des émissions nettes négatives de plus de 30 milliards d'euros entre le troisième trimestre de 2007 et le mois de juin 2013. Au cours de cette période, le taux de change de l'euro a eu plutôt tendance à se déprécier, soutenant ainsi l'évolution de la VNI.

Plus spécifiquement, depuis le début de la crise financière, le régime de marché a été dominé par un comportement d'allocation d'actifs «*risk-on risk-off*», ce qui s'est traduit par un changement de corrélation entre, d'une part, le taux de change de l'euro et l'indice boursier mondial et d'autre part le taux de change de l'euro et l'indice VIX<sup>32</sup>.

Dans un tel environnement, une baisse (hausse) de l'indice VIX, utilisé pour identifier les épisodes de *risk-on risk-off*, s'accompagne à la fois d'une hausse (baisse) des indices boursiers et d'une appréciation (dépréciation) de l'euro vis-à-vis des devises refuges telles que le dollar et le yen. En effet, dans une configuration de marché caractérisée par une forte aversion au risque, les épisodes *risk-off* tels que ceux correspondant aux pics du VIX associés à la faillite de Lehman Brothers et au déclenchement et à l'intensification de la crise de la dette souveraine, amènent les opérateurs à vendre leurs actifs risqués, ce qui se traduit par un débouclage des opérations de portage (*carry trade*) et par un mouvement de retrait des actions vers les obligations d'Etat les plus liquides. Cette situation engendre une baisse de la VNI des OPC actions alimentée par des émissions nettes négatives et une diminution des indices boursiers. Dans le même temps, ces comportements s'accompagnent de positions nettes acheteuses sur le dollar et le yen, impliquant par là une dépréciation de la monnaie unique qui tend ainsi à amortir le déclin de l'activité enregistré initialement par les OPC actions luxembourgeois. Dans le cas contraire, les périodes de regain de confiance des investisseurs (épisodes *risk-on*) incitent les investisseurs à acheter des actions et à renouer leurs opérations de portage, produisant ainsi un mouvement inverse de hausse des actions et de dépréciation des valeurs refuges par rapport aux autres devises des pays développés et des pays émergents.

Cette configuration de marché a des implications importantes pour notre problématique, puisque les mouvements du taux de change de l'euro par rapport au dollar semblent avoir joué un rôle d'amortisseur face aux développements

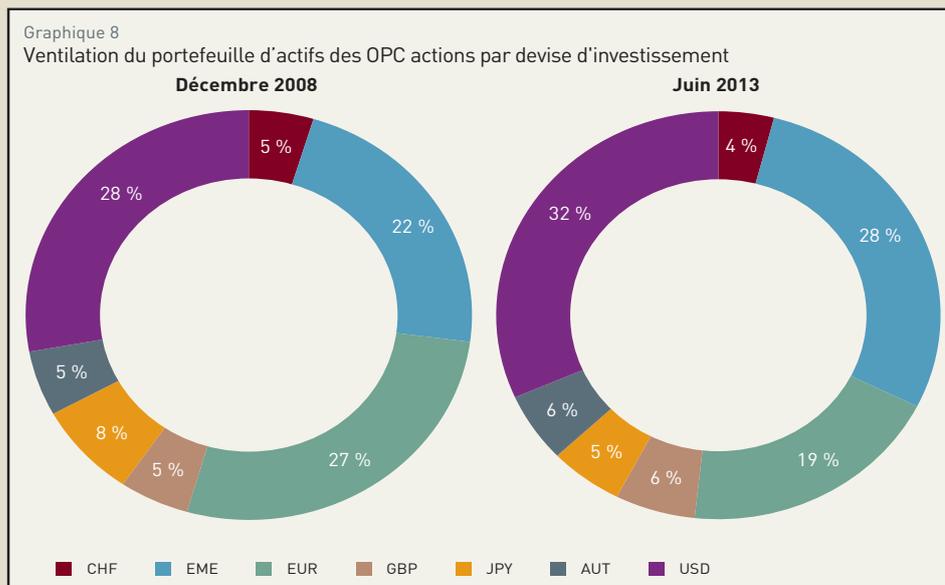
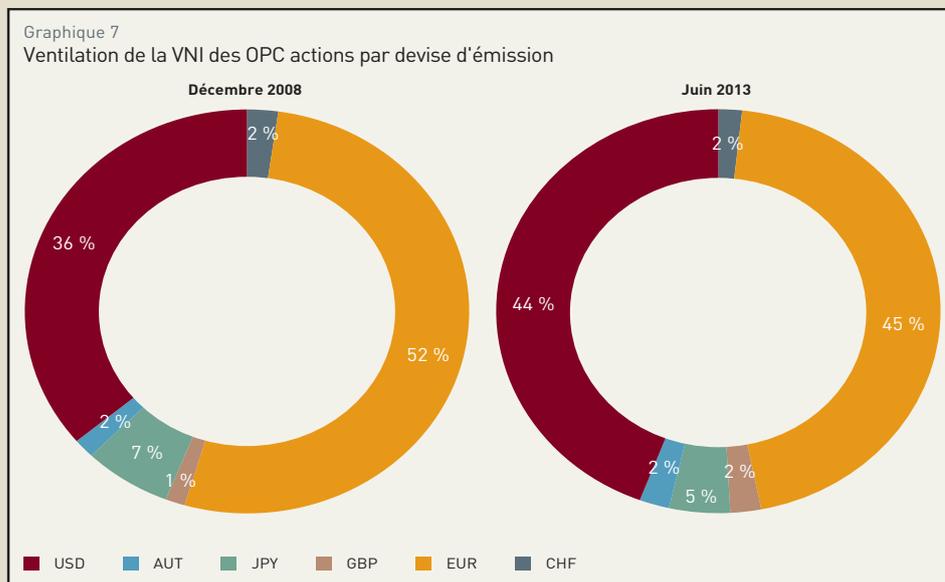
32 Le coefficient de corrélation présenté dans les graphiques 5 et 6 est basé sur des fenêtres glissantes couvrant une période de 5 ans. Le choix de cet horizon permet de réduire la volatilité du coefficient de corrélation sans en modifier la conclusion principale.

boursiers durant la période de crise. Cet effet de couverture pour la VNI des fonds luxembourgeois exprimée en euros sera notamment mis en exergue dans la partie économétrique. Au préalable, la section suivante s'attache à présenter la composition en devises du bilan des OPC actions.

### LA COMPOSITION EN DEVICES DU BILAN DES OPC ACTIONS

Les graphiques 7 et 8 présentent l'évolution de la composition en devises du portefeuille d'actifs et des parts émises par les OPC actions domiciliés au Luxembourg entre décembre 2008 et juin 2013<sup>33</sup>. Les OPC actions domiciliés au Luxembourg affichent ainsi un niveau élevé d'internationalisation en ce qui concerne la composition en devises de leur bilan, avec respectivement 54 % et 81 % des parts émises et des titres détenus libellés en devises étrangères<sup>34</sup>. En

outre, l'importance de l'euro a considérablement diminué depuis le début de la crise financière. Au niveau du passif, ce changement s'est produit en faveur d'une hausse de la proportion des parts émises en USD, qui est passée de 36 % à 44 % au cours de la période sous revue. Au niveau de l'actif, la part des titres libellés en devises des pays émergents et dans une moindre mesure en USD a significativement augmenté, pour atteindre respectivement 28 % et 33 % de l'ensemble des investissements au mois de juin 2013.



33 Les données utilisées pour obtenir ce niveau d'information détaillé proviennent de la collecte titre par titre, qui a été mise en place à partir de la fin de l'année 2008.

34 Les devises considérées au passif sont l'euro (EUR), le dollar américain (USD), le franc suisse (CHF), la livre sterling (GBP), le yen japonais (JPY) et les autres devises (AUT). La catégorie des pays émergents (EME) est ajoutée à l'actif afin de prendre en compte la plus grande diversité en devises du portefeuille de titres des OPC actions. La liste des pays émergents reflète la composition de l'indice *MSCI emerging markets* (telle que disponible au mois de juin 2013), à laquelle s'ajoutent Hong-Kong et Singapour.

Pour compléter cette analyse descriptive, le tableau suivant présente une matrice contenant la composition en devises du portefeuille d'actifs des OPC actions ventilée selon la devise d'émission. Dans l'ensemble, les parts émises par les OPC actions en USD sont principalement investies dans des actifs libellés en devises de pays émergents (EME) et en USD, avec respectivement 44 % et 41 % de l'encours des titres à la fin du mois de juin 2013. Les parts émises en euros sont également essentiellement investies dans des actifs libellés en euros, mais se caractérisent par une plus grande diversification du point de vue de la composition en devises du portefeuille d'actifs, avec une proportion d'actifs libellés en USD, en devises de pays émergents (EME), en GBP et en CHF atteignant respectivement 24 %, 14 %, 9 % et 6 % en fin de période. Enfin, de manière générale, les OPC actions luxembourgeois affichent un biais domestique assez significatif du point de vue de la composition en devises de leur bilan, les parts émises dans une devise spécifique étant principalement investies dans cette même devise, à l'exception du GBP qui est davantage investi en USD.

Tableau 1 :

**Composition en devises du portefeuille d'actifs en fonction de la devise d'émission (%)**

2013-06		DEVISE D'INVESTISSEMENT							MONTANT TOTAL ÉMIS (MILLIARDS D'EUROS)
		EUR	USD	JPY	CHF	GBP	AUTRES	EME	
« DEVISE D'ÉMISSION »	EUR	38,0	23,7	4,0	5,8	8,8	5,9	13,8	307,3
	USD	3,8	41,1	2,1	1,4	2,9	4,5	44,3	301,3
	JPY	5,4	16,4	52,6	0,2	1,3	2,6	21,5	30,2
	CHF	15,8	25,5	4,6	39,0	3,1	3,3	8,6	11,7
	GBP	13,0	37,8	5,0	4,0	18,2	4,3	17,8	15,2
	AUTRES	10,0	22,8	9,5	1,2	2,1	25,0	29,4	14,8
MONTANT TOTAL INVESTI (MILLIARDS D'EUROS)		126,2	206,2	35,0	26,4	38,1	35,8	184,9	

Après avoir brièvement présenté la composition en devises du bilan des OPC actions domiciliés aux Luxembourg, il convient à présent d'étudier la sensibilité de la VNI aux mouvements du taux de change de l'euro à partir d'une analyse économétrique.

### LES RÉSULTATS DE L'ANALYSE ÉCONOMÉTRIQUE

L'impact du taux de change sur l'évolution de la VNI des OPC actions exprimée en euros est analysé à partir d'un modèle ICAPM (*International Capital Asset Pricing Model*) adapté au contexte de notre étude. Le modèle ICAPM s'attache à estimer le rendement d'un portefeuille en fonction d'un indice boursier mondial de référence (*benchmark*) en prenant en compte les différents effets de change sur la valeur du portefeuille exprimée en monnaie domestique.

Dans le cadre de cette étude, le taux de croissance de la VNI est utilisé comme variable dépendante. En outre, hormis les revalorisations dues à un effet prix et un effet change, le taux de croissance de la VNI est également déterminé par un effet transaction inhérent aux ventes et rachats de parts d'OPC. Par conséquent, une variable explicative supplémentaire, le VIX, a été ajoutée au modèle ICAPM traditionnel afin de prendre en compte l'influence de l'aversion au risque sur le montant des émissions nettes.

Le modèle retenu est le suivant :

$$(1) \quad vni_t = \alpha + \beta x_t + \varepsilon_t$$

avec  $vni_t$ , la VNI des OPC actions luxembourgeois exprimée en euros,  $x$  le vecteur de variables explicatives,  $\beta$  le vecteur contenant les coefficients de sensibilité de la VNI aux différents facteurs de risque,  $\alpha$  une constante et  $\varepsilon$  le résidu du modèle. Les variables du modèle sont toutes exprimées en première différence logarithmique.

Le vecteur de variables explicatives inclut les séries temporelles suivantes : (i) L'indice *Morgan Stanley Capital International all country world* (MSCI AC World) exprimé en devises locales. Le choix de cet indice boursier de référence, qui incorpore à la fois les pays développés et les pays émergents, est justifié par la diversification internationale du portefeuille des OPC actions luxembourgeois. (ii) L'exposition au risque de change de la VNI est quant à elle mesurée par le taux de change EUR/USD et le taux de change EME/USD<sup>35</sup> et ce afin de prendre en compte la composition en devises du bilan des OPC actions, tant au niveau de l'actif que du passif. (iii) Enfin, le VIX est utilisé comme mesure de l'aversion au risque pour tenir compte de l'impact des transactions sur l'évolution du taux de croissance de la VNI.

Le modèle économétrique est estimé sur des données mensuelles couvrant la période de juillet 2001 à juin 2013. Une variable muette a par ailleurs été introduite pour les mois d'avril 2004, de juin 2010 et de novembre 2011 afin d'améliorer les propriétés des résidus du modèle. La régression est également effectuée sur deux sous-périodes de manière à analyser l'impact de la crise financière sur la sensibilité de la VNI aux différents facteurs de risque. Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau 2 :

**Résultats économétriques**

PÉRIODE	2001:7-2013:06	2001:7-2007:12	2009:1-2013:06
MSCI AC World	1,079*** (0,047)	1,069*** (0,073)	0,954*** (0,053)
EUR/USD	-0,718*** (0,062)	-0,751*** (0,094)	-0,753*** (0,069)
EME/USD	0,737*** (0,190)	0,740** (0,336)	0,876*** (0,175)
VIX	-0,032*** (0,008)	-0,034*** (0,013)	-0,038*** (0,008)
Nombre d'observations	143	77	54
R <sup>2</sup> ajusté	0,92	0,91	0,95

\*\* et \*\*\* représentent les seuils de significativité statistique à 95 % et 99 %. Les écarts types des estimateurs sont présentés entre parenthèses.

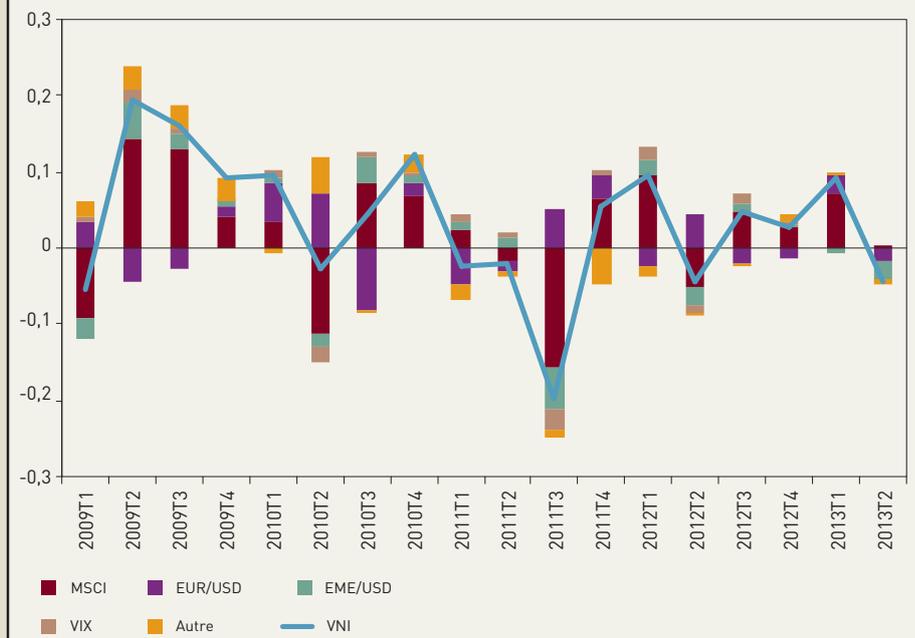
Le modèle explique plus de 90 % de l'évolution du taux de croissance de la VNI des OPC actions exprimée en euros sur l'ensemble de la période considérée. En outre, les coefficients issus de l'estimation sont tous statistiquement significatifs. Eu égard à ces résultats, lorsque le rendement de l'indice boursier mondial (MSCI AC World) augmente de 1 %, le taux de croissance de la VNI augmente en moyenne de 1,1 %. La sensibilité de la VNI aux fluctuations du taux de change est relativement importante, reflétant par là le degré élevé d'internationalisation de la composition en devises du bilan des OPC actions. Une hausse de 1 % du taux de change EUR/USD et du taux de change EME/USD se traduit respectivement par une variation de -0,72 % et +0,74 % de la VNI. Enfin, le coefficient associé au VIX est statistiquement significatif, confirmant ainsi l'utilisation de cette variable pour prendre en compte l'effet de transaction sur l'évolution de la VNI.

L'estimation du modèle sur deux sous-périodes indique par ailleurs une sensibilité accrue de la VNI aux fluctuations du taux de change des pays émergents depuis le début de la crise financière. L'augmentation de l'exposition des OPC actions luxembourgeois envers ces pays s'est en effet traduite par une hausse du coefficient associé de 0,74 à 0,88. La sensibilité de la VNI aux fluctuations du taux de change EUR/USD est quant à elle restée relativement stable durant la période de crise.

Le graphique 9 décrit la contribution relative des différents facteurs à l'évolution de la VNI des OPC actions au cours de la période récente.

35 Le taux de change composite des devises des pays émergents vis-à-vis du dollar a été calculé en pondérant le taux de change des devises de chaque pays émergent par sa capitalisation boursière. La liste des pays émergents retenue est identique à celle mentionnée précédemment.

Graphique 9  
Contribution des différents facteurs à l'évolution de la VNI des OPC actions (%)



Dans l'ensemble, au cours de la période considérée, les variations de l'indice boursier mondial ont exercé une influence prépondérante dans l'évolution de la VNI. Le degré d'aversion au risque des investisseurs semble quant à lui avoir joué un rôle plus ponctuel, correspondant à des mouvements importants du VIX, tels que ceux enregistrés durant les épisodes de déclenchement et de détérioration de la crise souveraine (respectivement 2010T2 et 2011T3). Les fluctuations du taux de change de l'euro ont pour leur part exercé une incidence non négligeable sur l'activité des OPC actions luxembourgeois. Plus spécifiquement, l'évolution

du cours de la monnaie des pays émergents a globalement accentué les effets de l'indice boursier sur l'évolution de la VNI tandis que la contribution du taux de change EUR/USD a généralement été de signe opposé et ce en raison de la corrélation positive entre l'indice boursier mondial et le taux de change de l'euro par rapport au dollar observée au cours de la période de crise. Cet effet de compensation illustre ainsi le rôle de couverture naturelle (*natural hedging*) joué par le taux de change EUR/USD face aux fluctuations du marché pour l'industrie des OPC actions domiciliés au Luxembourg.

## CONCLUSION

Pour conclure, les résultats issus de l'analyse développée dans cet encadré suggèrent une sensibilité élevée de la VNI des OPC actions luxembourgeois aux fluctuations du taux de change, reflétant ainsi le degré d'internationalisation de la composition en devises de leur bilan.

Le modèle incluant le MSCI AC World, le taux de change EUR/USD, le taux de change EME/USD et le VIX fournit un cadre d'analyse empirique satisfaisant pour décrire l'évolution de la VNI des OPC actions. A partir de 2008, la sensibilité de la VNI aux fluctuations du taux de change des devises des pays émergents s'est accentuée, reflétant ainsi les mouvements de portefeuille qui ont eu lieu depuis le déclenchement de la crise. En outre, au cours de cette période, le taux de change EUR/USD a exercé un effet de couverture contre les variations du marché boursier, limitant ainsi les fluctuations de la VNI des OPC actions exprimée en euros.

Dans l'ensemble, l'impact des mouvements du taux de change dépend de la composition en devises du bilan et des comouvements entre les taux de change et les rendements des autres actifs financiers. De ce point de vue, l'impact du taux de change sur la VNI des OPC actions luxembourgeois devrait se modifier dans un futur proche, avec la transition vers un nouveau régime de marché caractérisé par une modification de la corrélation entre le taux de change EUR/USD et les indices boursiers, ainsi que par le retrait déjà perceptible des investisseurs des pays émergents suite à l'annonce du changement d'orientation de la politique monétaire de la part de la Réserve fédérale des États-Unis (FED).

### 1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les statistiques de l'année 2012 relatives aux ventes dans le commerce et aux autres activités tertiaires du secteur non financier ne sont guères réjouissantes, exception faite pour le commerce de détail. Les évolutions en 2012 en moyenne annuelle des chiffres d'affaires (CAs) ont été négatives dans plusieurs secteurs et non les moindres : le commerce et la réparation automobile, le commerce de gros, le transport par eau, le transport aérien et les services auxiliaires des transports<sup>36</sup> (voir tableau). La très bonne résistance du commerce de détail s'est poursuivie en 2012. Néanmoins, il convient de souligner qu'une fois de plus, le commerce électronique (relevant des ventes par correspondance ou VPC) et la vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) se sont avérés être les principaux moteurs du commerce de détail dans son ensemble.

Les données pour les premier et deuxième trimestres 2013 indiquent des hausses notables du CA dans le commerce de détail mais des évolutions nettement moins favorables dans le commerce de détail hors VPC et VCMS. Les évolutions des CAs dans les secteurs du transport aérien, fluvial et de l'hôtellerie-restauration ont été en moyenne favorables sur les deux premiers trimestres de l'année 2013. Dans les autres principaux secteurs (commerce de gros, commerce et réparation d'automobiles et services auxiliaires des transports), les évolutions moyennes constatées sur les 6 premiers mois de l'année ont en revanche été globalement négatives (voir tableau).

Dans le secteur automobile, le nombre des immatriculations devrait reculer en moyenne annuelle en 2013 par rapport à l'année 2012. Au cours de cette dernière année, 50 398 nouvelles immatriculations avaient été enregistrées au Luxembourg, ce qui constituait la quatrième meilleure performance depuis 1981 et permettait de se rapprocher des sommets atteints avant la crise financière. Il convenait toutefois de rester prudent, l'apparente bonne tenue des immatriculations automobiles au Luxembourg en 2012 s'étant expliquée pour partie par l'accroissement des exportations et la non reconduction des primes concernant les véhicules non électriques et non-hybrides. Force est de constater que sur les neuf premiers mois de l'année 2013, les statistiques envoient des signaux nettement plus décevants que ce qui était observé un an auparavant. Il ressort ainsi que les immatriculations automobiles du Luxembourg ont enregistré un nouveau recul au troisième trimestre 2013 (par rapport au même trimestre de l'année précédente). Au total, sur les neuf premiers mois de l'année 2013, les immatriculations se sont inscrites en baisse de 7,8 % par rapport à 2012. Sur la même période, la baisse a atteint 3,9 % dans l'Union européenne. Les évolutions des immatriculations chez nos voisins se sont établies à +0,7 % en Belgique, -8,5 % en France et -6,0 % en Allemagne.

36 Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.

Tableau 16:

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

	2011	2012	2012-T3	2012-T4	2013-T1	2013-T2	2013-T3
Immatriculations de voitures	0,3	1,0	-5,3	10,1	-8,9	-6,9	-7,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	7,7	-7,1	-13,0	-5,5	-4,4	-1,6	-
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	15,8	-15,1	-15,4	-18,3	-6,3	0,5	-
Commerce de détail	24,4	22,8	25,8	21,4	17,0	16,3	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC <sup>1)</sup> et VCMS <sup>2)</sup>	4,3	3,3	3,8	2,7	-0,0	0,7	-
Hôtels et restaurants	3,8	3,1	2,7	3,7	2,2	6,8	-
Transport aérien	9,1	-0,4	-0,8	5,9	9,5	9,8	-
Transport par eau	7,9	-15,6	-21,8	-24,6	7,7	54,5	-
Transport terrestre	5,2	1,4	-1,5	6,5	3,4	-3,5	-
Services auxiliaires des transports	10,6	-4,1	-9,6	-0,1	-7,3	-17,7	-

\*En valeur.

<sup>1)</sup> ventes par correspondance<sup>2)</sup> VCMS: ventes de carburants en magasins spécialisés

Source: Statec, calculs BCL

**1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs**

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a légèrement progressé en novembre. La confiance des consommateurs se situe désormais à un niveau équivalent à sa moyenne historique (égale à zéro) et ce pour la première fois depuis août 2011.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance ont évolué de manière favorable ce mois-ci, à l'exception de celle relative à l'évolution future du chômage qui s'est quelque peu dégradée. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière se sont légèrement améliorées tandis que celles relatives à leur capacité d'épargner ont enregistré une hausse plus significative.

La confiance des consommateurs a fait preuve d'une volatilité certaine au cours de l'année 2013. Elle a notamment enregistré trois mois consécutifs de baisse entre mai et juillet 2013, avant de rebondir nettement en août et de progresser de manière plus modérée ensuite. En dépit de ces variations, il semble néanmoins acquis que la tendance générale qui se dessine depuis novembre 2012 est à la hausse (voir graphique). L'indicateur de confiance des consommateurs affiche en novembre 2013 un niveau supérieur de 12 points à celui qui était observé un an auparavant. Les anticipations des ménages sur l'évolution du chômage au Luxembourg ont enregistré une amélioration d'ampleur quasi-équivalente sur la même période, les inquiétudes concernant le chômage ayant reculé de l'ordre de 13 points. Leur opinion sur la situation économique générale au Luxembourg, quant à elle, s'est fortement améliorée en affichant une hausse de 27 points sur un an.

Dans la zone euro, la hausse de l'indicateur de confiance des consommateurs a fait preuve de plus de régularité, en enregistrant en octobre 2013 son onzième mois consécutif de hausse avant de reculer de 1 point en novembre. Il n'en reste pas moins qu'elle évolue en dessous de sa moyenne historique depuis août 2011.

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

Tableau 17 :

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSUMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2011	novembre	-7	-29	42	-3	48
	décembre	-7	-27	40	-3	41
2012	janvier	-3	-23	35	-3	48
	février	-7	-22	40	-6	42
	mars	-5	-21	42	-2	47
	avril	-6	-24	40	-1	42
	mai	-7	-24	46	-8	47
	juin	-7	-21	48	-4	43
	juillet	-3	-19	45	0	50
	août	-8	-26	51	-3	47
	septembre	-9	-26	48	-7	44
	octobre	-15	-38	56	-11	46
	novembre	-12	-37	48	-8	44
	décembre	-12	-37	44	-9	43
2013	janvier	-11	-32	43	-8	39
	février	-7	-22	42	-5	39
	mars	-7	-25	41	-5	41
	avril	-6	-24	37	-6	42
	mai	-9	-26	48	-8	46
	juin	-11	-22	53	-4	36
	juillet	-12	-24	56	-5	37
	août	-7	-18	53	-2	42
	septembre	-2	-13	47	2	51
	octobre	-1	-11	32	-2	39
	novembre	0	-10	35	0	44

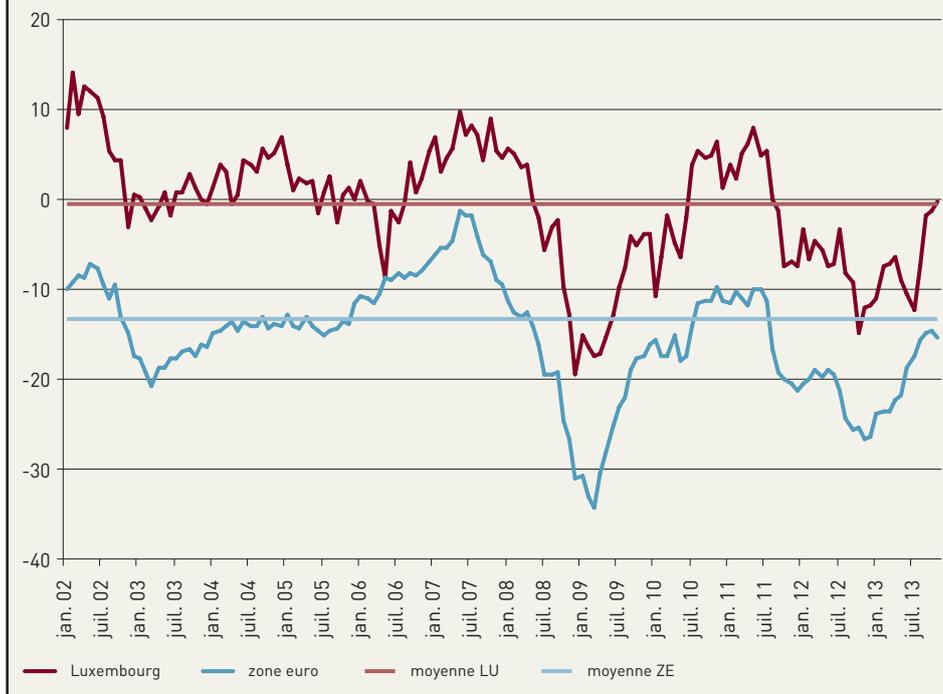
*Note : Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration 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.*

*Source : BCL*

Graphique 24

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



Sources : BCL, Commission européenne

## 1.2.5 La croissance économique

## Comptes annuels

La plus récente version des comptes annuels, publiée le 8 octobre 2013, fait apparaître que la croissance annuelle moyenne s'est établie à -0,2 % en 2012, alors que la croissance était encore estimée à +0,3 % dans les comptes nationaux d'avril.

Les composantes de la demande intérieure se sont globalement bien comportées sur l'ensemble de l'année 2012, avec une croissance de la consommation des ménages de 1,7 %, de la consommation publique de 4,8 % et de la formation brute de capital fixe de 3,5 %. Les exportations se sont cependant sensiblement contractées, à raison de 1,9 %. La diminution des importations a été moins prononcée (-1,0 %).

Il importe par ailleurs de signaler que les données relatives à 2009 ont été nettement révisées vers le bas. Les comptes d'octobre laissent en effet apparaître une diminution du PIB en volume de quelque 5,6 % en 2009, à comparer avec une réduction de 4,1 % dans les comptes d'avril. Le constat d'un fort décrochage cumulé du PIB en volume depuis 2007, évoqué notamment dans le précédent Bulletin 2013/3, est par conséquent renforcé.

Tableau 18:

## Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consommation des ménages	3,3	-0,3	-1,4	2,1	1,1	1,7
Consommation publique	2,8	1,5	4,9	2,5	1,3	4,8
Formation brute de capital fixe	18,4	2,0	-16,2	-0,7	12,1	3,5
Exportations	9,0	4,4	-12,9	7,2	5,4	-1,9
Importations	9,3	6,1	-15,4	11,4	7,4	-1,0
Exportations nettes	7,7	-4,6	1,0	-12,7	-6,4	-8,1
PIB réel	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, on note en 2012 un net repli de l'activité dans le secteur commercial au sens large (-2,4 %) et surtout dans le secteur financier (-7,4 %), tandis que la progression de l'activité a été relativement soutenue dans la plupart des autres secteurs.

Tableau 19:

**Croissance annuelle de la valeur ajoutée par branche économique**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agriculture, sylviculture et pêche	-10,2	-12,3	26,5	-7,1	-14,8	-1,2
Industrie, y compris énergie	9,9	-20,7	-19,5	6,2	-11,0	2,0
Construction	10,4	-8,0	-4,0	1,9	1,7	2,2
Commerce, transports, hébergement et restauration	3,8	-2,6	-12,5	0,4	5,2	-2,4
Information et communication	12,3	5,3	1,5	20,1	10,5	4,2
Activités financières et d'assurance	5,6	3,8	-6,7	3,6	-2,3	-7,4
Activités immobilières	7,8	2,5	1,0	4,6	2,5	4,1
Services aux entreprises et location	12,3	1,1	-10,1	-1,1	2,4	1,9
Administrations publiques, éducation et santé	3,3	1,4	3,9	2,4	2,7	4,3
Autres activités de services	3,7	2,7	1,9	2,4	7,3	0,1
PIB réel	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

**Comptes trimestriels**

La publication des comptes nationaux trimestriels datant du 8 octobre 2013 fait ressortir que le PIB réel a affiché au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013 une sensible progression, de 1,6 %, par rapport au trimestre précédent. Par rapport au trimestre correspondant de l'année 2012, le PIB affiche au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013 une progression de 2,4 %. Par ailleurs, le profil trimestriel de croissance du PIB relatif aux trimestres antérieurs a été révisé de manière sensible par le Statec. Ainsi, il apparaît à présent que l'activité au premier trimestre de 2013 a diminué de manière moins prononcée que ce qui ressortait de la précédente version des comptes datant de juillet (-0,6 % par rapport au trimestre précédent contre -1,6 % dans les comptes de juillet 2013). Une correction à la baisse a cependant été effectuée en ce qui concerne le dernier trimestre de 2012 (+1,1 % par rapport au trimestre précédent contre +2,2 % estimés en juillet). Enfin, les données du troisième trimestre de 2012 ont subi une révision à la hausse (+0,2 % par rapport au trimestre précédent contre -0,2 % en juillet).

La consommation privée s'est repliée au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013, sa croissance en rythme trimestriel s'établissant à -0,6 %. Par ailleurs, la croissance des exportations a été relativement robuste (+1,8 % par rapport au trimestre précédent), de même que celle de la formation brute de capital et dans une moindre mesure celle de la consommation publique.

Tableau 20:

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013
Consommation privée	-0,2	1,1	0,7	-0,6	1,3	1,0	1,1	1,1
Consommation publique	0,6	0,5	0,4	1,3	4,5	4,9	2,6	2,7
Formation brute de capital fixe	-4,4	12,0	-6,1	2,7	-8,9	0,1	-5,6	3,3
Exportations	0,5	1,2	-0,2	1,8	-2,9	-1,3	1,3	3,3
Importations	-0,2	1,8	-0,1	1,1	-4,0	-1,2	0,3	2,6
PIB réel	0,2	1,1	-0,6	1,6	-0,5	0,2	1,2	2,4

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

En base annuelle, toutes les composantes se sont accrues au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013. Ce fut en particulier le cas de la consommation publique (+2,7 % en glissement annuel), de la formation brute de capital (+3,3 %) et des exportations (+3,3 % également).

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée ne se contracte que dans deux secteurs au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013, soit dans l'agriculture (-2,6 % par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre de 2013) et dans les services aux entreprises (-3,8 %). Des progressions particulièrement marquées se sont par contre manifestées dans la construction (+7,1 %) et dans la branche information et communication (+8,2 %). Le secteur financier enregistre quant à lui une légère hausse de sa valeur ajoutée, de 0,8 % par rapport au trimestre précédent.

En rythme annuel, l'activité économique recule sensiblement dans l'agriculture et dans l'industrie, un recul plus modeste affectant les activités financières (-0,7 % sur un an). La branche information et communication se distingue à nouveau par une croissance très soutenue (+7,8 % au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013 par rapport au trimestre correspondant de 2012).

Tableau 21 :

**Croissance de la valeur ajoutée par branche économique**

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013	T3 2012	T4 2012	T1 2013	T2 2013
Agriculture, sylviculture et pêche	-0,5	-4,4	3,0	-2,6	1,2	-4,1	-2,8	-4,6
Industrie, y compris énergie	0,8	0,2	-4,5	1,0	3,2	7,0	-4,2	-2,6
Construction	1,6	3,8	-8,5	7,1	3,2	5,3	-5,1	3,4
Commerce, transports, hébergement et restauration	-0,3	1,6	0,9	1,9	-5,6	-3,8	-0,4	4,2
Information et communication	6,6	1,8	-8,1	8,2	12,2	4,8	7,4	7,8
Activités financières et d'assurance	-1,3	0,1	-0,3	0,8	-8,4	-5,4	0,1	-0,7
Activités immobilières	1,2	1,4	0,9	1,0	5,1	4,6	4,8	4,6
Services aux entreprises et location	0,1	2,8	1,9	-3,8	0,5	1,8	4,3	1,0
Administrations publiques, éducation et santé	0,1	0,9	0,6	1,7	4,0	4,0	3,7	3,3
Autres activités de services	0,6	-0,6	0,2	1,1	-0,2	-0,6	-1,5	1,3
PIB réel	0,2	1,1	-0,6	1,6	-0,5	0,2	1,2	2,4

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

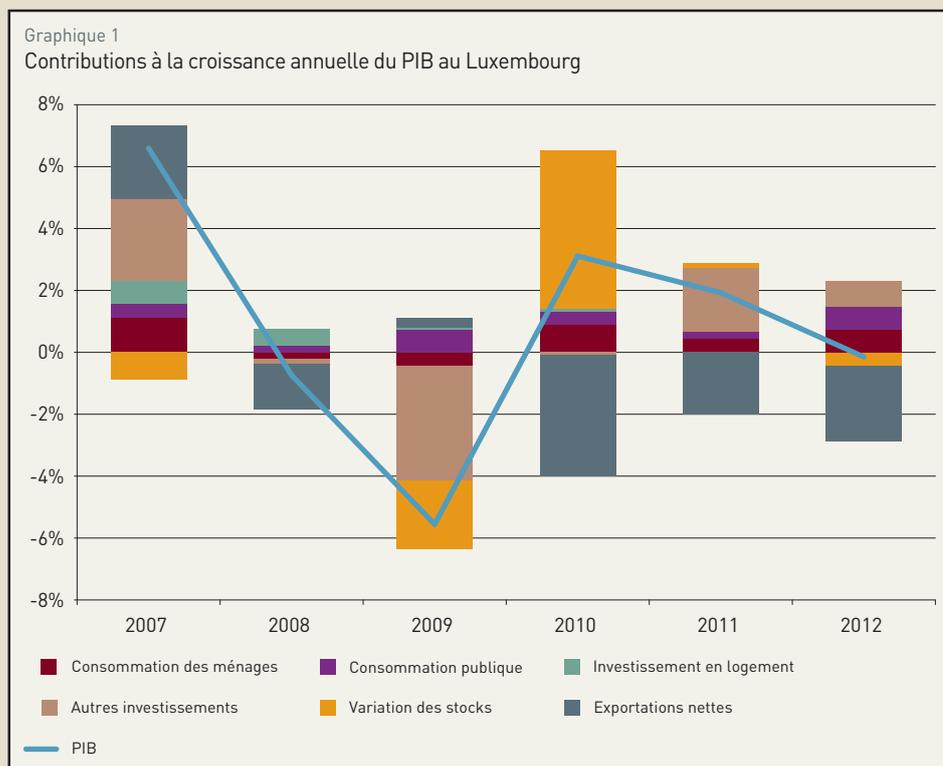
Encadré 6 :

## L'ÉVOLUTION DU PIB ET DE SES COMPOSANTES DEPUIS LA CRISE

Cet encadré présente une analyse de l'évolution du PIB depuis 2007 en termes de ses composantes sous l'optique dépense. A l'instar de nombreux pays de la zone euro, le PIB au Luxembourg s'est contracté en 2008 et 2009 après une période de croissance longue et soutenue. Entre 1995 et 2007, le Luxembourg a connu une croissance moyenne de 4,6 % par an.

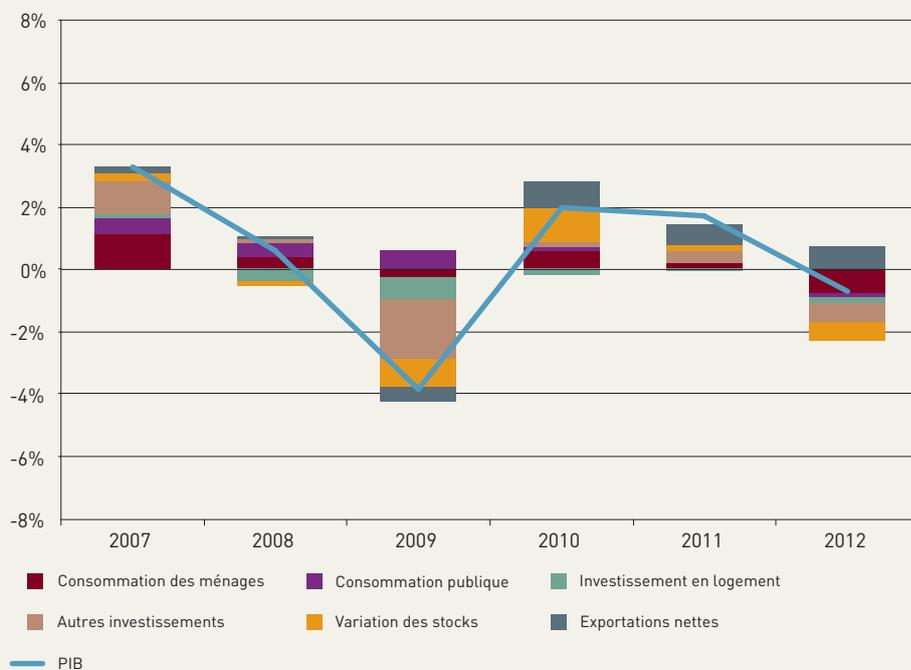
Sur la période analysée (voir graphique 1), la croissance du PIB a bénéficié d'une contribution généralement positive de la part de la consommation publique et privée. En effet, la contribution négative de la consommation privée en 2008 et 2009 a été très limitée. Après une forte croissance en 2007 (+6,6 %), due à une demande intérieure et à des exportations nettes en forte augmentation, le PIB s'est contracté en 2008 et davantage encore en 2009. Ce phénomène est principalement attribuable en 2009 à un recul considérable de l'investissement (voir graphique 3). La variation des stocks a également fourni une importante contribution négative en 2009 [graphique 1]. Par contre, de fortes réductions des importations de biens ont généré une contribution faiblement positive du solde des exportations nettes au cours de cette même année.

En 2010 le PIB a augmenté de 3,1 % suite à une reprise de la demande intérieure, partiellement compensée par une contribution négative des exportations nettes. L'important déstockage observé en 2009 s'est inversé et la variation des stocks a contribué positivement. Il convient de mentionner que la variation des stocks dépend en partie de la volatilité associée aux acquisitions moins cessions d'objets de valeur. En général, il est difficile de donner une interprétation économique à cette composante du PIB, puisque les variations de stocks jouent souvent un rôle important dans le processus d'équilibrage des comptes nationaux et renferment par conséquent une composante résiduelle importante<sup>37</sup>. Depuis 2011, la croissance annuelle du PIB est en recul, sous l'effet de contributions négatives des investissements et de la balance des biens et services. La contribution de la consommation intérieure reste à un niveau positif et relativement stable.



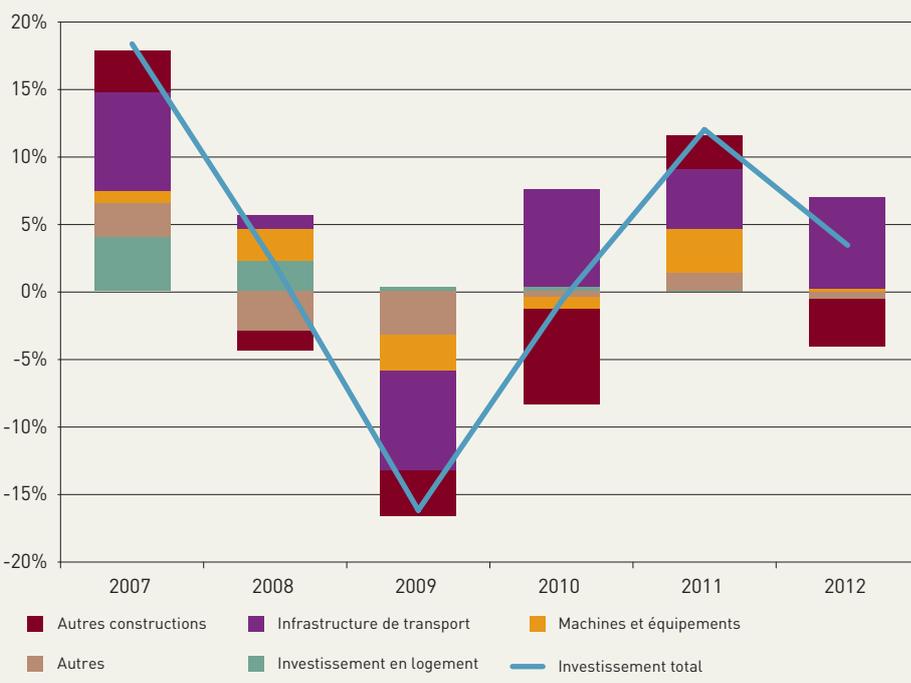
37 Pour plus de détails voir encadré « Fiabilité des estimations de la croissance du PIB de la zone euro et de ses composantes », Bulletin mensuel de la BCE, juin 2006.

Graphique 2  
Contributions à la croissance annuelle du PIB dans la Zone Euro



Depuis 2008, l'évolution du PIB dans la zone euro est comparable à celle du Luxembourg (graphique 2), mais selon un rythme plus modéré de 2010 à 2012. Ainsi, après une croissance de 3,3 % en 2007, le PIB de la zone euro a ralenti en 2008 et s'est contractée en 2009. Comme au Luxembourg, la baisse du PIB a été déterminée par une contribution fortement négative de la demande intérieure en 2009. En 2010, le PIB de la zone euro s'est à nouveau accru (+2,0 %). Comme au Luxembourg, les contributions les plus importantes en 2010 proviennent de la consommation intérieure et de la variation des stocks. De plus, les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance en 2010 en zone euro. La croissance en zone euro s'est également dégradée en 2011 et le PIB s'est contracté en 2012 (-0,7 %). Contrairement au Luxembourg, la contribution de la consommation privée a été négative en 2012, une évolution attribuable aux fortes diminutions enregistrées en Italie et en Espagne. Par ailleurs, en zone euro la contribution des exportations nettes a été positive pendant les trois dernières années, à rebours de l'évolution observée au Luxembourg.

Graphique 3  
Contributions à la croissance annuelle de la Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) au Luxembourg



La contribution de l'investissement peut être ventilée selon les différentes classes des biens d'investissement (Graphique 3) afin de mieux expliquer sa forte diminution en 2009. Cette baisse est visible pour tous les biens d'investissement, sauf l'immobilier résidentiel. Après une stabilisation de l'investissement en 2010, sa contribution à la croissance a été nettement positive en 2011 et en 2012. Cette reprise est principalement due aux investissements en infrastructures de transport. Ce mouvement repose cependant en majeure partie sur des acquisitions d'avions et de satellites (qui sont classifiées dans les comptes nationaux comme infrastructures de transport) et se voit neutralisé au niveau du PIB par une contribution plus négative de la part des importations de biens. Contrairement à la zone euro, l'apport de l'investissement dans l'immobilier est toujours resté positif au Luxembourg, même si ces contributions à la croissance sont généralement faibles sur cette période.

Au total, la reprise du PIB luxembourgeois après la crise a bénéficié d'une contribution généralement positive de la consommation privée et publique. Mais, comme le Luxembourg est une économie très ouverte et dotée d'entreprises à dimension internationale (telles que *Cargolux* et *SES*), les contributions déterminantes pour l'évolution du PIB sont l'investissement et les exportations nettes.

Encadré 7:

### CROISSANCE POTENTIELLE INFÉRIEURE À 2 %

Le bulletin BCL publié en juin 2012 soulignait une nouvelle baisse de la croissance potentielle, en observant qu'elle serait inférieure à 2 % selon la majorité des méthodes appliquées<sup>38</sup>. Les données de comptabilité nationale publiées par le Statec en octobre 2013 indiquent une révision à la baisse de la croissance observée en 2008 et 2009. Elles indiquent également qu'en 2012 le PIB a connu une légère contraction, contrairement aux données publiées en juin. Suite à ces révisions de données, l'estimation de la croissance potentielle est inférieure à 2 % selon l'ensemble des méthodes et cela pour toutes les années de 2009 à 2015 (fin de l'horizon de projection).

La contraction du PIB en 2012 a davantage creusé l'écart entre le niveau du PIB observé et le PIB potentiel. Cet « écart de production », négatif depuis 2009 selon la plupart des méthodes d'estimation, se situait entre -2 % et -3 % en 2012. Pour 2013 à 2015, les projections anticipent une croissance de l'ordre de 2 %, ce qui permettrait de réduire cet écart, sans toutefois le combler avant la fin de l'horizon.

Quand la croissance potentielle est estimée par une tendance linéaire (colonne 2), l'impact persistant de la crise exige un ajustement afin d'éviter des résultats peu plausibles. Cette méthode est la seule à postuler un taux constant de la croissance potentielle, hypothèse qui produit un écart de production très négatif après 2009. Selon le test de Quandt et Andrews, un changement structurel est intervenu en 2009, modifiant la constante (baisse durable du niveau du PIB potentiel) mais également la pente (baisse du taux de croissance potentielle). En intégrant cet ajustement, la croissance tendancielle est passée de 5 % avant la crise à seulement 1,6 % entre 2009 et 2015. Sur la base des données disponibles en juin 2012, ce dernier chiffre était encore estimé à 2 %.

38 Pour des explications détaillées, voir le Cahier d'études No. 4 de la BCL.

Tableau 2 :

## Estimations de l'écart de production et de la croissance potentielle

	PIB RÉEL (MIA €)	TENDANCE LINÉAIRE	HODRICK- PRESCOTT	HARVEY-JAEGER	KUTTNER	APEL- JANSSON	FONCTION PRODUCTION
		ESTIMATIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION					
2008	33,61	-5,9 %	4,3 %	4,6 %	4,3 %	2,4 %	2,1 %
2009	31,74	-0,7 %	-3,2 %	-2,9 %	-3,0 %	-3,2 %	-4,1 %
2010	32,72	0,7 %	-1,6 %	-1,7 %	-1,7 %	-1,4 %	-2,1 %
2011	33,35	1,0 %	-1,1 %	-1,5 %	-1,4 %	-0,5 %	-1,9 %
2012	33,29	-0,8 %	-2,5 %	-3,2 %	-2,9 %	-1,8 %	-3,4 %
2013	33,93	-0,5 %	-1,8 %	-2,9 %	-2,4 %	-1,8 %	-2,5 %
2014	34,63	-0,1 %	-0,9 %	-2,5 %	-1,8 %	-1,4 %	-1,4 %
2015	35,33	0,3 %	-0,1 %	-2,0	-1,2 %	-0,8 %	-0,8 %
	RÉVISIONS CROISSANCE	RÉVISIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION PAR RAPPORT AUX ESTIMATIONS EN 2012					
2008	-1,5 %	-1,4 %	-0,6 %	-0,6 %	-0,6 %	-0,3 %	-0,6 %
2009	-0,3 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,4 %	-0,4 %	1,0 %	-0,2 %
2010	0,4 %	0,1 %	0,2 %	0,5 %	0,1 %	1,9 %	0,7 %
2011	0,4 %	0,9 %	0,9 %	1,3 %	0,6 %	2,8 %	0,6 %
2012	-1,2 %	0,1 %	0,1 %	0,7 %	-0,3 %	2,0 %	-0,4 %
	CROISSANCE DU PIB RÉEL	ESTIMATIONS DE LA CROISSANCE POTENTIELLE					
2008	-0,7 %	5,0 %	2,3 %	2,3 %	2,2 %	0,6 %	3,7 %
2009	-5,6 %	-10,3 %	1,8 %	1,7 %	1,6 %	-0,1 %	0,6 %
2010	3,1 %	1,6 %	1,5 %	1,8 %	1,7 %	1,3 %	1,0 %
2011	1,9 %	1,6 %	1,3 %	1,7 %	1,6 %	1,0 %	1,8 %
2012	-0,2 %	1,6 %	1,2 %	1,5 %	1,4 %	1,1 %	1,3 %
2013	1,9 %	1,6 %	1,2 %	1,6 %	1,4 %	1,9 %	1,0 %
2014	2,1 %	1,6 %	1,2 %	1,6 %	1,4 %	1,6 %	1,0 %
2015	2,0 %	1,6 %	1,2 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,4 %

Sources : calculs BCL, données STATEC

La deuxième partie du tableau indique les révisions de l'écart de production par rapport aux estimations publiées en juin 2012. L'ampleur de ces révisions illustre la fragilité des méthodes d'estimation face aux révisions des données et la nécessité d'interpréter les résultats avec précaution. Pour 2008 et 2009, la révision vers le bas de la croissance observée augmente l'ampleur de l'écart négatif (révisions négatives de l'écart selon presque toutes les méthodes). En 2010 et 2011, la croissance observée (respectivement 3 % et 1,9 %) dépasse la croissance potentielle, ce qui permet de progressivement réduire l'écart de production. Cependant, la contraction du PIB en volume observée en 2012 amplifie sensiblement l'écart négatif, qui se situe entre -2 % et -3 % en cette année (tendance linéaire prise à part). Les projections pour 2013 à 2015 tablent sur une croissance d'environ 2 %, ce qui dépasse les valeurs estimées de la croissance potentielle, permettant de réduire l'écart à nouveau. Cependant, selon quatre des six méthodes l'écart devrait demeurer entre -1 % et -2 % à la fin de l'horizon de projection.

Quant à la croissance potentielle, elle se situerait entre 1,1 % et 1,6 % en 2012 (une fourchette relativement étroite par rapport au passé). Selon les projections, il y aurait peu de changement pour les années à venir. Le tableau qui suit confirme que cette fourchette est cohérente avec les estimations publiées par d'autres institutions pour le Luxembourg. Seule l'OCDE envisage une croissance potentielle au Luxembourg qui dépasse les 2 %.

Tableau 3 :

## Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg

	2012	2013	2014	2015
OCDE (Economic Outlook 94, novembre 2013)	1,9 %	2,2 %	2,4 %	
Prévisions Commission européenne (novembre 2013)	1,4 %	1,2 %	0,9 %	1,1 %
Statec Note au formateur (novembre 2013)	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Programme de stabilité et croissance (avril 2013)	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %

Sources : Commission européenne, Ministère des Finances, OCDE, Statec.

L'approche par la fonction de production permet une décomposition de la croissance potentielle selon la contribution du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF)<sup>39</sup>. Cette dernière est calculée en tant que résidu de Solow à travers un exercice de comptabilisation de la croissance<sup>40</sup>. La croissance potentielle au Luxembourg continue à dépendre largement du facteur emploi, vu la contribution limitée du capital et la diminution constante de la contribution de la PTF depuis les années 1980 (quand elle était prépondérante).

Selon les données les plus récentes, la contribution de la PTF est devenue négative en 2005 et a atteint -1 % en 2010. Cette contribution négative s'estomperait graduellement sur l'horizon de prévision. La contribution de la PTF a baissé également dans la zone euro (sans devenir négative) et peut être liée à des effets de composition, reflétant notamment la part décroissante de l'industrie manufacturière dans la production totale. Au Luxembourg, celle-ci est passée de 13 % de la valeur ajoutée en 1995 à seulement 5,3 % en 2012. Les activités financières et d'assurance sont un autre secteur où la PTF progresse relativement vite, mais la part de cette branche au Luxembourg n'a que peu augmenté (22 % de la valeur ajoutée en 1995 et 24,7 % en 2012). La crise a pu induire des effets cycliques limitant la contribution de la PTF. En particulier, un faible niveau d'utilisation des capacités de production affecte négativement l'efficacité de l'utilisation du capital et du travail, pesant sur la croissance de la PTF. De plus, la réduction des activités et de l'emploi implique une destruction d'entreprises et de capital humain. Enfin, comme les nouveaux investissements ont tendance à incorporer des technologies plus récentes, le recul de l'investissement pendant la crise a pu amoindrir le contenu en technologie du stock total de capital.

La contribution de l'emploi a diminué pendant la crise, passant de presque 3 % en 2008 à moins de 1 % en 2009. Sa reprise graduelle a été interrompue en 2012, quand elle s'établissait à 1,3 % contre 1,8 % l'année d'avant. Sur l'horizon de projection, elle devrait se stabiliser autour de 1 %. Pour la zone euro aussi la baisse de la croissance potentielle est principalement imputable à une baisse de la contribution de l'emploi et la reprise de cette contribution est notamment plus faible que celle observée aux Etats-Unis.

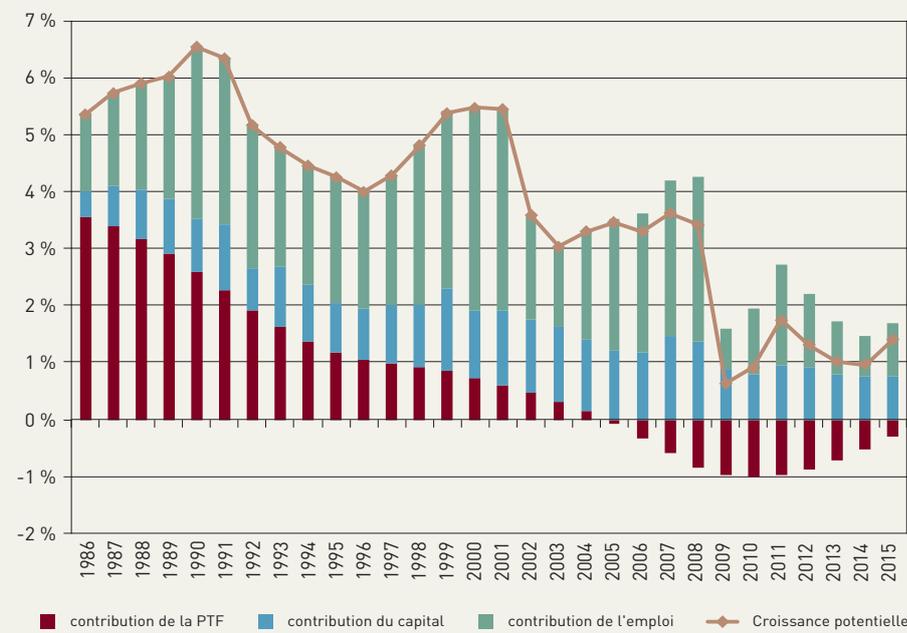
Au Luxembourg, la contribution du capital a également chuté pendant la crise, passant de 1,4 % en 2008 à 0,9 % en 2009, sans dépasser ce niveau en 2010 ou 2011. Selon les projections, la contribution pourrait même baisser légèrement étant donné la baisse des investissements et ses effets durables sur le stock du capital.

La contribution de l'emploi peut être décomposée plus en détail, en analysant les variations de la population en âge de travailler, des taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), les heures travaillées par personne employée ainsi que l'apport de la population non-résidente à travers le travail frontalier. Entre 1989 et 2001, les frontaliers ont fourni l'essentiel de la contribution de l'emploi à la croissance potentielle. Lors de la crise, la contribution des frontaliers est devenue négative pour la première fois, passant de +1,6 % en 2008 à -0,5 % en 2009. Après de faibles contributions

39 Voir "PIB potentiel, sous-utilisation des capacités et lien avec les évolutions nominales depuis le début de la crise" dans le bulletin de novembre 2013 de la Banque centrale européenne.

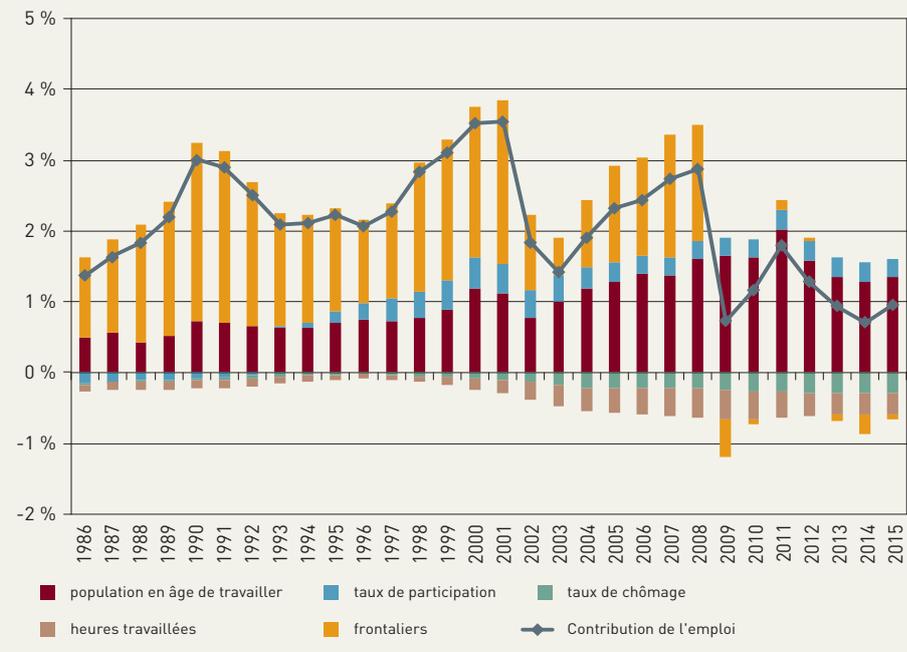
40 Cet exercice diffère de celui pour le Luxembourg contenu dans la base AMECO de la Commission européenne, où la PTF est contaminée par la contribution des travailleurs frontaliers (ignorée par la méthode harmonisée appliquée à l'ensemble des pays membres). La série du stock de capital est aussi différente, mais également obtenue par la méthode de l'inventaire permanent appliquée à une série longue pour l'investissement réel.

Graphique 1  
Croissance potentielle et ses composantes



Sources : calculs BCL, données STATEC

Graphique 2  
Ventilation de la contribution de l'emploi



Sources : calculs BCL, données STATEC

positives en 2011 et 2012, elle risque de passer en dessous de zéro sur les années à venir si l'emploi frontalier augmente moins rapidement que l'emploi résident (comme cela a été le cas en 2009).

L'autre composante majeure de la contribution du travail à la croissance potentielle est la population en âge de travailler. Celle-ci a augmenté pendant la crise, notamment par le truchement de l'immigration, pour atteindre un pic en 2011 de près de 2 %. Le taux de participation au marché de l'emploi a fourni une contribution positive, mais en diminution depuis 2001. Depuis la crise, elle avoisine +0,3 %. La contribution des heures travaillées par personne est négative depuis des décennies, comme pour la zone euro, conséquence de la propagation du temps partiel et du travail intérimaire. Pendant la crise, les entreprises au Luxembourg ont eu massivement recours au chômage partiel, ce qui a également diminué les heures travaillées dont la contribution devrait se situer autour de -0,3 % sur l'horizon de projection. La contribution du taux de chômage a été négative depuis les années 1980, en raison de la tendance haussière du chômage structurel<sup>41</sup>.

41 Voir "La hausse du chômage est-elle de nature cyclique ou structurelle?" encadré 2, bulletin BCL 2013-2.

Depuis 2000, la contribution négative du chômage est rapidement devenue plus importante pour s'établir à des valeurs proches de -0,3 %.

Un article du bulletin BCE de novembre 2013 propose différentes pistes (voir note 40) pour favoriser la croissance à moyen terme et pour éviter que les effets cycliques de la crise ne deviennent permanents. En particulier, des réformes structurelles peuvent contribuer à améliorer le fonctionnement du marché du travail et des biens, à assurer la soutenabilité des régimes d'imposition et de pension et à garantir une meilleure réglementation des marchés financiers. Par exemple, la déréglementation des services vise généralement à réduire les marges et à accroître la concurrence. Ceci peut entraîner une hausse de l'investissement, du nombre d'heures travaillées et de la PTF. De telles réformes peuvent également améliorer les incitations à l'innovation et à l'adoption de nouvelles technologies et faciliter la réallocation des ressources vers des secteurs et des entreprises plus performants.

### 1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2013

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2013<sup>42</sup> et ont été élaborées dans le contexte d'une amorce d'embellie conjoncturelle. La zone euro était sur le point d'émerger d'une récession longue de six trimestres. Dans un tel environnement, le constat pour le Luxembourg ne pouvait évidemment pas être au beau fixe, mais il n'était pas catastrophique non plus. Une accélération graduelle de la croissance du PIB réel de 0,3 % en 2012 à 0,8 % en 2013 avec une progression à 2,0 % en 2014 et 2015 étaient escomptées par la BCL. Ce scénario de revirement conjoncturel se basait sur une poursuite graduelle de la reprise, poussée d'abord par une évolution favorable des marchés financiers et soutenue ensuite par la reprise des croissances européenne et mondiale. Il était néanmoins admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, sur fond d'ajustements futurs du secteur financier, ces ajustements pouvant affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. De nombreux risques, dont certains potentiellement préoccupants, entouraient aussi ce scénario et ils faisaient tous pencher la balance des risques vers le bas.

#### Evolutions récentes

Depuis cet exercice de juin 2013, le contexte européen s'est continuellement et graduellement amélioré. La croissance dans la zone euro, après un recul au tournant de l'année 2012/2013, aurait rebondi à 0,3 % au deuxième trimestre. Au niveau national, le diagnostic inféré des comptes nationaux annuels publiés en octobre 2013 se présente comme légèrement moins favorable en 2012, le STATEC tablant désormais sur un recul de 0,2 % de l'activité économique au cours de cette année. La dynamique trimestrielle issue des comptes nationaux trimestriels serait toutefois nettement favorable, avec un rebond particulièrement dynamique au deuxième trimestre de l'année 2013. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2013 tel qu'il est enregistré à la fin du deuxième trimestre sur la base des seuls comptes nationaux se chiffrerait à 1,7 %, donc déjà au-delà de nos projections antérieures pour l'année entière. A l'issue du deuxième trimestre 2013, le PIB réel aurait ainsi quasiment rejoint son niveau d'avant la crise<sup>43</sup>.

Au deuxième semestre 2013, l'activité économique au Luxembourg a continué à progresser, même si la vigueur du rebond s'est vraisemblablement quelque peu atténué.

42 Voir BCL, Bulletin 2013/2, pp.68-77.

43 Le PIB nominal aurait toutefois déjà dépassé son sommet d'avant la récession vers la mi-2010.



Le secteur financier tend à profiter du retour graduel de la confiance sur les marchés financiers. Suite à l'envolée continue des marchés boursiers depuis la mi-2012, les revenus nets sur commissions des banques se sont redressés de 9 % au cours des trois premiers trimestres 2013 par rapport à la même période de l'année précédente. En termes de niveau, ces revenus sont aussi sur le point de dépasser leurs sommets de 2007. La VNI des OPC tire également profit de cette accalmie, même si son dynamisme a été freiné récemment. Au troisième trimestre, elle s'est notamment repliée de 1 % sur base trimestrielle suite à la remontée des taux longs aux Etats-Unis et en Europe qui a pesé sur les fonds obligataires. Aux niveaux dernièrement observés, la VNI des OPC devrait néanmoins progresser de plus de 10 % en moyenne en 2013, soit approximativement le cumul de croissance des deux années précédentes.

La situation s'est aussi graduellement améliorée pour le secteur non-financier. Si ce constat est essentiellement basé sur des indicateurs avancés, il devrait être confirmé progressivement par les données de la production industrielle. Les chefs d'entreprises dans la manufacture semblent retrouver un certain optimisme depuis la mi-2013 et ils annoncent une reprise de la production. Cette dynamique serait d'ailleurs en ligne avec le recul plus prononcé du chômage partiel au troisième trimestre. Si la fin de la récession dans la zone euro est un facteur non-négligeable de ce redressement, le Luxembourg tire toutefois davantage profit de la robustesse de notre principal partenaire commercial, à savoir l'Allemagne.

Le revirement conjoncturel ne doit en revanche pas occulter les faiblesses structurelles qui se pérennisent depuis le début de la crise financière avec l'absence de croissance soutenue. Le taux d'utilisation des capacités de production dans la manufacture est toujours proche de son creux historique et le recours au dispositif du chômage partiel pour la sixième 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 du risque qui plane sur l'emploi. Les entreprises ne se montrent en apparence toujours pas suffisamment confiantes pour faire face à un choc de demande négatif sans recourir au chômage partiel. En ce qui concerne le secteur financier, au-delà d'une marge sur intérêts faible, la hausse des coûts liée à la mise en œuvre de nombreuses réglementations plombe aussi la rentabilité des banques, ce qui ne devrait pas rester sans conséquence sur l'emploi. L'abolition partielle du secret bancaire à partir de 2015 fragilise également le secteur financier. Si cette perte de revenus semble a priori gérable pour la place financière, l'impact total de cette mesure est toutefois particulièrement difficile à cerner.

En somme, si le diagnostic conjoncturel continue à s'améliorer graduellement et si la croissance gagne en amplitude comme en témoigne une diffusion de la reprise à l'industrie, l'environnement conjoncturel demeure fragile à l'aune des nombreux risques nationaux et européens. Ceux-ci mettront aussi du temps à se dissiper. Au niveau national, il faudra vraisemblablement plus de trois ans de croissance robuste dans l'industrie pour retrouver les niveaux de production d'avant la crise. Le secteur bancaire ne s'adaptera aussi que graduellement à son nouvel environnement réglementaire. En Europe, les assainissements des finances publiques et du secteur bancaire, même s'ils sont poursuivis de manière conséquente, ne se feront que graduellement. Dans de telles conditions, il ne semble à ce stade guère réaliste de tabler sur un retour à la croissance tendancielle historique dans un futur proche. Si la croissance s'annonce plus modeste, elle sera a priori aussi fort irrégulière. Les efforts successifs visant à résoudre les problèmes structurels risquent de se solder chaque fois par des revirements de sentiments, que ce soit par le biais des marchés financiers ou des chefs d'entreprises.

### **Hypothèses techniques**

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

La baisse du taux d'intérêt à court terme, soit l'Euribor à 3 mois, qui avait débuté au quatrième trimestre 2011, s'est poursuivie jusqu'au quatrième trimestre 2012, avant d'amorcer une légère remontée au premier trimestre de l'année 2013. Ce taux court devrait remonter progressivement jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Sur l'ensemble de l'année 2013, il s'établirait à 0,2 %, puis à 0,3 % en moyenne en 2014 et à 0,5 % en moyenne en 2015 selon les opérateurs de marché. Les taux longs, qui étaient globalement orientés à la baisse entre le début de l'année 2011 et le deuxième trimestre 2013, ont en moyenne nettement progressé sur la seconde partie de l'année 2013. Ils devraient atteindre près de 2 % au quatrième trimestre 2013 et poursuivre leur remontée de manière progressive par la suite. En moyenne annuelle, ils s'établiraient à 1,7 % en 2013 et atteindraient 2,1 % en 2014 et 2,5 % en 2015. Au total, on observerait une accentuation de la pente de la courbe des taux sur l'horizon de projection.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne de près de 18 % en 2013 et de 7,4 % en 2014, avant de se replier en 2015 (-2,3 %). Par rapport à juin dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse de l'ordre d'un peu plus de 3 % en 2013 et d'environ 13 % en 2014 et 2015. Entre la mi-2011 et la fin 2012, l'euro s'est déprécié de plus de 10 % par rapport au dollar, avant de regagner un peu de vigueur et d'atteindre 1,32 au troisième trimestre 2013. Depuis, il s'est apprécié quelque peu, pour s'établir au-dessus de 1,35 à la fin novembre 2013. Par rapport à juin dernier, le taux de change euro/dollar a été révisé à la hausse à raison de 2,3 % sur l'ensemble de l'horizon 2013-2015. Enfin, le prix du pétrole s'est inscrit en hausse, de 103\$/bl en juin dernier à environ 112\$/bl en septembre 2013, avant de décliner jusqu'à 106\$/bl à la mi-novembre et de remonter à nouveau par la suite. Selon les marchés des « futures », le prix du pétrole s'établirait à 108\$/bl en moyenne en 2013, avant de revenir à 104\$/bl en 2014 et à 99\$/bl en 2015. Par rapport à l'exercice de juin 2013, les prix du pétrole en dollar ont sensiblement progressé sur l'horizon de projection. En tenant compte du taux de change de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros n'ont en revanche été que marginalement révisées (à concurrence de -0,5 % en 2013, +0,9 % en 2014 et 1,0 % en 2015).

Par rapport à l'exercice précédent, les révisions des hypothèses techniques sont dans l'ensemble plus favorables pour l'année 2013 et quasi-inchangées pour 2014 et 2015 ce qui plaiderait, toutes autres choses égales par ailleurs, pour un scénario de croissance un peu plus porteur pour l'économie luxembourgeoise en 2013 et quasi-inchangé pour 2014 et 2015. L'environnement macroéconomique international ne s'est malheureusement guère amélioré depuis l'exercice de projections de juin 2013 et les perspectives de croissance de l'économie mondiale demeurent contenues, comme on va le voir dans le paragraphe suivant. Aussi, les perspectives de croissance pour le Luxembourg ne peuvent être que limitées, à l'instar de la faiblesse de la croissance de l'activité qui est attendue en Europe.

### Environnement international

Les perspectives de reprise mondiale demeurent fragiles et inégalement distribuées. Depuis le début de l'année 2013, la croissance économique n'a cessé de se raffermir dans les pays développés hors zone euro, tandis qu'elle est en perte de vitesse dans les pays émergents. Alors que les États-Unis et la Grande-Bretagne ont vu leur croissance s'accroître tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2013, la zone euro, elle, n'a renoué avec une croissance positive qu'au second trimestre 2013, soit après sept trimestres consécutifs de recul de l'activité.

Les plus récentes données disponibles suggèrent que le commerce international, après avoir atteint un point bas en 2012, a redémarré en début d'année 2013 avant de montrer quelques signes d'essoufflement sur la seconde moitié de l'année. La croissance du commerce mondial devrait ensuite se raffermir de manière progressive sur l'horizon de prévision, tout en restant en deçà des rythmes observés avant-crise. En moyenne annuelle, la croissance du commerce mondial devrait légèrement s'accroître en 2013, à +2,8 %, avant de s'établir à +5,2 % en 2014 et +6,0 % en 2015.

Les scénarii de la Commission européenne (CE) et du FMI ont été ajustés de manière quelque peu nuancée par rapport à juin dernier, la CE révisant légèrement à la hausse ses prévisions, le FMI revoyant les siennes sensiblement à la baisse. Il n'en reste pas moins que ces deux institutions envisagent des croissances du PIB mondial en 2013 inférieures à celle observées en 2012 (voir le tableau) mais, il est vrai, en nette accélération en 2014. Pour la zone euro, elles s'accordent à prévoir une nouvelle diminution du PIB en 2013 et une reprise en demi-teinte en 2014. Le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro est quant à lui très proche de ceux de la CE et du FMI.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. La demande internationale adressée au Luxembourg devrait une fois de plus ne progresser que de manière marginale en 2013, avant de s'inscrire en nette accélération en 2014 et 2015.

Tableau 22:

#### Projections des institutions internationales et hypothèses techniques

(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>44</sup>

	2012	2013	2014	2015
Commerce mondial (CE)	2,0 (-0,3)	2,8 (-0,4)	5,2 (-0,6)	6,0
PIB mondial (FMI)	3,2 (0,0)	2,9 (-0,4)	3,6 (-0,4)	
PIB mondial (CE)	3,3 (+0,3)	3,2 (+0,1)	3,95 (+0,15)	4,35
PIB zone euro (FMI)	-0,6 (0,0)	-0,4 (-0,1)	1,0(-0,1)	
PIB zone euro (CE)	-0,7 (-0,1)	-0,4 (0,0)	1,1 (-0,1)	1,7
PIB zone euro (Eurosystème)	-0,6 (-0,1)	-0,4 (-0,2)	1,1 (0,0)	1,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	0,4 (0)	0,7 (+0,2)	3,8 (-0,3)	4,8 (-0,7)
Prix du pétrole en \$/bl <sup>1)</sup>	112 (0)	108 (+2)	104 (+4)	99 (+3)
Taux de change \$/€ <sup>2)</sup>	1,28 (0,00)	1,33 (+0,02)	1,34 (+0,03)	1,34 (+0,03)
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,6 (0,0)	0,2 (0,0)	0,3 (0,0)	0,5 (0,0)
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,8 (0,0)	1,7 (-0,2)	2,1 (+0,3)	2,5 (+0,4)
Eurostoxx <sup>3)</sup>	240 (0)	282 (9)	303 (34)	296 (33)

<sup>1)</sup> Révisions en \$/bl

<sup>2)</sup> Révisions en \$/€

<sup>3)</sup> Révisions en points d'indice

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

#### Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2013 font état d'une progression du PIB réel en 2013 qui se situerait entre 1,6 % et 2,2 %, soit 1,1pp de plus qu'anticipé précédemment. La croissance escomptée pour 2014 et 2015 se situerait quant à elle aux environs de 2,0 %. L'économie progresserait donc graduellement, sans toutefois s'accélérer ou atteindre la tendance historique au-delà des 4 %. Il faut néanmoins noter que la croissance en 2015 serait plombée par le changement de régime sur la TVA du commerce électronique, une mesure qui, *ceteris paribus*, devrait réduire la croissance d'environ 1,2 point de pourcentage (pp) cette année-là<sup>45</sup>. Par rapport à l'exercice de projections de juin 2013, la révision à la hausse se limite essentiellement à l'année 2013, avec peu de révisions pour les années subséquentes. L'ajustement est donc largement imputable à l'embellie conjoncturelle observée au cours des derniers mois. Afin de pouvoir tabler sur une révision à la hausse plus conséquente des perspectives à moyen terme, il faudrait vraisemblablement que cette amélioration se répercute d'abord en un retournement

<sup>44</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2013, en points de pourcentage.

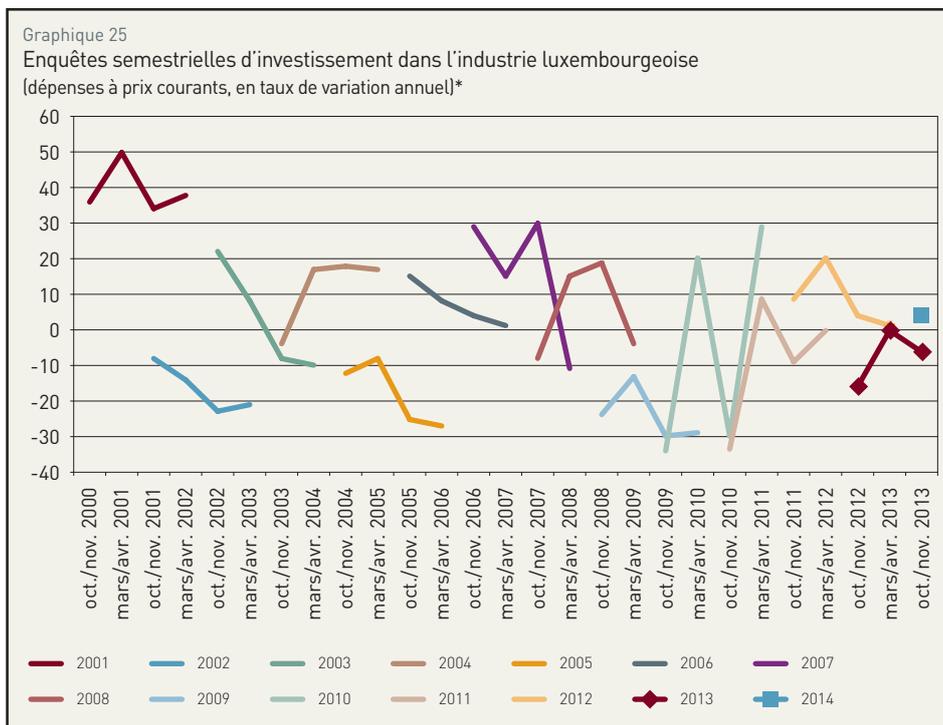
<sup>45</sup> Hormis cet effet, la croissance du PIB réel serait estimée aux environs de 3%.

du marché de l'emploi. A l'instar de la zone euro, les perspectives n'ont cette fois-ci pas été affectées par l'annonce de nouvelles mesures de consolidation budgétaire.

En 2013, l'embellie conjoncturelle est fortement tributaire de l'impact de l'amélioration des marchés financiers sur les résultats du secteur financier. Par rapport à l'exercice précédent, les révisions des projections sont aussi exclusivement imputables aux exportations, alors que le scénario de la demande domestique est resté quasiment inchangé. La demande internationale progresserait à peine et par conséquent les exportations, hormis celles liées au secteur financier, n'augmenteraient que faiblement. La demande domestique, qui décélère depuis 2009, stagnerait en 2013. Le non renouvellement des investissements privés importants réalisés en 2011 et 2012 entraîne mécaniquement un effet à la baisse. Les mesures budgétaires affecteraient également la croissance des dépenses publiques et privées en 2013. L'investissement public reculerait - après des années de forte expansion ou de maintien à un niveau élevé - et la consommation privée pâtirait des augmentations des impôts directs et des mesures visant certains transferts (chèques service, forfait d'éducation et allocation de rentrée scolaire notamment).

Au-delà de 2013, la poursuite de la reprise vers des taux plus élevés repose entièrement sur les hypothèses relatives à l'environnement international, à savoir une zone euro qui renoue progressivement avec la croissance et une demande mondiale qui s'approche graduellement de la moyenne historique. Le rebond de la demande domestique à partir de 2014 serait fort modeste et aussi moins dynamique que l'expansion des exportations. Il convient de noter que ce scénario est aussi conditionnel à l'hypothèse dite «à politique budgétaire inchangée», donc à l'absence de nouveaux efforts d'assainissement des finances publiques<sup>46</sup>. Le déficit public se dégraderait néanmoins à 3 % d'ici 2015, ce qui rendra nécessaire certains ajustements, ne fût-ce que pour se conformer à la législation européenne. Le projet de budget pour l'année 2014, qui ne devrait être finalisé qu'au début de l'année prochaine, pourrait constituer une première opportunité de ce point de vue.

Selon les enquêtes d'investissement du mois de novembre, les chefs d'entreprises dans le secteur manufacturier ont marginalement revu à la baisse leurs projets pour les dépenses d'investissement pour l'année courante (voir le graphique ci-dessus). Pour l'année prochaine, ils tablent actuellement sur une légère progression. Ces résultats



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

46 Le projet de plan budgétaire transmis le 15 octobre à la CE est un document purement technique qui ne renferme pas de nouvelles mesures nécessitant une adaptation de notre scénario.



ne sont guère surprenants eu égard à la croissance de l'activité toujours modérée et perçue comme incertaines ainsi qu'à des taux d'utilisation des capacités de production qui persistent à des niveaux très bas. Les conditions de financement favorables ne constituent nullement une pierre d'achoppement. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêts officiels s'est en effet répercuté en des taux bancaires sur crédits extrêmement faibles<sup>47</sup>. Etant donné que les crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs en bénéficient sur les nouveaux crédits, mais également sur leurs encours. La persistance depuis plusieurs trimestres des taux d'intérêts à des niveaux très bas implique que les emprunteurs, aussi bien les entreprises que les consommateurs, ont bénéficié sur une période assez longue d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible via une charge d'intérêts amoindrie. 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.

Contrairement à d'autres économies qui sont confrontées à des ajustements internes ou externes importants en raison d'un surendettement de leurs ménages, de leurs entreprises ou de l'Etat, il n'y a pas sur un horizon de court terme d'indications quant à des déséquilibres majeurs susceptibles de contrarier la reprise au Luxembourg<sup>48</sup>. La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés - l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée - a été fortement revue à la baisse dans les comptes nationaux publiés en octobre 2013 et ceci désormais à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme. A court terme, la part des profits pourrait encore reculer pour se redresser par la suite, sans toutefois s'écarter significativement ou durablement de la moyenne observée depuis 1995. La révision des données dresse évidemment une image plus négative de la rentabilité des entreprises, mais elle ne semble pas défavorable au point d'empêcher la progression projetée de l'emploi ou d'inhiber le financement des investissements des entreprises. En somme, il n'y a pas lieu d'anticiper un scénario défavorable sur une composante particulière de la demande au-delà de la dynamique suggérée par les déterminants habituels.

47 L'absence de déséquilibres macro-économiques majeurs au Luxembourg, du moins à court terme, explique vraisemblablement les primes de risque relativement plus faibles appliquées au-delà du « taux de base / sans risque » pour déterminer les coûts de financement des différents agents, que ce soit le coût d'emprunt de l'Etat, du secteur bancaire, des entreprises ou des ménages. Ainsi, la dynamique des taux bancaires appliqués sur les crédits aux entreprises ou aux particuliers a été beaucoup plus défavorable dans les autres pays de la zone euro et notamment dans les pays confrontés à un endettement public élevé, un secteur bancaire en difficultés ou une correction de leur marché immobilier. A l'heure actuelle, les niveaux des taux bancaires appliqués sur les crédits immobiliers et les crédits aux entreprises non-financières sont parmi les plus bas de la zone euro.

Cette vue pourrait paraître en contradiction avec l'opinion de la Commission européenne (CE) qui vient de lancer une « procédure de déséquilibre macro-économique » contre le Luxembourg (et d'autres pays de l'Union européenne). Au cours du semestre européen de 2014, la CE va évaluer si le surplus du compte courant, la perte des parts de marché, la progression importante des coûts salariaux unitaires et l'endettement du secteur non-financier présentent des risques qui nécessitent des corrections à travers une intervention des autorités publiques.

48 Il convient cependant de noter que l'endettement total des ménages résidents relatif au revenu national brut a plus que doublé depuis 1999 pour se situer aux alentours de 77 % en 2012. Cet endettement pèsera sur les ménages les plus vulnérables en cas de renversement des perspectives économiques et/ou d'une hausse des taux à court terme et il serait donc susceptible de ralentir la consommation privée.

Tableau 23:

**Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2013**

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

	PROJECTIONS				RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2013 <sup>1)</sup>			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
PIB réel	-0,2	1,6 - 2,2	1,1 - 3,1	1,0 - 3,0	-0,5	1,1	0,1	-
IPCH	2,9	1,7	1,2	1,7	-	0,1	-0,3	-
IPCH énergie	7,2	-2,8	-4,4	-1,8	-	1,0	-1,3	-0,1
IPCH excluant l'énergie	2,3	2,4	2,2	2,3	-	-	-0,1	-
IPCN	2,7	1,7	1,3	1,7	-	-	-0,3	-
IPCN excluant l'énergie	2,2	2,3	1,9	2,1	-	-	-0,2	-
Echelle mobile des salaires	2,5	2,5	2,1	2,3	-	-	-0,4	0,4
Coût salarial moyen	2,0	2,5	2,6	3,3	0,7	-0,3	-0,4	0,5
Emploi salarié	2,5	1,7	1,3	1,5	0,2	-0,1	-0,1	-
Taux de chômage	6,1	6,9	7,1	7,2	-	0,3	0,3	0,2

Source : STATEC, BCL

1) Révisions en termes de points centraux.

**Marché de l'emploi et coûts salariaux**

Les plus récentes informations disponibles témoignent d'une relative stabilité de la situation sur le marché du travail luxembourgeois. La progression annuelle de l'emploi s'est établie à 1,7 % au deuxième trimestre 2013, en légère accélération par rapport au trimestre précédent essentiellement sous l'effet de la croissance observée dans l'immobilier, les services aux entreprises, le secteur public et les autres activités de services. En revanche, l'industrie, le secteur bancaire (et accessoirement la construction) continuent de ponctionner la progression de l'emploi. Tranchant avec cette morosité ambiante, les anticipations d'embauches des entrepreneurs se sont légèrement améliorées au cours des derniers mois, dépassant même leurs moyennes d'avant-crise, tout en demeurant modestes. Le taux d'emplois vacants continue également à un niveau élevé. De même, le recours au chômage partiel semble s'être stabilisé au cours des derniers mois. Selon nos projections, l'emploi progresserait de 1,7 % en 2013 et marquerait le pas en 2014 (1,3 %), sa progression s'accélérait légèrement en 2015.

La progression projetée de l'emploi serait cependant insuffisante pour inverser la courbe du chômage. Aux perspectives économiques assez mitigées s'ajoutent les caractéristiques défavorables de la population au chômage, essentiellement peu qualifiée et âgée. Les effets, sur le taux de chômage, de la conjoncture mitigée seraient cependant atténués par une thésaurisation toujours importante de la main-d'œuvre (favorisée par le recours au chômage partiel) et par un ajustement de la marge intensive de travail. La relance des mesures pour l'emploi<sup>49</sup> contribuerait également à contenir la progression du taux de chômage au sens « restreint ». De même, la hausse du chômage et la révision à la baisse de la croissance potentielle sont susceptibles d'affecter négativement le solde migratoire net, ce qui ralentirait la progression de la population en âge de travailler résidente. Le niveau élevé du chômage pourrait par ailleurs freiner la progression du taux d'activité via des effets de découragement. Finalement, eu égard à sa répartition sectorielle, l'emploi frontalier pourrait ralentir davantage que l'emploi

49 Notons à cet égard que le gouvernement sortant a annoncé la mise en place (au plus tard en juin 2014) d'une garantie « jeunes », 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 inscription auprès de l'ADEM.

national. Au total, le taux de chômage au sens « strict » progresserait de 6,9 % en 2013 à 7,1 % en 2014 et 7,2 % en 2015.

En ce qui concerne les coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. Bien que pour 2014 et au-delà peu d'informations soient disponibles à l'heure actuelle, les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Y contribue notamment le chômage élevé, dont la baisse ne semble pas encore à l'ordre du jour. Les salariés continueront sans doute d'accorder la priorité à la préservation des emplois existants. Pour les années 2014 à 2015, les projections postulent une augmentation faiblement positive des salaires réels, sous l'effet d'un redressement progressif du volume du travail et des primes et gratifications. Ces projections tiennent également compte de l'accord salarial dans la fonction publique. Dans le secteur bancaire, l'incertitude qui pèse sur l'avenir de la place financière luxembourgeoise, suite notamment à l'annonce de l'abolition partielle du secret bancaire, pourrait influencer les négociations collectives.

Les projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajusté en janvier 2015, eu égard à l'évolution cumulée (faible mais) positive des salaires réels horaires en 2012 et 2013. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,5 % en 2013, 2,6 % en 2014 et 3,3 % en 2015. Sur l'ensemble de l'horizon de projection, la progression du coût salarial moyen nominal serait toutefois essentiellement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix. Sur base des projections d'inflation sous-jacentes, qui se présentent plus favorablement que lors de l'exercice précédent, la prochaine tranche indiciaire ne devrait être payée qu'en décembre 2014 et aucun ajustement additionnel ne devrait avoir lieu en 2015. Par rapport à l'exercice de juin, le report de deux mois du paiement de la prochaine tranche indiciaire induit une révision à la baisse de 0,4pp de l'échelle mobile des salaires en 2014 et un ajustement opposé mécanique de même ampleur en 2015.

### **Prix à la consommation**

Le scénario d'inflation s'est légèrement amélioré par rapport à l'exercice précédent, essentiellement en raison des développements européens et internationaux, la composante purement domestique n'ayant que marginalement évolué.

L'inflation globale, qui est actuellement sur une pente descendante, devrait continuer sur cette trajectoire pour se stabiliser vers la mi-2014 et remonter graduellement par la suite. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN se replierait, passant du niveau très élevé de 3,4 % en 2011 à 1,7 % en 2013 et à 1,3 % en 2014, pour remonter à 1,7 % en 2015. L'inflation telle que mesurée par l'IPCH demeurerait également en-dessous des 2 % jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Le profil de l'inflation à l'exclusion de l'énergie serait toutefois différent. Avec des taux d'inflation moyens qui se situeraient entre 1,9 % et 2,3 % sur les années 2013-2015, le niveau d'inflation serait plus élevé et son profil moins volatil. La dynamique de l'inflation globale, aussi bien le repli que son rebond subséquent, serait donc largement imputable aux prix de l'énergie. Ces prix baisseraient consécutivement pendant trois années mais, étant donné un impact relativement moins important en 2015 qu'en 2014, ils entraîneraient mécaniquement une remontée du taux d'inflation global en 2015. Il convient toutefois de noter que ce recul anticipé des prix de l'énergie n'est que technique, car lié à l'hypothèse de reflux du prix du pétrole.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie est projetée légèrement en deçà de sa moyenne historique. D'une part, ce scénario est cohérent avec la zone euro, où l'inflation s'affiche également en-dessous de sa moyenne historique, essentiellement en raison du contexte conjoncturel peu porteur. D'autre part, certains chocs exogènes, en l'occurrence la forte hausse des prix des biens alimentaires, sont sur le point de se dissiper, ce qui entraînera un effet à la baisse supplémentaire. La relative stabilité de l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en grande partie due à la stabilité du taux de progression de la rémunération par salarié et au profil assez plat de l'échelle mobile des salaires. Sans l'introduction d'un

décalage minimal de douze mois entre le paiement de deux tranches indiciaires, l'échelle mobile des salaires aurait connu une dynamique tout à fait différente en 2012 et 2013, avec à la clé un scénario nettement plus défavorable pour l'évolution des coûts salariaux et des prix. Si l'inflation au Luxembourg est projetée légèrement en deçà de sa moyenne historique, elle demeurerait néanmoins au-dessus de celle de la zone euro et des pays limitrophes. La dynamique salariale, notamment, serait toujours plus élevée qu'ailleurs. Malgré la modulation du mécanisme d'indexation, la contribution de l'échelle mobile des salaires serait en moyenne de 2,3pp par an sur la période 2013-2015 et donc supérieure à la moyenne des années précédentes.

Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire s'éloignerait d'octobre à décembre 2014. La modulation du mécanisme d'indexation, qui est d'application jusqu'à la fin 2014, ne serait donc plus contraignante sur l'horizon de projection. Si cette échéance de décembre 2014 paraît rapprochée compte tenu du recul important de l'inflation en 2013-2014, il faut noter que ces calculs intègrent évidemment aussi la part de l'inflation accumulée depuis 2012 et qui n'a pas encore été répercutée sur l'échelle mobile des salaires en raison de la modulation en vigueur.

### Analyse des risques

La crise financière en Europe est loin d'être résolue et elle constitue le principal risque pesant sur les perspectives macro-économiques du Luxembourg. Si une certaine accalmie s'est installée depuis quelques mois sur les marchés financiers, une résurgence de nouvelles turbulences ne peut être exclue. La crise se manifeste sous des formes diverses mais toutes imbriquées et qui se renforcent mutuellement, à savoir les turbulences sur les marchés financiers, en particulier les marchés de la dette publique, les craintes quant aux déficits publics élevés, les inquiétudes en ce qui concerne la santé du secteur bancaire et aussi l'endettement très élevé voire excessif du secteur privé dans plusieurs pays de la zone euro. Le scénario macro-économique national demeurera tributaire de ces aléas lors des prochains trimestres. Si le Luxembourg a échappé à une hausse des taux obligataires souverains et si a priori il y a absence de déséquilibres macro-économiques majeurs, il ne peut éviter les répercussions de la stagnation chez ses partenaires commerciaux.

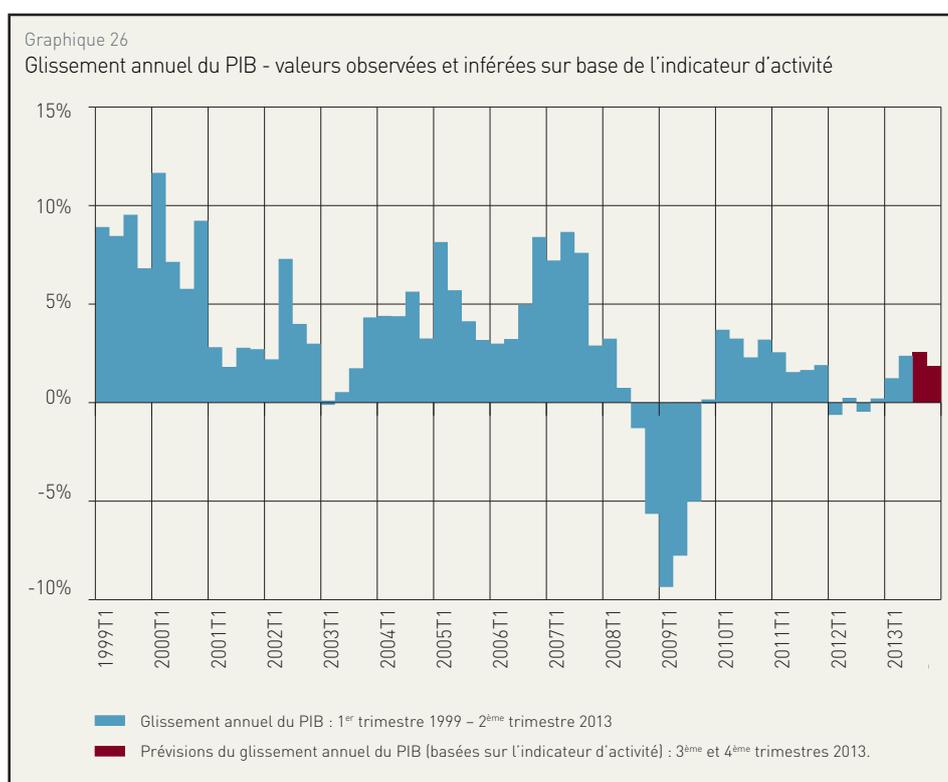
Le secteur bancaire demeure quant à lui confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. Ces mesures sont de nature à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais elles se soldent aussi par des coûts de mise en œuvre ainsi qu'une hausse du coût du capital, qui entravent la rentabilité des banques et risquent du coup de peser sur l'emploi. L'abolition partielle du secret bancaire d'ici 2015 aura également un impact défavorable sur la place financière. Celui-ci pourrait s'avérer sensiblement plus important qu'il n'est admis dans le scénario sous-jacent. Certains impacts défavorables risquent d'émerger sur un horizon plus lointain, car les nouvelles réglementations ne seront mises en œuvre que de manière graduelle d'ici 2019.

L'assainissement futur des finances publiques pèsera inévitablement sur la croissance économique. Le scénario actuel pour l'Union européenne fait état d'une réduction des déficits publics en 2013 et ce dans la plupart des pays européens. Tous les pays ont annoncé des mesures de consolidation budgétaire, qui font partie intégrante des prévisions et qui sous-tendent un scénario de croissance assez mitigé pour la zone euro. Cependant, par rapport aux projections de finances publiques figurant dans leurs Programmes de stabilité, presque tous les pays devront nécessairement consentir à des efforts additionnels pour 2014 et au-delà. Selon la Commission européenne, le déficit public dans la zone euro pourrait se chiffrer à 2,5 % en 2014 et à 2,4 % en 2015. Au Luxembourg, au vu d'un déficit public qui pourrait avoisiner les 3 % en 2015, voire au delà, le gouvernement ne dispose plus que d'une marge de manœuvre limitée. Des efforts conséquents seront donc bientôt nécessaires. Ces ajustements des recettes et des dépenses, au Luxembourg comme dans le reste de l'Union européenne, ne sont pas intégrés au scénario de base. Or ils pèseront inmanquablement sur la croissance économique.

L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, qui intègre les plus récentes informations conjoncturelles disponibles, le glissement annuel du PIB au troisième trimestre 2013 (croissance du PIB au troisième trimestre 2013 par rapport au troisième trimestre 2012) pourrait s'établir entre +2,0 % et +3,1 %, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle (3<sup>ème</sup> trimestre 2013 par rapport au 2<sup>ème</sup> trimestre 2013) de 0,4 %. Au quatrième trimestre 2013, le glissement annuel du PIB pourrait s'établir entre +0,7 % et +3,0 %, ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle du PIB de 0,5 % (croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre 2013 par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre 2013). Au total, la croissance pour l'année 2013 s'établirait à +2,0 %. Ce chiffre est en ligne avec les projections de la BCL de décembre 2013, qui tablent sur une croissance du PIB réel de +1,9 % en 2013.

En ce qui concerne l'inflation, un ajustement probable de la taxation indirecte dans le futur proche aurait un impact direct sur les prix à la consommation. *Ceteris paribus* et à titre d'exemple unique-

ment, une augmentation du taux normal de la TVA, de 15 % à 16 %, se solderait dans le cas d'une transmission pleine par un choc supplémentaire de 0,4pp sur les prix. La hausse des prix exercerait à son tour un impact sur le coût salarial moyen via le mécanisme d'indexation des salaires et par le biais de l'avancement du paiement de la tranche indiciaire.



Source : STATEC, calculs BCL

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur a ralenti sa progression à 6 %, en atteignant près de 6 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2013 après avoir culminé à 8 milliards d'euros sur toute l'année 2012 (+17 % par rapport à l'année 2011). La faiblesse de l'activité économique dans la zone euro continue toutefois à peser sur les exportations luxembourgeoises, qui sont en recul de 6 % à 7,8 milliards sur les trois premiers trimestres de 2013, après avoir déjà chuté de 9,6 % (à 11 milliards d'euros) sur toute l'année 2012. Les données trimestrielles montrent néanmoins un net ralentissement de la contraction des exportations au deuxième trimestre (-3 %) et au troisième trimestre (-4 %) comparés au premier trimestre (-11 %) de 2013. Les importations ont de leur côté renoué avec la progression au troisième trimestre, à un rythme très faible cependant (+0,6 %), après s'être contractées au deuxième trimestre (-2,4 %) et au premier trimestre 2013 (-2,6 %). Sur les trois premiers trimestres de 2013, les importations sont ainsi en baisse de 1,5 %, atteignant 13,7 milliards d'euros.

Les indices des valeurs unitaires montrent une évolution relativement défavorable des prix à l'exportation (-2,6 % au premier semestre 2013) par rapport aux importations (-1,9 % au premier semestre 2013). En conséquence, les termes de l'échange ont poursuivi leur détérioration (-0,7 % au premier semestre 2013, après -3,5 % sur toute l'année 2012). Quant aux indices des volumes du commerce, ils révèlent une diminution marquée des volumes à l'exportation (-4,5 % au premier semestre 2013, après -8 % en 2012) par rapport aux volumes à l'importation (-1,8 % au premier semestre 2013 et -1,9 % en 2012).

Sur les trois premiers trimestres de 2013 et même au cours de l'année 2012, les exportations se sont contractées dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits chimiques ainsi que des produits alimentaires. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, sont en recul depuis le dernier trimestre 2011. Sur toute l'année 2012 et sur les trois premiers trimestres de 2013, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro, les exportations de produits sidérurgiques ont reculé de respectivement 14 % et 8 %. Le rythme de contraction de cette catégorie de biens est toutefois en net ralentissement, avec -4,6 % au troisième trimestre 2013 et -6 % au deuxième trimestre, contre -12 % au premier trimestre de 2013.

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 4 % sur les trois premiers trimestres de 2013. Les exportations à destination des Etats-Unis ont en revanche augmenté de 4,6 % sur les trois premiers trimestres de 2013, après avoir reculé de 20 % en 2012. Les livraisons vers l'Asie ont par contre connu une évolution inverse. Après avoir fortement progressé en 2012 (+23 %), elles ont largement reculé sur les trois premiers trimestres de 2013.

S'agissant des importations de biens, des baisses sont constatées également dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits alimentaires, des produits chimiques et du matériel de transport (aéronefs et satellite). Les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 9 % sur les trois premiers trimestres de 2013, après avoir progressé de 9 % sur toute l'année 2012. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (85 % de toutes les importations) ont poursuivi leur contraction, avec -0,7 % sur les trois premiers trimestres de 2013. Sous l'effet notamment d'acquisition d'aéronefs, les importations en provenance des Etats-Unis se sont une nouvelle fois accrues sur les trois premiers trimestres de 2013, après les fortes hausses de 2012 et 2011.

Tableau 24:

**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	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2003	8 833,7	-1,9 %	12 108,8	-1,4 %	-3 275,1	0,1 %
2004	9 785,2	10,8 %	13 677,3	13,0 %	-3 892,1	18,8 %
2005	10 177,6	4,0 %	14 399,4	5,3 %	-4 221,8	8,5 %
2006	11 144,1	9,5 %	15 714,7	9,1 %	-4 570,6	8,3 %
2007	11 945,9	7,2 %	16 470,5	4,8 %	-4 524,6	-1,0 %
2008	11 987,5	0,3 %	17 515,7	6,3 %	-5 528,2	22,2 %
2009	9 250,2	-22,8 %	13 799,2	-21,2 %	-4 549,0	-17,7 %
2010	10 785,4	16,6 %	16 421,9	19,0 %	-5 636,5	23,9 %
2011	12 091,1	12,1 %	18 902,3	15,1 %	-6 811,2	20,8 %
2012	10 932,8	-9,6 %	18 935,7	0,2 %	-8 002,9	17,5 %
1 <sup>er</sup> trim.	2 924,9	-7,4 %	4 655,7	4,8 %	-1 730,8	34,7 %
2 <sup>e</sup> trim.	2 742,5	-10,7 %	4 691,6	1,7 %	-1 949,2	26,4 %
3 <sup>e</sup> trim.	2 673,3	-11,6 %	4 536,3	-5,9 %	-1 863,0	3,7 %
4 <sup>e</sup> trim.	2 592,2	-8,7 %	5 052,0	0,5 %	-2 459,9	12,4 %
2013						
1 <sup>er</sup> trim.	2 593,5	-11,3 %	4 535,5	-2,6 %	-1 942,0	12,2 %
2 <sup>e</sup> trim.	2 653,6	-3,2 %	4 576,9	-2,4 %	-1 923,3	-1,3 %
3 <sup>e</sup> trim.	2 557,5	-4,3 %	4 563,1	0,6 %	-2 005,6	7,7 %

Source : STATEC

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

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 957 millions d'euros au premier semestre 2013, contre un surplus de 634 millions d'euros au même semestre de 2012. Cette importante amélioration (+51 %) provient des échanges internationaux de services dont le surplus s'est accru de 5 %, passant de 11,6 milliards d'euros au premier semestre 2012 à 12,2 milliards au même semestre de 2013. Avec un excédent en hausse de 5,6 % à 8 milliards d'euros au premier semestre 2013, les services financiers ont largement contribué à la hausse du solde des services.

Après avoir subi une croissance négative au dernier semestre de 2011, dans le contexte de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les exportations nettes de services financiers sont reparties à la hausse, enregistrant une croissance positive en 2012 (+3 % à 15 milliards). Cette amélioration s'est poursuivie sur la première moitié de l'année 2013. Néanmoins, en comparaison avec les taux de progression enregistrés par le passé, la croissance de l'excédent des services financiers est en net ralentissement. L'investissement net en parts d'OPC est resté très positif (+123 milliards) au premier semestre 2013, compensant largement les effets négatifs de la variation des marchés financiers. Cette évolution du secteur des OPC a donc largement contribué à la croissance positive du surplus des services financiers. Les surplus des autres services, en particulier les assurances, les services audiovisuels et les autres services aux entreprises (leasing, négoce, audit et conseil etc.) ont également connu une évolution positive. Des baisses ont toutefois été observées dans le surplus du transport des marchandises (-4 %) et dans le surplus des voyages (-5 %).

Dans les autres balances partielles du compte courant, l'augmentation (+7,5 %) du déficit du commerce général (voir section ci-dessus) a été compensée en grande partie par la hausse de l'excédent des ventes de carburant aux professionnels routiers non-résidents et par une réduction des achats nets d'or non-monnaire. En conséquence, la hausse du déficit total des marchandises s'est limitée à 3 %, pour atteindre 3,4 milliards au premier semestre 2013. L'accroissement du déficit des revenus (+4,7 %), qui atteint 7,6 milliards d'euros au premier semestre 2013, est dû d'une part à une hausse de la rémunération nette des frontaliers (+4,7 % à 3,6 milliards) et d'autre part à une progression (+4,7 % à 4 milliards) des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. Par contre, le déficit des transferts courants a poursuivi sa résorption (-49 % à 168 millions d'euros), suite à une hausse du surplus des administrations publiques (impôts et cotisations des frontaliers notamment) et surtout suite au niveau relativement bas du taux de refinancement, qui a entraîné une baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

### 1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements de portefeuille, les produits dérivés ainsi que les autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont enregistré des entrées nettes de 62 milliards d'euros au premier semestre 2013. Ces entrées nettes sont compensées par des sorties nettes de 63 milliards dans les flux d'investissements directs, de sorte que les transactions financières se sont globalement soldées par des sorties nettes de capitaux d'environ 1 milliard d'euros.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, les entrées nettes se sont nettement réduites au premier semestre 2013 en atteignant 49 milliards d'euros, contre 131 milliards au même semestre de 2012. Les non-résidents ont pourtant accru leurs investissements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) à concurrence de 104 milliards d'euros au premier semestre 2013 contre 49 milliards au même semestre de 2012. En ce qui concerne les titres de créance, les non-résidents ont en revanche largement réduit leurs placements dans les titres luxembourgeois (35 milliards au premier semestre 2013 contre 100 milliards au même semestre de 2012). Au total, les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois ont rapporté environ 140 milliards d'euros au premier semestre 2013, contre 150 milliards au cours du même trimestre de 2012.

Après les ventes nettes de titres étrangers au second semestre 2011 (à concurrence de 93 milliards, dont 53 milliards d'actions) en 2012 et au premier semestre 2013, les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers. Ces placements ont globalement atteint 91 milliards d'euros au premier semestre 2013, contre 18 milliards au même semestre de 2012. Les résidents ont ainsi repris leurs achats d'actions étrangères à concurrence de 37 milliards d'euros au premier semestre 2013, contre des ventes nettes de 6 milliards sur la même période de 2012. En ce qui concerne les titres de dette, les résidents ont également accru leurs achats de titres étrangers en plaçant sous cette forme 54 milliards d'euros au premier semestre 2013, contre 24 milliards sur la même période de 2012.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 11 milliards au premier semestre 2013 sont liées à une hausse des engagements des autres secteurs, les institutions financières monétaires ayant de leur côté accru leurs avoirs nets. Les flux d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger se sont largement accrus au premier semestre 2013, en s'établissant à 103 milliards d'euros contre 78 milliards au cours du même semestre de 2012. Par contre, les flux d'investissements directs en provenance de l'étranger se sont nettement réduits, à 39 milliards au premier semestre 2013 contre 62 milliards sur la même période de 2012. Comme par le passé, la ventilation sectorielle des flux d'investissements directs montre que près de 90 % des flux bruts (et même des stocks, voir la section ci-dessous sur la position extérieure) sont effectués via des entités à vocation spéciale (essentiellement des SOPARFI). Le poids de ces sociétés est lié à la restructuration ou à l'organisation interne des grands groupes internationaux.

Tableau 25:

**Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros<sup>1)</sup>)**

UNITÉ <sup>1)</sup> : MILLION EUR	JANVIER - JUIN 2012			JANVIER - JUIN 2013		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>115 860</b>	<b>115 226</b>	<b>634</b>	<b>118 121</b>	<b>117 164</b>	<b>957</b>
Marchandises	6 262	9 574	-3 312	6 252	9 658	-3 406
Services	27 189	15 603	11 586	29 405	17 221	12 184
Revenus	79 667	86 978	-7 310	79 644	87 297	-7 653
Transferts courants	2 741	3 071	-330	2 820	2 988	-168
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>29</b>	<b>143</b>	<b>-114</b>	<b>28</b>	<b>179</b>	<b>-152</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER</b> <sup>2)</sup>			<b>-387</b>			<b>-1 168</b>
<b>Investissements directs</b> <sup>3)</sup>	<b>-77 623</b>	<b>62 121</b>	<b>-15 501</b>	<b>-102 766</b>	<b>39 426</b>	<b>-63 340</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-18 575	28 845	10 270	-48 867	31 558	-17 309
Autres opérations, Prêts intragroupes	-59 047	33 276	-25 771	-53 899	7 869	-46 030
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-18 482</b>	<b>150 006</b>	<b>131 524</b>	<b>-90 701</b>	<b>139 835</b>	<b>49 135</b>
Titres de participation	5 625	49 592	55 216	-36 731	104 225	67 495
Titres de créance	-24 107	100 415	76 308	-53 970	35 610	-18 360
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>599</b>			<b>1 768</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>-152 607</b>	<b>35 279</b>	<b>-117 328</b>	<b>-74 653</b>	<b>85 916</b>	<b>11 263</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>-2</b>			<b>6</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>188</b>			<b>363</b>

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

<sup>3)</sup> Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

Source : BCL/STATEC

### 1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre de 2013, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont légèrement baissé, de 6 milliards d'euros (-0,1 %), pour atteindre 6 025 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre de 2013. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger se sont par contre accrus de 13 milliards, en s'établissant à 5 975 milliards d'euros à fin juin 2013. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi détériorée de 19 milliards d'euros (-28 %) en atteignant 50 milliards d'euros à la fin du second trimestre 2013 contre 69 milliards à la fin du premier trimestre 2013. Cette contraction résulte d'un effet négatif de valorisation qui a largement compensé l'effet-flux positif.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 16 milliards, pour atteindre 340 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre de 2013. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a progressé de 23 milliards à 305 milliards d'euros tandis que celui des produits dérivés a reculé de 3,5 milliards à 8 milliards. Le déficit structurel d'investissements de portefeuille s'est quant à lui alourdi de 23 milliards en atteignant 604 milliards à la fin du second trimestre 2013.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 2 240 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2013, enregistrant une légère baisse de 4 milliards, les flux de nouveaux investissements à l'étranger (47 milliards) ayant été plus que compensés par un effet négatif de valorisation (-51 milliards). Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit pour sa part à 1 899 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2013, soit une hausse de 11 milliards résultant d'un effet positif de valorisation (19 milliards) ayant compensé entièrement un désinvestissement de 8 milliards. Comme pour les flux, les encours d'investissements directs se concentrent à plus de 90 % sur les SOPARFI. Pour rappel, le poids important de ce type des sociétés est lié à la restructuration ou à l'organisation interne des groupes internationaux.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 23 milliards pour atteindre un déficit de 604 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2013. Cette évolution est exclusivement imputable à l'impact des flux financiers nets. Les achats de titres luxembourgeois (entrées de capitaux) ont totalisé 65 milliards alors que les achats de titres étrangers par les résidents (sorties de capitaux) se sont établis à 28 milliards. Les effets de valorisation ont globalement eu une incidence positive, le portefeuille de titres luxembourgeois ayant subi une perte de valeur de 95 milliards, alors que celui de titres étrangers n'a baissé que de 82 milliards. L'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'établit ainsi à 2 398 milliards d'euros à la fin du second trimestre 2013, contre 2 452 milliards fin mars 2013. Cette baisse de 54 milliards entre les deux périodes s'explique donc par un effet négatif de revalorisation (-82 milliards ou -3 % de l'encours initial) ayant largement amputé l'effet-flux positif (acquisitions nettes à concurrence de 28 milliards). Du côté des engagements, les titres luxembourgeois ont également subi un effet-flux positif (achats nets de 65 milliards, dont 37 milliards des parts d'OPC). Pour rappel, les effets de valorisation se sont avérés négatifs (-95 milliards ou -3 % de l'encours initial). La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit ainsi à 3 003 milliards à fin juin 2013, contre 3 033 milliards à fin mars 2013.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) s'est accrue de 23 milliards à 305 milliards à la fin du second trimestre 2013. Cette hausse résulte d'un effet positif de change (+41 milliards) amputé partiellement par un effet-flux négatif (-18 milliards).

L'encours de créances, qui atteint 1 226 milliards à la fin du deuxième trimestre 2013, s'est accru de 48 milliards (dont 16 milliards d'effet-flux). L'encours d'engagements s'accroît en revanche de 26 milliards, pour atteindre 921 milliards à fin juin 2013. La position créditrice de toutes les institutions financières monétaires s'établit à 219 milliards d'euros, dont 107 milliards correspondent à la contribution de la BCL (solde TARGET en grande partie).

Tableau 26:

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

	ENCOURS À FIN 2013Q1 <sup>2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>1)</sup>	ENCOURS À FIN 2013Q2 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>69,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-19,8</b>	<b>49,8</b>
Avoirs extérieurs bruts	6 030,8	98,5	-104,6	6 024,7
Engagements extérieurs bruts	5 961,7	98,0	-84,8	5 974,9
<b>Investissements directs</b>	<b>356,1</b>	<b>55,5</b>	<b>-71,0</b>	<b>340,5</b>
Luxembourgeois à l'étranger	2 244,0	47,4	-51,7	2 239,7
Etrangers au Luxembourg	1 887,9	-8,1	19,3	1 899,2
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-581,7</b>	<b>-36,0</b>	<b>13,1</b>	<b>-604,5</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>2 451,6</b>	<b>28,5</b>	<b>-82,1</b>	<b>2 398,0</b>
Titres de participation	992,1	10,2	-37,7	964,6
Titres de créance	1 459,5	18,4	-44,4	1 433,4
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>3 033,3</b>	<b>64,6</b>	<b>-95,3</b>	<b>3 002,6</b>
Titres de participation	2 347,4	37,4	-84,5	2 300,3
Titres de créance	685,8	27,2	-10,7	702,3
<b>Produits dérivés</b>	<b>11,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>8,4</b>
Créances	156,8	6,1	-2,8	160,1
Engagements	144,9	7,0	-0,2	151,8
<b>Autres investissements</b>	<b>282,1</b>	<b>-18,0</b>	<b>40,7</b>	<b>304,8</b>
Créances	1 177,6	16,5	32,0	1 226,2
Engagements	895,5	34,5	-8,7	921,4
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,76</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,01</b>	<b>0,71</b>

<sup>1)</sup> 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.

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

Source : BCL

### 1.2.10 Les comptes financiers

Le terme générique 'comptes financiers' englobe les comptes de patrimoine, les transactions en termes d'actifs et passif financiers, les gains et les pertes de détention, ainsi que les autres changements des actifs et passifs financiers.

Les comptes de patrimoine fournissent une vue d'ensemble détaillée des avoirs et engagements financiers des secteurs institutionnels domestiques<sup>50</sup> et du reste du monde. Ces actifs et passifs sont répartis par instrument financier<sup>51</sup>. Pour chaque secteur, le patrimoine financier net résulte de la différence entre le total des actifs et le total des engagements financiers.

50 Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), sociétés financières, sociétés non financières et administrations publiques.

51 Numéraire et dépôts, crédits, titres à revenus fixes, actions et participations, parts d'organismes de placement collectif, provisions techniques d'assurance et autres comptes à payer/à recevoir.

La variation des patrimoines financiers nets entre le début et la fin d'un trimestre résulte d'une part des *transactions financières* effectuées au cours de la période et d'autre part des *autres variations*, qui se composent principalement des variations de prix et de cours de change. Dans son acception plus spécifique, le terme « comptes financiers » désigne l'enregistrement des transactions financières. Ainsi, les comptes financiers mettent en évidence la manière dont les différents secteurs institutionnels affectent leur épargne ou trouvent les ressources nécessaires pour financer leur déficit.

L'analyse détaillée se limite ici au secteur des ménages et des sociétés non financières. Les évolutions conjoncturelles récentes des autres secteurs sont analysées en détail dans d'autres parties de la présente publication.

Tableau 27 :

**Evolution du patrimoine financier net des ménages luxembourgeois** <sup>1)2)</sup>

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

	03-2011	03-2012	03-2013	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	06-2013
<b>Actifs financiers</b>	<b>56 000</b>	<b>55 988</b>	<b>57 043</b>	<b>906</b>	<b>-596</b>	<b>57 353</b>
Numéraire et dépôts	27 871	29 828	30 293	381	-159	30 515
Titres autres qu'actions	7 889	6 304	5 383	-46	-119	5 218
Crédits	271	259	256	-6	1	251
Actions et autres participations	12 331	11 700	12 833	491	-279	13 045
Provisions techniques d'assurances	7 638	7 897	8 278	86	-40	8 324
<b>Passifs financiers</b>	<b>21 668</b>	<b>23 150</b>	<b>24 694</b>	<b>397</b>	<b>8</b>	<b>25 099</b>
Crédits	21 668	23 150	24 694	397	8	25 099
dont: Court terme (moins d'un an)	935	893	929	-5	-3	921
dont: Long terme (plus d'un an)	20 733	22 257	23 765	402	11	24 178
<b>Patrimoine financier net</b>	<b>34 332</b>	<b>32 838</b>	<b>32 349</b>	<b>509</b>	<b>-604</b>	<b>32 254</b>

<sup>1)</sup> Y inclus les institutions sans but lucratif au service des ménages

<sup>2)</sup> Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Source: STATEC / BCL

Les actifs des ménages luxembourgeois sont majoritairement composés de numéraire et dépôts (53,2 % du total fin juin 2013) et d'actions, parts d'OPC et autres participations (22,7 %). Au cours du deuxième trimestre de 2013, les ménages ont investi dans tous les types d'instruments, excepté les 'titres à revenu fixe', pour lesquels des transactions négatives sont enregistrées (-46 millions d'euros). Au cours du trimestre sous revue, les effets de marché se sont avérés globalement négatifs. Au final, les avoirs totaux ont augmenté, passant de 57 043 millions d'euros en mars 2013 à 57 353 millions d'euros en juin 2013.

Les engagements des ménages sont exclusivement composés d'emprunts, dont les crédits immobiliers représentent la majorité. Au cours du deuxième trimestre de 2013, l'encours des crédits à long terme a continué de progresser, comme il le fait de façon régulière depuis 2006. Par contre, l'encours des crédits à court terme a légèrement diminué (-8 millions d'euros).

Tel qu'il ressort du tableau ci-dessus, les ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages ont enregistré une capacité de financement s'élevant à 509 millions d'euros au deuxième trimestre de 2013. Combiné à un effet de marché défavorable de 604 millions d'euros, ce surplus s'est traduit par une baisse de la valeur du patrimoine financier net, qui est passée de 32 349 millions d'euros fin mars 2013 à 32 254 millions d'euros fin juin 2013.

Tableau 28:

**Evolution des actifs et passifs financiers des sociétés non financières luxembourgeoises <sup>1)</sup>**

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

	03-2011	03-2012	03-2013	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	06-2013
<b>Actifs financiers</b>	<b>354 335</b>	<b>350 349</b>	<b>352 321</b>	<b>3 526</b>	<b>-265</b>	<b>355 582</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	28 122	30 877	30 875	1 368	-48	32 195
Titres autres qu'actions	2 282	3 188	3 402	-150	-105	3 147
Crédits	74 778	73 790	75 352	1 255	1	76 608
Actions et autres participations	246 266	239 848	240 207	1 018	-113	241 112
dont: Actions cotées	2 430	1 182	1 150	-244	-90	816
dont: Actions non cotées et autres participations	241 721	237 260	237 759	1 402	-2	239 159
dont: Parts d'OPC	2 115	1 406	1 298	-140	-21	1 137
Autres	2 887	2 646	2 485	35	0	2 520
<b>Passifs financiers</b>	<b>449 092</b>	<b>438 152</b>	<b>433 959</b>	<b>6 397</b>	<b>-2 155</b>	<b>438 201</b>
Titres autres qu'actions	16 190	21 899	21 997	44	-865	21 176
Crédits	116 255	116 864	114 410	1 867	-37	116 240
Actions et autres participations	289 086	271 356	272 113	4 056	-1 253	274 916
dont: Actions cotées	68 029	53 273	44 963	1 571	-3 135	43 399
dont: Actions non cotées et autres participations	221 057	218 083	227 150	2 485	1 882	231 517
Autres comptes à payer	27 561	28 033	25 439	430	0	25 869
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>-94 757</b>	<b>-87 803</b>	<b>-81 638</b>	<b>-2 871</b>	<b>1 890</b>	<b>-82 619</b>

<sup>1)</sup> Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

<sup>2)</sup> Les comptes financiers du Luxembourg sont toujours en développement. Ils constituent une statistique qui n'est pas stabilisée et par conséquent sujette à des révisions qui peuvent être importantes. C'est particulièrement le cas du secteur des sociétés non financières, pour lequel les données doivent être analysées avec précaution. Certaines séries, comme les crédits et les participations, doivent être considérées comme provisoires.

Source: STATEC / BCL

Les sociétés non financières détiennent des avoirs principalement sous la forme de participations (67,8 % du total des avoirs à la fin juin 2013) et de crédits (21,5 %). L'analyse de l'évolution récente des actifs financiers révèle un accroissement des investissements nets pour la plupart des instruments financiers recensés, mais des transactions nettes faiblement négatives dans le cas des actions (-244 millions d'euros) et des parts d'OPC (-140 millions d'euros). A l'instar de ce qui est constaté dans le cas des ménages, les effets de marché se sont avérés globalement négatifs. Au total, les actifs se sont accrus, pour atteindre 355 582 millions fin juin 2013.

Du côté des engagements, les sociétés non financières luxembourgeoises se financent principalement par l'émission d'actions et de participations (62,7 % du total du passif à la fin juin 2013) et par l'emprunt (26,5 %). L'émission d'obligations, qui ne représente que 4,8 % des engagements, est un instrument de financement moins utilisé. Au cours du deuxième trimestre de 2013, des transactions nettes positives sont observées pour tous les instruments, y compris pour les titres à revenu fixe. Les effets de marché ont eu un impact négatif sur tous les instruments, excepté sur les actions non cotées et autres participations. Au total, les engagements se sont accrus de 1,0 % entre mars 2013 et juin 2013, pour atteindre 438 201 millions d'euros.

En conséquence de tous les mouvements décrits ci-dessus, les sociétés non financières ont clôturé le deuxième trimestre de l'année 2013 avec un besoin de financement de 2 871 millions d'euros, qui s'est accompagné d'un effet de prix et de taux de change favorable de 1 890 millions d'euros. Ces effets

combinés ont conduit à une détérioration de la valeur nette du patrimoine financier qui s'élevait, fin juin, à -82 619 millions d'euros.

## 1.2.11 Les finances publiques

### 1.2.11.1 Situation budgétaire : revue de l'année 2012

Le solde des Administrations publiques luxembourgeoises, communiqué début octobre 2013 dans le cadre de la publication des comptes nationaux annuels, a révélé un déficit de 0,6 % du PIB pour l'année 2012, alors qu'un léger surplus, équivalent à 0,1 % du PIB, avait été enregistré pour l'année 2011. Cette détérioration est notamment due à une augmentation des dépenses totales, qui est de plus grande ampleur que celle des recettes totales.

Ce déficit pour 2012 est néanmoins inférieur à celui prévu dans la 14<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité, publiée par le Gouvernement en avril 2013, qui prévoyait un déficit de 0,8 % du PIB. Ce déficit de moindre ampleur est principalement dû à la dynamique des recettes de TVA, liées notamment au commerce électronique.

La dette publique atteignait 21,7 % du PIB à la fin de l'année 2012, soit une hausse de 3 points de PIB par rapport à 2011. Cette hausse du ratio trouve sa source principalement dans l'émission d'une obligation d'un milliard d'euros, émise au premier semestre de l'année 2012 et assortie d'un coupon de 2,25 %.

### 1.2.11.2 Les projections pour la période 2013-2015

Les projections de finances publiques élaborées par la BCL pour la période s'étalant de 2013 à 2015 n'intègrent pas les objectifs de solde figurant au projet de plan budgétaire pour l'année 2014, envoyé par le Gouvernement démissionnaire à la Commission européenne le 15 octobre dans le cadre de la réforme de la Gouvernance européenne (Two-Pack). C'est en effet un scénario à « politique inchangée » qui caractérise les projections de la BCL relatives aux finances publiques.

#### Les recettes

Après la baisse amorcée en 2010 et en 2011, conséquence de la crise économique et financière, suivie par un rebond en 2012, le ratio des recettes totales des Administrations publiques par rapport au PIB continuerait d'augmenter légèrement en 2013 sous l'effet des mesures de consolidation décidées par le gouvernement en 2012 et entrées en vigueur en janvier 2013.

Après une légère baisse en 2014 s'expliquant par une dynamique des bases imposables de moindre ampleur que la croissance nominale du PIB, une très nette détérioration du ratio surviendrait en 2015. Cette baisse résulte du fait qu'à partir de 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposeront sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, bien qu'incluant une période transitoire de 2015 à 2019<sup>52</sup>, aura comme conséquence un étiolement des recettes de TVA afférentes dès 2015. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important pour le Luxembourg. Selon les estimations de la BCL, les pertes de recettes en 2015 représenteraient environ 1,4 % du PIB.

<sup>52</sup> Selon le « VAT package », le Luxembourg pourra garder 30 % des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016, 15 % de ces recettes en 2017 et 2018 et 0 % par la suite.

Tableau 29 :

**Recettes de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)**

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2013						PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2013		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Impôts directs	13,0	14,1	14,8	14,6	14,4	14,6	14,7	14,5	14,7
dont à charge des ménages	7,8	8,7	9,0	8,7	9,2	9,4	9,9	10,0	10,2
dont à charge des sociétés	5,3	5,4	5,8	5,9	5,1	5,3	4,8	4,5	4,6
Impôts indirects	12,4	12,4	12,8	12,2	12,4	12,8	13,1	12,9	11,2
Cotisations sociales	10,7	11,5	12,9	12,0	12,2	12,5	12,6	12,5	12,6
Autres recettes	3,8	4,3	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,7	3,8
<b>Recettes totales</b>	<b>39,9</b>	<b>42,3</b>	<b>44,5</b>	<b>42,7</b>	<b>42,7</b>	<b>43,7</b>	<b>44,0</b>	<b>43,6</b>	<b>42,3</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>10,6</b>	<b>5,6</b>	<b>0,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>

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

Une analyse détaillée de l'évolution des différents impôts sur l'horizon de projection montre que la situation varie en fonction du type d'impôt et de l'année étudiée.

Le ratio des impôts directs à charge des ménages est en augmentation sensible sur toute la période de projection, passant de 9,4 % du PIB en 2012 à 10,2 % du PIB en 2015. Cette hausse, dont l'ampleur est particulièrement significative en 2013, est due notamment à la mise en place du paquet de consolidation budgétaire entré en vigueur en janvier 2013 (notamment l'augmentation de l'impôt de solidarité et une hausse de l'impôt des personnes physiques – dont l'ajout d'un échelon de taxation de 40 %).

La situation inverse prévaut en ce qui concerne les impôts directs payés par les entreprises. Malgré les mesures de consolidation entrées en vigueur dès janvier 2013 (augmentation de l'impôt de solidarité et introduction d'un impôt minimal sur les sociétés), le ratio des impôts directs payés par les entreprises par rapport au PIB continue de s'étioler sur toute la période de projection, passant de 5,3 % du PIB en 2012 à 4,6 % en 2015. Ces baisses attendues s'expliquent principalement par les décalages dans la perception des impôts directs à charge des sociétés (espacement entre la collecte des impôts et l'exercice d'imposition auquel se rapportent ces recettes). Ces décalages expliquent d'une part l'augmentation du ratio en 2009 et en 2010 - alors même que la crise économique sévissait- et d'autre part la tendance à la baisse de ce ratio à partir de 2011 (mis à part le léger rebond en 2012).

Le ratio concernant les cotisations sociales serait relativement stable sur l'horizon de projection. Les très légères hausses observées en 2013 et 2015 peuvent s'expliquer par une dynamique des bases imposables d'une ampleur très légèrement supérieure à la croissance nominale du PIB (en raison notamment de l'indexation des salaires en 2013 à concurrence de 2,5 % et de l'ajustement des pensions aux salaires réels).

Quant au ratio des impôts indirects sur le PIB, après la hausse observée en 2013 sous l'effet de la dynamique des recettes provenant du commerce électronique et de la taxe d'abonnement, une légère baisse du ratio est attendue en 2014 en raison d'une dynamique des dépenses de consommation privée de moindre ampleur que la croissance nominale du PIB.

En 2015, le ratio devrait fortement reculer, passant de 12,9 % du PIB à 11,2 % du PIB sous l'effet, comme expliqué ci-dessus, de la perte de 70 % des recettes de TVA liées au commerce électronique. A ce stade, cette déperdition de recettes n'est pas compensée dans les projections de la BCL, vu le manque de détails concernant les mesures qui devraient être prises par le nouveau gouvernement pour contrer cette baisse significative de recettes.

## Les dépenses

Après une hausse significative en 2012 (de l'ordre de 1,7 % à 44,3 % du PIB), le ratio des dépenses totales par rapport au PIB devrait continuer à augmenter sur l'horizon de projection, pour atteindre 44,4 % du PIB en 2013, 44,8 % du PIB en 2014 et 45,3 % du PIB en 2015.

Sur la période 2013 - 2015, la hausse du ratio est donc de 1,0 % du PIB et provient principalement de la hausse du ratio des dépenses courantes (1,3 % du PIB), en partie neutralisée par la baisse des dépenses en capital (à concurrence de 0,3 % du PIB). Cette diminution des dépenses en capital est essentiellement due aux mesures de consolidation entrées en vigueur en janvier 2013 et affectant principalement les dépenses d'investissements (baisse de l'ordre de 0,3 % du PIB sur l'horizon de projection).

L'augmentation des dépenses courantes sur la période de projection serait liée à la hausse des dépenses de pension (entre autres l'ajustement des pensions aux salaires réels) ainsi qu'à la dynamique soutenue des dépenses de rémunération liée entre autres à l'indexation des salaires. De plus, les dépenses de rémunération devraient être tirées vers le haut par la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique. En effet, la prime unique de 0,9 %, qui devait initialement être octroyée en juillet 2012, sera payée en juillet 2014 et la hausse du point indiciaire, qui aurait dû avoir lieu en janvier 2013, sera réalisée en janvier 2015. Ces différentes hausses ne seront que partiellement freinées par les mesures toujours liées à l'accord salarial et ayant quant à elles un impact à la baisse (en particulier l'augmentation de la période de stage dans la fonction publique avec baisse de salaire afférente).

Tableau 30 :

### Dépenses de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB, sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2013						PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2013		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Transferts sociaux	18,3	20,1	23,3	22,1	21,6	22,5	22,8	23,0	23,3
Investissements publics	3,3	3,4	3,9	4,1	3,8	3,8	3,4	3,4	3,5
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	10,0	10,8	12,4	11,9	11,8	12,3	12,4	12,6	12,7
Subsides <sup>2)</sup>	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9
Autres dépenses	3,1	3,2	3,8	3,7	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
<b>Dépenses totales</b>	<b>36,3</b>	<b>39,1</b>	<b>45,2</b>	<b>43,5</b>	<b>42,6</b>	<b>44,3</b>	<b>44,4</b>	<b>44,8</b>	<b>45,3</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales</b>	<b>3,9</b>	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>6,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>

<sup>1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

<sup>2)</sup> À l'exclusion des transferts en capital

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

Au total, la croissance nominale des dépenses publiques est toujours supérieure à la croissance nominale du PIB et ce sur tout l'horizon de projection (quoique de manière moins soutenue en 2013), ce qui nécessitera une consolidation de grande ampleur principalement sur le volet des dépenses, afin de diminuer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et afin de faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise est confrontée ou sera confrontée dans les années à venir (notamment le vieillissement de la population, le chômage structurel élevé, la nécessité de marges de manœuvre permettant de pallier la vulnérabilité propre à une petite économie ouverte).

## Les capacités ou besoins de financement

Les soldes des Administrations publiques résultent de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses présentés supra. Après trois années de surplus budgétaire non négligeables, 2009 a vu l'émergence d'un déficit, qui s'est accru quelque peu en 2010 avant de laisser place à un faible surplus (0,1 % du PIB) en 2011 suite à la mise en œuvre de mesures de consolidation budgétaire.

Pour 2012, le déficit budgétaire s'est établi à 0,6 % du PIB. Selon les projections de la BCL, le déficit budgétaire baisserait de 0,2 % du PIB pour s'établir à 0,4 % du PIB en 2013, sous l'impulsion des mesures de consolidation entrées en vigueur en janvier 2013.

L'amélioration se ferait principalement au niveau du solde de l'administration centrale, dont le déficit serait ramené de 2,5 % du PIB en 2012 à 1,9 % du PIB en 2013. Les Administrations locales enregistraient un très léger déficit, de l'ordre de 0,1 % du PIB et le solde de la sécurité sociale présenterait toujours un large excédent, de l'ordre de 1,6 % du PIB. Cet excédent serait cependant inférieur à celui de 2012 (1,9 % du PIB).

L'année 2014 verrait le déficit des Administrations publiques repartir à la hausse, à 1,2 % du PIB. Cette dégradation du solde serait le fait tant de la dégradation du solde de l'Administration centrale, qui serait déficitaire à concurrence de 2,3 %, que de la baisse de l'excédent de la sécurité sociale, qui passerait de 1,6 % à 1,3 % du PIB. Le solde des Administrations locales afficherait un léger déficit, de l'ordre de 0,2 % du PIB.

En 2015, le déficit des Administrations publiques atteindrait 3,0 % du PIB. Il trouverait sa source dans la perte d'une partie substantielle (70 %) des recettes de TVA liées au commerce électronique qui, comme déjà mentionné ci-dessus, n'ont pas été compensées dans les projections de la BCL du fait du manque de visibilité à ce stade quant aux mesures de consolidation qui seront prises par le nouveau gouvernement (voir la partie sur les risques).

Le déficit de l'Administration centrale s'élèverait donc à 3,8 % du PIB en 2015 et la sécurité sociale, quoique toujours excédentaire, n'afficherait plus qu'un surplus de l'ordre de 1,1 % du PIB. Les administrations locales afficheraient également un léger déficit, de l'ordre de 0,3 % du PIB.

Outre le fait que le nouveau gouvernement devra entreprendre d'importantes mesures de consolidation s'il veut compenser la perte des recettes de TVA, les efforts à réaliser seront encore plus conséquents si ce dernier (comme annoncé dans le programme gouvernemental) veut atteindre l'objectif d'un retour à l'équilibre à l'horizon de 2018.

Tableau 31 :

**Soldes budgétaires de l'Administration publique et de ses sous-secteurs (en % du PIB sauf mention contraire)**

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2013						PROJECTIONS BCL DÉCEMBRE 2013		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Ensemble des Administrations publiques</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,0</b>
dont Etat central	0,9	-0,2	-2,6	-2,5	-2,2	-2,5	-1,9	-2,3	-3,8
dont communes	0,4	0,5	-0,1	0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
dont sécurité sociale	2,4	2,9	2,0	1,6	1,9	1,9	1,6	1,3	1,1
<b>Programme de stabilité Avril 2013</b>	--	--	--	--	--	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>
<b>Pour mémoire : projections de la BCL de juin 2013</b>	--	--	--	--	--	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,0</b>
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de décembre 2013 de la BCL (1)	2,8	2,5	0,1	-0,7	0,1	-0,4	-0,1	-0,9	-2,9

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

<sup>1)</sup> Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott

Pour l'année 2013, les projections de la BCL sont quelque peu plus favorables que celles publiées dans la 14<sup>ème</sup> actualisation du Pacte de Stabilité, publiée en avril 2013.

Par contre pour les années 2014 et 2015, les projections de la BCL divergent considérablement des projections incluses dans la 14<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité, en raison principalement du fait que ces dernières semblent déjà intégrer des mesures de consolidation additionnelles qui avaient été évoquées par le Premier Ministre lors du discours de l'Etat de la nation du 10 avril 2013.

Selon les estimations de la BCL, le déficit structurel des Administrations publiques s'élèverait à 0,1 % en 2013 et atteindrait 2,9 % du PIB en 2015 et ce malgré les mesures de consolidation entrées en vigueur en 2013. Il va sans dire que ce résultat est très éloigné du surplus structurel de l'ordre de 1 % du PIB recommandé par la BCL pour affronter les défis futurs liés notamment au vieillissement de la population<sup>53</sup>.

#### 1.2.11.3 Les risques pesant sur les projections des finances publiques

En ce qui concerne les finances publiques, les risques liés aux projections de la BCL sont résolument orientés à la hausse (déficit de moindre ampleur).

En effet, comme mentionné plus haut dans le texte et contrairement au scénario présenté dans la 14<sup>ème</sup> actualisation du Programme de Stabilité qui semble quant à lui déjà intégrer des mesures de consolidation budgétaire, les projections réalisées par la BCL sont faites selon un scénario que ne prend pas en compte d'éventuelles mesures de consolidation additionnelles, qui pourraient être prises par le nouveau gouvernement pour les années 2014 et 2015.

#### 1.2.11.4 Le patrimoine financier des Administrations publiques

L'évolution du solde des Administrations publiques doit être mise en rapport avec l'évolution de leurs actifs financiers nets, de leur endettement et de leurs engagements futurs. Ces aspects sont successivement passés en revue ci-dessous.

53 L'objectif à Moyen terme (OMT) du Luxembourg est actuellement égal à un surplus de 0,5 % du PIB exprimé en terme structurel. La méthode de calcul des soldes structurels utilisée par la Commission européenne diffère considérablement de la méthode de calcul des soldes structurels telle qu'utilisée par la BCL.

Tableau 32:

**Evolution des actifs et passifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises <sup>1)</sup>**

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

	03-2011	03-2012	03-2013	TRANSACTIONS	AUTRES VARIATIONS	06-2013
<b>Actifs financiers</b>	<b>32 233</b>	<b>32 836</b>	<b>35 653</b>	<b>470</b>	<b>-256</b>	<b>35 867</b>
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	5 188	5 172	5 336	-253	1	5 084
Titres autres qu'actions	203	235	203	0	-1	202
Crédits	922	1 068	1 269	60	-1	1 328
Actions et autres participations	20 299	20 166	23 244	121	-255	23 110
Autres comptes à recevoir	5 621	6 195	5 601	542	0	6 143
<b>Passifs financiers</b>	<b>11 465</b>	<b>13 408</b>	<b>14 810</b>	<b>173</b>	<b>2</b>	<b>14 985</b>
Numéraire et dépôts	211	227	239	3	1	243
Titres autres qu'actions à long terme	4 048	5 297	6 150	0	0	6 150
Crédits	3 875	4 090	4 395	98	1	4 494
Autres comptes à payer	3 331	3 794	4 026	72	0	4 098
<b>Patrimoine net financier</b>	<b>20 768</b>	<b>19 428</b>	<b>20 843</b>	<b>297</b>	<b>-258</b>	<b>20 882</b>

Source: STATEC / BCL

<sup>1)</sup> Les autres variations comprennent les variations de prix des actifs et passifs financiers ainsi que les variations des taux de change. Elles peuvent également contenir des éléments non récurrents tels que des reclassements d'actifs et de passifs financiers entre instruments et/ou secteurs économiques.

Les actifs et passifs financiers de l'ensemble des Administrations publiques luxembourgeoises (Etat central, administrations locales et sécurité sociale) sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC1995.

Les actifs financiers des Administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, parts d'OPC et participations (64,4 % du total des actifs en juin 2013), de dépôts (14,2 %) et d'autres comptes à recevoir (17,1 %). Le portefeuille d'actions, parts d'OPC et participations inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'Etat dans différentes sociétés financières et non-financières.

Au cours du second trimestre de l'année 2013, les avoirs totaux des Administrations publiques ont légèrement augmenté, principalement sous l'effet d'une hausse du poste « autres comptes à recevoir ». Par contre, la rubrique « dépôts » a enregistré des transactions nettes négatives de 253 millions d'euros. Les effets de marché sur la rubrique « actions et participations » se sont quant à eux avérés négatifs. Au total, les actifs financiers sont passés de 35 653 millions d'euros fin mars 2013 à 35 867 millions d'euros fin juin 2013, enregistrant ainsi une hausse de 214 millions d'euros.

Du côté des engagements, les Administrations publiques luxembourgeoises se financent essentiellement par l'émission de titres (41 % du total du passif) et le crédit auprès d'institutions bancaires locales (30 %). Le poste « numéraire et dépôts » enregistre la contrepartie des pièces de monnaie émises par l'Etat (243 millions d'euros fin juin 2013).

Notons que début juillet, la Trésorerie a émis un nouvel emprunt obligataire à 10 ans d'un montant de 2 milliards d'euros, au taux de 2,125 %. Cette nouvelle émission apparaîtra dans les statistiques portant sur le troisième trimestre de 2013.

Au final, au premier trimestre de 2013, le solde des comptes financiers des Administrations publiques a enregistré une capacité de financement de 297 millions d'euros qui se conjugue à des effets de prix et à des cours de change défavorables s'élevant à -258 millions d'euros. Par conséquent, le patrimoine financier net a augmenté pour atteindre 20 882 millions d'euros fin juin 2013.

#### 1.2.11.5 La dette publique : évolution récente et perspectives

Après avoir été caractérisé par un niveau bas et une relative stabilité jusqu'en 2007 (de l'ordre de 6 % du PIB), le ratio de dette par rapport au PIB des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette en 2008, de quelque sept points de pourcentage, pour s'inscrire à 14,4 % au 31 décembre 2008. Cette évolution reflète pour l'essentiel, à hauteur de 2 milliards d'euros, l'émission d'un emprunt destiné à rétablir la situation financière de Fortis Banque Luxembourg<sup>54</sup>.

En ce qui concerne l'exercice 2009, le ratio a quelque peu augmenté, puisqu'il est passé de 14,4 % en 2008 à 15,5 % en 2009. Cette hausse est principalement le reflet d'une diminution marquée du PIB nominal (effet dénominateur), la dette n'augmentant que modestement en terme nominal.

L'année 2010 s'est quant à elle caractérisée par une nouvelle et sensible augmentation du ratio de la dette, qui s'est établi à 19,5 % du PIB à l'issue de l'année. Cette évolution s'explique par le lancement au mois de mai 2010 (échéance en mai 2020) d'un nouvel emprunt obligataire par le Gouvernement luxembourgeois pour un montant total de deux milliards d'euros assorti d'un « coupon » de 3,375 %.

Le ratio a légèrement diminué en 2011, pour se situer à 18,7 % du PIB, contre 19,5 % du PIB à la fin 2010. Cette baisse est principalement le reflet d'une hausse du PIB nominal (effet dénominateur).

En 2012, le ratio d'endettement a de nouveau fortement augmenté, en raison d'une nouvelle émission obligataire de l'Etat pour un montant total d'un milliard d'euros. La participation de l'Etat luxembourgeois aux divers mécanismes de secours financiers mis en place au niveau européen (FESF, MES) a également contribué à cette hausse de la dette publique, qui a atteint 21,7 % du PIB à la fin de l'année 2012.

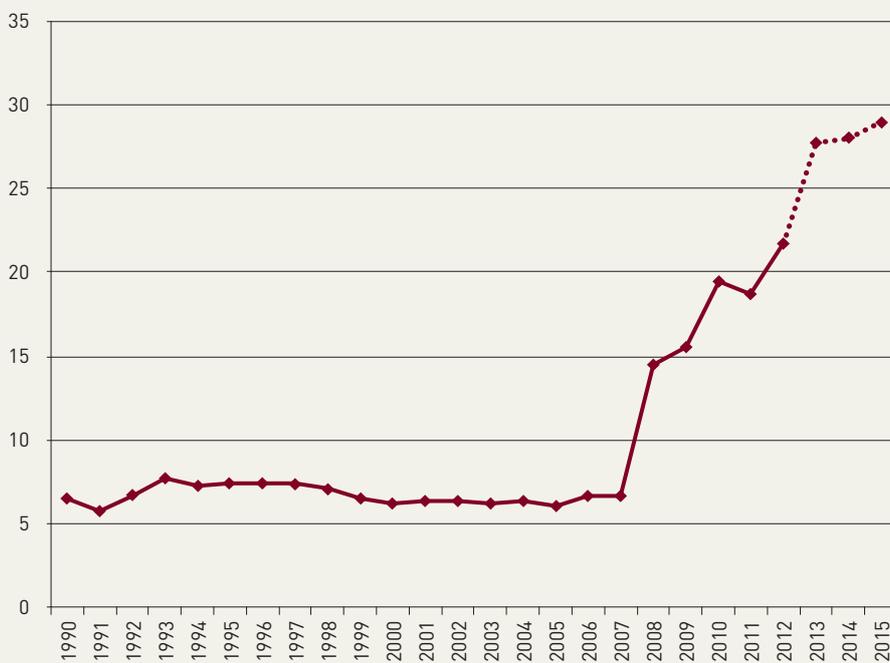
Le ratio de dette par rapport au PIB devrait encore augmenter en 2013, 2014 et 2015 afin de financer les déficits récurrents de l'Administration centrale. La dette publique atteindrait par conséquent 27,8 % du PIB en 2013, 28,0 % du PIB en 2014 et 29,0 % du PIB en 2015.

En ce qui concerne les émissions pour 2013, le gouvernement a effectué au début du mois de juillet 2013 une émission obligataire d'un montant de 2 milliards d'euros assortie d'un « coupon » de 2,125 %. Cette émission faisait suite à celle déjà réalisée en mars de cette année et qui portait sur un montant de 750 millions d'euros avec un « coupon » de 2,25 %. Si on ajoute un emprunt réalisé en août pour un montant de 300 millions d'euros, la dette émise par le gouvernement en 2013 atteint 3 050 milliards d'euros, soit 7 % du PIB de 2012.

La BCL part de l'hypothèse que l'emprunt de 2 milliards d'euros émis en 2008 et arrivant à échéance en décembre 2013 sera entièrement refinancé et ne sera donc pas remboursé par le produit de la vente de la participation de l'Etat dans la banque BGL BNP Paribas.

<sup>54</sup> L'opération Fortis Luxembourg a exercé un impact direct et immédiat sur la dette publique, mais n'a pas eu d'impact négatif sur le solde de l'administration publique en 2008 (transaction assimilée à une opération financière n'affectant pas le solde, conformément aux règles régissant la comptabilité SEC 95).

Graphique 27  
 Dette des Administrations publiques luxembourgeoises  
 (en % du PIB)



Sources: Statec, calculs BCL

En tenant compte de ces trois émissions et d'un refinancement intégral de l'emprunt de 2 milliards d'euros émis en 2008 et arrivant à échéance en décembre 2013, le ratio de dette des Administrations publiques par rapport au PIB serait de l'ordre de 27,8 % du PIB à la fin de l'année 2013.

Même si elle n'est pas incluse dans la dette publique, la garantie financière accordée au groupe Dexia représente un risque potentiel pour le niveau de la dette publique au Luxembourg. Le montant maximal de garantie atteint en effet 2,55 milliards d'euros, soit près de 6 % du PIB de 2012 et démontre donc à suffisance que la détérioration continue des finances publiques luxembourgeoises n'est pas un vain mot. Cette évolution préoccupante s'inscrit sur la toile de fond d'une importante progression des transferts sociaux futurs, du moins à politique inchangée.

Dans ce contexte, les défis auxquels le nouveau gouvernement sera confronté sont importants. L'assainissement en profondeur des finances publiques luxembourgeoises et la mise en place de réformes est d'une importance vitale en raison des problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise sera confrontée dans les années à venir, notamment le vieillissement de la population. A cet égard, la réforme des pensions qui est entrée en vigueur en 2013 constitue un pas dans la bonne direction. Toutefois, cette réforme semble encore insuffisante au regard des défis futurs permettant d'assurer le financement et la soutenabilité des systèmes de pensions.

Les déficits récurrents des Administrations publiques et la dette publique croissante illustrent clairement le caractère structurel de la dégradation des finances publiques luxembourgeoises.

Encadré 8:

## LES DÉPENSES FISCALES : CONCEPTS ET ENJEUX BUDGÉTAIRES

### INTRODUCTION

Une analyse détaillée des dépenses fiscales s'avère particulièrement utile en période de consolidation budgétaire. Les dépenses fiscales comme les dépenses directes constituent des outils de politiques économiques et sociales. Néanmoins contrairement à ces dernières, elles ne sont pas reprises explicitement dans le budget de l'Etat alors qu'elles constituent un manque à gagner.

## DÉFINITION DES DÉPENSES FISCALES

Les dépenses fiscales peuvent être définies comme «des dispositions du droit fiscal, des réglementations ou des pratiques réduisant ou postposant l'impôt dû pour une partie restreinte des contribuables par rapport au système fiscal de référence»<sup>55</sup>.

La définition d'un système de référence ou de base est essentielle pour identifier les dépenses fiscales. Il devrait comprendre «la structure des taux, les conventions comptables, la déductibilité des paiements obligatoires, les dispositions visant à faciliter la gestion et les dispositions concernant les obligations fiscales internationales.»<sup>56</sup>

Les dépenses fiscales, comme les programmes de dépenses directes, constituent des instruments destinés à promouvoir des politiques sociales et économiques spécifiques.

Il convient de noter que la notion de dépenses fiscales varie d'un pays à l'autre, chacun possédant un système de référence différent. Il est par conséquent difficile d'établir directement des comparaisons internationales dans ce domaine. La comparaison chiffrée est même impossible.

Cependant, les formes suivantes de dépenses fiscales peuvent être distinguées :

- Déductions, abattements : montants déduits du revenu de référence pour obtenir la base d'imposition ;
- Exonérations : montants exclus de la base d'imposition ;
- Réductions de taux : Taux d'imposition réduit appliqué à une catégorie de contribuables ou de transactions imposables ;
- Report de l'impôt : délai de paiement de l'impôt ;
- Crédits d'impôt : montants déduits de l'impôt dû.

## MÉTHODES D'ÉVALUATION DES DÉPENSES FISCALES

L'évaluation des dépenses fiscales n'est pas une tâche simple et diverses méthodes peuvent être appliquées. Quelle que soit la méthode choisie, deux étapes sont nécessaires :

### 1. Identification et classification des dépenses fiscales

Après la définition d'un système de référence, il est important d'identifier, de manière correcte et complète, toutes les dépenses fiscales à estimer et de les classer dans différentes catégories à des fins d'analyse et d'interprétation. Ces classifications peuvent être multiples et dépendantes de l'objectif de l'étude. Il est par exemple possible d'établir une classification par type d'impôt (impôt des personnes, impôt des sociétés, précompte professionnel, taxe sur la Valeur ajoutée, etc.) ou par objectif (emploi et travail, santé, investissement des entreprises, énergie etc., ...)<sup>57</sup>.

### 2. Calcul et estimation des dépenses fiscales

Il n'existe pas de méthode d'estimation harmonisée au niveau international mais l'OCDE reprend les méthodes générales suivantes :

55 *OECD (2010) « Tax expenditures in OECD countries ».*

56 *OECD (2010) « Tax expenditures in OECD countries ».*

57 L'OCDE propose une catégorisation dans leur ouvrage « tax expenditures in oecd countries » dont « low-income, retirement, employee benefits, education, health, housing » etc.

- Méthode du manque à gagner : l'impôt qui serait dû au cas où l'avantage fiscal serait supprimé, sans tenir compte du changement de comportement économique des contribuables.
- Gain (perte) initial de recettes : montant d'augmentation (de diminution) de la recette fiscale qu'entraîne l'abolition (l'adoption) d'une certaine dépense fiscale sans tenir compte d'éventuels changements dans le comportement des contribuables.
- Gain (perte) final de recettes : montant d'augmentation (de diminution) de la recette fiscale qu'entraîne l'abolition (l'adoption) d'une certaine dépense fiscale en tenant compte d'éventuels changements dans le comportement des contribuables.
- Équivalent de dépense : «dépense directe qu'il faudrait effectuer avant impôt pour obtenir le même effet après impôt sur le revenu des contribuables que celui de la dépense fiscale, si la dépense directe bénéficie du traitement fiscal applicable à ce type de subvention ou de transfert entre les mains du bénéficiaire.»

La quantification des dépenses fiscales nécessite un certain nombre de données, pouvant provenir soit de données statistiques établies lors de l'enrôlement de l'impôt, soit d'échantillons représentatifs à partir desquels des simulations peuvent être construites à l'aide de modèles macro- ou microéconomiques. La Belgique, par exemple, utilise des modèles de micro-simulations afin d'estimer le montant des dépenses fiscales.

La méthode du manque à gagner est la méthode la plus utilisée selon l'OCDE. Lorsque l'on utilise cette méthode qui ne tient pas du compte du comportement du contribuable, il faut être conscient que le coût estimé d'une dépense fiscale ne sera pas toujours parfaitement équivalent aux revenus qui découleraient de sa suppression. Par exemple, en cas de suppression des déductions d'intérêts hypothécaires, le contribuable pourrait modifier son portefeuille et orienter son investissement vers d'autres produits générant des dividendes ou des intérêts. En fonction du système d'imposition de ces dividendes ou intérêts, la suppression de la déduction pourrait engendrer une augmentation indirecte des revenus fiscaux.

## LE RÔLE DES DÉPENSES FISCALES DANS LA GESTION BUDGÉTAIRE ET LA NÉCESSITÉ D'ÉTABLIR UN INVENTAIRE

Les dépenses fiscales ne sont pas toujours attachées ou incluses dans le budget voire mal ou pas évaluées du tout. Dans son dernier rapport relatif aux réformes fiscales<sup>58</sup>, la Commission européenne présente un aperçu des pratiques des pays membres en matière de rapport des dépenses fiscales. Le tableau qui suit indique les éléments repris dans ce type de rapport.

58 European Commission (2013), «Tax reforms in EU Member States 2013: Tax policy challenges for economic growth and fiscal sustainability», European Economy, 5.

Tableau 1 :

## Eléments de reporting régulier dans les pays membres

COUNTRY	LEGAL REQUIREMENT	LEVELS OF GOVERNMENT COVERED				TIME COVERAGE	CATEGORIZATION
		CENTRAL GOVERNMENT	STATE GOVERNMENT	LOCAL GOVERNMENT	SOCIAL SECURITY FUNDS		
BE	X	X	X	X		t-5,t-4,t-3,t-2,t-1	Tax base, purpose
DE	X	X	X			t-2,t-1,t,t+1	Tax base, type of tax measure, purpose, sector
EE	X	X	n.a.			t,t+1	Tax base, purpose
ES	X	X	X			t-1,t,t+1	Tax base, type of tax measure, expenditure category
FR	X	X	n.a.		X	t,t+1,t+2	tax base, expenditure category
IT	X	X	n.a.	X		t-2,t-1,t,t+1,t+2,t+3,t+4	type of tax measure, purpose, sector
NL	X	X	n.a.			t-3,t-2,t-1	Tax base
AT	X	X	X			t-2,t-1,t,t+1	Tax base, sector
PT	X	X	n.a.			t-2,t-1,t,t+1,t+2,t+3	Tax base, purpose
SK	X	X	n.a.	X	X	t-1,t,t+1	Tax base
FI		X	n.a.	X		various years	Tax base, purpose
DK		X	n.a.	X		t-2,t-1	Tax base
LV		X	n.a.			t+1	Tax base
HU	X	X	n.a.			t-1	Tax base
PL		X	n.a.	X		t+1,t+2,t+3	Tax base, purpose
SE		X	n.a.	X	X	t-1,t	Tax base
UK		X	n.a.	X			

*Note: In the column for time coverage «t» refers to the year of publication. «n.a.» stands for «not applicable». State government refers to Länder in Austria and Germany, the Régions et communautés in Belgium and the comunidades autonomas in Spain. In Belgium the reporting covers taxes collected by the federal government. In Spain, the autonomous communities publish different tax expenditure reports. In France, the reporting of tax expenditure in social security funds refers to the *Projet de loi de financement de la Sécurité sociale - Annexe 5: Présentation des mesures d'exonérations de cotisations et contributions et de leurs compensations*. Finland, time coverage refers to numbers published for individual tax expenditure items by the Ministry of Finance in the budget proposal. The VATT report identifies all tax expenditure for t-2,t-1,t and t+1. In Bulgaria, the new Law on Public Finance provides for annual publication of tax expenditure information as of 2014, Detailed information on reporting is not available yet.*

*Source: Commission européenne*

Il ressort de l'étude de la Commission européenne que les reportings réguliers sont habituellement établis par le Ministère des Finances, de l'Economie ou de la Fiscalité ou par des services dépendants de ces ministères. Les rapports sont la plupart du temps annuels. Les pays utilisent généralement la méthode du manque à gagner mais il existe des différences importantes en termes méthodologiques, comme par exemple l'estimation des revenus en base budgétaire («cash») ou SEC 95 («accrual»). Il existe également des divergences sur le nombre d'années couvertes et sur le fait que l'inventaire se rapporte aux années passées (par exemple en Belgique) et /ou futures. Les dépenses fiscales sont généralement classées selon la base imposable et le type de mesure fiscale (exemple : taux réduit, exemption,...), l'objectif ou le secteur concerné.

Les pays membres non repris dans ce tableau, comme le Luxembourg, n'établissent aucun reporting. Cette situation ne devrait pas perdurer, puisque dans le cadre de la réforme de la gouvernance européenne<sup>59</sup>, le Luxembourg a inscrit à l'article 9 de son projet de loi n°6597 relatif à la coordination et à la gouvernance des finances publiques une modification de la loi du 8 juin 1999 sur le budget et la comptabilité de l'Etat. Celle-ci prévoit que le projet de budget de l'année sera accompagné d'un rapport sur la situation financière et budgétaire et ses perspectives d'évolution dans le cadre économique général ainsi que d'annexes explicatives renfermant notamment «des indications détaillées concernant l'impact des dépenses fiscales sur les recettes». Il reste à voir quels seront effectivement ces détails.

Les éléments suivants montrent que l'établissement d'un rapport aussi détaillé que possible est nécessaire dans le cadre d'une bonne gestion budgétaire.

- Etant moins bien identifiables et contrôlables que les autres catégories de dépenses, les dépenses fiscales réduisent la transparence et la certitude du processus budgétaire. Les programmes de dépenses directes font généralement l'objet d'une revue lors de l'établissement d'un budget et sont généralement soumises à des plafonds, ce qui n'est pas le cas des dépenses fiscales.
- Par ailleurs, sans changement de législation, les dépenses fiscales peuvent être sujettes à une croissance autonome. Par exemple, la croissance de la population peut accroître le nombre de personnes éligibles pour certaines exemptions.
- La manipulation, la fraude fiscale ou encore une erreur d'estimation peuvent également augmenter les dépenses fiscales. De plus, un certain nombre de dépenses fiscales peuvent survenir lors de l'interprétation de la législation par divers acteurs économiques, et ce à rebours des anticipations initiales du législateur.
- Dans un système d'imposition progressif, les dépenses fiscales peuvent être régressives et aller à l'encontre des objectifs initiaux de redistribution.
- Certaines dépenses fiscales peuvent créer des distorsions dans les choix d'investissement ou de financement des investissements ou entre le choix de consommer ou d'investir.

Dans ce contexte, l'OCDE propose d'intégrer les dépenses fiscales dans le budget de l'Etat et de les comparer à des programmes de subsides ou autres qui leur sont équivalents.

Le tableau suivant montre le manque à gagner pour chaque pays de dépenses fiscales en matière d'impôt sur les personnes physiques. Comme mentionné précédemment, ces données ne sont pas directement comparables mais permettent de se faire une idée du montant que cela peut représenter. Dans ce contexte, l'inventaire des dépenses fiscales belges indique que la perte totale de recettes provenant des dépenses fiscales s'élève en 2011 à 24 208,8 millions d'euros.

59 La Directive 2011/85/EU relative aux cadres budgétaires requiert que les Etats membres fournissent des informations sur les dépenses fiscales et leur impact sur les revenus. L'article 14(2) de la Directive dit : «Member States shall publish detailed information on the impact of tax expenditures on revenues».

Tableau 2:

## Exemples des principales dépenses fiscales relatives à l'imposition des personnes physiques

COUNTRY	ITEM	COST (%GDP)	REFERENCE YEAR
BE	Tax reduction for pensions	0.64	2010
	Tax deduction sole own dwelling	0.29	2010
	Tax reduction for energy savings	0.21	2010
	Tax reduction housing saving	0.21	2010
	Tax reduction 3rd pillar pension savings	0.14	2010
DE	Exemption for labour income from shift work	0.08	2012
	Tax subsidy for owner-occupied housing /incl. Child bonus)*	0.05	2012
	Tax reduction for private renovation	0.06	2012
	Tax incentives for old age private pension	0.05	2012
EE	Increased basic exemption in the event of pension	0.7	2013
	Increased basic exemption from the second child	0.14	2013
	Deduction of mortgage interest	0.1	2013
	Deduction of training expenses	0.08	2013
ES	Work-related allowances	1	2013
	Deductions for investments in housing	0.18	2013
	Allowances related to joint taxation	0.17	2013
	Allowances for social security contributions	0.11	2013
	Exemptions for awards from lottery, bets, etc.	0.09	2013
FR	Tax deduction for household employees	0.18	2013
	Tax relief on pensions	0.16	2013
	Work credit	0.12	2013
	Tax deduction for nursery services	0.09	2013
	Tax deduction for savings payments	0.07	2013
IT	Tax credit for employment income, pensions and self-employment income	2.41	2012
	Tax credit for dependent family members	0.67	2012
NL	Tax deduction for self-employed	0.31	2013
	Tax exemptions for certain capital payments	0.15	2013
	Tax deduction for debtless own dwelling	0.06	2013
	Tax deduction of donations	0.06	2013
	Tax deduction of schooling costs	0.04	2013
AT	Reduced tax rate for christmas and holiday earnings	1.96	2011
	Preferential treatment of severance and specific non-regular earnings	0.29	2011
	Low taxation of other earnings (compensation for overtime, nights, sundays and bank holidays, etc.)	0.26	2011
	Allowance for invested profit	0.15	2011
	Standard deduction for special expenses (related to insurances, housing and certain shares)	0.13	2011
FI	Exemption of imputed rents	1.37	2011
	Allowance for pension insurance contributions	0.84	2011
	Allowance for labour income	0.79	2011
	Allowance in municipal taxation	0.74	2011
	Exemption of capital gains on owner occupied housing	0.69	2011

COUNTRY	ITEM	COST (%GDP)	REFERENCE YEAR
PL	Child tax credit	0.38	2011
	Joint taxation of spouses	0.2	2011
	Agricultural subsidies	0.15	2011
	Exemption of family benefits, family and nursing benefits, etc.	0.11	2011
SE	Relief on imputed rents on owner-occupied housing (single homes and apartments)	0.69	2011
	Exemption of child benefits	0.43	2011
	Relief on the return on pension savings	0.4	2011
	Deferred tax capital gains from housing (single homes and apartments)	0.25	2011
	Reduced tax on realised capital gains from housing	0.25	2011
UK	Relief for registered pension schemes	1.4	2012-13
	Exemption of gains arising on disposal of only or main residence	0.64	2012-14
	Personal tax credits	0.25	2012-15
	Relief for individual savings accounts	0.11	2012-16
	Relief for entrepreneurs' qualifying business disposals	0.11	2012-17

Note : \* The tax expenditure has already been abolished

Source: Commission européenne,

## L'EXEMPLE DE LA BELGIQUE

Un pays comme la Belgique constitue un exemple très utile pour le Luxembourg. Chaque année, une annexe au Budget des Voies et Moyens est publiée sous le nom de « Inventaire des exonérations, abattements et réductions qui influencent les recettes de l'Etat », en abrégé « Inventaire des dépenses fiscales fédérales ».

Cet Inventaire a pour objectif d'informer le Parlement quant au coût budgétaire des mesures fiscales. En particulier, il s'agit des dérogations au système général de l'impôt qui visent à atteindre certains objectifs qui pourraient également être poursuivis via des dépenses directes. L'Inventaire vise à accroître la transparence budgétaire et à établir des liens plus étroits entre les dépenses fiscales et les dépenses directes.

Puisqu'il s'agit d'une annexe au Budget des Voies et Moyens, l'Inventaire se limite aux impôts qui financent le pouvoir fédéral.

L'Inventaire se base sur la définition de la notion « dépense fiscale » proposée initialement par le Conseil supérieur des Finances : « Une moindre recette découlant d'encouragements fiscaux provenant d'une dérogation au système général d'un impôt déterminé en faveur de certains contribuables ou de certaines activités économiques, sociales, culturelles, etc. et qui pourrait être remplacée par une subvention directe ».

L'introduction de ce document décrit notamment ce qu'il convient d'entendre par « système général » pour chaque type d'impôt. A titre d'exemple, la Belgique considère les exonérations imposées par les Directives européennes comme faisant partie du système général, car elle ne dispose guère du pouvoir de les changer. Par contre, les dérogations introduites par le Gouvernement belge sont considérées comme dépenses fiscales.

La même introduction contient en outre des précisions concernant la méthode de calcul de la perte en recettes qui va de pair avec les dépenses fiscales. Par ailleurs, l'Inventaire contient une analyse des résultats globaux et des résultats impôt par impôt. Cette annexe est assez détaillée et contient 204 pages pour le projet de budget 2014. Les deux tableaux suivants constituent des exemples de ce qui se trouve dans l'inventaire.

Tableau 3 :

## Pertes de recettes provenant des dépenses fiscales

	EN MILLIONS D'EUROS						%
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CROISSANCE ANNUELLE MOYENNE DEPUIS 2007
Impôt des personnes physiques	5662,33	6226,85	7350,24	8020,71	8861,08	n.d./n.d.	11,80 %
Impôt des sociétés	1272,16	517,42	845,55	1095,56	754,86	n.d./n.d.	-12,20 %
Précompte professionnel	948,48	1380,55	1899,73	2564,55	2756,16	2833,28	24,50 %
Précompte mobilier- impôt final	501,18	619,96	548,13	519,99	553,96	546,23	1,70 %
Droits d'accise	1632,75	1852,69	1814,04	2148,7	2080,25	2147,67	5,60 %
TVA	7214,27	7410,12	8142,35	9185,33	9201,79	9006,22	4,50 %
Total	17231,18	18007,58	20600,03	23534,85	24208,09		8,90 %

Source : Inventaire 2012 des exonérations, abattements et réductions qui influencent les recettes de l'Etat

Il convient de noter que le tableau précédent est également établi pour les exonérations, abattements et réduction qui ne constituent pas des dépenses fiscales et qui font partie du système général d'impôt. Pour l'impôt des personnes physiques, ces dispositions comprennent notamment la déduction des charges professionnelles, le quotient conjugal, la tranche exonérée de base et ses compléments octroyés en fonction du nombre d'enfants à charge ou d'autres situations familiales particulières. A l'impôt des sociétés, ces dispositions concernent l'élimination de la double imposition (RDT et plus-values sur actions), la déduction pour capital à risque et la déduction des pertes antérieures. Pour les plus-values sur actions, la perte en recettes est le montant de ce que donneraient conjointement la taxation des plus-values et la déduction des moins-values.

Tableau 4 :

## Classification par objectif des pertes en recettes en 2011

	EN MILLIONS D'EUROS	EN % DU TOTAL
Autorité - Pouvoirs publics /SBL	179,08	0,70 %
Mesure de caractère social	10980,92	45,70 %
Famille	148,68	0,60 %
Emploi	3178,99	13,20 %
Investissements - entrepreneuriat	201,56	0,80 %
Immobilier	4239,48	17,70 %
Epargne et crédit	1421,71	5,90 %
Environnement	1166,79	4,90 %
Recherche et développement	1037,27	4,30 %
Dispositions sectorielles spécifiques	1367,78	5,70 %
Anciennes mesures	0	0,00 %
Varia	94,93	0,40 %

Source : Inventaire 2012 des exonérations, abattements et réductions qui influencent les recettes de l'Etat.

Il n'est pas de notre ressort d'établir l'inventaire des dépenses fiscales pour le Luxembourg. Il convient en outre de souligner que la suppression de certaines bonifications ou abattements ne devrait s'opérer que dans le cadre d'une refonte globale du système d'imposition afin d'éviter une perte d'équité. Il est essentiel dans cette perspective de procéder à un inventaire complet des dépenses fiscales concernant tant les ménages que les sociétés. On peut regretter qu'au présent stade, le Luxembourg se caractérise par un manque flagrant de données sur cet aspect essentiel des politiques publiques. Une politique budgétaire de qualité présuppose des statistiques précises en la matière et une analyse détaillée des dépenses fiscales.

## CONCLUSION

L'évaluation des dépenses fiscales n'est nullement une tâche aisée et nécessite la disponibilité d'un certain nombre de données. La revue des dépenses fiscales s'avère néanmoins nécessaire à une bonne gestion budgétaire. Les dépenses fiscales peu transparentes, ne bénéficiant qu'à un groupe réduit ou n'atteignant pas les objectifs fixés pourraient être remplacées par une politique de dépenses directes plus efficace.

En matière de dépenses fiscales, il convient cependant de « séparer le bon grain de l'ivraie ». Un certain nombre de dépenses fiscales correspondent en effet à des objectifs tout à fait légitimes, visant à davantage d'équité par exemple, de sorte que leur suppression doit être considérée avec circonspection. D'autres sont plus discutables (objectifs moins tangibles, ou effets pervers ou d'opportunité ne permettant pas d'atteindre les objectifs visés). Ce sont ces dernières qu'il faudrait viser pour augmenter les recettes de l'Etat en matière de dépenses fiscales, en les abrogeant (le cas échéant graduellement) ou en les plafonnant.

Dans un contexte de réduction du déficit de l'Etat, la suppression ou la limitation de dépenses fiscales permet d'augmenter la base imposable et par conséquent le taux d'imposition effectif, sans augmenter le taux statutaire. Une augmentation de la base imposable par une réduction des dépenses déductibles occasionne moins de distorsions micro-économiques qu'une augmentation de taux. Ce dernier est souvent utilisé comme point de repère par les entreprises et son augmentation aurait plus tendance à influencer le choix de résidence des acteurs économiques que le taux effectif, qui n'est pas forcément observable.

Finalement, incorporer le rapport des dépenses fiscales dans le budget de l'Etat rendrait la comptabilité nationale plus transparente et permettrait aux personnes compétentes ainsi qu'au grand public de mieux juger la situation en vue de pouvoir prendre des décisions de manière plus fondée. Le rééquilibrage budgétaire ne devrait pas se faire uniquement via les recettes et les dépenses directement visibles dans le budget mais devrait également concerner les dépenses fiscales dont le coût est à ce stade opaque au Luxembourg.