

1	LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE	12
1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.1.2	Les marchés obligataires	13
1.1.3	Le marché des actions	13
1.1.4	Le marché des changes	14
1.1.5	Les prix à la consommation	15
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	16
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	17
1.2	La situation économique au Luxembourg	19
1.2.1	Les prix et les coûts	19
1.2.2	Le marché du travail	26
1.2.3	Les activités sectorielles	31
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	60
1.2.5	La croissance économique	62
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2014	64
1.2.7	Le commerce extérieur	66
1.2.8	La balance des paiements	67
1.2.9	La position extérieure globale	69
<u>Encadré 1:</u>		
	Le périmètre du secteur d'intermédiation du crédit hors système bancaire (shadow banking) au Luxembourg - Le cas des véhicules de titrisation	48
<u>Encadré 2 :</u>		
	Méthodologie de la balance des paiements et de la position extérieure : informations sur le passage au 6ème Manuel du FMI	71

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 juin 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé de baisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 10 points de base à 0,15% et de réduire le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal de 35 points de base à 0,40%. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base à -0,10%. Lors de la même réunion, le conseil des gouverneurs a décidé de prendre une série de mesures supplémentaires visant à assouplir la politique monétaire et à soutenir le crédit à l'économie réelle. Cet ensemble de mesures supplémentaires comprend, entre autres, des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et une prolongation des appels d'offres à taux fixe pour lesquels l'intégralité des soumissions sera servie au moins jusque décembre 2016. En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de suspendre les opérations de réglage fin hebdomadaires visant à stériliser la liquidité injectée dans le cadre du programme pour les marchés de titres (SMP). En septembre, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser à nouveau le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 10 points de base, à 0,05%. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt ont été abaissés respectivement à 0,30% et à -0,20%. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a décidé de procéder à des achats d'actifs du secteur privé. Afin de soutenir les prêts à l'économie réelle, l'Eurosystème va acquérir un large portefeuille de titres adossés à des actifs (asset-backed securities) ayant comme actifs sous-jacents des créances vis-à-vis du secteur privé. Parallèlement, l'Eurosystème va procéder à l'acquisition d'un large portefeuille d'obligations sécurisées titrisées (covered bonds) émises par les institutions financières et monétaires de la zone euro dans le cadre d'un nouveau programme d'achat d'obligations titrisées (covered bond purchase programme). Prises dans leur ensemble, ces mesures confortent l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long terme, conformément à l'objectif de l'Eurosystème de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2%.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, le PIB en volume a stagné lors du deuxième trimestre 2014, après avoir augmenté de 0,2% au premier trimestre 2014. Dans les mois à venir, ainsi qu'en 2015, l'activité économique dans la zone euro devrait se redresser à un rythme modéré et inégal. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques établies en septembre 2014 par les services de la BCE pour la zone euro, qui prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques établies en juin 2014 par les services de l'Eurosystème, les prévisions pour la croissance du PIB en volume en 2014 et 2015 ont été revues à la baisse. Pour 2016, la projection a fait l'objet d'une légère révision à la hausse.

Au sujet de l'évolution des prix, selon Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est inscrite à 0,4% en août, contre 0,4% en juillet et 0,5% en juin 2014. Les projections macroéconomiques de septembre 2014 établies par les services de la BCE prévoient une inflation modérée de 0,6% en 2014 et une légère accentuation de l'inflation à 1,1% en 2015 et 1,4% en 2016. Les projections d'inflation pour 2014 ont été révisées à la baisse, tandis que les projections d'inflation pour 2015 et 2016 restent inchangées par rapport aux projections de l'Eurosystème réalisées en juin 2014.

S'agissant de l'analyse monétaire, le rythme d'expansion annuel de l'agrégat large M3 s'est établi à 1,8% en juillet 2014, contre 1,6% en juin et 1,1% en mai 2014. 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 moins négatif, ressortant à -1,9% en juillet 2014, contre -2,3% en juin et -2,3% en mai. Le taux de progression annuel des

créances sur les administrations publiques est ressorti à -1,8% en juillet, après -2,6% en juin et -1,4% en mai 2014. La progression annuelle des prêts au secteur privé, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, est revenue à -1,0% en juillet, après -1,1% en juin et -1,4% en mai. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, s'est établi à 0,5% en juillet, inchangé par rapport au mois précédent. Le rythme annuel de croissance des prêts aux sociétés non financières, corrigée des cessions de prêts et de la titrisation, a été négatif, ressortant à -2,2% en juillet, de même qu'au mois précédant.

1.1.2 Les marchés obligataires

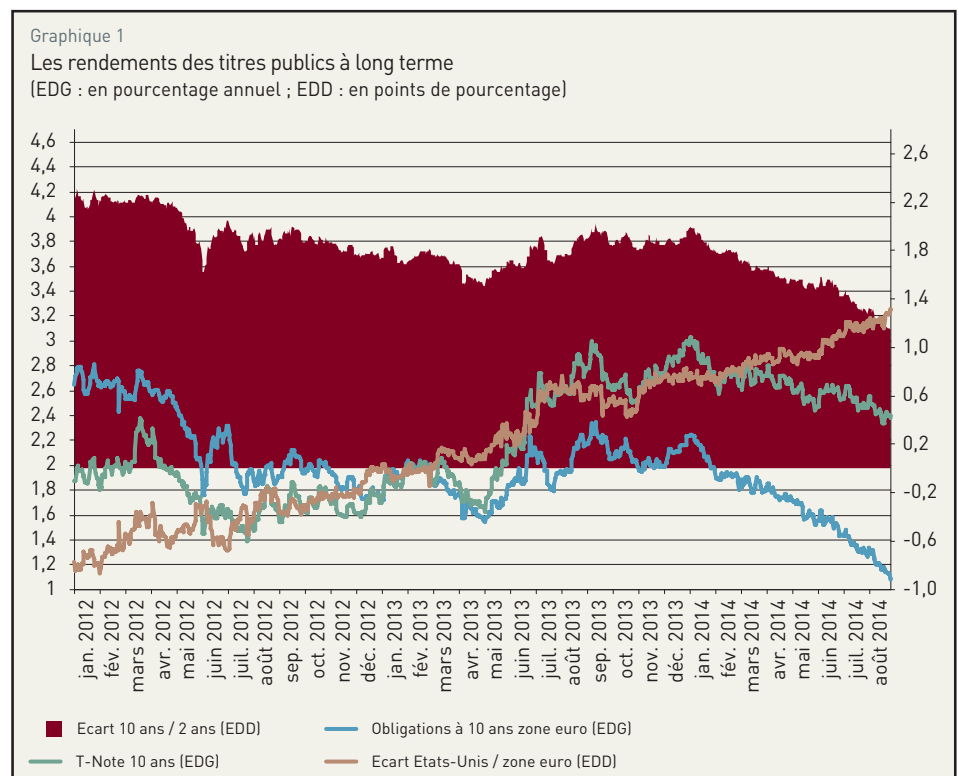
Depuis le début de l'année, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro ont enregistré une tendance baissière et se sont établis en août 2014 aux alentours de 1,1%. La baisse des taux s'est accentuée en mai avec l'annonce de nouvelles mesures visant à accommoder la politique monétaire par le Président de la Banque centrale européenne. La diminution de l'achat de titres par la Fed et les perspectives économiques favorables ont supporté les taux obligataires aux Etats-Unis. Les rendements des titres publics à long terme se sont établis à 2,4% fin août. La politique monétaire toujours accommodante dans la zone euro et les anticipations par les marchés d'un retour vers une politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis en 2015 ont engendré une augmentation de 0,5% du différentiel de rendements obligataires à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis depuis le début de l'année.

Les taux des titres publics à court terme de la zone euro sont devenus négatifs au début du mois de juillet et se sont établis à -0,2% fin août. Une nouvelle détérioration des perspectives économiques pour la zone euro et une accentuation de la politique accommodante de la BCE ont contribué à une diminution du différentiel entre les taux obligataires à long terme et court terme (2 ans) passant de 2,00% en début d'année à 1,15% fin août.

1.1.3 Le marché des actions

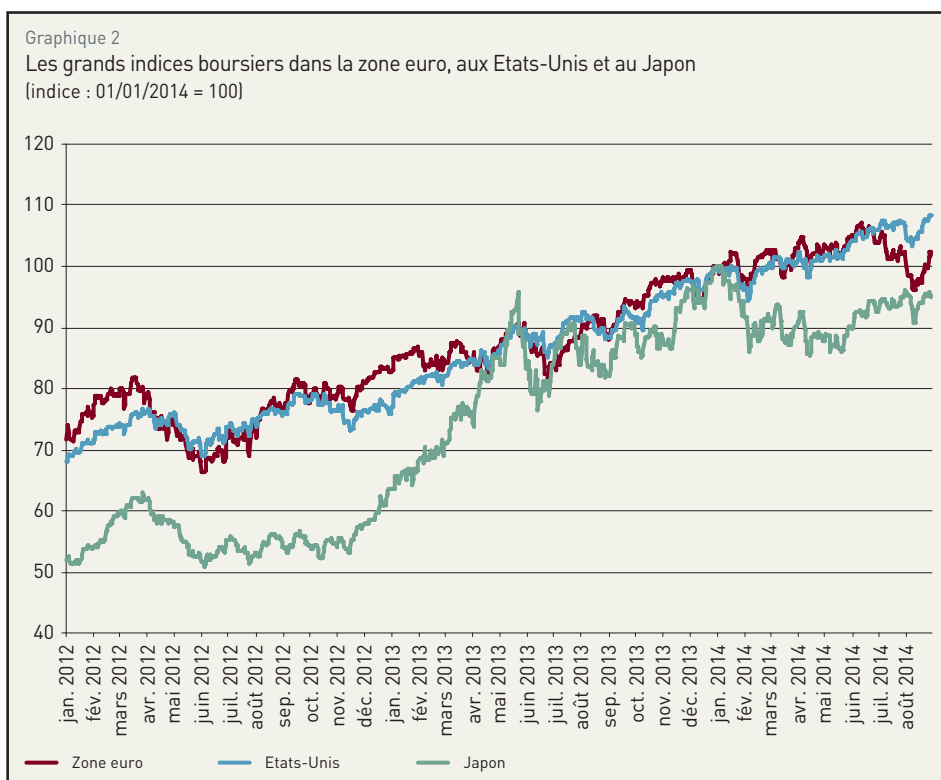
Depuis le début de l'année 2014, les indices boursiers aux Etats-Unis et dans la zone euro ont progressé respectivement de 8% pour le S&P 500 et 2% pour le Euro Stoxx. Après une évolution à la hausse des marchés des actions entre janvier 2014 et juin 2014, qui était similaire aux Etats-Unis et dans la

zone euro, des perspectives économiques moins favorables ont mené les indices boursiers de la zone euro à la baisse, tandis que le S&P 500 a continué d'augmenter graduellement. Une brève augmentation de la volatilité en août, qui était probablement due à une escalade des conflits en Ukraine et au Moyen-Orient, a provoqué une baisse des indices boursiers. Cette instabilité des marchés était cependant de courte durée et les marchés aux Etats-Unis et en Europe se sont réorientés à la hausse en fin de



Sources : BCE, Bloomberg

Graphique 2
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon
(indice : 01/01/2014 = 100)



Source : Bloomberg

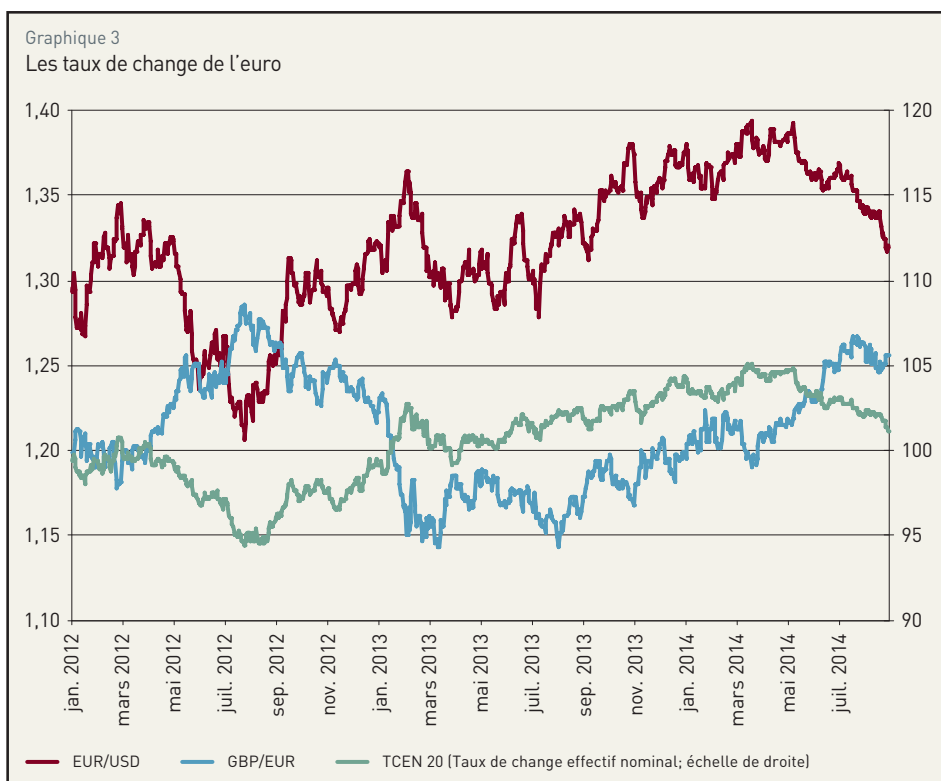
période. Des signes indiquant une croissance moins favorable dans les pays émergents, particulièrement en Chine, ont provoqué une chute du Nikkei de 10% en janvier. Depuis mai, l'indice s'est légèrement redressé pour s'établir à un niveau inférieur de 5% par rapport à celui atteint au 1^{er} janvier.

1.1.4 Le marché des changes

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier composé des devises des 20 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 2,7% entre le début de l'année et fin août 2014. Au cours de cette même période, l'euro s'est déprécié de 4% vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling et de 5,5% par rapport au yen. En revanche l'euro s'est apprécié par rapport à la couronne tchèque, au zloty polonais, au forint hongrois et à la couronne suédoise.

L'euro a continué la hausse entamée en juillet 2012 après la disparition des craintes d'une dissolution de la zone euro, pour atteindre un niveau de USD 1,39 début mai. L'annonce par la BCE de nouvelles mesures accommodantes de politique monétaire a entraîné une baisse de l'euro. En ce qui concerne le taux de change effectif nominal, l'euro a perdu 3,5% depuis début mai. Le 23 juillet 2014, le Conseil de l'UE a approuvé une décision autorisant la Lituanie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1^{er} janvier 2015.

Graphique 3
Les taux de change de l'euro



Sources : BCE, Bloomberg

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% en 2013 pour s'établir en-dessous de 1% par la suite. En juillet 2014, le taux de variation annuel n'a été que de 0,4%, soit le niveau le plus bas depuis octobre 2009. L'estimation préliminaire d'Eurostat, de 0,3% pour le mois d'août, a été revue par la suite à 0,4%.

Tableau 1

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

	2012	2013	2014 - 7 PREMIERS MOIS	2014 T1	2014 T2	JUILLET-2014
IPCH global	2,5	1,4	0,4	0,7	0,6	0,4
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	-0,7	0,7	-1,8	-2,6
Produits alimentaires transformés	3,1	2,2	1,1	1,8	1,5	1,1
Produits manufacturés hors énergie	1,2	0,6	0,1	0,3	0,0	0,0
Energie	7,6	0,6	-0,8	-1,9	-0,4	-1,0
Services	1,8	1,4	0,9	1,2	1,3	1,3
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,8	1,3	0,7	1,0	0,9	0,8

Source: Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2014 a été général, puisqu'il est imputable aux cinq composantes sous-jacentes. Il est relativement important pour les composantes plus volatiles telles que les produits alimentaires non traités et l'énergie, leur taux de variation annuel ayant été négatif depuis plusieurs mois. Les composantes plus « stables » telles que les services et les biens industriels non-énergétiques se caractérisent également par des taux d'inflation historiquement très bas.

Les origines de cette désinflation générale sont multiples. Ainsi, l'inflation des produits alimentaires s'est infléchie depuis la mi-2013 sur fond de conditions climatiques favorables. Des récoltes plus abondantes ont notamment eu un impact direct sur les prix des fruits et légumes. Elles ont également entraîné un recul des prix des matières premières agricoles telles que le blé et le lait, une baisse des prix qui à son tour a eu une incidence graduelle sur les prix des produits alimentaires transformés, comme le pain par exemple. Le prix du pétrole exprimé en euros a pour sa part reculé d'approximativement 6% par rapport à il y a un an, mais d'environ 17% par rapport au sommet observé en mars 2012. En conséquence directe de cette détente, les prix des produits énergétiques affichent un recul. De manière indirecte, cette baisse du prix du pétrole entraîne un recul du coût de production des biens et services qui se transmet aux prix à la consommation. Si l'environnement macroéconomique s'améliore graduellement, les conditions cycliques dans la zone euro ne sont néanmoins pas encore au beau fixe et les prix ne subissent pas encore la pression à la hausse via la demande. Ainsi, au cours des derniers trimestres, la consommation privée et le salaire moyen ont connu des expansions inférieures à leurs dynamiques historiques. Finalement, des données détaillées d'Eurostat révèlent que les prix à la consommation ne seraient plus guère affectés par des hausses de la taxation indirecte. Les données corrigées pour ce choc exogène signalent un taux d'inflation annuel de 0,2% en juillet 2014, donc proche du taux d'inflation globale.

Selon les récentes projections de la BCE, la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro devrait rester très faible à court terme, mais elle s'accéléierait graduellement par la suite. Après s'être établie à 1,4% en 2013, l'inflation moyenne avoisinerait les 0,6% en 2014, 1,1% en 2015 et 1,4% en 2016. En moyenne annuelle, le taux se replierait donc en 2014, mais, considérant les niveaux actuellement observés, il s'agirait plutôt d'une stabilisation, voire d'une légère reprise de l'inflation qui serait projetée en cours d'année. A moyen terme, si l'inflation globale est supposée se redresser, elle demeurerait néanmoins inférieure à 2%. Comparé à l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2014,

la projection pour l'année 2014 a été légèrement revue à la baisse, tandis que les projections pour 2015 et 2016 sont restées inchangées.

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

Selon la première estimation d'Eurostat pour le deuxième trimestre de 2014, le PIB de la zone euro a stagné au deuxième trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent. Ce ralentissement fait suite à quatre trimestres consécutifs d'expansion modérée. Les pays voisins du Luxembourg ont connu des performances mitigées en matière de croissance. Si la Belgique est le seul pays à avoir connu un taux de croissance trimestriel positif de 0,1%, celui-ci reste somme toute assez faible. La France a connu une stagnation et ceci pour le deuxième trimestre consécutif. L'Allemagne affiche un recul de 0,2% de son activité, un repli qui s'explique sans doute partiellement par la croissance exceptionnelle de 0,7% enregistré au premier trimestre 2014. Au-delà de l'Allemagne, l'Italie, Chypre et la Roumanie affichent également un recul trimestriel de leur niveau d'activité. L'embellie se poursuit toutefois en Espagne et au Portugal. En comparaison avec le trimestre correspondant de l'année précédente, le PIB a enregistré une progression de 0,7% dans la zone euro. Cette relative embellie au cours des 12 derniers mois s'observe pour la plupart des pays de la zone euro, hormis l'Italie, la Grèce, Chypre et la Finlande.

Une amorce d'amélioration s'observe sur le front de l'emploi. Ce dernier s'est inscrit en légère hausse (de 0,2%) au deuxième trimestre 2014, par rapport au trimestre précédent, et ceci pour le troisième trimestre consécutif. Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi est essentiellement due aux services. Après plusieurs trimestres de repli, l'emploi s'est stabilisé dans le secteur de la construction (en glissement trimestriel) au deuxième trimestre 2014. Par contre, l'emploi s'est sensiblement replié dans le secteur de la finance et des assurances (-0,8%). De son côté, le taux de chômage a amorcé une lente descente au dernier trimestre 2013 pour s'établir à 11,5% en juillet 2014. L'entame d'un retournement sur le marché de l'emploi est intervenue approximativement deux trimestres après la sortie de la récession vers la mi-2013. Il reste à voir si elle pourra continuer sur cette lancée dans le contexte de la stagnation de l'activité économique au deuxième trimestre 2014.

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Au premier semestre 2014, 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 220 milliards d'euros (2,4% du PIB) sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014, comparé à un excédent de 197 milliards (2,1% du PIB) sur la période correspondante de 2013. Cette évolution positive est le résultat d'une importante amélioration de la balance des biens et services. En effet, le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de renforcer progressivement son excédent en totalisant 166 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014 comparé à un surplus de 140 milliards sur la période correspondante de 2013. Cette amélioration s'explique par une contraction de 0,5% des importations de biens alors que les exportations ont, de leur côté, enregistré une croissance de 0,9%. Les importations ont donc été négativement 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 (+5%) s'est également avéré supérieur à celui des importations (+3%) permettant ainsi au surplus d'atteindre 118 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014 comparé à un surplus de 100 milliards sur la période correspondante de 2013.

Les deux évolutions positives ci-dessus ont été partiellement compensées par une réduction de 17 milliards dans le surplus des revenus qui a atteint 55 milliards sur les douze derniers mois s'achevant

en juin 2014. A cela s'ajoute le déficit cumulé des transferts courants qui s'est pour sa part aggravé de 4 milliards en atteignant 120 milliards en juin 2014.

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 la période couvrant les douze derniers mois s'achevant en juin 2014, les achats nets de titres émis dans la zone euro ont ainsi atteint 453 milliards d'euros (dont 291 milliards d'actions, 189 milliards d'obligations et des ventes nettes de 27 milliards de titres de dette à court terme) comparés à des achats nets de 386 milliards sur la période correspondante de 2013.

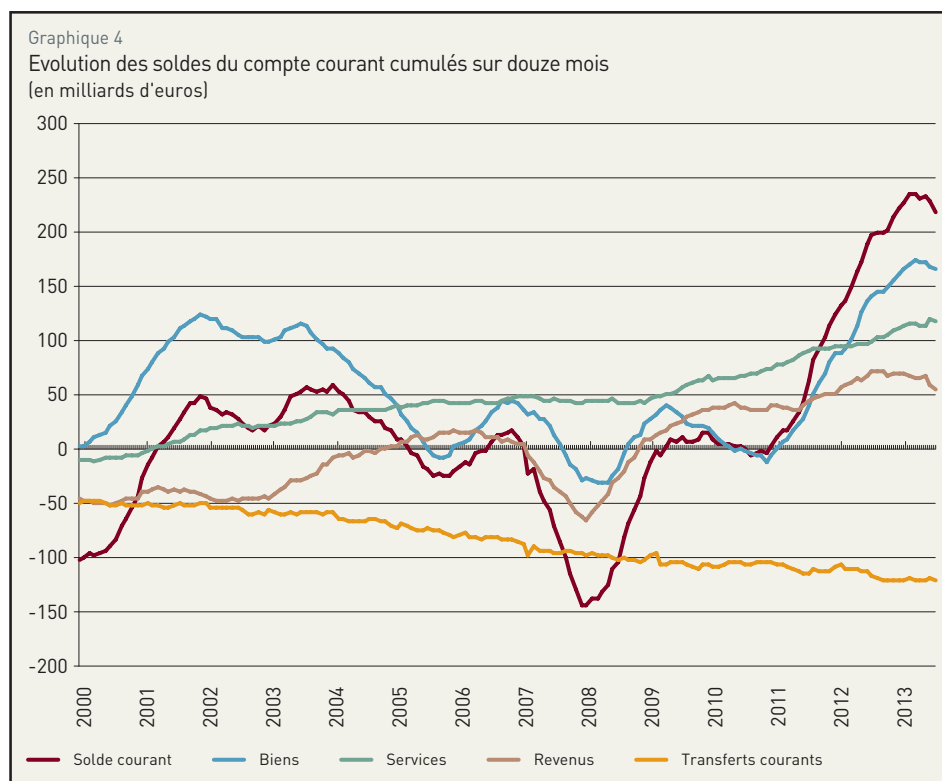
Les investisseurs résidents ont eu un comportement similaire à celui des non-résidents. Après les ventes nettes de titres étrangers (essentiellement des actions) observées en 2011 et au premier semestre de 2012, les résidents ont accru progressivement leurs placements dans les titres étrangers. Sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014, les résidents de la zone euro ont ainsi investi 346 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 167 milliards en actions, 134 milliards en obligations et 45 milliards en titres de dette à court terme. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des entrées nettes de capitaux de 107 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014 contre des entrées nettes de 126 milliards sur la même période de 2013.

Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont établies à 53 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014, soit une baisse de 16 milliards par rapport à la même période de 2013. Dans les flux d'autres investissements, la poursuite de la baisse des engagements, couplée à une hausse des avoirs, a occasionné une augmentation des sorties nettes des IFMs qui ont atteint 286 milliards sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2014 contre 268 milliards sur la même période de 2013.

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

A l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 septembre, la BCE a publié les projections macroéconomiques pour la zone euro. Cet exercice a été élaboré dans le contexte de la stagnation de l'activité économique au deuxième trimestre 2014. S'agissant du troisième trimestre, les indicateurs disponibles jusqu'en août font état d'un ralentissement de la dynamique de la croissance, mais restent compatibles avec une expansion modérée.

Les services de la BCE prévoient une hausse du PIB annuel de 0,9% en 2014, de 1,6% en 2015 et de 1,9% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 établies par les



Source : BCE

services de l'Eurosystème, les projections de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse pour 2014 et 2015 et à la hausse pour 2016.

La demande intérieure devrait être soutenue par plusieurs facteurs. En premier lieu, la BCE a décidé au cours des derniers mois et lors de sa réunion de septembre 2014 en particulier d'un arsenal de mesures de politique monétaire (voir sous 1.1.1). Ces dispositifs devraient contribuer à améliorer davantage les conditions de financement, en particulier celles des entreprises. De plus, les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles devraient porter leurs fruits. La baisse des prix de l'énergie soutiendrait pour sa part le revenu réel disponible. Par ailleurs, la demande d'exportations devrait bénéficier de la reprise économique au niveau mondial.

Dans ce contexte d'accélération de la croissance, les perspectives sur le marché de l'emploi s'amélioreraient également. L'emploi progresserait de 1,6% en cumulé d'ici la fin de l'année 2016 et le taux chômage reculerait de 11,5% en juillet 2014 à 10,8% en moyenne en 2016. Les salaires nominaux afficheraient pour leur part une croissance moyenne de 1,9% sur trois ans.

Tableau 2

Projections macroéconomiques de la BCE pour la zone euro

(taux de variation annuels en pourcentages, révisions en points de pourcentage)

	PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2014				RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB réel	-0,4	0,9	1,6	1,9	-0,2	-0,1	0,1
Fourchette du PIB réel		[0,7 - 1,1]	[0,6 - 2,6]	[0,6 - 3,2]			
Emploi	-0,8	0,3	0,6	0,7	-	0,1	-
Taux de chômage	11,9	11,6	11,2	10,8	-0,2	-0,2	-0,3
Coût salarial moyen	1,6	1,6	1,8	2,2	-	-0,1	0,1
Inflation IPCH	1,4	0,6	1,1	1,4	-0,2	-	-
Fourchette de l'inflation IPCH		[0,5 - 0,7]	[0,5 - 1,7]	[0,7 - 2,1]			
IPCH à l'exclusion de l'énergie	1,4	0,8	1,3	1,6	-0,2	-0,1	-
Déficit public	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-0,1	-	-
Dette publique	92,7	93,9	93,1	91,5	0,5	0,5	0,4

Source: BCE

La progression annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à des niveaux faibles au cours des prochains mois, avant de s'accélérer graduellement en 2015 et en 2016. Les projections établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,6% en 2014, de 1,1% en 2015 et de 1,4% en 2016. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 réalisées par les services de l'Eurosystème, la projection d'inflation pour 2014 a été revue à la baisse. Les projections pour 2015 et 2016 sont restées inchangées.

Il convient de souligner que les projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques et que l'incertitude entourant les projections s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection, tant pour le PIB que pour l'inflation.

Si les services de la BCE tablent sur un retour graduel de la croissance, le Conseil des gouverneurs estime toutefois que les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro sont orientés à la baisse. En particulier, le moindre dynamisme de l'économie pourrait freiner l'investissement privé, et l'intensification des risques géopolitiques pourrait avoir une nouvelle incidence négative sur la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise. Un autre risque à la baisse a trait à l'insuffisance des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.

Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Dans ce contexte, il surveillera plus particulièrement les éventuelles répercussions du manque de dynamisme de la croissance, des évolutions géopolitiques, des mouvements des taux de change et la transmission des mesures de politique monétaire.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

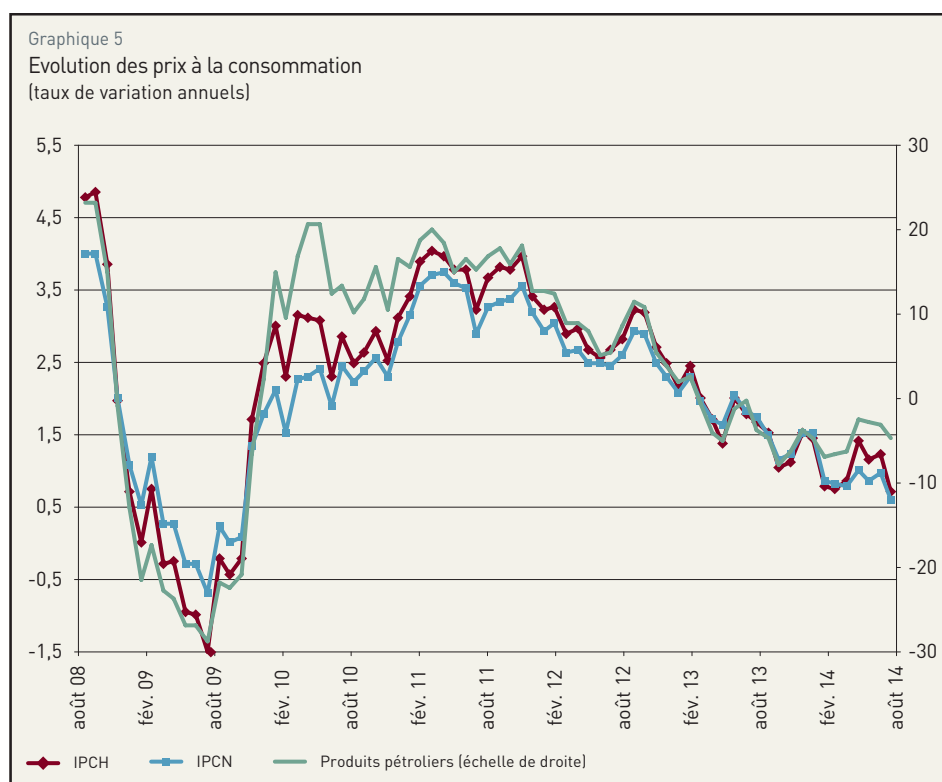
1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le recul de l'inflation globale entamé en 2011 s'est poursuivi en 2014. Le taux de variation annuel moyen de l'IPCN s'est ainsi replié de 2,7% en 2012 à 1,7% en 2013, pour s'établir à 1% lors des sept premiers mois de 2014. L'inflation dégagée sur la base de l'IPCH a connu une dynamique similaire en passant de 2,9% en 2012 à 1,7% en 2013 et à 1,1% lors des sept premiers mois de 2014. Il s'agit des taux d'inflation moyens les plus bas depuis plus d'une décennie si l'on ne tient pas compte de l'année 2009 durant laquelle les dynamiques d'inflation étaient largement déterminées par la chute du prix du pétrole.

Le recul est considérable et il est imputable à plusieurs facteurs. La dynamique des prix de l'énergie en est la principale cause. Ces prix ont reculé de 9% depuis leurs sommets observés en septembre 2012 et leur taux d'inflation annuel, qui est négatif depuis mars 2013, n'a été que de -3,8% en moyenne sur les sept premiers mois de 2014. Néanmoins, l'inflation hors produits pétroliers s'est également repliée de manière conséquente, à 1,3% en juillet et est donc nettement en-dessous de sa moyenne de long terme. L'inflation des produits alimentaires traités et non-traités a fortement reculé sous l'influence des conditions climatiques très favorables et des récoltes plus abondantes. L'augmentation des prix des services s'est modérée dans le contexte d'un faible ajustement des prix administrés ainsi que d'une modération de l'échelle mobile des salaires. Seule l'inflation des biens industriels non-énergétiques a gardé le rythme de l'année précédente, bien qu'elle demeure en-dessous de sa moyenne de long terme.

Malgré la modération, l'inflation globale au Luxembourg est constamment plus élevée que dans la zone euro et les pays limitrophes¹. Au deuxième trimestre



Source : STATEC

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.

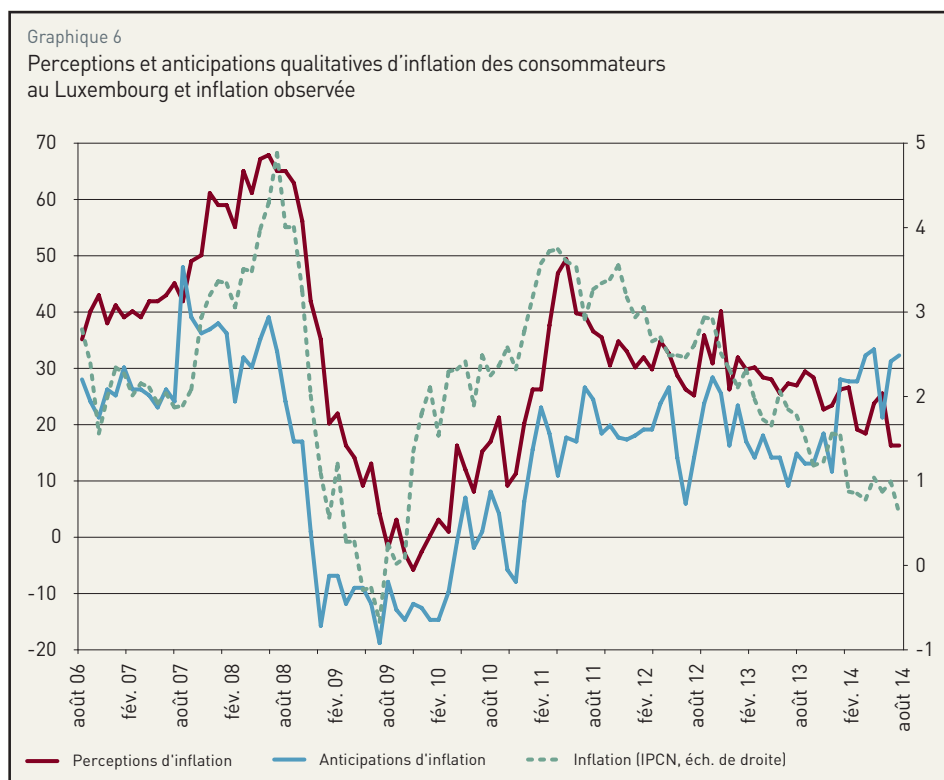
2014, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,1 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,2 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au deuxième trimestre 2014 ont atteint respectivement 10,3 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 5,6 p.p. par rapport à la zone euro.

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

Projections d'inflation

Hypothèses

A la mi-août 2014, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar cotait aux environs de 1,34, soit à un niveau légèrement inférieur aux hypothèses de l'exercice datant de juin 2014³. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 105\$/bl et les marchés à terme anticipent une stabilisation autour de ce niveau jusqu'en septembre 2015. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en euros, qui a reculé de 6% en 2013, baisserait de 3% en 2014 et se stabiliserait lors des neufs premiers mois de 2015 par rapport à la même période de l'année 2014. Par rapport à l'exercice de juin, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la hausse à concurrence de 5%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.



Sources: BCL et STATEC

- 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.
- 3 Voir BCL, Communiqué de presse du 18 juillet sur les projections macroéconomiques de juin 2014.

Tableau 3

Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2013	2014	2015- 9 MOIS	2014-T3	2014-T4	2015-T1	2015-T2	2015-T3
Prix du pétrole (brent) en \$	109	107	106	106	106	106	106	105
Taux de change \$/€	1,33	1,36	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34	1,34
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-6	-3	0	-5	-2	1	-1	0

Source: BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est nettement repliée au cours des derniers mois en passant de 2,5% en juin 2013 à 1,2% en juin 2014. Cette dynamique est attribuable à deux principaux facteurs. D'une part, elle a bénéficié des chocs exogènes favorables tels que des conditions climatiques clémentes ainsi que des prix administrés peu dynamiques. D'autre part, les facteurs cycliques tels que la progression de la demande et des salaires n'ont pas généré une pression à la hausse des prix. La majeure partie des chocs favorables s'est probablement déjà répercutée dans les prix à la consommation et ne va guère induire une baisse supplémentaire de l'inflation. Mais il ne semble pas non plus que les facteurs cités précédemment soient sur le point de connaître un revirement soudain et d'alimenter à nouveau l'inflation. Toutefois, au-delà de cet horizon, c'est-à-dire au début de l'année 2015, les prix à la consommation subiront le choc de la hausse des taux de TVA. Les taux de TVA de 6%, 12% et 15% seront ajustés respectivement à 8%, 14% et 17%. Seul le taux de TVA de 3% restera inchangé. La TVA appliquée aux boissons alcoolisées dans les restaurants et bars passera de 3% à 17%.

Considérant une transmission intégrale de ces mesures aux prix à la consommation, l'impact mécanique serait un effet haussier d'approximativement 1,1% sur les prix à la consommation. Étant donné que les taux de TVA appliqués aux biens et services divergent fortement, la mesure ne va pas se répercuter uniformément sur les différentes composantes de l'IPC. Les prix des biens alimentaires à l'exclusion de l'alcool et du tabac ne seraient pas impactés puisque leur taux de TVA est en général de 3%. L'impact sur les services pourrait être proche de 1%. Certaines composantes des services sont notamment soit exemptes de TVA, soit soumises au taux de 3% et donc pas concernées par ces mesures. Par contre, cette composante subira surtout la hausse beaucoup plus conséquente de la TVA dans la restauration. En ce qui concerne les prix de l'énergie, l'alcool, le tabac et les biens industriels non-énergétiques, l'impact serait relativement plus élevé, proche de 2%. La hausse des prix exercerait à son tour un impact sur le coût salarial moyen et via le mécanisme d'indexation des salaires, un effet secondaire sur les prix des autres biens et services. Dans les projections, une transmission pleine, c'est-à-dire à 100%⁴ a été incorporée, mais avec des impacts légèrement différés dans le temps selon la composante. Cette mesure pousse nécessairement à la hausse l'inflation moyenne en 2015.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, les prix des produits énergétiques qui avaient baissé depuis leur sommet en septembre 2013, devraient se stabiliser jusqu'à la fin de l'année avant de remonter suite aux ajustements des taux de TVA. En moyenne, l'inflation des prix de l'énergie serait négative avec -2,7% en 2014, mais rebondirait à 1,3% lors des neuf premiers mois de l'année prochaine. Par conséquent, cette dynamique contribuerait à nouveau à modérer l'inflation

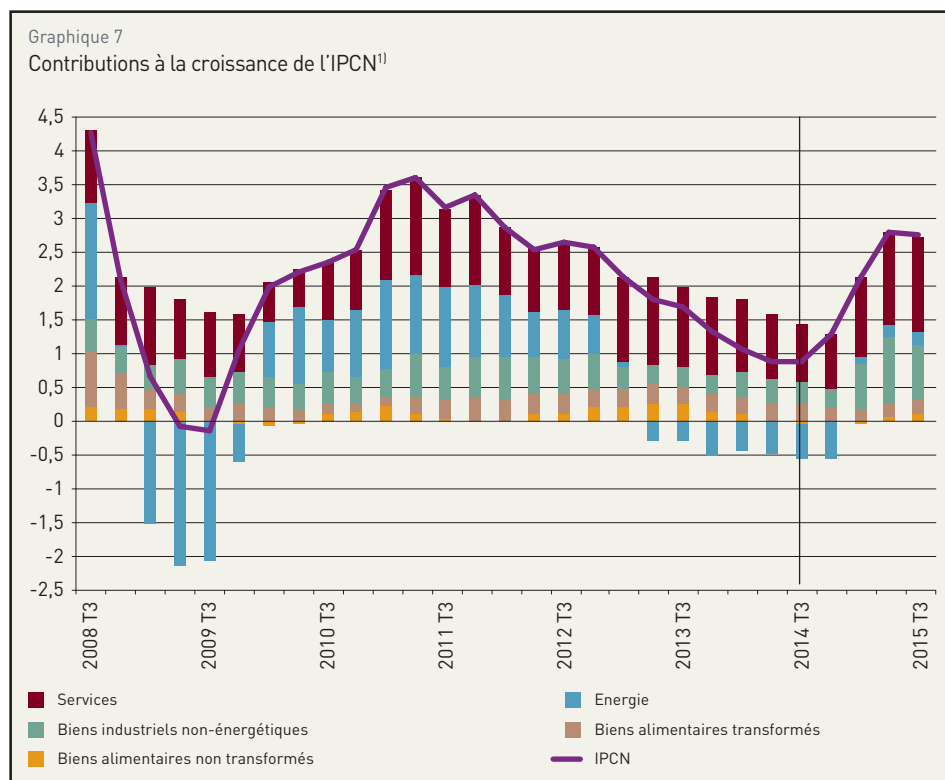
4 Une transmission incomplète des hausses de la taxation indirecte aux prix à la consommation a été récemment observée dans plusieurs pays européens. Il convient de noter que la TVA est une taxe payée par le consommateur à l'État, par l'intermédiaire des entreprises. *Ceteris paribus*, un degré de transmission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

globale en 2014 (voir le graphique). Par rapport à l'exercice de juin 2014, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été marginalement ajustées à la hausse, de l'ordre de 1,0 p.p. en 2014 et de 1,3 p.p. au début de l'année 2015, conformément à des hypothèses qui ont été révisées dans le même sens. En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le taux d'inflation afférent

pourrait se stabiliser autour de 1,5% au deuxième semestre 2014 avant de rebondir autour de 2,6% lors des neuf premiers mois de l'année prochaine. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections sont restées quasiment inchangées.

Avec un taux de 1,0% en juillet 2014, l'inflation mesurée par l'IPCN global a déjà fortement ralenti par rapport aux sommets de 2011. Sur base des projections, l'inflation se stabiliserait autour de ce niveau jusqu'en septembre pour rebondir quelque peu à la fin de l'année et s'accélérer en 2015. Ainsi, le taux d'inflation moyen de 1,1% pour le deuxième semestre serait quasiment le même que lors de la première moitié de l'année, mais il passerait à 2,6% lors des neuf premiers mois de l'année 2015 (voir graphique). Par rapport à l'exercice de juin 2014, le scénario de l'inflation globale a été quelque peu revu à la hausse, essentiellement sur fond

d'une révision à la hausse des hypothèses relatives au prix du pétrole en euros. L'échéance de la prochaine tranche indiciaire serait due pour le premier trimestre de l'année 2015. La modulation du mécanisme d'indexation en vigueur jusqu'à la fin de l'année 2014 ne serait donc pas contraignante.



Sources : STATEC, projections BCL

¹⁾ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Tableau 4

Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes

(en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2013	2014	2015 - 9 MOIS	1ER SEMESTRE 2014	2E SEMESTRE 2014	1ER SEMESTRE 2015
IPCN	1,7	1,0 (-)	2,6 (0,2)	1,0 (-)	1,1 (0,1)	2,5 (0,2)
IPCN hors énergie	2,3	1,5 (-0,1)	2,6 (-)	1,5 (-0,1)	1,5 (-0,1)	2,5 (-)
IPCH	1,7	1,1 (-)	2,5 (0,2)	1,1 (-)	1,1 (0,1)	2,4 (0,2)
IPCH énergie	-2,7	-2,7 (1,0)	1,3 (2,4)	-3,2 (0,2)	-2,2 (1,9)	1,3 (2,8)
IPCH hors énergie	2,4	1,7 (-0,1)	2,7 (-0,1)	1,8 (-)	1,6 (-0,2)	2,6 (-0,2)

Source: BCL

Analyse des risques

L'hypothèse de travail est que les entreprises vont répercuter intégralement, mais pas instantanément, la hausse des taux de TVA sur leurs prix de vente. Cette hypothèse semble réaliste, car l'ajustement des taux de TVA est permanent. Elle l'est aussi pour certains prix fixés selon une formule standardisée comme par exemple les prix de l'énergie. Elle l'est peut-être moins pour les prix de biens et services exposés à un environnement fortement concurrentiel. En conséquence, il n'est pas exclu que l'impact effectif de la hausse des taux de TVA soit plus faible ou plus étalé dans le temps. Une telle constellation repousserait évidemment les hausses de l'échelle mobile des salaires. La projection pour l'IPC net de l'impact des hausses de TVA serait de 1,8% pour les neuf premiers mois de l'année 2015. Ce taux demeure en-dessous de la moyenne historique, proche du taux de l'année 2013, mais quelque peu plus élevé que projeté dans nos pays limitrophes.

Il convient aussi de noter que l'incertitude entourant les projections pour le début de l'année 2015 semble un peu plus élevée que d'habitude. Les entreprises vont en effet ajuster leurs prix de vente à une série de chocs qui tombent quasiment simultanément. La hausse des taux de TVA, l'ajustement du salaire minimum et le paiement de la tranche indiciaire, auront tous une incidence sur leurs coûts et leurs politiques de prix. Si la réaction des entreprises est difficile à anticiper avec précision, elle se fera vraisemblablement sous forme d'une adaptation unique des prix. En raison de l'ampleur de l'ajustement qui en résulte, il se pourrait alors qu'une transmission partielle des hausses de TVA aux prix à la consommation devienne probable. Le risque pesant sur les projections d'inflation pour l'année prochaine serait donc à la baisse.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Sur l'ensemble de l'année 2013, les prix à la production de l'ensemble des produits industriels ont connu un recul de 2,6%. Cette baisse est imputable pour l'essentiel à la forte diminution des prix des biens intermédiaires. Les prix des biens d'équipement sont quasiment stables alors que les prix des biens énergétiques sont en nette hausse. Les prix des biens de consommation progressent également, mais de manière moins marquée. Bien que le recul des prix pour l'ensemble de l'industrie soit observé pour 2013, la décomposition sectorielle laisse apparaître des différences selon le trimestre considéré. Ainsi, bien que globalement en hausse, les prix des biens énergétiques sont en diminution lors des deuxième et quatrième trimestres de 2013. De même, la stabilité des prix des biens d'équipement sur l'ensemble de l'année cache en réalité de fortes variations trimestrielles (alternance de hausses et baisses marquées). Le premier trimestre 2014 dénote une baisse marquée des prix à la production dans l'ensemble de l'industrie. Tous les secteurs sont affectés par ce recul des prix à l'exception des biens de consommation, le secteur le plus touché étant les biens énergétiques. Cette tendance se confirme au deuxième trimestre de 2014 à l'exception des prix des biens énergétiques en légère hausse. Notons que lors de l'enquête de conjoncture d'août, 80% des répondants anticipaient une stabilité des prix de vente pour les mois à venir et 18% un recul de ceux-ci. Seulement 2% anticipaient donc une hausse des prix.

Tableau 5

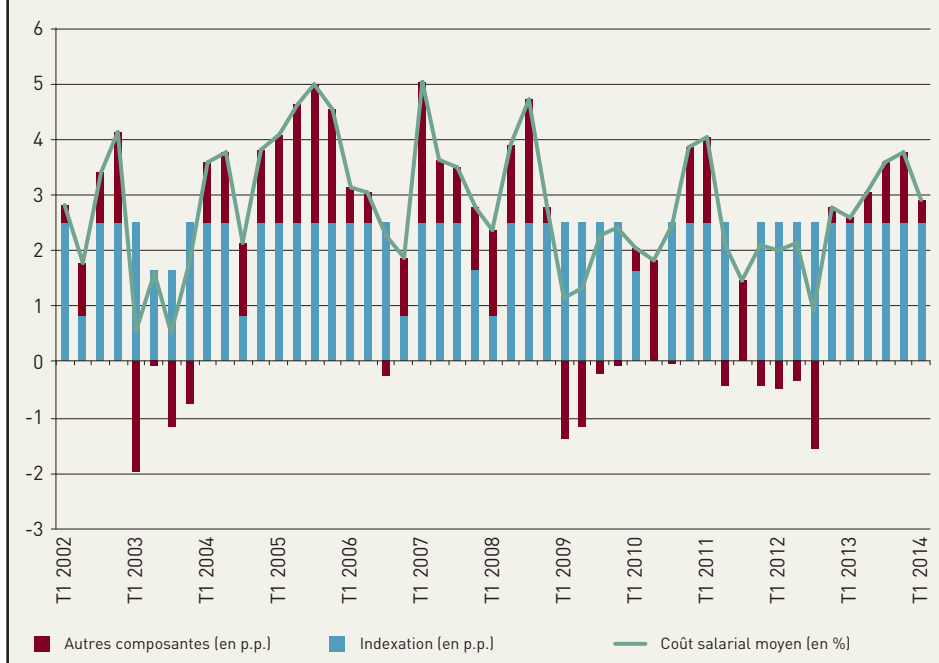
Prix à la production industrielle

(en variation par rapport à la période précédente)

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

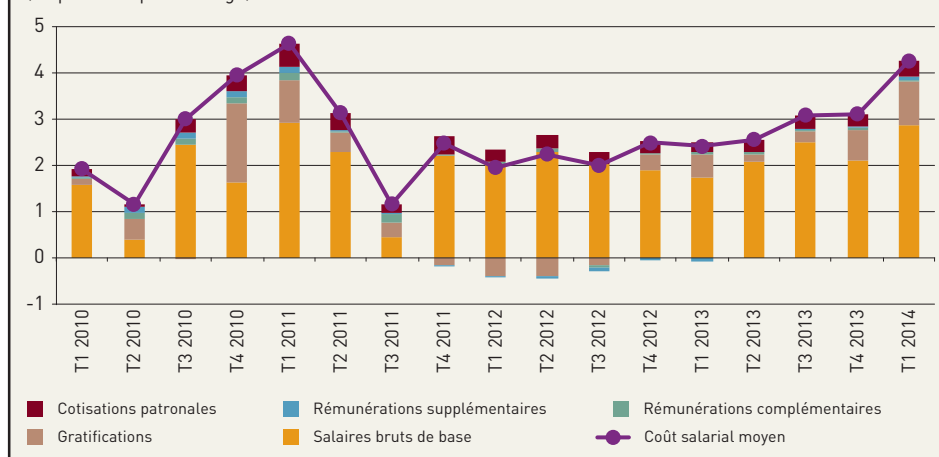
Sources : STATEC, calculs : BCL

Graphique 8
Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Sources: STATEC, calculs BCL

Graphique 9
Contributions des différents éléments de rémunération à la progression annuelle
du coût salarial moyen nominal
(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.

Source: IGSS, calculs BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

Selon la plus récente estimation de la comptabilité nationale, le coût salarial moyen a progressé de 2,9% en glissement annuel au premier trimestre 2014 (après 3,6% le trimestre précédent). Une décomposition détaillée révèle que la progression annuelle de la rémunération par tête début 2014 est essentiellement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes » qui incorporent les éléments « réels », s'est ainsi établi à 0,4 p.p.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale témoigne d'une évolution relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par la comptabilité nationale. Remarquons cependant qu'en raison de l'existence de divergences méthodologiques, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables⁵. En faisant abstraction de ces différences, les données administratives permettent néanmoins d'affiner l'analyse en décomposant le coût salarial moyen en divers éléments. Aussi, sur base des fichiers mensuels de l'IGSS, le redressement progressif de la durée moyenne de travail et la hausse des primes et gratifications distribuées expliqueraient la progression, certes modérée mais somme toute positive des salaires réels.

5 En effet, les comptes nationaux sont compilés à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et font l'objet de divers retraitements.

L'analyse sectorielle révèle que la progression annuelle du coût salarial moyen a été particulièrement dynamique dans la construction (12,4%), les activités immobilières (4,8%), l'industrie (4,0%) et le secteur « commerce, horeca et transports » (3,7%). Plus en détail, la forte progression observée dans le secteur de la construction doit être nuancée, dans la mesure où celle-ci est essentiellement imputable à un effet de base positif. Rappelons à cet égard que l'activité de cette branche avait fortement pâti des mauvaises conditions météorologiques observées au cours de la première moitié de l'année 2013. La récente accélération du coût salarial moyen reflète (en partie du moins) une reprise de l'activité et de l'emploi (essentiellement sous la forme d'une hausse des heures travaillées). Dans l'industrie, l'accélération de la progression du coût salarial moyen au premier trimestre 2014 s'explique par une hausse graduelle du volume de travail et par une contribution positive des primes et gratifications distribuées. La rémunération par tête s'est au contraire inscrite en léger retrait dans le secteur financier (-0,2% en glissement annuel). Cette diminution s'explique en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013 sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement⁶.

Tableau 6

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

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières ; nd = non disponible

Sources : Statec, calculs BCL

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,6% au premier trimestre de l'année en cours. Rappelons à cet égard que l'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen est très volatile et fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier tels que la distribution de primes et l'évolution du volume de travail.

En conclusion, la plus récente actualisation des comptes nationaux confirme une certaine modération salariale dans un contexte de reprise graduelle de l'activité. La dynamique des salaires est par ailleurs essentiellement imputable à l'apport de l'indexation, sans lequel le coût salarial moyen réel n'aurait

6 Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse au cours du premier semestre de l'année en cours, après avoir progressé de manière très dynamique tout au long de l'année 2013. Une ventilation détaillée par poste de dépense révèle que cette baisse s'explique (en partie) par une contribution négative des « autres dépenses », qui incorporent notamment les primes de licenciement versées dans le cadre de plans sociaux. Ce poste avait fortement contribué à la hausse des frais de personnel en 2013.

que très légèrement progressé au premier trimestre 2014. Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux, susceptibles de faire l'objet de révisions au cours de publications ultérieures.

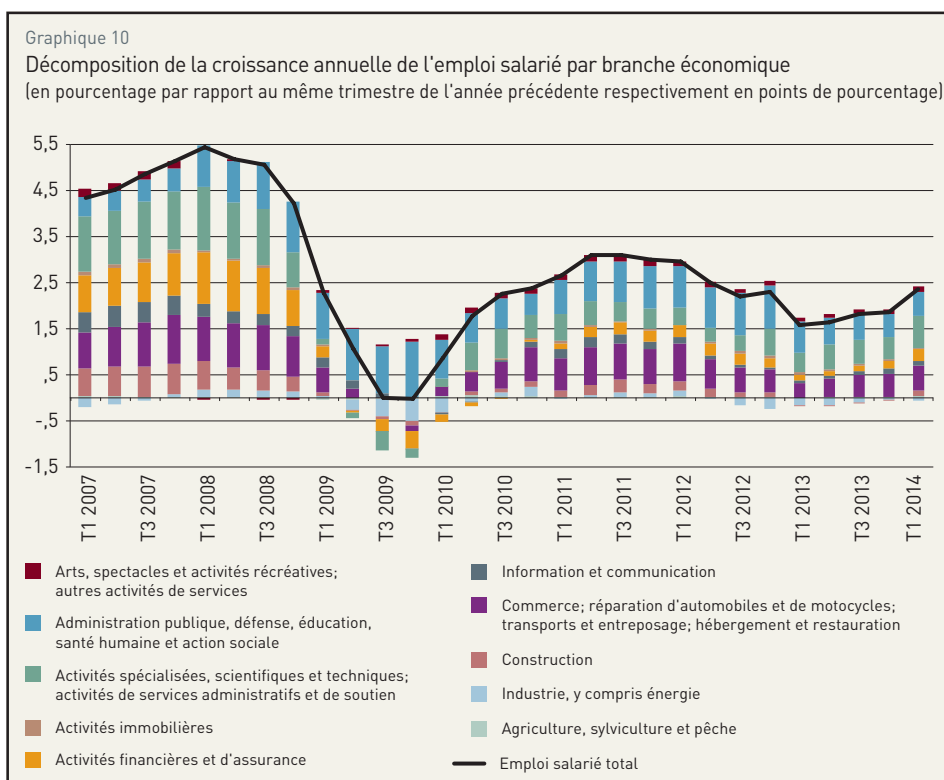
1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

En écho au redressement graduel de la conjoncture, les plus récentes informations confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié aurait progressé de 2,4% en glissement annuel en avril 2014, stable par rapport au mois précédent mais en accélération par rapport au taux observé un an auparavant (+1,0 p.p.). Selon des estimations, cette tendance se serait établie à 2,3% en moyenne au cours des mois suivants. Ces informations doivent cependant être interprétées avec prudence en raison de leur caractère non définitif. Il convient de noter que l'accélération de la croissance de l'emploi observée en début d'année courante est en partie imputable à des effets de base positifs, l'emploi ayant progressé de manière particulièrement peu dynamique en début d'année 2013 (sous l'effet déterminant de la baisse de l'activité dans certaines branches, dans le sillage des mauvaises conditions météorologiques).

Après avoir pâti des effets de la crise, l'emploi frontalier – qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle – semble s'être redressé. L'écart négatif de croissance par rapport à l'emploi résident se serait graduellement résorbé et même temporairement inversé en début d'année courante.

Autre signe positif, le nombre de travailleurs intérimaires et leur volume de travail se sont repositionnés sur une trajectoire ascendante depuis mi-2013. En tant que facteur d'ajustement, l'évolution



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

du travail intérimaire est souvent interprétée comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. Face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage à l'emploi intérimaire plutôt que d'opter pour des embauches effectives. La récente progression du travail temporaire pourrait ainsi être le reflet d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie.

Au niveau sectoriel, la progression annuelle de l'emploi est essentiellement imputable aux contributions provenant des services aux entreprises (y compris activités immobilières), du secteur « commerce, transports et horeca » ainsi que du secteur public au sens large. Parallèlement, l'industrie manufacturière (tout

comme le secteur bancaire) continue de ponctionner la croissance de l'emploi. En glissement trimestriel, l'emploi a progressé de 0,6% au premier trimestre 2014.

Tableau 7

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

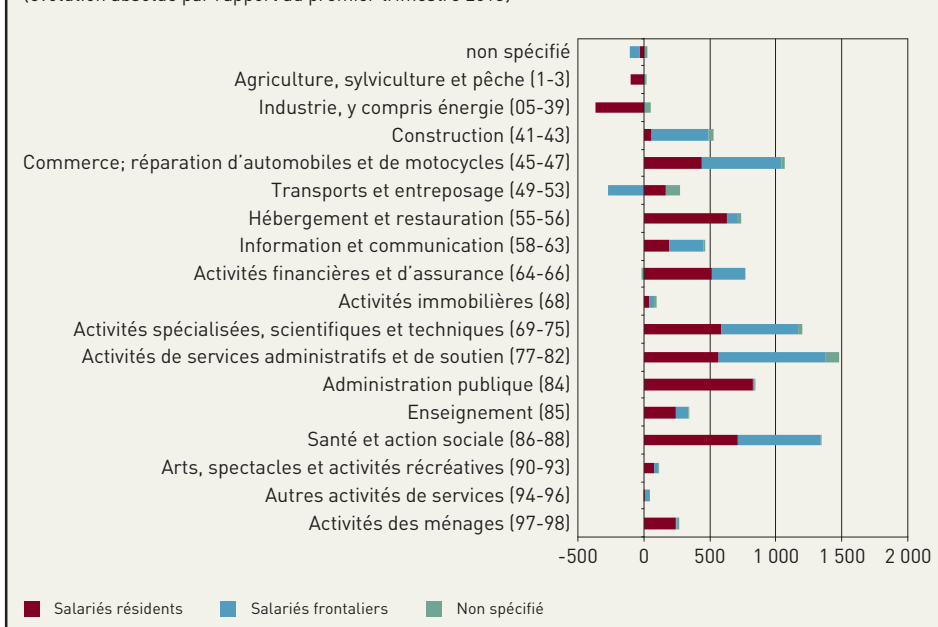
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

	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" désaisonnalisé	Taux de chômage "strict" non ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage large non ajusté pour les variations saisonnières
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
2013	1,5	1,8	1,7	0,9	1,7	1,7	1,7	15,1	2,5	6,9	6,9	8,7
2011T1	2,9	2,4	2,7	2,1	2,9	2,3	2,7	-1,7	2,1	5,6	5,9	7,7
2011T2	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	1,7	2,5	2,2	1,1	1,7	2,3	2,2	9,3	2,7	6,2	5,9	7,9
2012 T4	1,8	2,5	2,3	1,4	2,0	2,4	2,3	12,4	3,0	6,3	6,4	8,4
2013 T1	1,2	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7	1,6	12,7	2,4	6,6	6,9	8,8
2013 T2	1,3	1,7	1,6	1,2	2,0	1,7	1,6	16,6	2,5	6,9	6,6	8,4
2013 T3	1,5	1,9	1,8	0,9	1,7	1,8	1,8	16,2	2,6	7,0	6,7	8,6
2013 T4	1,9	1,7	1,9	0,8	1,6	1,6	1,8	14,8	2,5	7,0	7,2	9,0
2014 T1	2,5	2,1	2,4	0,6	1,5	2,0	2,3	10,5	2,6	7,1	7,5	9,3
2014 T2	2,2	2,2	2,3	0,3	1,2	2,0	2,2	7,7	2,4	7,2	6,9	8,9
Jan-13	1,2	1,9	1,7	0,4	1,2	1,8	1,7	11,7	2,5	6,5	7,0	8,9
Feb-13	1,3	1,8	1,6	0,5	1,3	1,7	1,6	12,5	2,4	6,6	7,0	8,9
Mar-13	1,0	1,6	1,4	0,7	1,5	1,5	1,4	13,8	2,3	6,7	6,8	8,6
Apr-13	1,0	1,6	1,4	1,6	2,2	1,6	1,4	14,9	2,4	6,8	6,7	8,5
May-13	1,5	1,8	1,7	1,1	1,8	1,7	1,7	17,2	2,6	6,9	6,6	8,4
Jun-13	1,4	1,8	1,6	1,0	1,8	1,7	1,7	17,9	2,6	7,0	6,5	8,4
Jul-13	1,4	1,7	1,6	1,0	1,8	1,6	1,6	17,4	2,6	7,0	6,8	8,7
Aug-13	1,7	2,1	2,0	0,7	1,5	2,0	2,0	15,2	2,7	6,9	6,6	8,4
Sep-13	1,3	1,8	1,7	1,1	1,9	1,8	1,7	16,0	2,6	7,0	6,8	8,6
Oct-13	1,9	1,8	1,9	1,0	1,8	1,7	1,9	15,3	2,6	7,0	6,9	8,7
Nov-13	2,2	1,7	2,0	0,5	1,4	1,6	1,9	15,3	2,5	7,0	7,1	8,8
Dec-13	1,7	1,6	1,7	0,9	1,7	1,5	1,7	13,7	2,4	7,1	7,6	9,3
Jan-14	2,4	2,0	2,2	0,9	1,7	1,9	2,2	12,4	2,6	7,1	7,7	9,5
Feb-14	2,6	2,1	2,4	0,5	1,4	2,0	2,3	10,3	2,6	7,1	7,5	9,4
Mar-14	2,5	2,2	2,4	0,5	1,3	2,0	2,4	8,8	2,5	7,1	7,3	9,2
Apr-14	2,5	2,1	2,4	0,1	1,0	2,0	2,3	8,5	2,4	7,2	7,1	9,0
May-14	2,0	2,3	2,3	0,3	1,2	2,1	2,2	8,1	2,5	7,3	6,9	8,9
Jun-14	2,1	2,1	2,2	0,3	1,2	2,0	2,1	6,6	2,3	7,2	6,8	8,7
Jul-14	2,5	2,4	2,6	0,1	1,0	2,2	2,5	6,6	2,5	7,3	7,1	9,0

Remarque: les données relatives aux mois de mai à juin 2014 sont des estimations

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

Graphique 11
 Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au premier trimestre 2014
 (évolution absolue par rapport au premier trimestre 2013)



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

Sources : IGSS, calculs

Les données mensuelles issues de la base de données de l'IGSS permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence⁷. Entre les premiers trimestres 2013 et 2014, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé près de 8 800 emplois. Selon les données de la sécurité sociale, deux secteurs se démarquent en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi luxembourgeois. Il s'agit en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne) qui ont créé près de 2 700 emplois en un an, et dont l'essentiel a été pourvu par des salariés frontaliers. En second lieu, il s'agit du secteur public au sens large, avec 2 500 emplois créés, largement pourvus par des résidents. Notons par ailleurs, que l'emploi résident a poursuivi sa contraction dans l'industrie,

l'emploi frontalier s'est quant à lui inscrit en retrait dans le secteur des transports.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle que mesurée par le stock d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'ADEM – s'est établie à près de 3 600 en moyenne chaque mois au cours des sept premiers mois de 2014, en hausse de 39,5% par rapport à la période correspondante de 2013. Partant, le taux d'emplois vacants, qui mesure la part de postes vacants dans l'emploi intérieur, demeure largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Par ailleurs, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à plus de 2 400 en moyenne au cours des mois de janvier à juillet 2014, en hausse de 20,5% par rapport à la même période de l'année 2013. Au niveau sectoriel, les données disponibles les plus récentes indiquent qu'au premier trimestre 2014, près d'un tiers des offres d'emplois provient des services aux entreprises et activités immobilières (29,6%), qui incluent entre autres les activités juridiques et comptables, les activités d'architecture et d'ingénierie ou encore les services de conseil. Ensuite, 14,1% des emplois vacants émanent du secteur public au sens large (en particulier du sous-secteur de la santé) et 13,7% de la branche « transports, information et communication ». Suivent l'horeca (11,2%), la finance (10,0%) et le commerce (9,3%), l'industrie et la construction demeurent en queue de peloton.

De manière générale, les entreprises luxembourgeoises semblent opter encore davantage pour un ajustement de la marge intensive du travail plutôt que pour des embauches nettes. Après plusieurs mois de baisses consécutives, les données administratives de l'IGSS font état d'un redressement de la

7 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Par conséquent, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables entre elles et sont susceptibles de diverger selon la source utilisée.

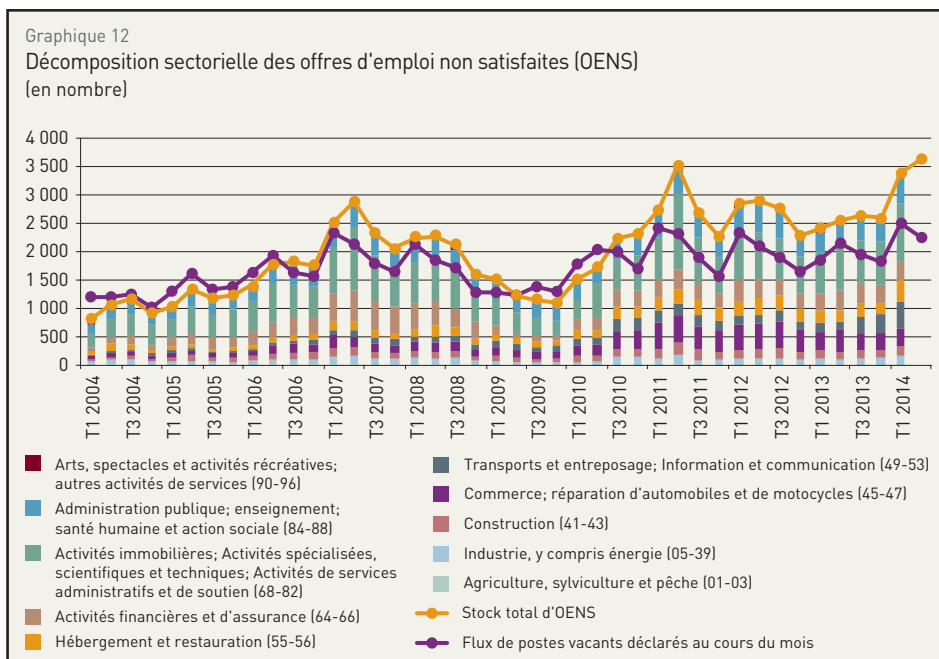
durée moyenne de travail (corrigée des jours ouvrables) de 2,0% en glissement annuel au premier trimestre 2014. Ce résultat s'explique notamment par une hausse des heures supplémentaires et par un recours probablement moins important au chômage partiel.

Les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent un léger regain d'optimisme dans les services (non financiers) et le commerce. Dans l'industrie et la construction, les perspectives d'évolution de l'emploi demeurent moroses.

1.2.2.2 Le chômage

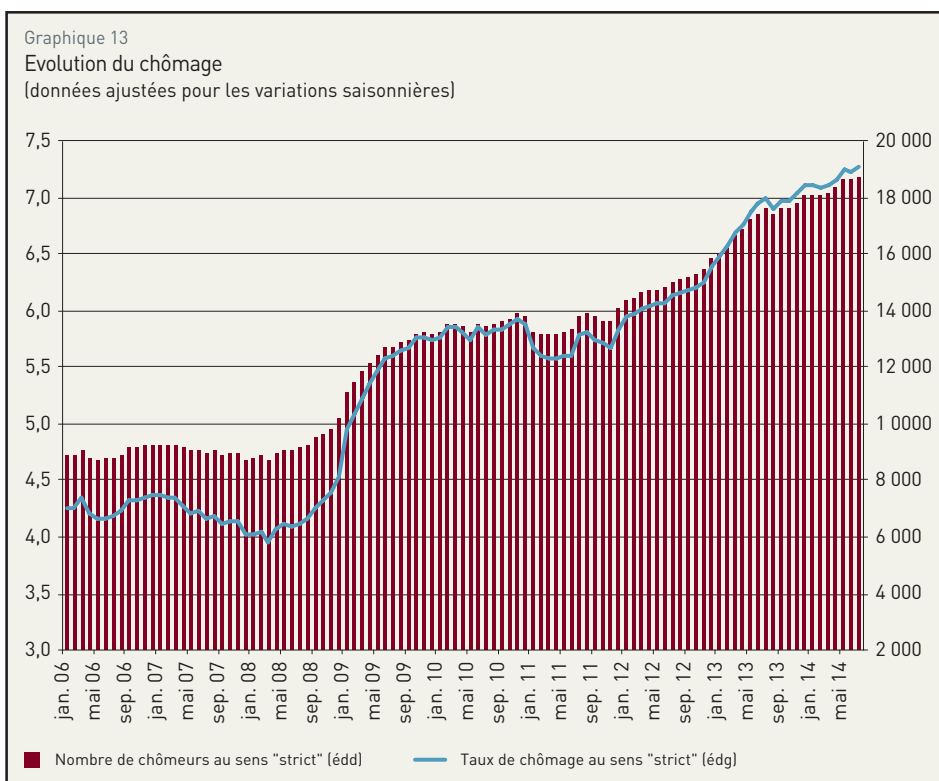
L'embellie observée du côté de l'emploi peine à porter ses fruits au niveau du chômage. Le taux de chômage au sens « restreint » s'est établi à 7,3% en juillet 2013, en légère hausse par rapport au taux observé le mois précédent et de 0,3 p.p. par rapport à son niveau un an auparavant.

De son côté, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles (non ajusté pour les variations saisonnières) s'est établi à 18 103 au mois de juillet 2014, en hausse de 6,6% en glissement annuel (soit l'équivalent de 1 115 chômeurs supplémentaires en un an). Aussi, on observe depuis mi-2013 une sensible décélération de la progression annuelle du nombre de chômeurs. La hausse du nombre de demandeurs d'emploi observée en glissement annuel au cours des sept premiers mois de l'année 2014 s'explique quasi-exclusivement par les chômeurs



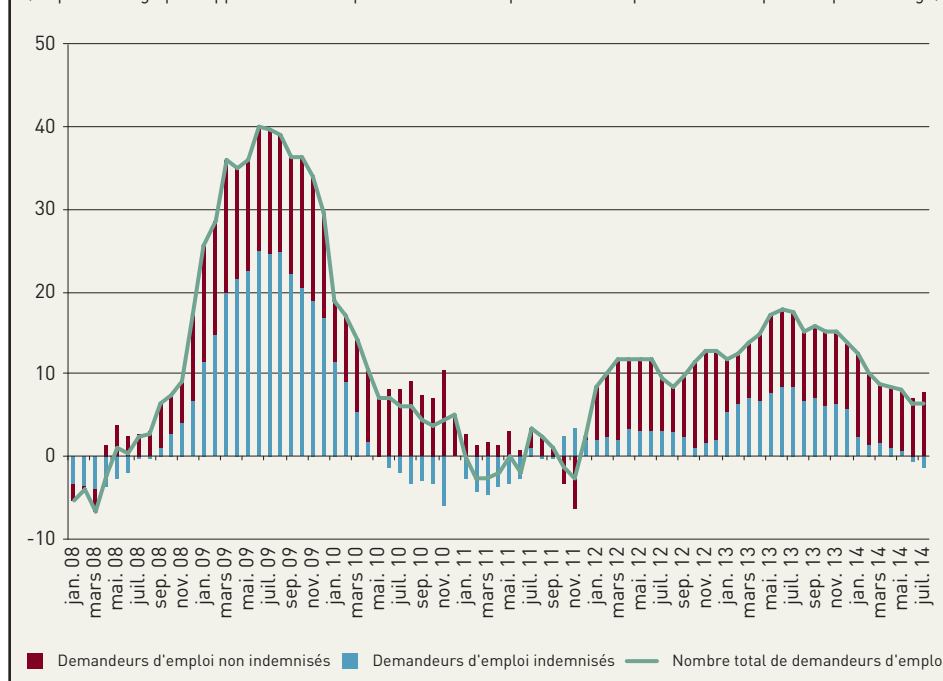
Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2. * La décomposition sectorielle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

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

Graphique 14
Evolution du nombre de demandeurs d'emploi selon leur statut
(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente respectivement en point de pourcentage)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

non indemnisés⁸, dont le nombre a augmenté de 14,4% en moyenne contre 1,9% seulement pour les chômeurs indemnisés. Cette tendance pourrait être le reflet de l'expiration des droits aux allocations-chômage (dans le contexte d'un allongement progressif de la durée du chômage) ou d'un recul des pertes d'emploi (dans le contexte d'une reprise graduelle de l'activité). L'absence de données détaillées ne permet pas de confirmer ou d'infirmier l'une ou l'autre hypothèse. Il est cependant probable que les deux phénomènes jouent en parallèle. En effet, la recrudescence du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée (dont l'essentiel est non-indemnisé) explique près de 77,7% de la hausse du nombre total de chômeurs observée au cours de la période sous revue (en glissement annuel). Cette augmentation s'explique également

en grande partie par la hausse du nombre de femmes au chômage (63,0%). L'embellie conjoncturelle et l'amélioration des perspectives d'emploi peut en effet inciter des personnes qui auparavant étaient exclues du marché du travail (comme par exemple les femmes au foyer) à (ré-) intégrer la vie active.

Le taux de chômage au sens « large » (non ajustée pour les variations saisonnières), qui englobe les demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien, s'est établi à 9,0% en juillet 2014. Après la baisse observée en deuxième moitié de l'année précédente, le nombre de mesures a progressé de 5,3% en moyenne au cours des sept premiers mois de cette année. Cette évolution favorable s'explique essentiellement par une hausse des « activités d'insertion professionnelle » (qui incluent des affectations temporaires à des travaux d'utilité publique ou à des stages en entreprises), du nombre de contrats « appui » à l'emploi, destinés aux jeunes chômeurs⁹ ainsi que par la hausse des mesures de formations (y compris l'apprentissage pour adultes). Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation de ces mesures (comptabilisées dans l'emploi) se traduit par une hausse mécanique du niveau de l'emploi national et une baisse corolaire du chômage au sens « strict ».

Faisant suite à une relative stabilisation en début d'année courante, le recours au chômage partiel a entamé une voie descendante depuis le mois d'avril 2014. Globalement, sur les neuf premiers mois de l'année en cours, le nombre de demandes introduites s'est établi à 31 en moyenne chaque mois,

8 Rappelons 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 pré-requis pour pouvoir en bénéficier (p.ex. les nouveaux arrivants sur le territoire nationale ou les étudiants à l'issue de leur parcours scolaire).

9 Rappelons à cet égard que 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.

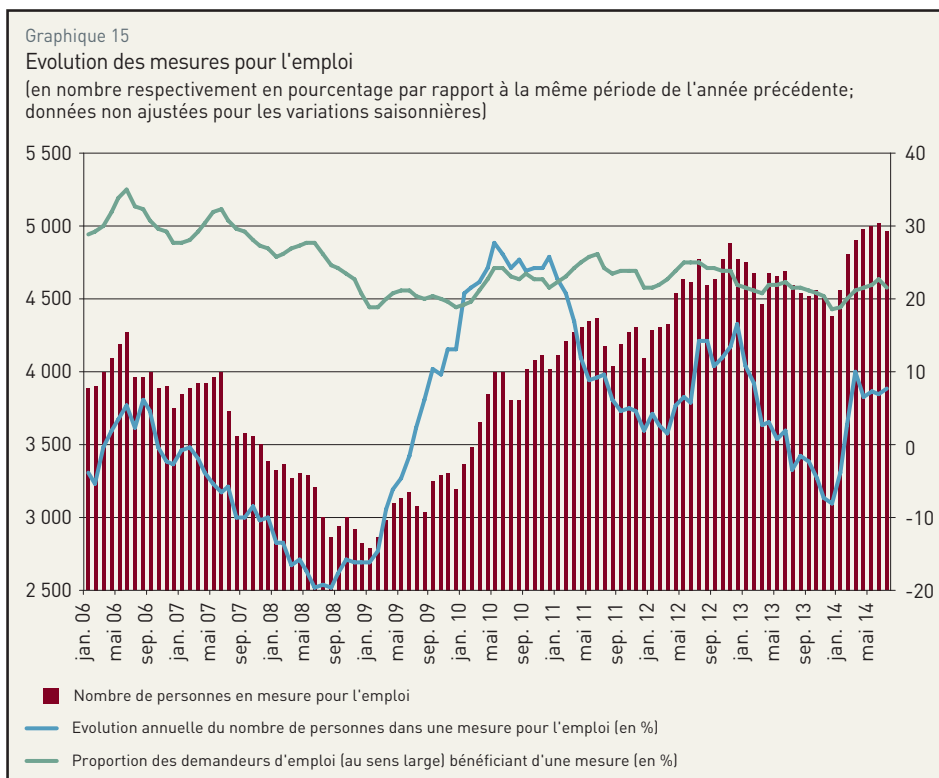
contre 40 sur la même période de l'année précédente. De même, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 1760 en moyenne chaque mois entre janvier et septembre 2014, en baisse de 31,9% en glissement annuel (soit l'équivalent de 826 salariés en moins). Le secteur 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).

Si au regard des chiffres disponibles, l'amélioration de la situation de fond sur le marché du travail luxembourgeois semble se confirmer (accélération de la croissance de l'emploi, redressement du volume de travail, hausse de la demande de travail, baisse du chômage partiel etc.), des zones d'ombres subsistent. Il convient de noter dans ce contexte l'aggravation du chômage de longue durée qui témoigne des difficultés de certains chômeurs à retrouver un emploi, en particulier les demandeurs peu qualifiés, plus âgés ou souffrant d'une incapacité (partielle) de travail.

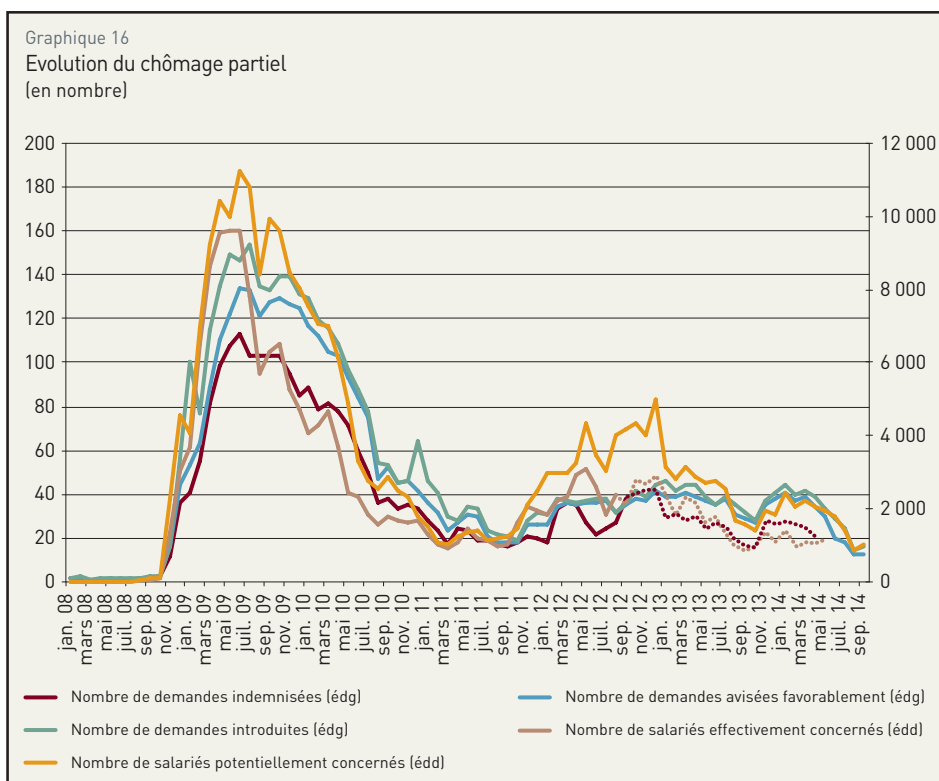
1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

En 2013, la production industrielle pour l'ensemble des secteurs industriels recule de 3,4%. Le quatrième trimestre de 2013 avait amorcé une hausse de la production industrielle dans tous les secteurs. Bien que significative, cette hausse ne suffisait pas



Sources : ADEM, calculs BCL



Source : Comité de conjoncture

à compenser les chutes successives observées lors des trois premiers trimestres de 2013. Les données concernant le premier trimestre de l'année 2014 sont positives, avec une nette progression de la production industrielle dans tous les secteurs à l'exception des biens énergétiques. Les données du deuxième trimestre confirment également cette tendance. La production augmente en effet dans tous les secteurs à l'exception des biens d'équipement. La hausse est particulièrement marquée dans le secteur des biens intermédiaires et dans la sidérurgie.

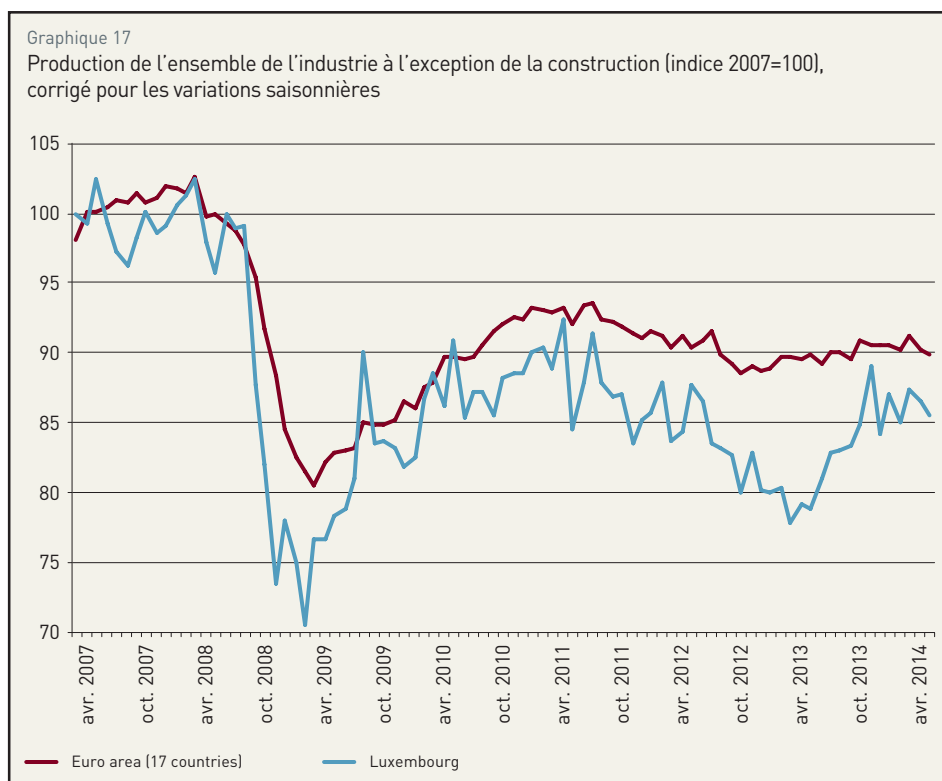
Tableau 8

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

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

Sources: STATEC, calculs: BCL

Durant la crise, un recul de la production industrielle fut observé dans l'ensemble de la zone euro. Il fut néanmoins plus marqué au Luxembourg. Toutefois, alors que la production industrielle de la zone euro connaît récemment une certaine stabilisation, la progression de la production observée ces derniers mois au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg.



Sources : Eurostat, calculs: BCL

Lors de la dernière enquête de conjoncture disponible (août), la tendance récente de la production a été jugée en détérioration. Alors qu'un quart des répondants estime toujours qu'elle est stable, ils sont désormais environ un cinquième à la voir en baisse (progression de 11 p.p.). Cette mauvaise performance est également visible dans l'état du carnet commandes qui est jugé comme insuffisant par 57% des répondants. Les perspectives futures de la production sont en revanche en progression, 13% des répondants s'attendent en effet à une hausse de celle-ci (progression de 6 p.p.). Les anticipations relatives à l'emploi restent stables avec trois-quarts des répondants s'attendant à une stabilisation et un quart à une diminution. Le degré d'utilisation des capacités de production reste quant à lui à un

niveau faible dans l'ensemble de l'industrie luxembourgeoise (66%), pénalisé par le secteur sidérurgique, qui présente un taux d'utilisation très en dessous de la moyenne (41%), tirant nettement celle-ci vers le bas.

Après avoir fortement reculé en juin, puis s'être amélioré en juillet, l'indice de confiance dans l'industrie calculé par la Commission européenne s'est de nouveau détérioré en août. Celui-ci est néanmoins globalement en hausse depuis janvier et avait atteint en mai 2014 son plus haut niveau depuis 2 ans.

La baisse de la production de la **construction** observée en 2012 au Luxembourg s'est accompagnée d'une réduction des heures travaillées. Ces tendances négatives se sont poursuivies jusqu'au troisième trimestre 2013. Précisons que les conditions météorologiques, caractérisées par un mois de janvier 2013 particulièrement froid, ont pesé sur l'activité dans la construction (bâtiment et génie civil) au premier trimestre 2013 (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 statistiques pour les deuxième et troisième trimestres 2013 indiquent de nouvelles baisses de la production par jour ouvrable (pjo) en glissement annuel. Les données relatives au dernier trimestre de 2013 sont cependant plus encourageantes, avec une croissance de la pjo en glissement annuel égale à +2,2%. Les conditions climatiques favorables par rapport à l'année précédente pourraient expliquer cette embellie. Les heures travaillées traduisent également une inflexion favorable au quatrième trimestre 2013, le taux de croissance en glissement annuel s'établissant à +1,6%.

Ces tendances favorables se sont accentuées au cours du premier trimestre de 2014, tant en termes de production que d'heures travaillées. Ces deux indicateurs connaissent en effet une croissance de respectivement 16% et 15,3% au cours de ce trimestre. Il convient cependant de rappeler que les conditions climatiques étaient particulièrement défavorables au cours des mois de janvier et février de l'année 2013 alors qu'elles furent au contraire clémentes lors du premier trimestre de 2014. Au deuxième trimestre 2014 en revanche, la production ainsi que les heures travaillées se tassent légèrement.

Dans le secteur résidentiel, le nombre total de permis de bâtir accordés en 2013 a régressé de 15,5%. Cette baisse touche essentiellement les maisons à appartements (-24,7% en 2013 par rapport à 2012), tandis que les maisons individuelles voient leur nombre d'autorisations progresser de 7,4% en 2013. Au premier trimestre 2014, les autorisations de bâtir ont progressé de 33,%, sous l'effet d'un bond des permis de construire accordés pour les maisons à appartements.

Tableau 9

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

	2012	2013	2013-T1	2013-T2	2013-T3	2013-T4	2014-T1	2014-T2
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	-3,1	-4,5	-15,1	-2,2	-2,6	2,2	16,0	-0,3
Heures travaillées	-4,9	-4,1	-13,7	-2,4	-1,9	1,6	15,3	-0,6
Permis de bâtir	0,3	-15,0	-14,3	-18,0	-24,3	-4,1	38,2	-

Sources : STATEC, calculs BCL.

Les résultats de la plus récente enquête de conjoncture dans le secteur de la construction au Luxembourg dénotent une embellie dans ce secteur. En août 2014, l'indicateur global s'est en effet établi à -0,3 en progression par rapport au mois de juillet (-2,8). Il s'agit là de la résultante d'une inflexion à la hausse de la composante « perspectives d'évolution de l'emploi ». Ces deux mois sont par ailleurs en nette amélioration par rapport au deuxième trimestre 2014.

Globalement, l'indicateur de confiance se situe à un niveau nettement supérieur en 2014 par rapport à 2013. Par ailleurs, l'indicateur correspondant relatif à la zone euro est beaucoup moins favorable qu'au Luxembourg, avec un solde passant de -28,2 en juillet 2014 à -28,4 en août 2014.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Fin juin 2014, 25 897 personnes étaient employées dans les établissements de crédit du Luxembourg, soit une baisse de 256 emplois par rapport au 31 mars 2014. Cette baisse s'explique essentiellement par la fermeture de plusieurs établissements de crédit sur la période. Les effectifs agrégés de ces banques représentaient 216 emplois. En comparaison annuelle, entre juin 2013 et juin 2014, la baisse est de 484 emplois.

1.2.3.2.2 Evolution du nombre des établissements de crédit

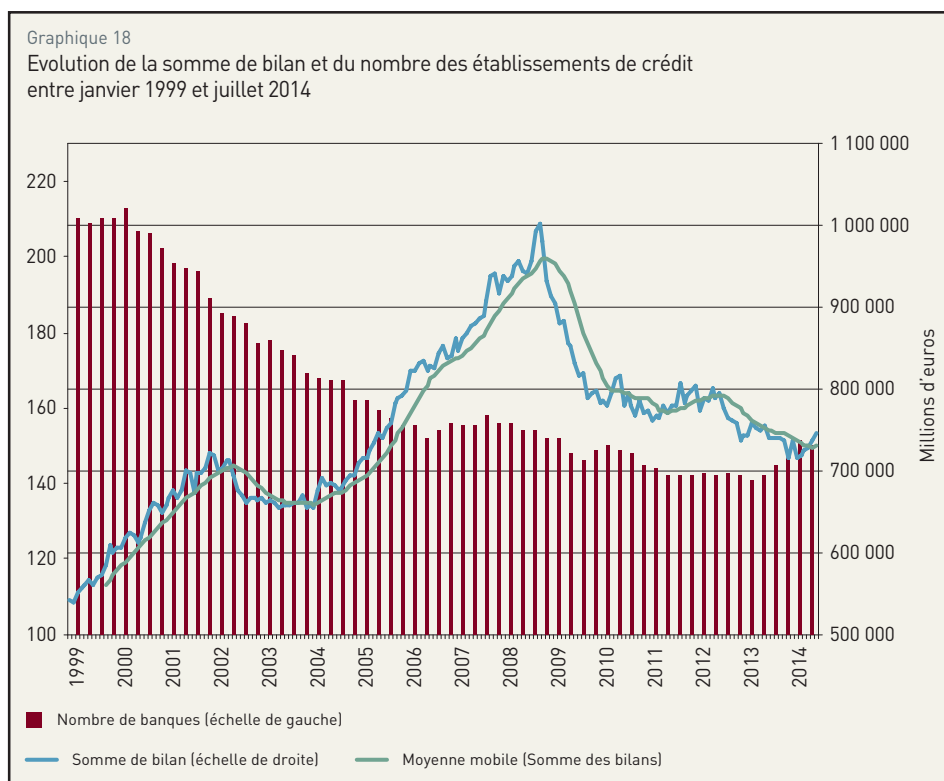
Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'établit à 150 unités fin juillet 2014, demeurant relativement stable depuis le mois d'avril 2014. Il convient cependant de souligner que la période sous revue présente une évolution contrastée du paysage bancaire à Luxembourg. En effet, en comparaison avec le début du mois d'avril 2014, notons la fusion d'une entité au sein d'une succursale appartenant au même groupe bancaire, la cessation des activités d'une succursale ainsi que la création de trois nouvelles entités.

En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominent toujours le paysage bancaire de la place financière avec 35 unités présentes fin juillet 2014. On

dénombre également 15 banques françaises, 12 établissements suisses, 10 banques italiennes et enfin 5 entités luxembourgeoises.

1.2.3.2.3 Le bilan des établissements de crédit

Selon les derniers chiffres disponibles, le volume d'activité bancaire à Luxembourg s'élève à 746 441 millions d'euros fin juillet 2014, soit un niveau comparable avec l'encours de l'année précédente. L'analyse des bilans statistiques suggère une reprise de l'intermédiation interbancaire depuis quelques mois et qui peut être la suite des récentes orientations en matière de politique monétaire dans la zone euro. En effet, le taux négatif de la facilité de dépôt auprès de l'Eurosystème incite les banques à placer leurs liquidités excédentaires auprès des autres établissements de crédit.



Source : BCL

Evolution du volume des principaux postes de l'actif du bilan

Du côté de l'actif, l'activité bancaire est essentiellement portée par les créances envers la clientèle non bancaire et le portefeuille de titres financiers.

Tableau 10

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en millions d'euros).


ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	07-2013	06-2014	07-2014	07-2013 - 07-2014		06-2014 - 07-2014		07-2014
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	387 685	384 110	387 429	-256	-0,1	3 319	0,9	51,9
Créances sur la clientèle	170 392	172 327	174 615	4 222	2,5	2 287	1,3	23,4
Portefeuille titres	157 136	156 936	161 502	4 366	2,8	4 566	2,9	21,6
Autres actifs	25 825	22 124	22 895	-2 930	-11,3	771	3,5	3,1
Total de l'actif	741 039	735 498	746 441	5 402	0,7	10 943	1,5	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

L'activité interbancaire occupe toujours une place prépondérante dans la structure bilantaire des établissements de crédit à Luxembourg. Ainsi, les créances interbancaires représentent près de la moitié du volume d'activité bancaire fin juillet 2014 pour s'établir à 387 429 millions d'euros, demeurant relativement stables en comparaison annuelle. En raison des récentes baisses successives des taux directeurs de la Banque centrale européenne, les montants déposés par les banques luxembourgeoises sur leur compte courant auprès de la Banque centrale du Luxembourg ont baissé de 9 022 millions d'euros sur un an, portant l'encours à 14 149 millions d'euros fin juillet 2014. Pour la période de constitution de réserves prenant fin le 12 août, le montant agrégé des réserves à constituer s'élevait à 3 850 millions d'euros, laissant 4 309 millions d'euros de réserves excédentaires placées auprès de la BCL.

Les créances sur la clientèle non bancaire enregistrent a contrario une hausse de 2,5% en rythme annuel pour s'élever à 174 615 millions d'euros fin juillet 2014. Les prêts envers les sociétés non financières résidant dans la zone euro demeurent relativement stables en raison d'une reprise du volume des créances envers les résidents des autres pays membres de la zone euro. Rappelons que les données bilantaires représentent des stocks et ne permettent donc pas de juger de l'évolution de l'offre et de la demande de crédit, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire étant un outil plus pertinent à cet effet. Cet équilibre doit par ailleurs être jugé à l'aune des conditions économiques toujours fragiles prévalant dans la zone euro. Il convient de souligner que la collecte statistique trimestrielle, offrant une granularité plus fine des données en termes de contreparties et zones de résidence géographique, montre une hausse significative du financement bancaire aux sociétés non financières ne résidant pas au sein de la zone euro. Entre le mois de juin 2013 et le mois de juin 2014, ces créances présentent une hausse nominale de 4 758 millions d'euros, provenant essentiellement des prêts à court terme (portant une échéance initiale inférieure ou égale à un an). Soulignons enfin que les crédits aux ménages sont toujours soutenus par les prêts immobiliers aux résidents qui s'élèvent à 21 966 millions d'euros fin juillet 2014, en hausse de 1 243 millions d'euros par rapport à leur niveau de l'année précédente.



Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif s'élève à 161 502 millions d'euros fin juillet 2014 et contribue également à la hausse de l'activité bancaire dans son ensemble en comptabilisant une progression de 2,8%, soit 4 366 millions d'euros, par rapport à son niveau de l'année précédente. Il convient de noter que ce portefeuille est composé à 92% de titres de créances à revenus fixes, le reste étant constitué de titres à revenus variables tel les actions, participations et parts d'organismes de placement collectif monétaires. Le portefeuille obligataire enregistre une hausse nominale de 2,0% en rythme annuel, soit 3 024 millions d'euros. Ces titres étant portés à l'actif à leur valeur de marché, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions afin de mieux éclairer cette évolution. Ainsi, les banques à Luxembourg ont profité d'effets de valorisation favorables durant notre période d'observation, de l'ordre de 2 026 millions d'euros, en raison d'une évolution positive du prix des actifs mais ont également procédé à des achats de titres, les transactions augmentant de 998 millions d'euros durant cette période.

L'encours des autres actifs, qui comprennent notamment les produits dérivés, comptabilisait une baisse de 2 930 millions d'euros sur les douze derniers mois écoulés pour s'élever à 22 895 millions d'euros fin juillet 2014.

Evolution du volume des principaux postes du passif du bilan

Du côté du passif du bilan, la hausse du volume d'activité bancaire trouve son origine dans la hausse des dettes envers le secteur non bancaire.

En termes de ressources, les récentes évolutions sur le marché monétaire se traduisent par une relative stabilisation du financement interbancaire pour s'élever à 296 424 millions d'euros fin juillet 2014. Rappelons que le concours de la BCL aux établissements de crédit diminue de 2 074 millions d'euros en comparaison annuelle sous l'impulsion du remboursement progressif des opérations principales de refinancement à plus long terme. Partant, les dettes envers les autres établissements de crédit ont augmenté de 2 455 millions d'euros entre le mois de juillet 2013 et le mois de juillet 2014. Hors opérations auprès de la BCL, le solde interbancaire (soit la différence entre les créances et les dettes interbancaires) s'élève à 77 552 millions d'euros fin juillet 2014.

Les dépôts de la clientèle non bancaire évoluent favorablement et deviennent la principale source du financement bancaire à Luxembourg. En effet, leur encours s'élevait à 307 306 millions d'euros fin juillet 2014 (soit plus de 41% de l'agrégat bilantaire), en progression de 1,9% (soit 5 820 millions d'euros) par rapport à leur niveau de l'année précédente. Il est important de souligner que cette hausse est portée par les dépôts des autres intermédiaires financiers résidents, une composante particulièrement volatile du financement bancaire.

Le financement par émission de titres de dette continue de décroître et ne représente plus que 57 817 millions d'euros fin juillet 2014, soit 7,7% du total du passif. A l'instar de l'analyse de l'actif, il convient de rappeler que les titres financiers sont comptabilisés à leur juste valeur, les variations nominales observées reposant sur les effets de valorisation aussi bien que les transactions effectuées. En raison d'effets de prix et de change globalement négatifs, la baisse effective se limite à 319 millions d'euros entre juillet 2013 et juillet 2014.

Enfin, la catégorie hétérogène et volatile des autres passifs est demeurée relativement stable sur un an et affiche un encours de 84 894 millions d'euros fin juillet 2014.

Tableau 11

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en millions d'euros)

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	07-2013	06-2014	07-2014	07-2013 - 07-2014		06-2014 - 07-2014		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	296 043	291 298	296 424	381	0,1	5 126	1,8	39,7
Dettes envers la clientèle	301 486	302 507	307 306	5 820	1,9	4 799	1,6	41,2
Dettes représentées par un titre	59 109	59 678	57 817	-1 292	-2,2	-1 861	-3,1	7,7
Autres passifs	84 401	82 014	84 894	493	0,6	2 879	3,5	11,4
Total du passif	741 039	735 498	746 441	5 402	0,7	10 943	1,5	100,0

1) 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 représentatif de sept banques 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'octroi¹⁰) 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 et la part de celles ayant signalé un assouplissement. 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 juillet 2014 et couvre le deuxième trimestre 2014. Au Luxembourg, les résultats indiquent que les critères d'octroi de crédits aux entreprises se sont légèrement assouplis, tandis que les critères d'octroi pour les crédits à l'habitat se sont légèrement durcis. S'agissant de la demande nette, cette dernière s'est repliée au Luxembourg pour les entreprises tandis qu'elle a légèrement augmenté pour les crédits à l'habitat lors du deuxième trimestre. Les critères d'octroi ainsi que la demande relatives aux crédits à la consommation sont restés inchangés au deuxième trimestre. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi de prêts appliqués par les banques se sont assouplis pour les trois catégories recensées par le BLS (crédits aux entreprises, crédits à l'habitat et crédits à la consommation). De même, la demande de crédit a augmenté pour toutes les catégories lors du deuxième trimestre au niveau de la zone euro.

Pour les données dérivées des questions régulières de l'enquête, le graphique 19 représente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs au Luxembourg.

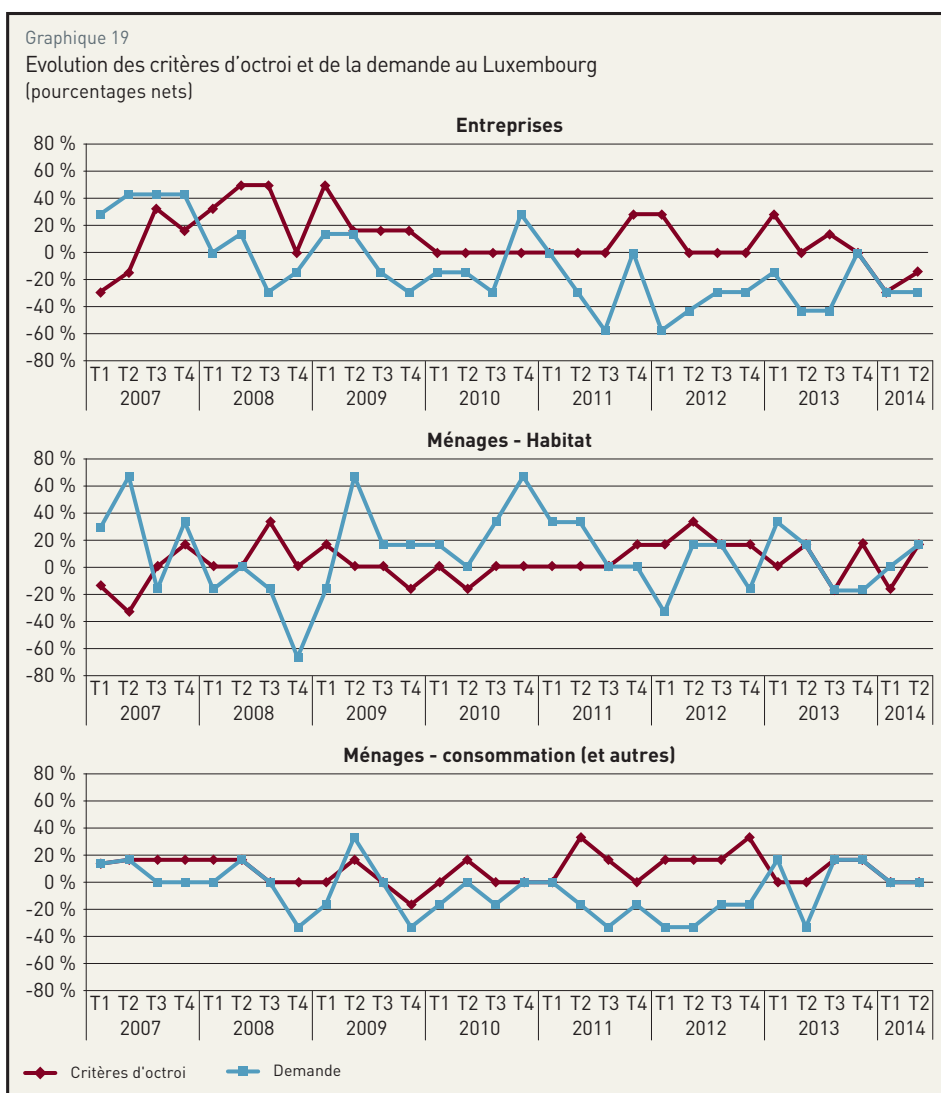
Entreprises: Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits octroyés aux PME (petites et moyennes entreprises) et aux grandes entreprises se sont assouplis aux premier et deuxième trimestres 2014, pour la première fois depuis l'émergence des turbulences financières en 2007. Dans la zone euro, les critères d'octroi se sont assouplis au deuxième trimestre, après un léger durcissement au premier trimestre. Cet assouplissement est principalement dû à une amélioration de la position

¹⁰ Les critères d'octroi des crédits sont les directives ou les critères internes selon lesquels une banque octroie les crédits. Ils sont fixés préalablement à la négociation relative aux conditions du crédit et à la décision d'octroi ou de refus.

de liquidité des banques et à une augmentation de la concurrence bancaire au Luxembourg et dans la zone euro.

Cet assouplissement des critères d'octroi (Luxembourg et zone euro) s'est surtout traduit par une diminution des marges sur les prêts moyens mais s'est également reflété dans d'autres conditions d'attribution (par exemple dans une diminution des frais non-intérêts reliés aux contrats) plus favorables.

La demande nette émanant des PME et des grandes entreprises a diminué au premier et au deuxième trimestre 2014. Les pourcentages nets s'inscrivent à -29% pour les deux sous-catégories au deuxième trimestre. Selon les banques, cette évolution découle en premier lieu d'un recours à d'autres types de financements (financement interne, émission de titres de créances et prêts accordés par d'autres banques). De plus, les banques indiquent un moindre besoin de financement de la part des entreprises provenant surtout des restructurations de dettes ainsi que d'une réduction de l'investissement en capital fixe. Dans la zone euro, la demande de crédit de la part des entreprises a légèrement augmenté aux deux premiers trimestres 2014.



Source : BCL

Ménages (habitat): En ce qui concerne les crédits immobiliers octroyés aux ménages luxembourgeois, les critères d'octroi se sont légèrement durcis par rapport au trimestre précédent; après un assouplissement au premier trimestre. Cette évolution s'est également traduite par des conditions d'octroi (c'est-à-dire les conditions du crédit réellement approuvées dans le contrat conclu entre la banque et l'emprunteur) moins favorables en ce qui concerne les marges sur les prêts plus risqués et la quotité d'emprunt (loan-to-value ou LTV ratio). Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont légèrement assouplis, en raison des prévisions positives sur l'activité des banques et d'une amélioration de la position de liquidité des banques.

Au Luxembourg, la demande nette relative aux crédits immobiliers a légèrement augmenté au deuxième trimestre 2014 après une stagnation de la demande au premier trimestre 2014. Dans la zone euro, la demande nette s'est inscrite en hausse au cours des deux premiers trimestres 2014.

Selon les banques, cette évolution est principalement due à des anticipations favorables quant aux développements du marché immobilier.

Ménages (consommation et autres) : Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés aux deux premiers trimestres 2014. Dans la zone euro dans son ensemble, les critères d'octroi se sont quelque peu assouplis par rapport au trimestre précédent, évolution qui découle d'une concurrence bancaire plus soutenue.

La demande de la part des ménages pour les crédits à la consommation (et autres crédits) est restée inchangée au premier ainsi qu'au deuxième trimestre 2014. Au niveau de la zone euro, la demande nette a augmenté aux deux premiers trimestres 2014. Selon les banques, cette hausse de la demande est attribuable à une augmentation de la confiance des consommateurs.

Réponses aux questions supplémentaires: L'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée en juillet 2014 comprenait aussi quatre questions supplémentaires : une a trait à l'accès au financement des banques, deux autres font référence à l'impact des exigences réglementaires et la dernière porte sur l'incidence de la crise de la dette souveraine.

La première question sur les conditions de refinancement des banques n'indique pas de changements significatifs quant à l'accès au financement des banques au Luxembourg alors qu'au niveau de la zone euro, une légère amélioration est constatée.

Deux questions portent sur l'impact des nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres des banques définies dans la directive CRD IV et d'autres réglementations ont influencé la politique de distribution du crédit. Les résultats montrent une légère augmentation des actifs pondérés des risques (*risk weighted assets*) lors de la première moitié de l'année 2014 au Luxembourg, de même que dans la zone euro. De plus, les exigences réglementaires ont mené les banques de Luxembourg à augmenter légèrement leurs marges de crédits aux entreprises au cours du premier semestre 2014. Au niveau de la zone euro, on constate également un léger durcissement des critères d'octroi aux grandes entreprises.

La dernière question supplémentaire porte sur l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les conditions de refinancement des banques ainsi que sur leurs critères d'octroi. Aucune incidence n'a été rapportée par les banques de l'échantillon luxembourgeois. Au niveau de la zone euro, les banques indiquent que l'accalmie des tensions sur la dette souveraine a contribué à une amélioration de leurs conditions de financement.

1.2.3.2.5 L'évolution des crédits au secteur privé

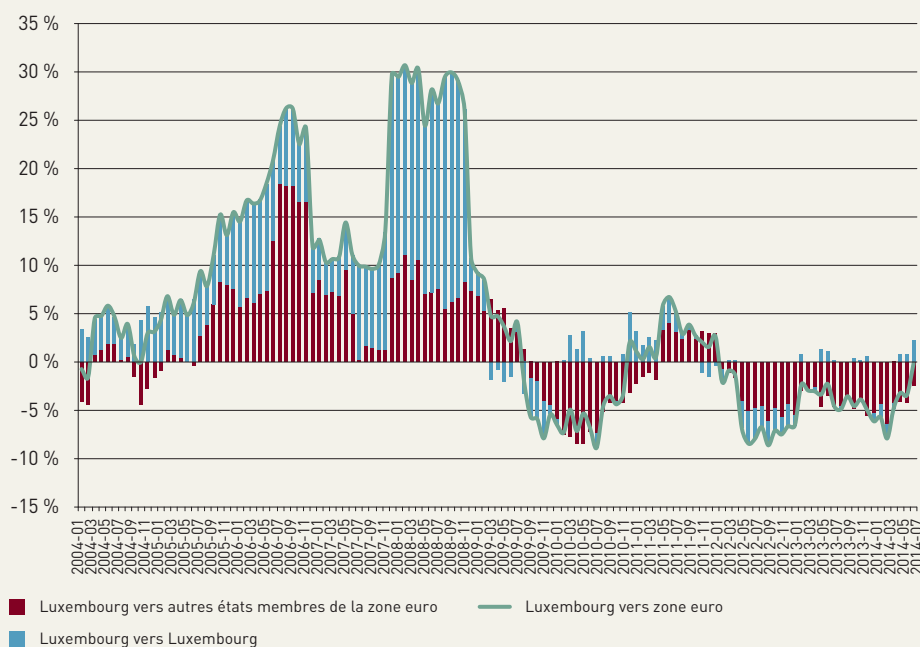
L'évolution des crédits accordés par les institutions financières et monétaires (IFM) au Luxembourg montre une tendance de retour à la croissance en juillet après une décroissance constatée depuis le début de l'année 2012. Cette évolution est due à une contribution positive et croissante des crédits accordés aux contreparties résidentes au Luxembourg (voir graphique 20). Les crédits accordés aux contreparties non-résidentes sont toujours en baisse, cependant à un rythme plus modéré qu'au début de l'année. La progression annuelle des crédits octroyés par les IFM au Luxembourg était de -0,1% en juillet avec une contribution négative des crédits octroyés aux contreparties non-résidentes de -2,4 points de pourcentage.

L'encours des crédits octroyés aux résidents est constitué d'une part majeure de crédits accordés aux autres intermédiaires financiers (AIF). Selon les données bilantaires de juillet, environ 37% des encours de crédits octroyés aux résidents sont destinés à ce secteur qui est majoritairement composé de

Graphique 20

Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM

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



Source : BCL

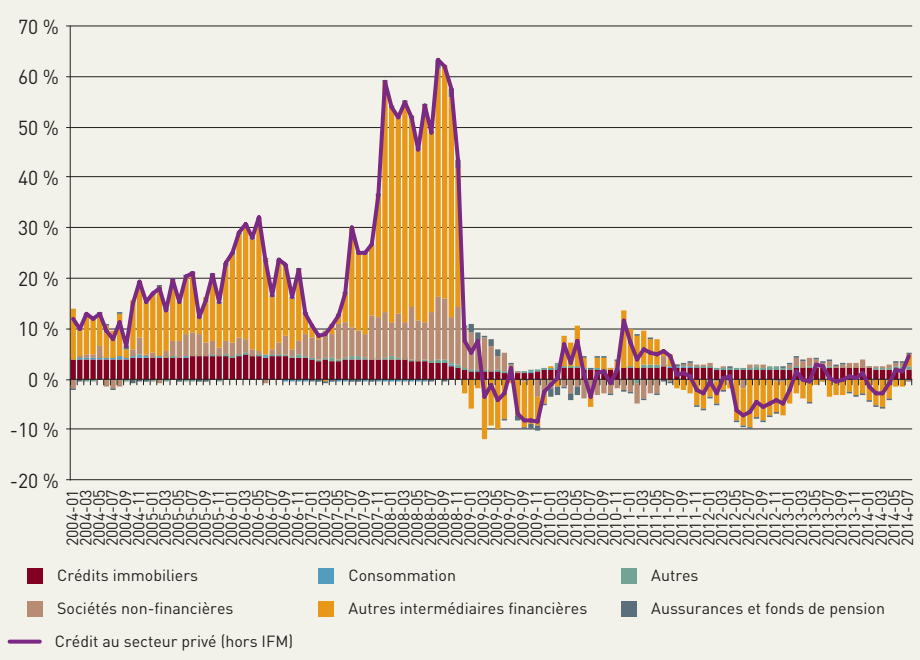
fonds d'investissement. Environ un tiers des crédits sont octroyés aux ménages, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours sont destinés aux entreprises. La part des crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension est peu élevée.

La composition sectorielle des encours a d'importantes implications pour les développements des crédits et plus généralement pour l'économie. Compte tenu du poids des crédits aux AIF et de la croissance stable des crédits immobiliers, il est peu surprenant de constater que la dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes soit largement attribuable à une évolution des crédits octroyés au secteur financier hors IFM, comme l'établit le graphique 20.

Graphique 21

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

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



Source : BCL

Les crédits accordés aux AIF implantés au Luxembourg ont contribué positivement à la croissance des crédits au secteur privé en juillet, la première fois depuis juillet 2011. La contribution des crédits octroyés aux sociétés non-financières (SNF) a été positive mais peu élevée au cours de la première moitié de l'année. La contribution des crédits aux ménages, principalement influencée par des crédits immobiliers, est toujours largement positive. Au demeurant, ces développements ont pour résultat que la progression annuelle des crédits octroyés au secteur privé résident s'est établie aux alentours de 4,7% en juillet 2014.

Eu égard aux différents secteurs non-financiers résidents, on constate une diminution de la croissance annuelle des crédits

accordés aux SNF de 3,6% en avril à -0,8% en juillet. La croissance annuelle des crédits immobiliers accordés aux ménages demeure assez stable, avec une légère tendance à la baisse de 6,5% en mars à 6,0% en juillet. La croissance des crédits à la consommation est légèrement négative autour de -2,0% depuis mars. Il convient d'évoquer que les développements des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

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

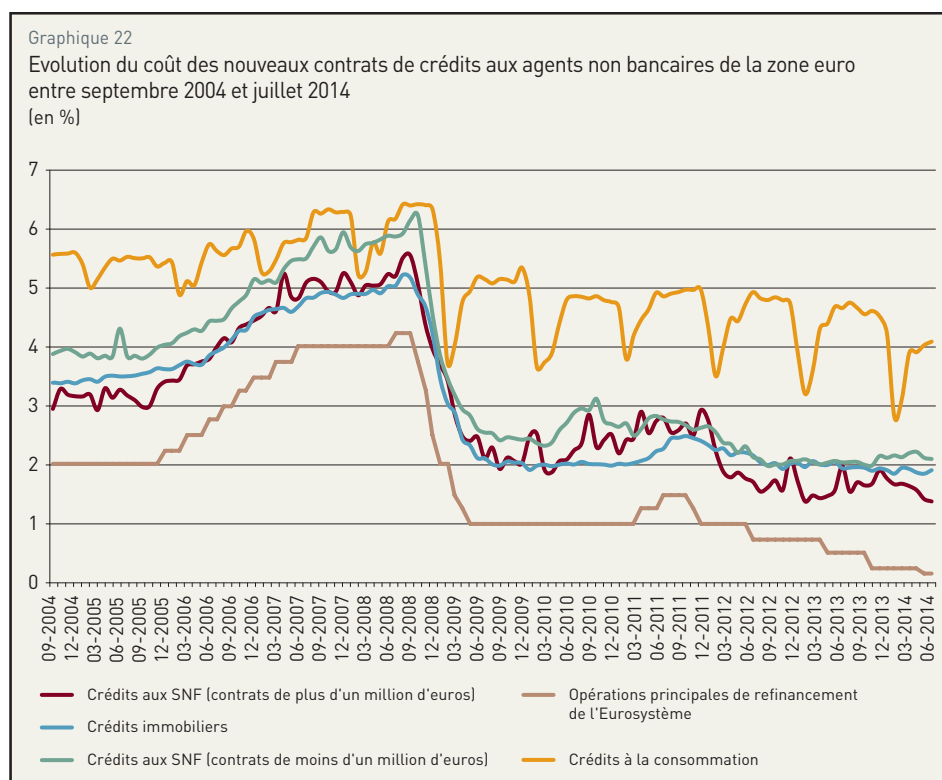
Taux d'intérêt des crédits accordés par les banques

Fin 2012, le taux de la BCE pour les opérations principales de refinancement des banques était de 0,75%. Au cours de l'année 2013, deux baisses de ce taux ont eu lieu, la première le 8 mai 2013, lors de laquelle ce taux est passé à 0,50%, puis la seconde, en date du 13 novembre 2013, où ce taux a été abaissé à 0,25%. L'année 2014, quant à elle, a connu à ce stade deux baisses de ce taux, la première le 11 juin 2014, lors de laquelle le taux a été abaissé à 0,15% et la seconde, le 10 septembre 2014, lorsque ce taux a été abaissé à 0,05%. Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux dernières données disponibles, à savoir celles du mois de juillet 2014, relatives aux taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques du Luxembourg.

Parallèlement à la baisse des taux directeurs de la BCE, entre juillet 2013 et juillet 2014, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable¹¹ a diminué de 3 points de base entre juillet 2013 (1,94%) et juillet 2014 (1,91%).

Le coût des crédits à la consommation est également en baisse entre juillet 2013 et juillet 2014. 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 4,66% à 4,09%. Les taux appliqués aux 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.

A contrario, la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers ni à la consommation, a vu son coût augmenter



Source : BCL

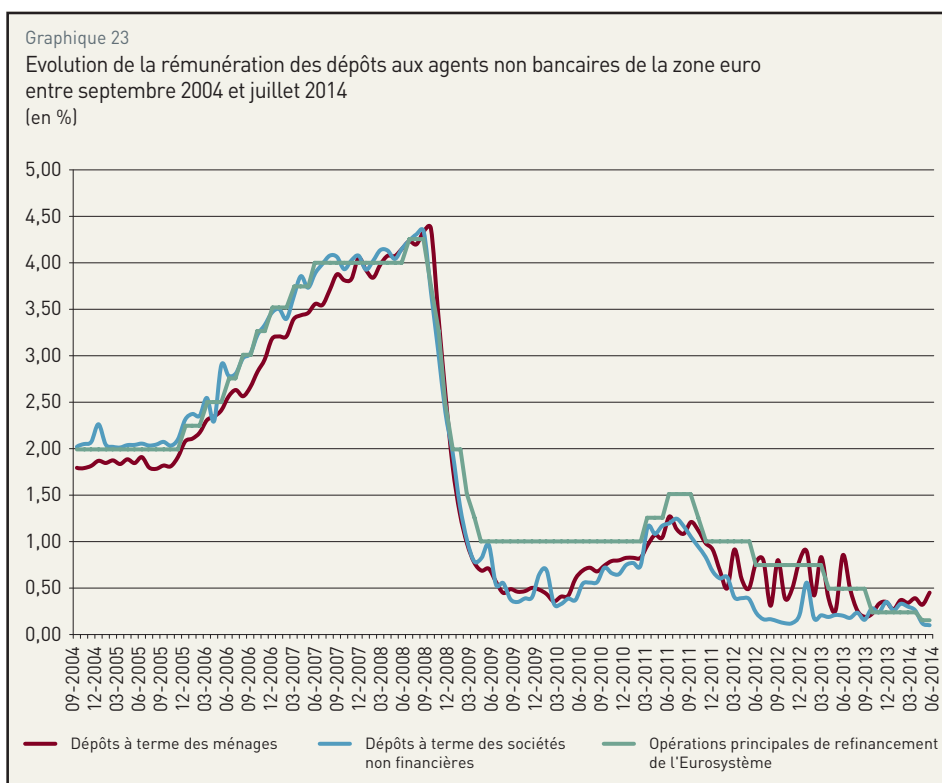
11 Taux variable et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à un an.

entre juillet 2013 (1,54%) et juillet 2014 (1,70%). 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.

Concernant les sociétés non financières, le coût des nouveaux contrats de crédits accordés pour des montants inférieurs à un million d'euros est en hausse de 6 points de base entre juillet 2013 et juillet 2014, passant de 2,04% en juillet 2013 à 2,10% en juillet 2014.

A l'inverse, 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 baisse de 60 points de base a pu être observée en un an. Le taux correspondant est en effet passé de 1,98% en juillet 2013 à 1,38% en juillet 2014.

Taux d'intérêt des dépôts en banque



Source : BCL

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 0,85% en juillet 2013 à 0,45% l'année suivante. Pour information, le taux du mois d'octobre 2008 était le taux le plus élevé enregistré avec 4,36% et le taux de 0,19% du mois d'octobre 2013 le plus faible enregistré.

Concernant la rémunération des dépôts des sociétés non financières d'une durée inférieure ou égale à 1 an, elle est passée de 0,20% en juillet 2013 à 0,10% l'année suivante, soit le taux le plus bas observé depuis la mise en place de cette collecte.

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

Il convient de préciser avant toute analyse préalable que les comptes de profits et pertes publiés par la Banque centrale du Luxembourg ont fait l'objet de révisions afin d'extraire des données les effets de calendrier liés à différentes dates de clôture des comptes de certains établissements de crédit. En effet, les données rapportées par des institutions ne clôturant pas leurs comptes en fin d'année ont une double conséquence sur l'analyse de la rentabilité bancaire. En termes de stocks, cela affecte la représentativité des données trimestrielles car les résultats sont agrégés en cours d'année tandis que, en termes de flux (variations trimestrielles des stocks), ces effets statistiques produisent une variabilité accrue des comptes de résultat. A titre d'exemple, les données de septembre représentent neuf mois d'activité pour les banques qui clôturent leurs comptes en décembre mais couvrent seulement deux trimestres pour celles les clôturant en juin ou une même année complète pour celles les clôturant en septembre. Par conséquent, pour assurer un

traitement homogène des données, les chiffres de ces dernières sont retraités pour que les agrégats de l'ensemble de la place financière représentent bien l'activité du trimestre en question.

Ainsi, sur base des données révisées, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts accuse un repli de 3,5% en rythme annuel pour s'élever à 2 804 millions d'euros fin juin 2014. Il importe de préciser que ces chiffres confirment les tendances observées auparavant. En effet, la rentabilité bancaire est soutenue essentiellement par les revenus non récurrents et la baisse des frais de personnel tandis que la marge sur intérêts continue de décroître. La différence la plus notable avec les chiffres non-ajustés a trait essentiellement aux revenus nets sur commissions comme en témoigne le tableau 12 ci-dessous.

Tableau 12

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

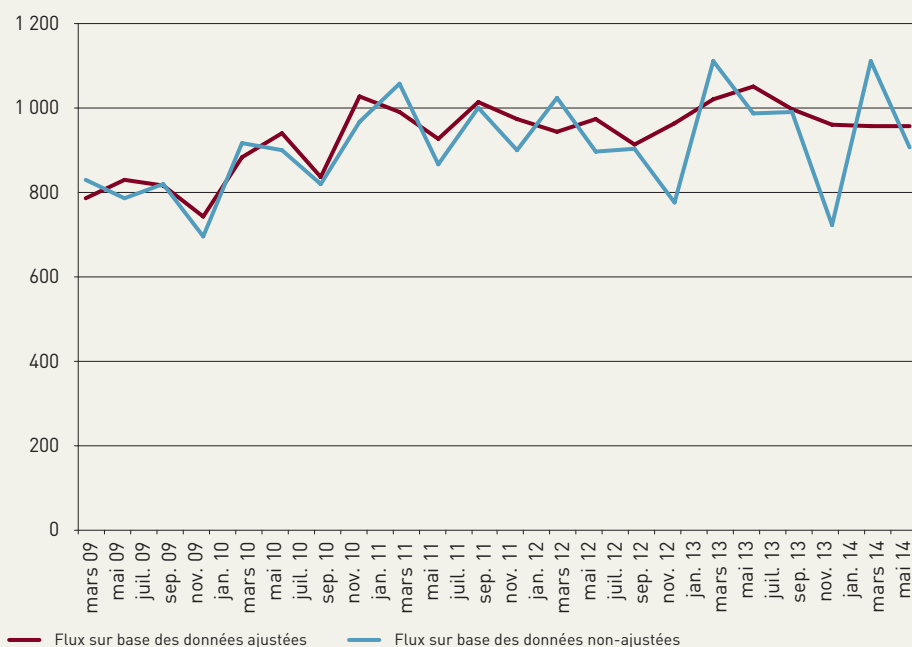
	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	06-2013	06-2014	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	6 289	5 812	-477	-7,6
2	Produits de dividendes	524	591	67	12,8
3	Charges d'intérêts	4 149	3 787	-363	-8,7
4	Marge sur intérêts (1+2-3)	2 664	2 616	-47	-1,8
5	Revenus nets sur commissions	2 074	1 917	-157	-7,6
6	Revenus nets sur opérations de change	125	55	-70	-56,0
7	Autres revenus nets	536	644	108	20,1
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	2 735	2 616	-119	-4,4
9	Produit bancaire (4+8)	5 399	5 232	-167	-3,1
10	Frais de personnel	1 363	1 298	-65	-4,8
11	Frais d'exploitation	1 006	1 005	-1	-0,1
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 369	2 304	-65	-2,8
13	Amortissements sur immobilisé non financier	125	124	-1	-0,7
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	2 905	2 804	-101	-3,5

Sources : CSSF, calcul BCL

Concernant les crédits envers les résidents de la zone euro, les incertitudes pesant sur l'économie se traduisent par de moindres possibilités de transformation d'échéances pour les banques de la Place. De plus, les taux de détail offerts par les banques au secteur privé non financier s'orientent à la baisse sous l'impulsion de taux directeurs à leur plus bas niveau historique. Les revenus d'intérêts diminuent ainsi de 7,6% en rythme annuel pour s'élever à 5 812 millions d'euros fin juin 2014 tandis que les intérêts bonifiés se sont contractés de 8,7% durant cette période, portant leur encours à 3 787 millions d'euros au second semestre 2014. Par conséquent, la marge sur intérêts s'est repliée de 1,8% ou 47 millions d'euros en comparaison annuelle, soutenue exclusivement par les produits de dividendes qui affichent un encours de 591 millions d'euros, en augmentation de 12,8% ou 67 millions d'euros sur un an.

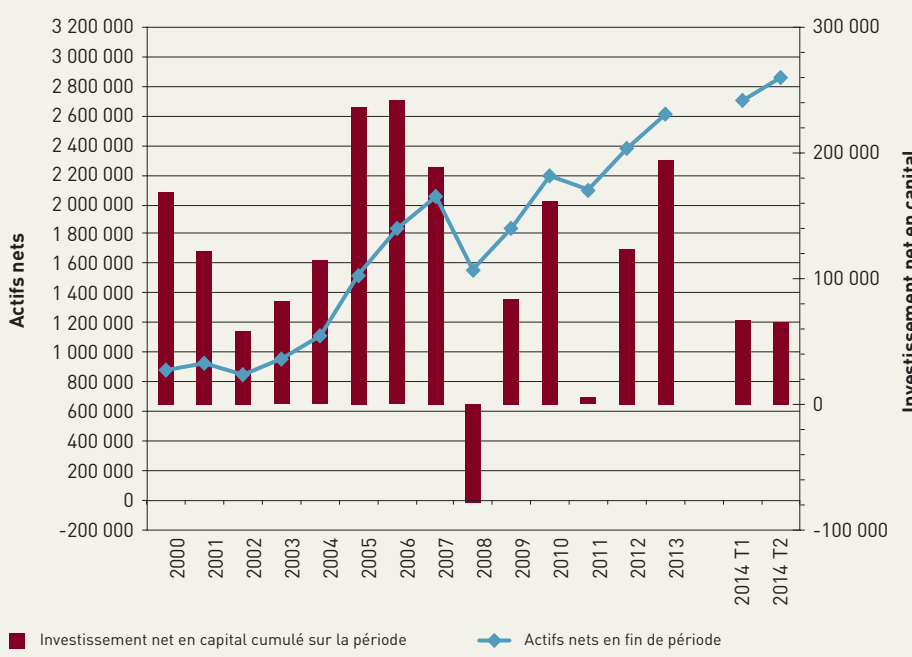
Autre élément structurel du compte de résultat, les revenus nets sur commission qui proviennent essentiellement des activités de banque dépositaire contribuent à la baisse des revenus récurrents en affichant un repli de 7,6% en comparaison annuelle pour atteindre 1 917 millions d'euros fin juin 2014. Il convient cependant de souligner que des conditions favorables sur les marchés des capitaux (embellie des valeurs boursières, baisse des tensions sur le marché de la dette souveraine dans la zone euro et

Graphique 24
Revenus nets sur commissions - analyse en termes de flux (variations trimestrielles)
(en millions d'euros)



Sources : CSSF, calculs BCL

Graphique 25
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en millions d'euros)



Source : CSSF

regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs) se traduisent pas une appréciation des autres revenus nets qui reflètent les plus-values des portefeuilles de titres détenus à leur juste valeur. Cette source de revenus, particulièrement hétérogène et volatile, progresse de 108 millions d'euros en comparaison annuelle pour afficher un encours de 644 millions d'euros au cours du deuxième semestre 2014.

Par conséquent, le produit bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus précitées, s'est contracté de 3,1%, soit 167 millions d'euros en termes bruts, entre les mois de juin 2013 et juin 2014.

La baisse des frais généraux trouve son origine dans la réduction des frais de personnel dans la lignée des efforts de restructuration de certaines banques de la place financière. Fin juin 2014, ces derniers s'établissent à 1 298 millions d'euros, en repli de 65 millions d'euros en comparaison annuelle.

1.2.3.2.8 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Le nombre de fonds d'investissement est resté relativement stable au cours du deuxième trimestre de 2014 et ce en dépit de la poursuite de la progression du nombre de fonds d'investissements spécialisés (+19 unités entre mars 2014 et juin 2014). Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 101 unités au cours du trimestre écoulé, passant ainsi de 13 690 à 13 791 unités.

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

Au cours du deuxième trimestre de 2014, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a progressé de près de 5,4% pour s'établir, à la fin du mois de juin, à 2 854 640 millions d'euros. La hausse de la VNI s'explique à la fois par la variation des marchés financiers (+79 749 millions d'euros) et la hausse des investissements nets (+65 690 millions d'euros).

Tableau 13

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif (en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	dont nombre de compart. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	209	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013										
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	206	2 523 186	17 102	19 500	226 469	9,9	36 602	1,5
août	3 894	13 583	206	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
oct.	3 890	13 666	203	2 590 128	17 447	33 481	260 479	11,2	50 928	2,0
nov.	3 903	13 676	203	2 607 728	10 674	6 926	248 006	10,5	17 600	0,7
dec.	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7	7 635	0,3
2014										
jan.	3 885	13 689	198	2 623 836	19 624	-11 151	217 908	9,1	8 473	0,3
fév.	3 881	13 674	197	2 679 511	25 164	30 511	211 441	8,6	55 675	2,1
mars	3 885	13 690	192	2 709 201	23 279	6 411	180 281	7,1	29 690	1,1
avril	3 898	13 725	192	2 742 208	30 306	2 701	176 952	6,9	33 007	1,2
mai	3 900	13 758	192	2 815 869	16 261	57 400	231 770	9,0	73 661	2,7
juin	3 884	13 791	191	2 854 640	19 123	19 648	368 056	14,8	38 771	1,4

Source : CSSF

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

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

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

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

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

Tableau 14

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

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

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013						
2013						
janv.	1 032 714	733 970	585 223	44 105	27 496	60 233
fév.	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
juillet	1 106 564	782 374	651 726	50 378	26 384	70 750
août	1 087 688	769 401	640 382	50 191	26 868	70 674
septembre	1 086 012	802 185	645 195	47 167	27 172	72 588
octobre	1 092 182	834 698	651 111	47 506	27 289	73 247
novembre	1 084 513	848 229	652 588	47 933	27 975	73 665
décembre	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	74 942
2014						
janv.	1 103 570	847 520	666 422	44 436	28 688	77 032
fév.	1 122 227	880 054	684 661	43 465	28 976	78 040
mars	1 149 253	893 548	697 437	44 536	29 096	78 743
avril	1 156 741	895 329	709 667	44 189	28 373	84 309
mai	1 179 460	928 471	730 961	44 219	28 277	87 495
juin	1 181 974	941 426	744 966	44 431	28 006	89 811

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 deuxième trimestre de 2014, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de +2,9%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de +5,4% sur la période

étudiée pour atteindre un encours de 941 426 millions d'euros à la fin du mois de juin. Les actifs des fonds mixtes ont connu un accroissement de +6,8%. Enfin, les fonds immobiliers, les 'hedge funds', et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de -0,2%, -3,8% et +14,0% au cours du quatrième trimestre.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin juin 2014, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 191 unités, en baisse de 1 unité par rapport au mois de mars, poursuivant ainsi la lente érosion entamée depuis le début de la crise financière.

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

La somme des bilans

Au cours du deuxième trimestre de 2014, la somme des bilans a diminué de -0,7%, passant de 197 001 millions d'euros à 195 694 millions d'euros. Dans l'ensemble, le contexte de taux d'intérêt faibles et de baisse de l'aversion au risque a négativement impacté le bilan des OPC monétaires.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne est relativement courte. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin juin 2014, le portefeuille de titres représentait 79,4% de l'actif, soit 155 475 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 19,3%, soit 37 768 millions d'euros. Au cours du deuxième trimestre de 2014, la diminution du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une contraction du portefeuille de titres (-1,7%).

Tableau 15

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

(encours en fin de période)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	06-2013	03-2014	06-2014	06-2013 - 06-2014		03-2014 - 06-2014		06-2014
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	49 147	36 519	37 768	-11 379	-23,2	1 249	3,4	19,3
Portefeuille titres	158 135	158 219	155 475	-2 660	-1,7	-2 744	-1,7	79,4
Autres actifs	2 805	2 263	2 451	-354	-12,6	188	8,3	1,3
Total de l'actif	210 087	197 001	195 694	-14 393	-6,9	-1 307	-0,7	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

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

Fin juin 2014, ce portefeuille, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (82 270 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (30 598 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (39 016 millions d'euros).

Au cours du deuxième trimestre de 2014, le volume total des titres en portefeuille a diminué de -1,7%. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de la détention de titres émis par les administrations publiques et les établissements de crédit (respectivement -9,5% et -2,6% entre mars 2014 et juin 2014).

Tableau 16

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

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	2013/06	2014/03	2014/06	2013/06 - 2014/06		2014/03 - 2014/06		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2014/06
Etablissements de crédit	88 822	84 503	82 270	-6 552	-7,4	-2 233	-2,6	54,2
Administrations publiques	38 430	33 813	30 598	-7 832	-20,4	-3 215	-9,5	20,1
Autres secteurs	30 139	36 162	39 016	8 877	29,5	2 854	7,9	25,7
Total	157 391	154 478	151 884	-5 507	-3,5	-2 594	-1,7	100,0

Source : BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Encadré 1:

LE PÉRIMÈTRE DU SECTEUR D'INTERMÉDIATION DU CRÉDIT HORS SYSTÈME BANCAIRE (SHADOW BANKING) AU LUXEMBOURG - LE CAS DES VÉHICULES DE TITRISATION

Le modèle bancaire traditionnel – emprunter à court terme, prêter à long terme et conserver les crédits à l'actif du bilan (*originate-to-hold*) – a été profondément remodelé par les innovations financières dans le domaine de la titrisation et du transfert de risque de crédit, qui ont conduit au développement du modèle *originate-to-distribute*. Dans le cadre de ce modèle, plus communément appelé secteur bancaire parallèle (ou *shadow banking system*), l'intermédiation de crédit repose principalement sur la collecte de dépôts de court-terme et l'attribution de prêts à long terme, mais les crédits octroyés par le secteur bancaire sont transformés en titres négociables qui sont ensuite placés auprès d'investisseurs sur les marchés financiers. Les ressources des prêteurs sont ainsi orientées vers les emprunteurs à travers une longue chaîne d'intermédiaires financiers qui assurent des fonctions proches de celles des banques traditionnelles (transformation de maturité et de liquidité), mais qui se distinguent par des sources de financement autres que les dépôts de la clientèle sans être assujettis aux mêmes exigences réglementaires que les banques et sans avoir explicitement accès au refinancement de la banque centrale ou aux garanties du secteur public¹³. Le système bancaire parallèle, qui a joué un rôle central dans la genèse et les mécanismes de propagation de la crise financière récente à travers une large diffusion de produits « toxiques », est susceptible de devenir une source importante de risque systémique en raison de l'interconnexion étroite entre le secteur bancaire traditionnel et les autres institutions financières.

Les véhicules de titrisation, qui assurent des fonctions de transformation de maturité et de liquidité dans le cadre de la chaîne d'intermédiation du crédit en réduisant dans le même temps les besoins de solvabilité du prêteur en transférant le

13 Voir notamment Pozsar Z., T. Adrian, A. Ashcraft et H. Boesky (2013) "Shadow Banking", *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, December 2013.

risque à d'autres acteurs, sont une composante essentielle du *shadow banking*. L'étendue de cette activité de transformation de maturité/liquidité par les véhicules de titrisation détermine en partie la fragilité du bilan de ces entités puisqu'elle est notamment à l'origine d'un risque de taux d'intérêt et d'un risque de liquidité. Cette activité de transformation peut ainsi avoir des conséquences importantes pour l'économie réelle lorsqu'elle se situe dans le cadre d'une chaîne d'intermédiation du crédit, et ce d'autant plus lorsqu'elle est combinée à l'utilisation d'un fort levier d'endettement. L'objectif de cet encadré est de présenter l'activité des véhicules de titrisation au Luxembourg et d'analyser le contenu en *shadow banking* de cette catégorie d'intermédiaires financiers à partir de la méthode retenue par le *Financial Stability Board* (FSB)¹⁴ pour délimiter le périmètre du *shadow banking*. Cette étude est basée sur les données compilées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) et complétées, le cas échéant, par les informations contenues dans les comptes financiers disponibles auprès du registre du commerce et des sociétés.

Les conclusions principales de cette étude sont les suivantes : (i) dans l'ensemble, les banques luxembourgeoises n'utilisent pas de véhicules de titrisation pour transformer les crédits accordés à l'économie domestique. L'impact de ces véhicules sur les développements de crédit et les mécanismes de transmission de la politique monétaire est donc inexistant. (ii) En outre, l'activité de titrisation de prêts hypothécaires initiés par des banques est relativement faible. En matière de crédits titrisés, les titres émis par les véhicules de titrisation luxembourgeois sont en effet davantage adossés à des créances de location-financement (*leasing*) et à des crédits accordés aux entreprises. (iii) Une grande partie des activités de titrisation implique un reformatage de titres financiers, c'est-à-dire des obligations, des parts d'OPC ou encore des titres de participation en produits structurés adaptés aux besoins des investisseurs. (iv) Les véhicules de titrisation luxembourgeois se caractérisent par une faible activité de titrisation synthétique, limitant ainsi les risques en matière d'instabilité financière associés à ce type d'opérations. (v) L'analyse détaillée des bilans individuels indique que les véhicules de titrisation affichent dans l'ensemble un contenu en *shadow banking* relativement faible, étant donné le nombre restreint d'entités qui se caractérisent par une forte activité de transformation de maturité et de liquidité combinée à une utilisation significative du levier d'endettement. (vi) Enfin, l'ampleur des relations entre les véhicules de titrisation et les banques au Luxembourg n'est pas suffisamment importante pour constituer une source majeure de risque systémique. *A contrario*, la relation entre les véhicules de titrisation et la catégorie des autres intermédiaires financiers est davantage significative, reflétant par là les synergies entre l'activité de cette industrie et les autres entités du secteur financier non bancaire luxembourgeois.

La première section s'attache à exposer les caractéristiques principales des véhicules de titrisation, de manière à favoriser le cadre d'analyse de cette étude. La deuxième section présente un aperçu de l'activité des véhicules de titrisation et met en exergue les spécificités du Luxembourg dans ce domaine. La troisième section se focalise quant à elle sur le contenu en *shadow banking* de ces entités et leur interconnexion avec le reste du secteur financier domestique.

1. LA STRUCTURE DES VÉHICULES DE TITRISATION

La titrisation est une technique financière qui consiste à transformer des actifs traditionnellement illiquides et gardés par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance en titres de créances négociables et liquides achetés par des investisseurs. Le cédant apporte à un véhicule de titrisation un portefeuille d'actifs sur lequel est adossée une émission de titres obligataires ou de billets de trésorerie, qui est structurée en plusieurs tranches, de plus ou moins grande séniorité et disposant chacune de caractéristiques de risque et de rendement spécifiques. Le produit de cette émission permet ainsi au gérant du véhicule de financer l'achat des actifs apportés par le cédant, qui est également souvent l'initiateur de l'opération de titrisation. Le produit structuré est mis au point de telle sorte que les flux financiers générés par le portefeuille d'actifs sous-jacents sont alloués aux investisseurs selon un ordre de priorité déterminé par la séniorité des tranches, de sorte que les pertes affectent d'abord les titres de rang inférieur, à concurrence de leur volume.

¹⁴ Le FSB, qui a été créé lors de la réunion du G20 à Londres en avril 2009, est un forum international qui coordonne le développement de standards et de principes en matière de stabilité financière. Le siège de ce conseil se trouve à la Banque des règlements Internationaux à Bâle.

Dans le cadre de cette opération dite de *titrisation traditionnelle*, le transfert du risque se fait par le biais d'une cession parfaite des actifs sous-jacents au véhicule de titrisation, et les flux générés par le portefeuille sont collectés par un recouvreur au nom de cette entité pour être servis *in fine* aux souscripteurs des tranches. *A contrario*, dans le cadre d'une opération de *titrisation synthétique*, le transfert du risque s'opère par le biais d'instruments financiers dérivés au titre desquels le véhicule vend une protection à l'initiateur du montage et reçoit périodiquement une prime en contrepartie. Ces opérations sont structurées de telle sorte que le portefeuille de produits dérivés dans lequel le véhicule investit réplique de manière synthétique la performance et les flux de paiement des actifs sous-jacents, contribuant ainsi à amplifier le levier d'endettement et les risques au sein du système financier.

Les principales motivations qui sous-tendent la mise en place des véhicules de titrisation sont les suivantes. Les véhicules de titrisation peuvent tout d'abord être utilisés comme instrument de refinancement du bilan des banques, puisqu'ils permettent de transformer des actifs moins liquides en actifs plus liquides, et ce à moindre coût grâce aux mécanismes de structuration en tranches subordonnées et de rehaussement du crédit. Les véhicules de titrisation peuvent également être constitués pour bénéficier d'opportunités d'arbitrage, le regroupement d'actifs et les mécanismes de rehaussement du crédit permettant en effet de générer un écart entre le rendement moyen du portefeuille d'actifs sous-jacents et la rémunération offerte aux souscripteurs des titres émis au passif. Enfin, les véhicules de titrisation peuvent être institués pour effectuer un reformatage de titres en produits structurés délivrant des caractéristiques de risque et de rendement taillées sur mesure pour les investisseurs. La titrisation peut, par exemple, servir à attirer des investisseurs qui sont sujets à des contraintes réglementaires ou des limites internes en termes d'exposition sur une contrepartie ou sur une notation, ou encore être mis en œuvre dans le cadre d'une activité de gestion de patrimoine.

De manière générique, les titres adossés à des actifs qui sont émis par les véhicules de titrisation sont appelés des *Asset-Backed Securities* (ABS). Ces derniers peuvent être différenciés selon la nature des actifs qui sont utilisés comme collatéral dans le cadre du programme d'émission de titres.

(i) Les MBS (*Mortgage-Backed Securities*) sont des titres adossés à des prêts hypothécaires immobiliers, qui peuvent à leur tour être déclinés en deux sous-catégories, selon que l'opération concerne des crédits hypothécaires résidentiels (*Residential Mortgage-Backed Securities*, RMBS) ou des crédits hypothécaires commerciaux (*Commercial Mortgage-Backed Securities*, CMBS). Les ABS peuvent également être adossés à d'autres types d'actifs ou activités devant générer un revenu futur tels que les prêts automobiles, les créances de location-financement, les prêts accordés à des PME, l'immobilier locatif... (Autres ABS).

(ii) Les CDO (*Collateralized Debt Obligations*), qui constituent un autre ensemble d'ABS, peuvent être déclinés en trois sous-ensembles. Les CBO (*Collateralized Bond Obligations*), qui sont adossés à des titres obligataires, permettent de diminuer le risque et d'améliorer la notation d'un portefeuille d'obligations à haut rendement par le biais d'une opération de reformatage, et d'augmenter ainsi la base d'investisseurs potentiellement acheteurs. Les CLO (*Collateralized Loan Obligations*) sont adossés à des crédits bancaires qui sont en général destinés au financement d'opération de rachats par levier d'endettement (*Leverage Buy Out*), ou encore à des dettes seniors et mezzanine accordées à de grandes entreprises et négociées sur des marchés secondaires. Enfin, les CDO d'ABS sont, comme leur nom l'indique, des titres de créance adossés à des produits structurés qui ont déjà fait l'objet d'une opération de titrisation.

(iii) Les conduits d'ABCP (*Asset-Backed Commercial Paper*) sont des véhicules de titrisation qui se refinancent par l'émission de titres de court terme adossés à des actifs. Les conduits d'ABCP se distinguent ainsi par une importante activité de transformation, ce qui les expose notamment au risque de liquidité. Afin de faire face à une possible non-reconduction du placement par les investisseurs, la majorité de ces programmes d'émissions incorpore des lignes de crédits octroyées par les banques commerciales. Les *securities arbitrage conduits* émettent quant à eux des titres de court terme pour financer un portefeuille d'actifs de long terme et bénéficier ainsi d'un écart de rendement à travers cette activité de transformation de maturité.

(iv) Certaines catégories de produits structurés sont moins connues et portent sur différents types d'actifs autres que des crédits ou des titres de dette, comme par exemple des factures d'électricité, des flux d'activité commerciale (*whole business securitisation*), des droits d'auteurs, des contrats d'assurance-vie... Ces catégories incluent notamment les CFO (*Collateralized Fund Obligation*), qui consistent à titriser un portefeuille de parts d'OPC et, plus spécifiquement, de fonds de *hedge funds* et de fonds de *private equity*, mais également les opérations de *repackaging*, qui consistent à reformater des titres en produits structurés délivrant des caractéristiques de risque et de rendement taillées sur mesure pour les investisseurs.

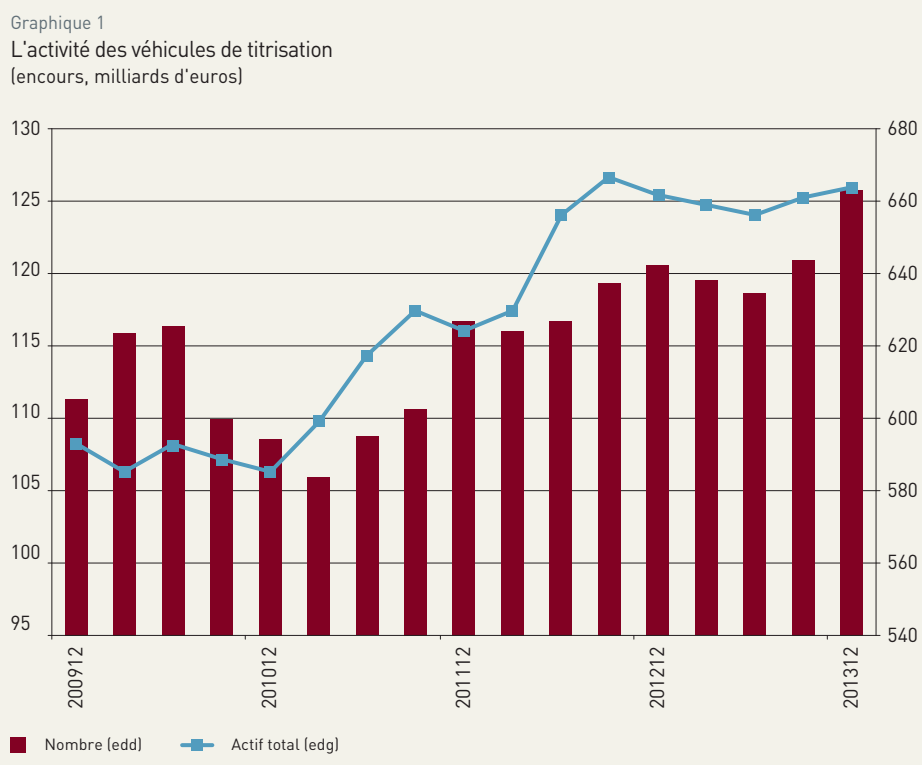
2. L'ACTIVITÉ DES VÉHICULES DE TITRISATION AU LUXEMBOURG

La collecte statistique sur les véhicules de titrisation a été instaurée au Luxembourg en application du règlement BCE/2008/30 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation. Sur la base de ce règlement, la BCL a élaboré un système de collecte trimestrielle des bilans qui est entré en application en décembre 2009. Les données bilantaires des véhicules de titrisation sont ainsi disponibles à fréquence trimestrielle depuis cette date. Cette collecte complète par ailleurs l'information obtenue à partir des données issues du bilan des institutions financières monétaires (IFM) régie par le règlement (ECB/2008/32) qui recense les opérations de titrisation des banques résidentes avec les véhicules résidents et non résidents.

Le graphique suivant présente l'évolution du nombre et l'actif total des véhicules de titrisation luxembourgeois recensés par la BCL depuis la fin de l'année 2009. Après avoir connu une période de repli jusqu'au milieu de l'année 2010 dans un contexte de marché difficile pour les produits structurés, l'activité des véhicules de titrisation luxembourgeois a sensiblement progressé pour atteindre 125 milliards d'euros en fin de période, répartie entre 664 entités.

Avec un actif total de 125 milliards d'euros à la fin de l'année 2013, le Luxembourg affichait une part de marché de 7% de l'ensemble de l'industrie des véhicules de titrisation de la zone euro, les principaux pays étant, par ordre d'importance, l'Irlande, les Pays-Bas, l'Italie, l'Espagne et la France (Graphique 2).

Le Tableau suivant présente le bilan agrégé des véhicules de titrisation pour le Luxembourg, la France et la zone euro. L'exemple de la France, qui est révélateur de l'utilisation par les banques domestiques des véhicules de titrisation en matière de refinancement des crédits immobiliers accordés aux ménages¹⁵, permet de faire ressortir les spécificités du Grand-Duché dans ce domaine d'activité.



Source : BCL

15 Pour plus de détails, voir Birouk O. et L. Cassan [2012] « La titrisation en France », *Bulletin de la Banque de France*, n°190, 4e trimestre 2012, pp.99-112.

Tableau 1 :

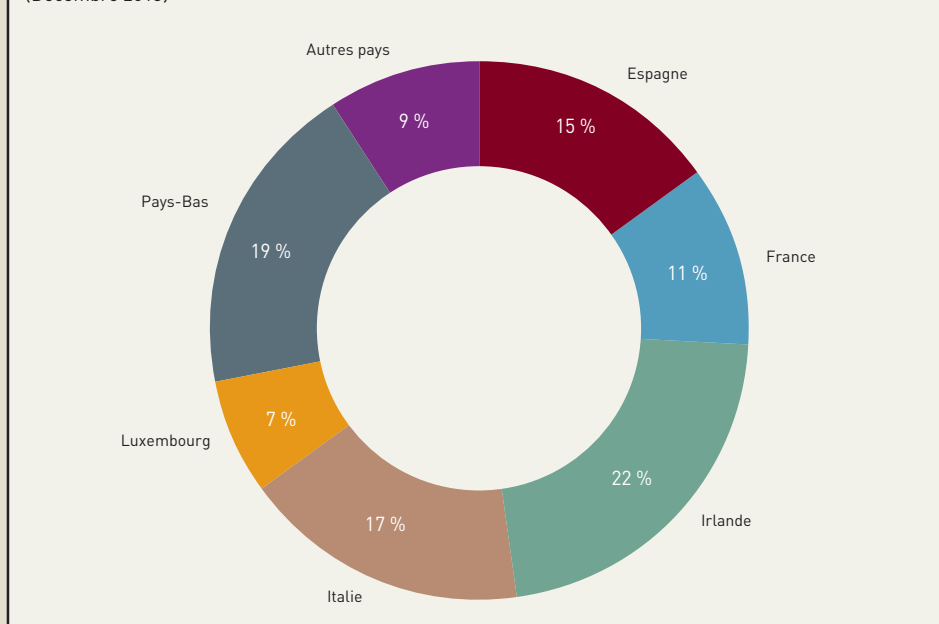
Le bilan agrégé des véhicules de titrisation luxembourgeois (Décembre 2013, encours, milliards d'euros)

	LUXEMBOURG		FRANCE		ZONE EURO	
	ENCOURS	% DU TOTAL	ENCOURS	% DU TOTAL	ENCOURS	% DU TOTAL
Actif						
Dépôts et créances de prêts	13,3	10,6	8,2	3,9	254,7	13,3
Titres de créances	23,9	19,0	19,5	9,2	179,6	9,4
Actions et autres participations	21,9	17,4	0,1	0,0	34,5	1,8
Crédits titrisés	55,2	43,9	166,4	78,2	1288,1	67,4
Autres actifs titrisés	4,1	3,3	17,7	8,3	89,7	4,7
Autres actifs et produits financiers dérivés	7,3	5,8	1,0	0,5	64,1	3,4
Passif						
Prêts et dépôts reçus	20,4	16,2	5,8	2,7	117	6,1
Titres de créances émis	83,4	66,3	197,7	92,9	1536,4	80,4
Capital et réserves	12,2	9,7	4,3	2,0	28,6	1,5
Autres passifs et produits financiers dérivés	9,7	7,7	5,1	2,4	228,7	12,0
Actif / passif total	125,7	100,0	212,9	100,0	1910,7	100,0

Source : BCL, Eurosysteme

Graphique 2

Ventilation géographique de l'activité des véhicules de titrisation dans la zone euro (Décembre 2013)



Source : BCL, Eurosysteme

Dans l'ensemble, les crédits titrisés constituent le principal poste de l'actif des véhicules de titrisation luxembourgeois, mais leur poids est relativement plus faible en comparaison avec d'autres pays comme la France ou la zone euro prise dans sa globalité. Le Luxembourg se distingue ainsi par une activité de titrisation importante du portefeuille de titres, une spécificité qui s'explique non seulement par les caractéristiques du secteur financier (comme le savoir-faire dans les services financiers et la complémentarité avec les structures existantes), mais également par la loi sur la titrisation de 2004 qui définit un champ élargi

d'actifs titrisables. En outre, à l'instar des autres pays, le passif est essentiellement composé de titres de dette, mais les véhicules luxembourgeois sont davantage capitalisés, ce qui reflète en grande partie les parts émises par les fonds de titrisation. La rubrique prêts et dépôts reçus, qui inclut les titres de dette non-négociables sur des marchés secondaires, est également relativement plus importante. Enfin, le montant rapporté pour la rubrique « autres actifs/passifs et

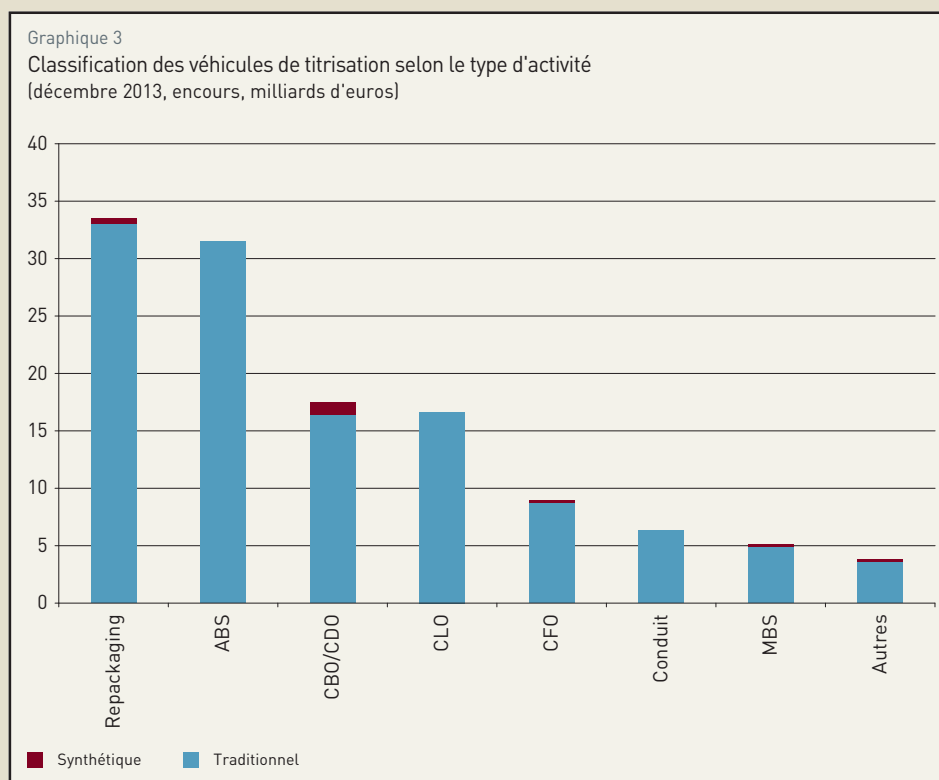
produits financiers dérivés » reflète principalement le contenu en *swaps* des montages financiers réalisés dans le cadre des activités de titrisation synthétique et de la gestion efficiente des portefeuilles¹⁶.

Le graphique suivant présente une classification des véhicules de titrisation luxembourgeois ventilée selon la nature de leur activité et les modalités de transfert des risques sous-jacents, traditionnel, en cas de cession parfaite des actifs, et synthétique, dans le cas contraire. Cette classification permet de compléter l'information extraite à partir du bilan agrégé¹⁷.

Du point de vue de l'activité de titrisation de crédit, les points suivants méritent d'être soulignés. De manière générale, le rôle des véhicules de titrisation dans la chaîne d'intermédiation du crédit domestique est inexistant, ce qui distingue clairement le Luxembourg par rapport à un pays comme la France où les banques ont largement recours aux véhicules de titrisation pour financer des crédits immobiliers accordés à des ménages résidents. En outre, dans le cas du Luxembourg, les programmes d'émissions de MBS, qui incluent les activités de titrisation adossées à des prêts hypothécaires immobiliers résidentiels et commerciaux, représentent seulement une faible proportion dans le bilan total des véhicules de titrisation¹⁸. En effet, une part importante des crédits titrisés correspond, d'une part, à des programmes d'émissions d'ABS

adossés à des créances de location-financement (*leasing*) sur des véhicules et des équipements, et d'autre part, à des émissions de CLO, qui sont collatéralisés par des prêts aux sociétés non financières généralement utilisés dans le cadre d'opérations de *Leverage Buy Out* (LBO) et négociés sur des marchés secondaires.

En ce qui concerne la composition du portefeuille de titres, la majeure partie des titres de créances détenus par les véhicules de titrisation luxembourgeois fait l'objet d'un reformatage dans le cadre d'une opération de *repackaging* ou d'un programme d'émission de CBO/CDO, et ce afin de proposer des produits structurés sur mesure pour les investisseurs ou pour bénéficier d'opportunités d'arbitrage entre la rémunération offerte aux souscripteurs de titres et le rendement moyen du portefeuille d'actifs sous-jacents. Cette rubrique comporte principalement des titres de dettes obligataires et des titres de créances adossés à des produits structurés qui ont déjà fait l'objet d'une opération de titrisation. La rubrique



Source : BCL

¹⁶ Cette rubrique inclut également les revenus courus ainsi que les écarts entre la valeur nominale et la valeur comptable des crédits titrisés.

¹⁷ Pour une présentation globale de l'activité des véhicules de titrisation luxembourgeois, voir également le rapport de PWC (2012) « *Securitisation in Luxembourg* ».

¹⁸ Selon les données de la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), l'encours de la titrisation au niveau européen était composé à 65% de MBS, 16% d'ABS, 9% de CDO et 10% d'autres actifs.

« actions et autres participations » est quant à elle essentiellement composée de parts d'OPC et, dans une moindre mesure, de participations non cotées. Cette spécificité reflète les synergies existantes entre les véhicules de titrisation et l'industrie des fonds d'investissement dans le cadre des programmes d'émissions de CFOs, mais également l'importance des opérations de *repackaging*, qui englobent notamment les émissions de certificats destinés à répliquer la performance de fonds indiciels, les activités de gestion de patrimoine et la mise en place de structures à double niveau établies dans une perspective d'arbitrage réglementaire ou d'optimisation fiscale.

Enfin, la catégorie « Conduit » inclut les conduits d'ABCP et les *securities arbitrage conduits* qui émettent respectivement des produits structurés adossés à des crédits et à des valeurs mobilières, et qui se distinguent par une importante activité de transformation de maturité. La catégorie « Autres » englobe pour sa part les véhicules de titrisation dont l'activité ne relève pas des domaines définis précédemment (*whole business securitisation*, contrats d'assurance-vie,...). Dans l'ensemble, force est de constater que l'activité de titrisation synthétique est relativement faible au Luxembourg, limitant ainsi les sources d'instabilité financière liées à ce type d'opérations.

3. LE CONTENU EN *SHADOW BANKING* DES VÉHICULES DE TITRISATION LUXEMBOURGEOIS

De manière générale, les véhicules de titrisation affichent *a priori* un contenu élevé en *shadow banking* étant donné que ces intermédiaires financiers assurent des fonctions de transformation de maturité et de liquidité dans le cadre de la chaîne d'intermédiation du crédit, en réduisant dans le même temps les besoins de solvabilité du prêteur en transférant le risque à d'autres acteurs. Cette section s'attache à délimiter le périmètre du *shadow banking* des véhicules de titrisation luxembourgeois en s'appuyant sur la méthodologie en deux étapes définie par le FSB¹⁹.

Dans un premier temps, la méthodologie du FSB suggère de filtrer les entités qui remplissent les critères correspondant à la définition du *shadow banking*, i.e. d'identifier les entités qui font partie d'une chaîne d'intermédiation du crédit et qui n'entrent pas dans le champ du secteur bancaire réglementé.

(i) **La provision de crédit** : Les véhicules de titrisation constituent un maillon essentiel du secteur bancaire parallèle dans l'allongement de la chaîne d'intermédiation du crédit. Cependant, étant donné les spécificités du Luxembourg dans ce domaine, il convient d'évaluer au préalable le véritable rôle des véhicules de titrisation en termes de provision de crédit. Dans cette perspective, les entités de la catégorie « CFO », certaines entités de la catégorie « autres », principalement dans le domaine de l'assurance, et certaines entités de la catégorie « *repackaging* », notamment celles qui affichent un ratio « actions et titres de participations » supérieur à 50% de l'actif total, peuvent être évincées du périmètre du *shadow banking*²⁰. Cette méthode, qui conduit à filtrer des véhicules de titrisation cumulant un bilan de près de 22 milliards d'euros, n'est probablement pas exhaustive. Ce jugement est en effet plus délicat à établir dans le cas de montages financiers impliquant des entités non luxembourgeoises, en raison de l'absence de données permettant d'établir le rôle de ces entités dans une chaîne d'intermédiation du crédit.

(ii) **La consolidation dans le bilan des banques** : Les véhicules de titrisation qui sont consolidés dans le bilan des banques et qui sont, par conséquent, soumis à la supervision des autorités et aux exigences prudentielles en matière de liquidité et de fonds propres, n'entrent pas dans le champ du périmètre étroit du *shadow banking*. Les entités qui ont été identifiées comme telles représentent une activité de près de 18 milliards d'euros et correspondent principalement à la catégorie « ABS » et « conduit ». Cette liste, qui a été établie à partir des états financiers disponibles dans le registre du commerce et des sociétés, n'est cependant probablement pas exhaustive.

19 Voir notamment les publications du FSB (2011) "*Shadow Banking: Scoping the Issues*", April 2011, et "*Global Shadow Banking Monitoring Report*", November 2013.

20 De manière alternative, le rôle des véhicules de titrisation dans la provision de crédit peut être déterminé à partir du critère (crédits titrisés + titres de dettes) / actif total > à 50%. Dans la même optique, les véhicules de titrisation correspondant aux catégories « MBS », « ABS », « CLO », « CBO/ CDO », et « conduit d'ABCP » peuvent logiquement être incorporés dans le périmètre du *shadow banking* en raison de leur activité de transformation de crédit.

(iii) **La titrisation retenue** : Les titres émis qui sont conservés dans le bilan des banques afin d'être utilisés comme collatéral dans le cadre des opérations de refinancement de l'Eurosystème ne doivent pas être intégrés dans le périmètre du *shadow banking*, étant donné que ces actifs sont soumis à la supervision des autorités de surveillance prudentielle. A la fin de l'année 2013, l'encours total des titres luxembourgeois éligibles auprès de l'Eurosystème, qui représentait près de 10 milliards d'euros, était intégralement adossé à des créances de location-financement (leasing), et concernait uniquement des entités déjà consolidées dans le bilan d'établissements de crédit.

Cette première étape conduit par conséquent à évincer près de 40 milliards d'euros du périmètre du *shadow banking* des véhicules de titrisation luxembourgeois, soit près d'un tiers de leur activité. Dans un second temps, la méthodologie "top-down" définie par le FSB suggère d'analyser en détail le bilan de ces entités, et ce afin de définir leur contenu en *shadow banking* en se focalisant notamment sur les différents facteurs de risques systémiques sous-jacents : la transformation de maturité, la transformation de liquidité et le recours au levier d'endettement. Les données disponibles dans le cadre de la collecte statistique de la BCL complétées, le cas échéant, par les informations contenues dans les états financiers déposés auprès du registre du commerce et des sociétés, permettent de calculer des indicateurs de risque destinés à affiner le périmètre restreint du *shadow banking* des véhicules de titrisation.

D'un point de vue méthodologique, il convient tout d'abord de définir le degré de maturité et le degré de liquidité des différentes catégories d'actif et de passif et d'appliquer ensuite les pondérations adéquates de manière à obtenir des indicateurs de transformation de maturité et de liquidité. Les caractéristiques des principales rubriques du bilan des véhicules de titrisation en termes de liquidité et de maturité sont résumées dans le tableau suivant.

Tableau 2 :

Classification des rubriques du bilan selon le degré de maturité et de liquidité

	MATURITÉ		LIQUIDITÉ		
	COURT TERME	LONG TERME	LIQUIDE	SEMI-LIQUIDE	ILLIQUIDE
Actif					
Créances	Banques	Autres secteurs	Banques	Autres secteurs	
Titres de créances	< 1 an	> 1 an	x		
Actions et participations	Coté	Non coté	Coté	Non coté	
Crédits titrisés	< 1 an	> 1 an		< 1 an	> 1 an
Autres actifs titrisés	< 1 an	> 1 an		< 1 an	> 1 an
Produits dérivés	x		x		
Autres actifs	x		x		
Passif					
Emprunts	< 1 an	> 1 an	< 1 an		> 1 an
Titres émis	< 1 an	> 1 an	< 1 an		> 1 an
Produits dérivés	x		x		
Autres passifs	x		x		
Capital		x			x

Le profil de maturité des « titres de créances », qui représentent près de 20% du total de l'actif et 65% du total du passif, peut être identifié à partir de la base de données de la BCE, la CSDB (*Centralised Securities DataBase*), qui fournit des informations détaillées sur les caractéristiques des titres disposant d'un code ISIN. Au niveau de cette rubrique, les titres qui ont une maturité résiduelle inférieure à un an sont considérés comme des actifs de court terme, tandis que les titres avec une maturité résiduelle supérieure à un an sont considérés comme des actifs de long terme.

La mesure de l'activité de transformation de maturité nécessite cependant des hypothèses au niveau des autres instruments du bilan, pour lesquels la ventilation de la maturité est absente. Les « dépôts et créances de prêts », qui représentent 14% de l'actif total, peuvent raisonnablement être considérés comme des « actifs de court terme » lorsque la contrepartie est une banque, et comme des « actifs de long terme » pour les créances sur les autres secteurs qui sont généralement associées à des prêts accordés à d'autres entités du groupe. De manière à établir une distinction pour les « crédits titrisés », qui représentent plus de 40% de l'ensemble des actifs, les crédits aux entreprises inférieurs à un an, les crédits à la consommation et les créances non recouvrées des entreprises ont été classés dans la rubrique « crédits de court terme ». Les contrats de location - financement, les crédits aux entreprises supérieurs à un an, les crédits immobiliers ont quant à eux été classés dans la rubrique « crédits de long terme ».

La rubrique « actions et participations », qui représente 15% de l'actif total, est composée, d'une part, des actions cotées et parts d'OPC, qui sont catégorisées comme des « actifs de court terme », et d'autre part, des actions non cotées, qui sont catégorisées comme des « actifs de long terme ». Le profil de maturité des « autres actifs titrisés » et des « emprunts » est établi sur la base des informations contenues dans les états financiers disponibles auprès du registre du commerce et des sociétés. Enfin, les « produits dérivés » et « autres actifs/passifs » sont considérés comme des actifs de court terme.

Les critères suivants ont été appliqués pour définir le degré de liquidité des différentes rubriques du bilan. De manière simplifiée, la classification court terme / liquide vs long terme / illiquide s'applique, sauf dans les cas suivants. Au niveau de l'actif, les titres de créance sont tous considérés comme des actifs liquides²¹, alors que du côté du passif, les titres de créances et emprunts de court terme (long terme) sont considérés comme des dettes liquides (illiquides). En outre, en accord avec les travaux de Berger et Bouwman (2009)²², les crédits et autres actifs titrisés avec une maturité inférieure à un an, les créances sur les autres secteurs ainsi que les actions et participations non cotées sont considérés comme des actifs semi-liquides.

De manière à appréhender le degré de transformation de maturité des véhicules de titrisation luxembourgeois et évaluer dans quelle mesure ces entités utilisent des ressources de court terme pour financer des actifs de long terme, le ratio suivant est calculé au niveau de chaque entité :

$$TM = [(actifs\ de\ long\ terme) - (dettes\ de\ long\ terme)] / Actif\ total$$

Cet indicateur de transformation de maturité (TM) prend des valeurs allant de « 1 », lorsque l'entité finance intégralement des actifs de long terme avec des dettes de court terme, à « - 1 » lorsque l'entité finance intégralement des actifs de court terme avec des dettes de long terme. De ce fait, les entités qui affichent un ratio positif effectuent une opération de transformation de maturité au sein de leur bilan, traduisant ainsi un contenu important en matière de *shadow banking*.

Le calcul de l'indicateur de transformation de liquidité (TL) est quant à lui basé sur la formule suivante, inspirée des travaux de Berger et Bouwman (2009):

$$TL = [0.5*(actifs\ illiquides) + 0*(actifs\ semi-liquides) - 0.5*(actifs\ liquides) - 0.5*(dettes\ illiquides) + 0.5*(dettes\ liquides)] / Actif\ total$$

Cet indicateur débouche sur une mesure de l'offre de liquidité des véhicules de titrisation. L'indicateur de transformation de liquidité (TL), qui est rapporté à l'actif total, prend des valeurs allant de « 1 », lorsque l'entité finance intégralement des actifs illiquides avec des dettes liquides (création de liquidité), à « - 1 » lorsque l'entité finance intégralement des actifs liquides avec des dettes illiquides (destruction de liquidité). De ce fait, les entités qui affichent un ratio positif effectuent

21 D'un point de vue pratique, la liquidité de ces titres sur le marché secondaire devrait être évaluée à partir d'indicateurs de marché (*ratings, bid-ask spreads, margins/haircuts...*).

22 Berger A.N. et C.H.S. Bouwman (2009) « Bank Liquidity Creation », *The Review of Financial Studies*, 22(9): 3779-837.

une opération de transformation de liquidité au sein de leur bilan, traduisant ainsi un contenu important en matière de *shadow banking*.

Enfin, le levier d'endettement (LE) est calculé de la manière suivante :

$$LE = (\text{Actif total} - \text{Capital}) / \text{Actif total}$$

Les véhicules de titrisation sont par définition des entités caractérisées par un fort levier d'endettement et de faibles capacités d'absorption des pertes, étant donné que l'essentiel de leur passif est constitué d'émissions de titres de dettes. De fait, la majorité des entités concernées affiche un levier d'endettement supérieur à 95%.

Le degré de risque au niveau individuel est ensuite évalué sur la base d'un indicateur composite (IC) obtenu à partir de la formule suivante :

$$IC = (0,5 * TM + 0,5 * TL) * LE$$

Cet indicateur, qui permet d'évaluer de manière synthétique le contenu en *shadow banking* des véhicules de titrisation, est calculé au niveau individuel pour près de 200 entités couvrant environ 90% de l'actif total. Cet indicateur, qui prend des valeurs comprises entre « -1 » et « 1 » permet d'identifier les entités qui présentent un niveau de risque systémique élevé, i.e. qui se caractérisent par une forte activité de transformation de maturité/liquidité combinée à une utilisation significative du levier d'endettement.

Sur la base de cet indicateur composite, le contenu en *shadow banking* des véhicules de titrisation luxembourgeois est résumé dans le tableau suivant.

Tableau 3 :

Le contenu en *shadow banking* des véhicules de titrisation luxembourgeois (décembre 2013)

CONTENU EN SHADOW BANKING	TRÈS ÉLEVÉ	ELEVÉ	FAIBLE	TRÈS FAIBLE	INEXISTANT
	IC > 0,7	0,7 > IC > 0,4	0,4 > IC > 0,1	0,1 > IC > 0,0	IC < 0,0
Nombre d'entités	8	8	11	17	152
Actif Total (milliards d'euros)	3,0	10,8	9,3	11,9	77,1

Eu égard aux résultats obtenus, il apparaît clairement que, dans le cas du Luxembourg, la plupart des véhicules de titrisation affiche un contenu en *shadow banking* relativement faible, voire inexistant. Les entités qui se caractérisent par un *maturity mismatch* « très élevé » sont principalement les conduits d'ABCP et les *securities arbitrage conduits* dont le niveau d'activité demeure toutefois limité et dont la majeure partie bénéficie de surcroît de techniques de rehaussement du crédit, limitant ainsi les risques du point de vue de la stabilité financière. En outre, plus de la moitié des actifs des entités affichant un contenu « élevé » en *shadow banking* est consolidée dans le bilan d'un établissement bancaire. Ces actifs, qui sont soumis à une surveillance prudentielle de la part des autorités, ne font donc pas partie du périmètre restreint du *shadow banking*.

Dans l'ensemble, la méthodologie en deux étapes retenue par le FSB conduit à retenir un nombre limité d'entités correspondant à la définition *stricto sensu* du *shadow banking*, pour un encours couvrant moins de 10% de l'actif total des véhicules de titrisation luxembourgeois. Au-delà du contenu en *shadow banking* de ces entités, les interconnexions entre les véhicules de titrisation et le secteur bancaire réglementé constituent une autre composante essentielle des risques sous-jacents en matière de stabilité financière, de par le rôle central qu'elles peuvent exercer dans les mécanismes de propagation des chocs.

La collecte statistique des rapports S2.14 et Titre par Titre, complétée par les informations obtenues à partir de la collecte MFI sur les prêts accordés par les banques aux véhicules de titrisation, permet d'étudier les interconnexions au niveau du secteur financier luxembourgeois, en fournissant des données détaillées sur l'actif et le passif des véhicules de titrisation vis-à-vis des banques et des autres intermédiaires financiers. Ces relations sont résumées dans le tableau suivant.

Tableau 4 :

Les interconnexions entre les véhicules de titrisation et le secteur financier luxembourgeois (encours, milliards d'euros, décembre 2013)

	CONTREPARTIE SECTORIELLE LUXEMBOURGEOISE					
	IFM	NON-IFM				TOTAL SECTEUR FINANCIER
		TOTAL	DONT VDT	DONT OPC	DONT AUTRES	
Dépôts et créances de prêts	1,2	1,6	0,9	0,0	0,7	2,8
Crédits titrisés	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9
Titres de créances	0,4	4,5	3,2	0,0	1,3	4,9
Actions et autres participations	0,0	9,2	0,0	8,2	1,0	9,2
Total Actif	3,5	15,3	4,1	8,2	3,0	18,8
Prêts et dépôts reçus	0,7	1,4	0,9	0,2	0,3	2,1
Titres de créance émis	0,5	4,3	3,2	0,9	0,2	4,8
Total Passif	1,2	5,7	4,1	1,1	0,5	6,9

IFM : Institutions Financières et monétaires. VDT : Véhicules de titrisation. OPC : Organismes de placement collectifs.

Contrairement aux autres pays, les relations entre les véhicules de titrisation et les banques sont relativement limitées au Luxembourg, de l'ordre de 3,5 milliards d'euros à l'actif et de 1,2 milliards d'euros au passif, limitant ainsi les risques systémiques au niveau du secteur financier. Cette situation s'explique principalement par le faible niveau de l'activité de titrisation de crédit des banques luxembourgeoises (environ 2 milliards d'euros) qui porte par ailleurs essentiellement sur des crédits accordés à des sociétés non financières non résidentes. En outre, étant donné que les banques luxembourgeoises actives sur le marché domestique n'ont pas recours à la titrisation pour refinancer leur bilan, l'impact potentiel de ces véhicules sur les développements de crédits et, ce faisant, sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire est inexistant.

A contrario, les interconnexions entre les véhicules de titrisation et les autres intermédiaires financiers luxembourgeois sont relativement importantes, de l'ordre de 15,3 milliards d'euros à l'actif et de 5,7 milliards d'euros au passif. Au niveau de l'actif du bilan, la principale contrepartie est le secteur des fonds d'investissement (8,2 milliards d'euros), traduisant ainsi les synergies existantes entre les véhicules de titrisation et l'industrie des OPC au Luxembourg. Les expositions sur les autres secteurs (3 milliards d'euros) reflètent quant à elles la mise en place de structures à deux niveaux au sein desquelles les véhicules de titrisation détiennent indirectement un portefeuille d'actifs par le biais de créances et/ou de titres de participations sur des SOPARFI. Enfin, les véhicules de titrisation effectuent des opérations de titres adossés à des produits structurés émis par des entités luxembourgeoises à hauteur de 3,2 milliards d'euros qui, de manière symétrique, se reflètent également au niveau du passif de leur bilan agrégé. Le montant de ces émissions combiné aux créances de prêts et aux dépôts reçus effectués entre véhicules de titrisation luxembourgeois est ainsi à l'origine d'un double comptage de 4,1 milliards d'euros qui doit être pris en compte dans l'estimation du périmètre du *shadow banking* au Luxembourg.

Pour conclure, l'étude des véhicules de titrisation luxembourgeois montre qu'une analyse pertinente du périmètre du *shadow banking* et de ses implications en termes de stabilité financière doit tenir compte des spécificités de chaque pays. En effet, alors que la nature de l'activité des véhicules de titrisation devrait *a priori* suggérer un fort contenu en *shadow banking*, la méthodologie définie par le FSB conduit à retenir seulement un nombre limité d'entités au sein de ce périmètre. Cette remarque s'applique de manière plus générale à l'ensemble du secteur financier non bancaire hors compagnies d'assurances et fonds de pension, qui est utilisé comme point de départ pour mesurer le périmètre du *shadow banking*.

Dans le cas du Luxembourg, ce secteur, qui est composé à près de 95% de fonds d'investissement, de sociétés émettrices et de SOPARFI, comprend certes des activités de *shadow banking*, mais également des intermédiaires financiers pour lesquels cette approche est discutable, étant donné l'absence de rôle d'une partie de ces entités dans la chaîne d'intermédiation du crédit.

1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les données pour l'année 2013 indiquent des hausses notables du chiffre d'affaires dans le commerce de détail, mais des évolutions nettement moins favorables dans le commerce de détail hors VPC (ventes par correspondance) et VCMS (vente de carburants en magasins spécialisés). Cette évolution différenciée s'explique principalement par l'expansion du commerce électronique, dont témoigne également l'évolution favorable des recettes de TVA de l'Etat au cours de l'année 2013.

Les évolutions des chiffres d'affaires dans les secteurs du transport aérien, fluvial et de l'hôtellerie-restauration ont en moyenne été favorables en 2013. Dans les autres principaux secteurs, à savoir le commerce et réparation d'automobiles (avec toutefois une inflexion favorable au second semestre de 2013) et les services auxiliaires des transports, les évolutions moyennes constatées en 2013 ont en revanche été globalement négatives, comme l'illustre le tableau suivant. Le commerce de gros a quant à lui été globalement stable en 2013.

Les taux de progression en glissement annuel témoignent de certains changements au cours des deux premiers trimestres de 2014. Le commerce et réparation d'automobiles progresse. En revanche, le commerce de gros, stable en 2013, régresse lors de la première moitié de l'année 2014. Le commerce de détail hors VPC et VCMS chute assez nettement au premier trimestre pour ensuite remonter légèrement au second trimestre. Le transport par eau, dont les données doivent être interprétées avec la plus grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée, régresse fortement lors des deux premiers trimestres de 2014. Dans les autres secteurs, la tendance observée en 2013 se poursuit. Le chiffre d'affaires dans l'hôtellerie restauration progresse tout comme dans le transport aérien. Dans le secteur des services auxiliaires des transports, le chiffre d'affaires continue de baisser.

Tableau 17

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

	2012	2013	2014-T1	2014-T2
Immatriculation de voitures	1,0	-7,5	0,0	5,3
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-6,9	-0,2	5,2	8,0
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-8,5	0,4	-0,2	-6,4
Commerce de détail	21,5	12,9	14,0	14,8
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC ¹ et VCMS ²)	3,2	1,8	-5,5	1,0
Hôtels et restaurants	2,2	5,2	4,2	0,8
Transports terrestres	1,9	0,6	-0,4	3,7
Transports par eau	-14,6	25,0	-32,3	-57,0
Transports aériens	-0,4	7,5	6,5	4,1
Services auxiliaires des transports	-3,7	-9,5	-4,9	-3,5

Sources : STATEC, calculs BCL.

¹ Vente par correspondance.

² Vente de carburant en magasins spécialisés.

Dans le secteur automobile, 46 624 nouvelles immatriculations ont été enregistrées sur l'ensemble de l'année 2013 au Luxembourg, en retrait de quelque 7,5% par rapport à l'année 2012. Selon les plus récentes informations disponibles, une inflexion favorable s'est manifestée au premier trimestre de 2014, les immatriculations enregistrées au cours de ce mois demeurant au même niveau que lors du trimestre correspondant de l'année précédente. Cette rupture par rapport aux taux en glissement annuel fortement négatifs précédemment observés est confirmée par les données du deuxième trimestre 2014 (+5,3%). Elle doit néanmoins être interprétée avec prudence, car les immatriculations de véhicules avaient été particulièrement faibles durant les premiers mois de l'année 2013, en raison de l'arrivée à terme fin décembre 2012 de la « PRIME CAR-e » de 750 € à l'achat d'une voiture à faibles émissions de CO₂. L'inflexion favorable observée début 2014 pourrait également avoir été favorisée par la décision, de reconduire d'une année supplémentaire le régime d'aides financières « prime CAR-e » en faveur des voitures et camionnettes propulsées exclusivement par un moteur électrique et mises en circulation pour la première fois en 2014.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Après être resté aux alentours de sa moyenne historique au quatrième trimestre 2013 et au premier trimestre 2014, l'indicateur de confiance des consommateurs connaît depuis lors une plus forte volatilité et une tendance baissière marquée.

L'indicateur de confiance a nettement diminué en août 2014, pour s'établir à -7 contre -3 en juillet 2014. Les composantes de l'indicateur de confiance ont évolué de manière contrastée. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg ainsi que celles ayant trait à leur capacité d'épargner se sont fortement dégradées. En revanche, les anticipations concernant le chômage au Luxembourg et la situation financière des ménages sont restées stables.

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

		ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS				
		INDICATEUR DE CONFiance DES CONSUMMATEURS	SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2012	janvier	-4	-23	38	-3	49
	février	-5	-22	39	-6	46
	mars	-5	-21	43	-3	47
	avril	-6	-24	41	-1	43
	mai	-8	-24	47	-5	45
	juin	-6	-21	46	-3	43
	juillet	-5	-19	45	-1	46
	août	-8	-26	49	-4	45
	septembre	-10	-26	47	-10	45
	octobre	-15	-38	56	-11	46
	novembre	-13	-37	48	-8	44
	décembre	-11	-37	44	-8	43
2013	janvier	-11	-32	44	-8	42
	février	-7	-22	43	-5	41
	mars	-8	-25	42	-6	42
	avril	-7	-24	39	-6	42
	mai	-9	-26	47	-5	41
	juin	-10	-22	53	-3	37
	juillet	-12	-24	54	-6	37
	août	-8	-18	51	-2	40
	septembre	-4	-13	47	-2	46
	octobre	-1	-11	34	-2	43
	novembre	-1	-10	34	0	41
	décembre	-1	-10	31	-1	39
2014	janvier	-2	-12	34	-4	42
	février	-1	-9	33	-6	43
	mars	-2	-12	31	-9	44
	avril	-6	-19	35	-7	36
	mai	-4	-14	36	-5	41
	juin	1	-9	29	-1	43
	juillet	-3	-8	38	-8	41
	août	-7	-18	38	-8	36

Note:

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

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

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en juillet 2014 n'apporte aucune révision aux données publiées en avril 2014.

Rappelons que la progression du PIB réel avait été estimée à 2,1% sur l'ensemble de l'année 2013. Les composantes de la demande intérieure se sont comportées de manière quelque peu contrastée en 2013. Si la consommation des ménages et la consommation publique ont enregistré une hausse de respectivement 1,7% et 4,5%, la formation brute de capital fixe (FBCF) a pour sa part accusé une diminution de 4,4%. Cette dernière évolution doit certes être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites.

La contribution à la croissance des exportations a pour sa part été appréciable, à la faveur d'exportations en hausse de 2,6% à prix constants. La progression des importations s'est quant à elle limitée à 1,2% en 2013. Il convient une fois de plus de souligner l'impact sur les exportations nettes des transactions en avions et satellites.

Tableau 18

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Consommation des ménages	3,3	-0,3	-1,4	2,1	1,1	1,7	1,7
Consommation publique	2,8	1,5	4,9	2,5	1,3	4,8	4,5
Formation brute de capital fixe	18,4	2,0	-16,2	-0,7	12,1	3,5	-4,4
Exportations	9,0	4,4	-12,9	7,2	5,4	-1,9	2,6
Importations	9,3	6,1	-15,4	11,4	7,4	-1,0	1,2
PIB réel	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2	2,1

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Au niveau sectoriel, on note en 2013 un repli de l'activité dans le secteur industriel et dans les activités financières et d'assurance. Il convient cependant de noter que le recul dans l'industrie s'est manifesté en début d'année (voir la partie suivante). La progression de l'activité a été relativement soutenue dans les autres secteurs, en particulier les activités immobilières, les services aux entreprises et le secteur public au sens large (y compris éducation et santé).

Tableau 19

Croissance annuelle de la valeur ajoutée par branche économique

(% de variation en volumes)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Agriculture, sylviculture et pêche	-10,2	-12,3	26,5	-7,1	-14,8	-1,2	0,6
Industrie, y compris énergie	9,9	-20,7	-19,5	6,2	-11,0	2,0	-1,5
Construction	10,4	-8,0	-4,0	1,9	1,7	2,2	2,8
Commerce, transports, hébergement et restauration	3,8	-2,6	-12,5	0,4	5,2	-2,4	1,9
Information et communication	12,3	5,3	1,5	20,1	10,5	4,2	3,1
Activités financières et d'assurance	5,6	3,8	-6,7	3,6	-2,3	-7,4	-1,4
Activités immobilières	7,8	2,5	1,0	4,6	2,5	4,1	5,5
Services aux entreprises et location	12,3	1,1	-10,1	-1,1	2,4	1,9	4,0
Administrations publiques, éducation et santé	3,3	1,4	3,9	2,4	2,7	4,3	3,5
Autres activités de services	3,7	2,7	1,9	2,4	7,3	0,1	1,3
PIB réel	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2	2,1

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Comptes trimestriels

La première estimation du PIB en volume pour le premier trimestre 2014, publiée le 1er juillet 2014, fait ressortir une hausse de 0,8% par rapport au trimestre précédent. Par rapport au premier trimestre 2013, le PIB affiche en début d'année courante une progression de 3,8%. A la fin du premier trimestre 2014 l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2014 atteignait 2,2%.

Par ailleurs, notons que les estimations relatives aux trimestres précédents ont fait l'objet de révisions par l'office statistique, ce qui se traduit par les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : +3,0% au lieu de +2,4% pour le quatrième trimestre 2013, 2,8% au lieu de 3,0% pour le troisième et 2,0% au lieu de 2,4% pour le deuxième trimestre 2013.

Tableau 20

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014
Consommation privée	-0,2	0,8	0,1	0,6	1,6	2,6	1,5	1,4
Consommation publique	1,4	0,3	0,1	-0,3	4,7	4,4	3,5	1,5
Formation brute de capital fixe	3,2	2,8	-13,8	14,2	-0,3	1,6	-10,4	4,4
Exportations	1,6	0,0	3,9	-0,8	2,2	1,9	5,8	4,9
Importations	1,1	0,7	1,1	1,7	1,4	1,4	3,1	4,7
PIB réel	1,5	0,5	1,0	0,8	2,0	2,8	3,0	3,8

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

La consommation privée a progressé de 0,6% par rapport au trimestre précédent tandis que la consommation publique s'est contractée de -0,3%. La formation brute de capital fixe aurait quant à elle accusé une hausse de 14,2% en glissement trimestriel (après -13,8% le trimestre précédent). Le profil de ces investissements est particulièrement volatil en raison notamment des fluctuations dans les achats d'avions et satellites. Les exportations se sont pour leur part contractées de 0,8% au cours du premier trimestre de 2014, alors que les importations ont progressé de 1,7%.

En base annuelle, toutes les composantes du PIB se sont accrues au premier trimestre 2014. Ce fut notamment le cas du commerce extérieur et de la formation brute de capital fixe. Les consommations privée et publiques ont quant à elles progressé de respectivement 1,4% et 1,5% au premier trimestre de l'année en cours.

Au niveau sectoriel et par rapport au trimestre précédent, la valeur ajoutée brute se contracte dans la branche « information et communication » (-3,4%) et les autres activités de services (-1,9%). Dans les services financiers, la valeur ajoutée a très légèrement progressé (+0,1%). La progression de la valeur ajoutée a été la plus soutenue dans les services aux entreprises (+2,8%) ainsi que les activités immobilières (+2,5%). A noter également la progression de +0,7% enregistrée dans l'industrie en glissement trimestriel.

En glissement annuel, tous les secteurs ont enregistré une évolution positive, sauf les activités financières et d'assurance (-1,8%) et les autres activités de services (-0,1%). Cette progression a été particulièrement soutenue dans la construction et l'industrie, dans le commerce au sens large ainsi que les activités immobilières. La hausse de 13,6% observée dans le secteur de la construction est en partie due à des effets de base positifs. Rappelons en effet que la construction y avait fortement chuté en début d'année 2013 sous l'effet des mauvaises conditions météorologiques.

Tableau 21

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique (données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2013	T3 2013	T4 2013	T1 2014
Agriculture, sylviculture et pêche	-3,0	2,0	-2,3	5,4	-2,4	0,8	2,4	1,9
Industrie, y compris énergie	-0,2	1,9	3,6	0,7	-3,9	-1,1	4,4	6,1
Construction	8,7	3,1	1,3	0,1	3,9	9,5	3,2	13,6
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,4	1,4	2,3	1,8	3,0	4,2	5,0	7,1
Information et communication	2,0	-1,5	4,4	-3,4	4,7	-2,0	2,5	1,3
Activités financières et d'assurance	1,2	-0,6	-2,4	0,1	-1,7	-0,2	-2,7	-1,8
Activités immobilières	1,0	1,4	1,1	2,5	5,1	5,5	4,8	6,1
Services aux entreprises et location	-4,1	1,0	3,3	2,8	1,2	3,4	5,3	2,8
Administrations publiques, éducation et santé	1,2	0,3	-0,3	0,3	3,7	3,7	2,5	1,4
Autres activités de services	1,1	-0,8	1,4	-1,9	2,7	1,3	3,6	-0,1
Valeur ajoutée totale	1,2	0,5	0,9	0,8	1,8	2,6	2,5	3,4
PIB réel	1,5	0,5	1,0	0,8	2,0	2,8	3,0	3,8

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2014

Les plus récentes projections de la BCL, de juin 2014, laissaient augurer une progression du PIB réel se situant entre 2,4% et 3,0% en 2014. Pour rappel les derniers comptes trimestriels dénotent un acquis de croissance de 2,2% pour l'année 2014 à l'issue du premier trimestre. Les mêmes projections tablaient sur une croissance du PIB en volume se situant entre 1,8% et 3,8% pour 2015 et 2,1% et 4,1% en 2016. La croissance économique s'améliorerait donc graduellement au cours de l'horizon 2014-2016.

Les résultats des enquêtes de sentiment économique (ESI) réalisées par la Commission européenne témoignent d'une nette amélioration du climat conjoncturel dans la zone euro en 2014 par rapport à 2013. Bien que l'indicateur synthétique ait régressé en août, il semble ces derniers mois se stabiliser

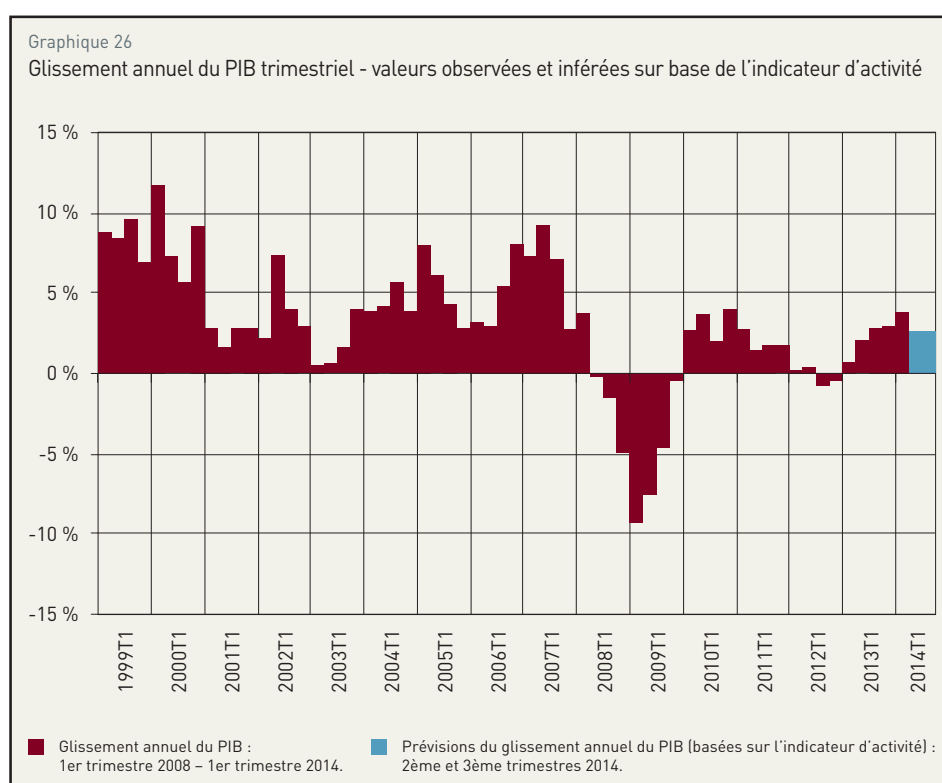
aux alentours de sa moyenne historique. Le PIB de la zone euro a légèrement progressé au premier trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent (0,2%) avant de se stabiliser au second trimestre (0,0%). Par rapport aux trimestres correspondants de l'année 2013 les taux observés sont de respectivement 1,0% et 0,7%.

C'est dans ce contexte que le scénario de septembre 2014 des services de la BCE prévoit une croissance de 0,9% en 2014. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2014 réalisées par les services de l'Eurosystème, la projection pour 2014 a été révisée en baisse de 0,2 points de pourcentage.

Depuis la finalisation de nos projections, plusieurs indicateurs ont été publiés au Luxembourg. La valeur nette d'inventaire des OPC est en progression au second trimestre. Globalement en hausse durant les premiers mois de 2014, l'ESI s'est depuis stabilisé. Au deuxième trimestre, la production industrielle continue de progresser. Après un premier trimestre positif, le secteur de la construction a en revanche regressé lors du second trimestre. Concernant le commerce, les tendances observées au premier trimestre se confirment à l'exception du commerce de détail hors VPC²³ et VCMS²⁴ qui rebondit au second trimestre après un premier trimestre négatif.

Ces évolutions récentes sont synthétisées par notre indicateur d'activité qui extrait l'information la plus pertinente d'une centaine de séries. Selon cet indicateur, le taux de croissance trimestriel du PIB au deuxième trimestre 2014 (croissance du PIB au deuxième trimestre 2014 par rapport au premier trimestre 2014) pourrait s'établir à 0,3%. Le taux de croissance trimestriel du PIB au troisième trimestre 2014 s'établirait quant à lui à 0,6%. En glissement annuel, le taux de croissance pour ces deux trimestres serait de 2,6%.

Sur base des résultats de l'indicateur d'activité, l'acquis de croissance pour 2014 à l'issue du troisième trimestre serait donc de l'ordre de 2,7%. Ce chiffre reste donc en ligne avec les projections de la BCL de juin 2014.



Source : BCL

²³ Vente par correspondance.

²⁴ Vente de carburant en magasin spécialisé.

1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir été négativement affectées par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro au cours des années 2013 et 2012, les exportations de biens du Luxembourg sont reparties à la hausse au premier semestre 2014. Les exportations avaient en effet reculé de 3% à 10,6 milliards sur toute l'année 2013, après une chute de 9% en 2012 (à 11 milliards d'euros). Les données trimestrielles montrent un important ralentissement de la contraction des exportations dès le deuxième trimestre 2013 comparé aux trimestres précédents (voir le tableau ci-dessous). Néanmoins, au dernier trimestre de 2013 et au cours des deux premiers trimestres de 2014, les taux de croissance des exportations se sont inversés en redevenant positifs (+6% au quatrième trimestre 2013, +13% au premier trimestre 2014 et +8% au deuxième trimestre 2014). Après avoir régressé de 5% en atteignant 18 milliards d'euros sur toute l'année 2013, les importations ont de leur côté poursuivi leur contraction au premier trimestre 2014 (-3%) et au deuxième trimestre 2014 (-8%).

Au vu de l'évolution relativement défavorable des importations par rapport aux exportations de biens, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 7% à 7,6 milliards d'euros sur toute l'année 2013 et de 27% à 2,8 milliards d'euros au premier semestre de 2014. Pour rappel, le déficit commercial était en hausse de 19% en 2012 (à 8 milliards) et de 21% en 2011 (à 6,8 milliards d'euros), en grande partie sous l'effet d'acquisitions d'aéronefs et de satellites. Les indices des valeurs unitaires montrent également une évolution relativement défavorable des prix à l'importation en 2013 (-2,5%) et au premier trimestre 2014 (-5%) par rapport aux exportations [-2,3% en 2013 et -0,7% au premier trimestre de 2014]. Par conséquent, les termes de l'échange se sont améliorés contribuant ainsi au recul du déficit commercial.

Sur toute l'année 2013, tout comme au cours de l'année 2012, les exportations s'étaient contractées dans presque toutes les catégories de biens, à l'exception des produits chimiques, du matériel de transport ainsi que des produits alimentaires. Les produits sidérurgiques, principale composante des exportations luxembourgeoises, étaient en recul depuis le dernier trimestre 2011 (-2%). Sur toute l'année 2012 et sur toute l'année 2013, suite à la contraction de la demande externe, les exportations de produits sidérurgiques ont chuté respectivement de 14% et de 5%. Le rythme de contraction de cette catégorie de biens s'est toutefois ralenti sur les trois premiers trimestres de 2013 (-4% au troisième trimestre, -6% au deuxième trimestre, contre -12% au premier trimestre) avant d'enregistrer une croissance positive au dernier trimestre de l'année 2013 (+2%), au premier trimestre de 2014 (+12%) et au deuxième trimestre de 2014 (+3%). Sur les deux premiers trimestres de 2014, presque toutes les principales catégories de biens exportés sont également en hausse.

L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 11% sur toute l'année 2012 et de 2% sur toute l'année 2013. Elles ont en revanche progressé de 5% au premier semestre de 2014. Les exportations à destination des Etats-Unis ont augmenté de 19% sur toute l'année 2013 et de 48% au premier semestre de 2014, alors qu'elles avaient reculé de 20% en 2012. Les livraisons vers l'Asie ont de leur côté connu une évolution inverse : après avoir fortement progressé en 2012 (+23%), elles ont reculé sur toute l'année 2013 (-29%) et au premier semestre de 2014 (-3%).

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 9% sur toute l'année 2013 et de 12% au premier semestre de 2014, après avoir progressé de 9% sur toute l'année 2012. Des reculs similaires ont été enregistrés dans les autres matières premières. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (87% de toutes les importations) se sont contractées de 3% en 2013 et de 1% au premier semestre de 2014. Les livraisons provenant des Etats-Unis ont de leur côté accéléré leur chute au premier semestre de 2014 (-53%), après avoir reculé de 8% en 2013.

En 2012 et 2011, elles avaient largement été soutenues par l'acquisition d'aéronefs. Les importations en provenance d'Asie (Chine et Japon essentiellement) ont en revanche progressé de 9% au premier semestre de 2014, après avoir reculé de 5% en 2013.

Tableau 22

Commerce extérieur du Luxembourg

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


PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	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	10 950,6	-9,4%	19 056,5	0,8%	-8 105,8	19,0%
1 ^{er} trim.	2 922,8	-7,4%	4 681,5	5,4%	-1 758,8	36,9%
2 ^e trim.	2 745,9	-10,6%	4 718,4	2,3%	-1 972,4	27,9%
3 ^e trim.	2 678,9	-11,4%	4 816,4	-0,1%	-2 137,5	19,0%
4 ^e trim.	2 603,0	-8,3%	4 840,2	-3,7%	-2 237,2	2,2%
2013	10 599,0	-3,2%	18 168,5	-4,7%	-7 569,4	-6,6%
1 ^{er} trim.	2 598,9	-11,1%	4 550,3	-2,8%	-1 951,4	11,0%
2 ^e trim.	2 669,9	-2,8%	4 595,9	-2,6%	-1 926,0	-2,4%
3 ^e trim.	2 579,0	-3,7%	4 503,2	-6,5%	-1 924,1	-10,0%
4 ^e trim.	2 751,2	5,7%	4 519,1	-6,6%	-1 767,8	-21,0%
2014						
1 ^{er} trim.	2 942,4	13,2%	4 425,7	-2,7%	-1 483,3	-24,0%
2 ^e trim.	2 890,7	8,3%	4 245,3	-7,6%	-1 354,6	-29,7%

Source : STATEC

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

Au premier trimestre de l'année 2014, l'excédent de la balance courante du Luxembourg a atteint 431 millions d'euros (4% du PIB), soit une baisse de 6% par rapport au même trimestre de l'année 2013. Dans un contexte de stagnation du surplus des services, la résorption des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants n'ont pas suffi à neutraliser l'évolution négative des revenus, entraînant ainsi cette contraction de l'excédent courant. Sur l'ensemble de l'année 2013, le surplus courant s'était déjà dégradé de 6% par rapport à l'année 2012.

L'aggravation du déficit des revenus (+13% à 4 milliards d'euros) est due à une forte progression (+27% à 2,2 milliards) des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents. De son côté la rémunération nette des frontaliers est restée presque stable à 1,8 milliard d'euros. Le déficit des transferts courants a en revanche poursuivi sa résorption au premier trimestre de 2014 (-33% à 121 millions



d'euros), en partie suite à la baisse des versements nets de la BCL à l'Eurosystème dans le cadre de la redistribution du revenu monétaire.

Le déficit de la balance des marchandises a atteint à 1,4 milliard d'euros au premier trimestre 2014, soit un recul de 23% par rapport au même trimestre de 2013. Cette importante résorption s'explique d'une part par une croissance relativement forte (+12%) des exportations de biens du commerce général. D'autre part, les importations de biens se sont contractées de 7%, en partie sous l'effet du non-renouvellement des achats exceptionnels de biens d'équipement (aéronefs) réalisés en 2013.

L'excédent des échanges internationaux de services s'est légèrement réduit au premier trimestre 2014 (-1% à 6 milliards d'euros). Plusieurs catégories de services ont en effet connu un recul de leurs excédents: les services financiers (-3%), le transport (-25%), les services d'assurance (-7%) ainsi que les services de télécommunication (-45%). Ces baisses ont en revanche été en grande partie compensées par des hausses de surplus dans les autres services aux entreprises (leasing et négoce) et dans les services personnels.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Au niveau du compte financier, les flux d'investissements directs, les flux d'investissements de portefeuille et accessoirement les produits dérivés ont enregistré des entrées nettes de 33,3 milliards d'euros au premier trimestre de l'année 2014. Ces entrées nettes ont été compensées par des sorties nettes de 33,7 milliards dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), de sorte que les transactions financières se sont soldées par des sorties nettes de capitaux de 358 millions d'euros.

Les flux d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger se sont soldés par un désinvestissement de 19 milliards d'euros, correspondant en grande partie à une vente des participations d'un groupe étranger. De même, les flux d'investissements directs en provenance de l'étranger se sont traduits par un désinvestissement net de 2,3 milliards d'euros portant sur des opérations de prêts intragroupes.

Pour les investissements de portefeuille, les entrées nettes se sont établies à 13,7 milliards d'euros au premier trimestre 2014 contre 11 milliards d'euros au même trimestre de 2013. Les non-résidents ont poursuivi leurs investissements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 82 milliards d'euros au premier trimestre 2014 contre 69 milliards d'euros au même trimestre de 2013. En ce qui concerne les titres de créance, les émissions de titres luxembourgeois se sont également accrues, rapportant 23,5 milliards d'euros au premier trimestre 2014 contre 6,5 milliards d'euros au même trimestre 2013. Au total, les nouvelles souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois ont donc rapporté 105 milliards d'euros au premier trimestre 2014, contre 75 milliards d'euros au même trimestre de 2013.

Les résidents luxembourgeois ont également accru leurs placements dans les titres étrangers. Ces placements ont ainsi atteint 91 milliards d'euros au premier trimestre 2014 contre 64 milliards d'euros au même trimestre de 2013. Les achats d'actions étrangères sont repartis à la hausse atteignant 35 milliards d'euros au premier trimestre 2014 contre 27 milliards d'euros au même trimestre de 2013. De même pour les titres de dette, les résidents ont accru leurs placements dans les titres étrangers (57 milliards d'euros au premier trimestre 2014 contre 37 milliards au même trimestre de 2013).

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les sorties nettes de 33,7 milliards d'euros sont liées essentiellement à une hausse des créances des autres secteurs.

Tableau 23

Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros¹)

	2013T1			2014T1		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	68 553	68 094	459	72 710	72 279	431
Marchandises	3 126	4 917	-1 792	3 260	4 631	-1 371
Services	14 950	9 004	5 946	15 258	9 366	5 892
Revenus	49 037	52 551	-3 515	52 718	56 687	-3 969
Transferts courants	1 440	1 621	-181	1 474	1 594	-121
COMPTE DE CAPITAL	29	143	-114	10	55	-45
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER 2)			-177			-358
Investissements directs 3)	-66 236	33 016	-33 220	19 267	-2 304	16 962
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-32 468	32 336	-132	20 283	1 389	21 672
Autres opérations, Prêts intragroupes	-33 768	680	-33 088	-1 016	-3 694	-4 710
Investissements de portefeuille	-64 524	75 531	11 007	-91 594	105 338	13 744
Titres de participation	-27 508	69 055	41 547	-34 683	81 831	47 148
Titres de créance	-37 016	6 476	-30 540	-56 910	23 506	-33 404
Produits financiers dérivés			661			2 564
Autres investissements	-32 401	53 820	21 419	-70 554	36 863	-33 691
Avoirs de réserve			-44			63
ERREURS ET OMISSIONS			-168			-29

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) 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 entrée, un signe positif une diminution.

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


Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au dernier trimestre de 2013, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont accrus de 141 milliards d'euros (+2%) pour atteindre 6 804 milliards d'euros à la fin du premier trimestre de 2014. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 135 milliards d'euros en s'établissant à 6 705 milliards d'euros à la fin mars 2014. Les avoirs extérieurs nets du Luxembourg, c'est-à-dire la différence entre les avoirs bruts et les engagements bruts, se sont ainsi accrus de 6 milliards d'euros (+6%) en atteignant près de 100 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2014 contre 93,5 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2013. Cette amélioration de la position extérieure nette résulte presque exclusivement d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 5,6 milliards à 410 milliards d'euros à fin mars 2014 ; celui des produits dérivés s'est également réduit de 1 milliard d'euros à 4 milliards d'euros. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a par contre augmenté de 29 milliards d'euros à 393 milliards d'euros. Le déficit structurel d'investissements de portefeuille s'est quant à lui alourdi de 16 milliards en atteignant 708 milliards fin mars 2014.

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 2 828 milliards d'euros à fin mars 2014, enregistrant une baisse de 24 milliards d'euros, sous l'effet d'un important



désinvestissement à l'étranger (-19 milliards d'euros) auquel s'est ajouté un effet négatif de valorisation (-5 milliards d'euros). Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit pour sa part à 2 418 milliards d'euros à la fin mars 2014, soit une réduction de 19 milliards d'euros résultant en grande partie d'un effet négatif de valorisation (-17 milliards d'euros) amplifié par un effet-flux négatif (désinvestissement de 2 milliards d'euros). 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 16 milliards d'euros pour atteindre un déficit de 708 milliards d'euros à la fin mars 2014. Cette évolution négative est en grande partie imputable à l'impact des flux financiers nets. Les achats de titres luxembourgeois (entrées de capitaux) ont totalisé 105 milliards d'euros alors que les achats de titres étrangers par les résidents (sorties de capitaux) se sont établis à 92 milliards d'euros. Les effets de valorisation ont globalement eu une incidence négative mais relativement faible, le portefeuille de titres luxembourgeois ayant subi un gain de valeur de 29 milliards d'euros contre 27 milliards d'euros pour l'encours de titres étrangers. Ce dernier encours s'établit ainsi à 2 598 milliards d'euros à la fin mars 2014 contre 2 480 milliards fin décembre 2013. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit pour sa part à 3 306 milliards d'euros à fin mars 2014, contre 3 172 milliards d'euros fin décembre 2013.

La position nette des autres investissements (crédits commerciaux, dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir) a augmenté de 29 milliards d'euros à 393 milliards d'euros à la fin mars 2014. Cette hausse résulte d'un effet positif de flux (accroissement net de créances de 34 milliards d'euros) compensé partiellement par un effet négatif de valorisation (-5 milliards d'euros). L'encours de créances, qui atteint 1 236 milliards d'euros à la fin mars 2014, s'est accru globalement de 53 milliards d'euros subissant un impact positif au niveau des flux (hausse de 70 milliards d'euros) couplé à un large effet négatif de change (-17 milliards d'euros). En atteignant 843 milliards d'euros à la fin mars 2014, l'encours d'engagements a augmenté globalement de 25 milliards d'euros subissant également un effet de change négatif (-12 milliards d'euros) largement compensé par un effet flux positif (+37 milliards d'euros).

Tableau 24

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

	ENCOURS À FIN 2013Q4 ⁽²⁾	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT ⁽¹⁾	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS ⁽¹⁾	ENCOURS À FIN 2014Q1 ⁽²⁾
Position extérieure nette	93,5	0,4	5,7	99,6
Avoirs extérieurs bruts	6.663,1	125,7	15,4	6.804,2
Engagements extérieurs bruts	6.569,7	125,4	9,6	6.704,7
Investissements directs	415,6	17,0	-22,5	410,0
Luxembourgeois à l'étranger	2.852,6	-19,3	-5,2	2.828,2
Etrangers au Luxembourg	2.437,1	-2,3	-16,6	2.418,2
Investissements de portefeuille	-692,4	-13,7	-2,1	-708,2
Titres étrangers	2.479,8	91,6	26,8	2.598,2
Titres de participation	1.082,3	34,7	12,6	1.129,6
Titres de créance	1.397,6	56,9	14,2	1.468,7
Titres luxembourgeois	3.172,2	105,3	28,9	3.306,5
Titres de participation	2.424,2	81,8	24,2	2.530,2
Titres de créance	748,0	23,5	4,7	776,2
Produits dérivés	5,2	-17,1	15,8	3,9
Créances	147,1	-17,1	10,8	140,8
Engagements	141,9	14,5	-19,5	136,9
Autres investissements	364,4	33,7	-4,9	393,2
Créances	1.182,9	70,6	-17,1	1.236,4
Engagements	818,5	36,9	-12,2	843,1
Avoirs de réserve	0,70	-0,06	0,06	0,69

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

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

Source : BCL

Encadré 2 :

MÉTHODOLOGIE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET DE LA POSITION EXTÉRIEURE : INFORMATIONS SUR LE PASSAGE AU 6ÈME MANUEL DU FMI

Depuis 1948 les statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure sont établies selon des normes méthodologiques internationales élaborées sous l'égide du Fonds Monétaire International. Ces normes sont regroupées dans un « Manuel » qui a été révisé à plusieurs reprises depuis sa première parution. Ce Manuel constitue donc le standard mondial pour la compilation des statistiques de la balance des paiements et de la position extérieure. Depuis 1993, ces statistiques sont établies selon la 5^{ème} version du Manuel (BPM5, acronyme de « Balance of Payments Manual », 5^{ème} version). La 6^{ème} édition du Manuel (BPM6) a été publiée par le FMI en 2009. Sous la coordination d'Eurostat et de la BCE, les pays européens ont décidé d'appliquer en 2014 le BPM6 ainsi que le nouveau manuel de comptabilité nationale (SCN 2008).

1. POURQUOI UNE NOUVELLE ÉDITION DU MANUEL ?

Les échanges internationaux se sont fortement développés depuis le début des années 90, date à laquelle la 5^{ème} édition du Manuel a été publiée. La 6^{ème} édition comporte quelques changements qui devraient permettre de :

- mieux appréhender les changements structurels qui ont eu lieu dans l'économie mondiale, tels que la globalisation des processus de production, l'innovation financière, le rôle croissant des technologies d'information et de la communication, l'importance des actifs immatériels, etc. ;
- renforcer l'articulation entre les statistiques de la balance des paiements (flux) et celles de la position extérieure (stocks) en identifiant séparément les effets prix, les effets de change et les autres ajustements;
- assurer une cohérence conceptuelle et méthodologique avec le compte du reste du monde issu de la comptabilité nationale.

2. QUELS SONT LES PRINCIPAUX CHANGEMENTS DANS LE COMPTE DES BIENS ET SERVICES ?

Le concept de base utilisé dans les comptes nationaux pour le calcul du PIB et dans la balance des paiements est celui de la propriété économique. La balance des paiements doit enregistrer systématiquement les changements de propriété économique entre résidents et non-résidents, ce qui n'implique pas nécessairement le passage des frontières. C'est pourquoi, les principaux changements du BPM6 concernent les transactions sur biens et services (négoce, travail à façon). Certaines transactions sont ainsi reclassées entre les rubriques de biens et les services :

- les échanges liés au négoce international sont désormais enregistrés dans le compte de biens alors qu'ils figuraient dans les services selon le BPM5. Le négoce est une opération par laquelle un résident achète un bien auprès d'un non-résident et le revend simultanément à un autre non-résident, en empochant au passage un bénéfice, sans que le bien n'entre sur le territoire du négociant. Selon la méthodologie BPM5, le transfert physique du bien doit être enregistré comme une exportation du pays d'origine (au prix d'achat) et comme une importation du pays destinataire (au même prix d'achat). La marge est enregistrée comme une exportation de service dans le pays où réside le négociant et comme une importation de service dans le pays de destination du bien. En revanche sous la nouvelle norme BPM6, suivant le principe de changement de propriété, le négoce est enregistré comme une importation de biens dans le pays où réside le négociant et comme une exportation vers le pays de destination. La marge apparaît ainsi comme une exportation nette de biens dans le pays du négociant.
- les opérations de travail à façon, qui consistent à confier des biens à des non-résidents afin d'être transformés et ensuite être soit réimportés soit réexportés vers un pays tiers, sont classées dans les services (nouvelle norme BPM6) et non plus dans les biens (norme BPM5). Dans le cas d'une réexportation du bien après façonnage, le pays du propriétaire enregistre une exportation de marchandise ainsi qu'une importation de service depuis le pays du façonnier. Par contre, si après façonnage le bien est réimporté par le pays du propriétaire, seule l'importation de service est enregistrée, vu qu'il n'y a pas du tout transfert de propriété. En BPM5, lorsque le bien retournait au propriétaire, le service était inclus dans la valeur des biens importés.
- les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) sont identifiés clairement et inclus dans les services financiers (BPM6). Le taux d'intérêt effectivement appliqué par les établissements de crédit comprend un élément de revenu et des frais pour un service. De manière systématique, les établissements qui reçoivent des dépôts exercent leur activité en octroyant à leurs déposants des taux moins élevés que le coût de financement sur le marché interbancaire. De même, ces établissements prêtent à leurs clients à des taux supérieurs à ceux du marché interbancaire. Les établissements de crédit utilisent les marges d'intérêt qui en résultent pour couvrir leurs dépenses et bénéficier d'un excédent d'exploitation. Les marges d'intérêts peuvent donc être décomposées en intérêts « purs » (différence entre taux de référence du marché interbancaire et taux réellement appliqué à la clientèle) et en rémunération pour les services d'intermédiation rendus. Ces services, non directement facturés par les établissements de crédit, sont calculés par les statisticiens. Par convention, ces frais indirects, ne s'appliquent qu'aux prêts et aux dépôts et doivent être enregistrés dans les services financiers. Toutefois les intérêts purs (hors frais indirects) continuent à être enregistrés

dans les revenus. En BPM5, les SIFIM n'étaient pas isolés des intérêts et étaient donc enregistrés dans les revenus d'investissement.

3. QUELS SONT LES CHANGEMENTS DANS LE COMPTE DES REVENUS ?

Le BPM6 a introduit les concepts de revenus primaires et secondaires tels que définis dans les comptes nationaux. Le concept de transferts courants du BPM5 a vu son nom changé en « revenus secondaires » dans la nouvelle édition du Manuel. Le compte des « revenus primaires » correspond à l'ancien compte des « revenus » du BPM5, auquel sont ajoutées quelques composantes des transferts courants : impôts sur la production, sur les importations, loyers et subventions. Le compte des « revenus secondaires » reprend les transferts des administrations publiques (impôts sur le revenu, cotisations sociales, aide au développement, ainsi que les transferts privés (transferts personnels entre ménages résidents et non résidents, y compris les envois de fonds des travailleurs, primes et indemnités nettes au titre des contrats d'assurance dommages et des garanties standard, etc.).

4. QUELS SONT LES CHANGEMENTS DANS LE COMPTE DE CAPITAL ET DANS LE COMPTE FINANCIER ?

Les concepts et classifications méthodologiques contenues dans le BPM6 sont restés globalement identiques à ceux du BPM5. Quelques modifications sont toutefois introduites :

- Les effets personnels, les actifs financiers et les passifs des entités qui changent de résidence ne sont plus enregistrés dans les transferts en capital mais désormais dans les autres changements de volume.
- Les brevets et droits d'auteur ne sont plus considérés comme des actifs financiers non produits et ne sont plus inclus dans le compte de capital. Ils figurent désormais dans les services (de recherche et développement notamment).
- Les investissements directs sont présentés premièrement sous forme des créances et engagements bruts (principe Actif / Passif). Sans impact sur le solde de la rubrique, cette présentation se traduit par un gonflement des flux et positions bruts car l'enregistrement des investissements net des investissements à rebours n'est pas pris en compte. Le BPM5 privilégiait la présentation des investissements directs selon le principe directionnel (investissements à l'étranger et investissements de l'étranger net des investissements à rebours). En outre, le BPM6 requiert que les investissements directs identifient séparément : (a) les investissements des investisseurs directs dans les entreprises d'investissement direct ; (b) les investissements inversés (flux ou positions des entreprises d'investissement direct envers les investisseurs directs) ; (c) les investissements entre sociétés sœurs. Le BPM6 n'a pas abandonné le principe directionnel mais l'a revu et affiné afin d'être utilisé comme alternative dans des publications supplémentaires sur les investissements directs.
- Les prêts subordonnés entre institutions financières monétaires et entreprises affiliées, qui figuraient dans les investissements directs selon le BPM5, sont désormais enregistrés en autres investissements (prêts et emprunts ordinaires).
- Les investissements de portefeuille doivent désormais intégrer les réinvestissements des bénéficiaires des parts des fonds d'investissements. Ces bénéficiaires doivent également être comptabilisés dans les revenus primaires évoqués ci-dessus (bénéficiaires réinvestis). Bien que cette exigence n'était pas explicite dans le BPM5, le Luxembourg l'appliquait déjà dans ses données.
- La catégorie fonctionnelle « produits dérivés » est renommée en « dérivés financiers et options sur titres des salariés ». Le BPM6 y rajoute donc désormais les options sur titres des salariés.

- Le dernier changement important dans le compte financier concerne le traitement de l'allocation des Droits de Tirage Spéciaux (DTS). Ceux-ci font partie intégrante des avoirs de réserve des pays membres du FMI. Selon le BPM6, les attributions de DTS aux pays membres du FMI doivent être enregistrées à la fois comme avoirs de réserve et comme une charge du bénéficiaire (dette à long terme) dans la rubrique « autres investissements ». Le BPM6 considère l'allocation des DTS comme une dette du pays bénéficiaire à cause de l'exigence de remboursement qui y est lié dans certaines circonstances et à cause des intérêts qui s'y rapportent. Auparavant aucun passif n'était pris en compte.

Finalement le BPM6 renforce l'articulation entre les statistiques de balance des paiements (flux) et celles de position extérieure (stocks) en identifiant clairement les transactions, les effets prix, les effets de change et les autres ajustements. Cette approche bilancielle permet une meilleure compréhension de l'évolution des comptes extérieurs entre deux périodes. Dans cet esprit, la convention de signes comptables est revue : dans le compte financier, l'accroissement net d'actifs financiers et l'accroissement net des passifs sont désormais enregistrés avec un signe positif (+) au lieu de crédits (+) et débits (-). Par conséquent, l'emploi des signes négatifs pour une hausse des actifs et de signes négatifs pour une baisse des actifs n'est plus requis comme auparavant. Le solde est défini comme la différence entre l'accroissement net d'actifs et l'accroissement net d'engagements. Cette nouvelle convention de signe n'a pas d'impact sur les soldes des comptes qui restent identiques à ceux du BPM5.

5. OÙ ET À PARTIR DE QUAND LES DONNÉES AU FORMAT BPM6 SERONT-ELLES DISPONIBLES ?

La BCL et le STATEC ont publié les données au format BPM6 ainsi que les séries rétropolées sur la période 2002-2013 au début du mois d'octobre 2014. Les données sont disponibles sur les sites internet des deux institutions.

Tableau :

Principaux changements et reclassements liés au passage au BPM6

BPM5		BPM6	
COMPTE DES TRANSACTIONS COURANTES			
Biens		Biens	
	Travail à façon		Négoce
Services		Services	
	Négoce		Services manufacturiers fournis sur des intrants physiques appartenant à des tiers
	Services financiers		Services financiers dont :
			SIFIM (enregistrés comme services implicites)
			Services de recherche et développement
Revenus		Revenus primaires	
	SIFIM		Taxes sur la production et les importations
			Subsides
			Loyers
Transferts courants		Revenus secondaires	
	Taxes sur la production et les importations		Primes nettes des garanties standard (nouveau)
	Subsides		
	Loyers		
COMPTE DE CAPITAL			
Compte de capital		Compte de capital	
	Transferts des migrants		(supprimés)
	Brevets et droits d'auteur		
COMPTE FINANCIER			
Investissements directs		Investissements directs	
	Principe directionnel de base :		Principe actifs/passifs :
	A l'étranger		Acquisition nette d'actifs
	De l'étranger		Acroissement net des passifs
	Dettes permanentes entre institutions financières affiliées		
Investissements de portefeuille		Investissements de portefeuille	
			Réinvestissement des bénéfices dans les fonds d'investissement (nouveau)
Dérivés financiers		Dérivés financiers et options sur titres des salariés	
			Options sur titres des salariés (nouveau)
Autres investissements		Autres investissements	
			Dettes permanentes entre institutions financières affiliées
			Allocation de DTS (nouveau)

Source : BCL