



**BULLETIN**  
**2015**

**1**



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTÈME





BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Section Communication  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [info@bcl.lu](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, juillet 2015

Achévé de rédiger le 5 juin 2015

# SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>8</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	10
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	15
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	27
1.2.3	Les activités sectorielles	43
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	64
1.2.5	La croissance économique	66
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2015	68
1.2.7	Le commerce extérieur	77
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.9	La position extérieure globale	80
1.2.10	Les finances publiques	82
<u>Encadré 1 :</u>		
	Impact de l'augmentation de la taxation indirecte sur les prix à la consommation	18
<u>Encadré 2 :</u>		
	Les stratégies d'ajustement des entreprises luxembourgeoises durant la crise : résultats d'une enquête	22
<u>Encadré 3 :</u>		
	Le chômage de longue durée, tenants et aboutissants	32

<b>2</b>	<b>ANNEXES</b>	<b>90</b>
1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	92
2	Circulaires de la BCL	95
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	96
1	Statistiques de politique monétaire	96
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	96
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	96
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	96
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	96
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	96
7	Balance des paiements du Luxembourg	97
8	Commerce extérieur	97
9	Position extérieure globale	97
10	Avoirs de réserve	97
11	Etablissements de crédit	97
12	Activité bancaire internationale	98
13	Organismes de placement collectif	98
14	Professionnels du secteur financier	98
15	Sociétés de gestion	98
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	98
4	Publications de la BCL	99
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	101
6	Liste des abréviations	102

## 1. VUE D'ENSEMBLE

Lors de sa réunion du 3 juin 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt, à des niveaux de respectivement 0,05%, 0,30% et -0,20%.

Lors de sa réunion du 22 janvier 2015, dans le contexte des perspectives macro-économiques telles qu'elles ressortaient notamment des projections de l'Eurosystème de décembre 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre le programme d'achat d'actifs. Lancés fin 2014, ces achats s'opéraient initialement dans le cadre du programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et du programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3). Le programme d'achat de titres du secteur public (PSPP), la nouvelle composante du programme étendu, a pour sa part démarré le 9 mars 2015. Dans le cadre de ce programme étendu d'achat d'actifs, les achats mensuels cumulés de titres des secteurs public et privé, qui seront effectués par la BCE et les banques centrales nationales, s'élèvent à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués jusque fin septembre 2016. Dans tous les cas, ils seront réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme.

Les mesures de politique monétaire ont contribué à un assouplissement généralisé des conditions financières, à une remontée des anticipations d'inflation et à des conditions d'emprunt plus favorables pour les entreprises et les ménages. Les effets bénéfiques de ces mesures se font également ressentir sur l'économie et contribuent à la croissance économique. Au tournant de l'année 2014/2015, l'activité économique dans la zone euro a accéléré par rapport au rythme de croissance des trois années précédentes. La reprise économique devrait se poursuivre et s'appuyer sur une base assez large. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui tablent sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,0 % en 2017.

Tout en restant orientés à la baisse, les risques entourant les perspectives économiques de la zone euro se sont rééquilibrés sous l'effet des décisions de politique monétaire et des évolutions des cours du pétrole et des taux de change.

L'inflation dans la zone euro a atteint un plancher de -0,6% au mois de janvier de cette année. Selon une première estimation d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,3 % en mai 2015, après 0,0 % en avril. Le glissement annuel de l'IPCH devrait rester faible au cours des prochains mois et augmenter vers la fin de l'année. Les taux d'inflation devraient encore s'accroître en 2016 et 2017 dans un contexte de reprise économique et compte tenu de la dépréciation de l'euro. C'est le scénario qui ressort des projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme.



En ce qui concerne le Luxembourg les conditions économiques se sont améliorées depuis nos projections de fin 2014. L'évolution des indicateurs d'activité suggère une croissance significative au début de l'année 2015 et la juxtaposition des évolutions positives suggère une assise plus large de cette croissance. Tous les secteurs de l'économie, c'est-à-dire à la fois le secteur financier, le secteur non-financier dépendant de la demande internationale et le secteur domestique, seraient en expansion à l'heure actuelle, une situation qui n'a plus été observée depuis plusieurs années.

Ces améliorations résultent en particulier des évolutions observées au niveau européen et international. La mise en œuvre par l'Eurosystème des décisions de politique monétaire s'est traduite par des mouvements favorables et importants sur les marchés financiers. Le Luxembourg en bénéficie largement grâce aux effets sur son secteur financier fortement orienté à l'international et en particulier du fait de la présence importante des fonds d'investissement.

Il convient de remarquer que l'absence de données de comptabilité nationale pour le quatrième trimestre de 2014 et donc l'ensemble de l'année 2014, et a fortiori le premier trimestre de l'année en cours, constitue toutefois un handicap important et introduit une incertitude supplémentaire dans l'exercice de projections de croissance économique. Sous cette réserve importante, les projections de la BCL de juin 2015 tablent sur une progression du PIB réel en 2015 qui se situe désormais entre 3,5% et 4,3%, soit 1,9 p.p. de plus qu'anticipé précédemment. Cette révision à la hausse est le résultat de l'amélioration conjoncturelle observée depuis la fin de l'année 2014. L'évolution anticipée des taux d'intérêt, du taux de change de l'euro par rapport au dollar, des marchés boursiers et du prix du pétrole devrait favoriser la croissance. Des effets positifs sur l'activité devraient également se manifester à des horizons plus lointains, notamment par le biais du raffermissement de la demande domestique privée. Ainsi, pour les années 2016 et 2017, les projections anticipent une croissance proche du niveau de l'année en cours.

L'inflation globale, qui a été négative au tournant de l'année 2014/2015, a rebondi à +0,7% en mai 2015. Elle devrait se maintenir à des niveaux assez bas jusqu'au troisième trimestre 2015 avant de s'accélérer par la suite. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN reculerait pour atteindre 0,5% en 2015 avant de remonter à 1,8% en 2016 et de se rapprocher de 2% à la fin de l'année 2017. Comparées à l'exercice de décembre 2014, les projections d'inflation ont été fortement revues à la baisse pour l'année 2015, mais elles demeurent inchangées les années suivantes.

Ces ajustements sont principalement le résultat du recul important du prix du pétrole exprimé en dollar, d'une plus faible inflation importée de la zone euro ainsi que d'une hausse des prix des services plus contenue. Ces effets à la baisse sont partiellement compensés par l'incidence à la hausse sur les prix à la consommation résultant de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Sans l'augmentation de la taxation indirecte au 1<sup>er</sup> janvier 2015, qui était déjà intégrée dans nos projections antérieures, le recul de l'inflation globale aurait été encore plus important en 2015 et le taux de variation annuel moyen de l'IPCN aurait atteint une valeur négative. Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire se déplacerait du troisième trimestre de l'année 2015 au premier trimestre de l'année 2016, ce qui allongerait le temps écoulé depuis le paiement précédent à quasiment deux ans et demi. Une période aussi longue entre deux tranches indiciaires n'a plus été observée depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999.



En ce qui concerne les finances publiques, le solde des Administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2014 de 0,6% du PIB, en baisse par rapport au solde qui prévalait en 2013, mais plus favorable que celui anticipé à la fin de l'année 2014. Pour 2015, la BCL projette un déficit de l'ordre de 0,2% du PIB. La dégradation du solde des Administrations publiques s'expliquerait par la baisse des recettes provenant du commerce électronique qui n'est que partiellement compensée par les mesures de consolidation budgétaire et les répercussions favorables de l'amélioration de la conjoncture. Par la suite, le solde budgétaire redeviendrait positif pour atteindre 0,8% du PIB en 2017.

Les projections macroéconomiques de la BCL de juin 2015 sont entourées de divers facteurs de risque. Un renversement des dynamiques très favorables actuellement observées dans la zone euro et sur les marchés financiers constitue le principal risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg.



<b>1</b>	<b>LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	10
1.1.3	Le marché des actions	11
1.1.4	Le marché des changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macro-économiques pour la zone euro	15
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	27
1.2.3	Les activités sectorielles	43
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	64
1.2.5	La croissance économique	66
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2015	68
1.2.7	Le commerce extérieur	77
1.2.8	La balance des paiements	79
1.2.9	La position extérieure globale	80
1.2.10	Les finances publiques	82

# 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés depuis septembre 2014. En juin 2015, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 0,05%, le taux de la facilité de dépôt à -0,20% et celui de la facilité de prêt marginal à 0,30%.

Lors de sa réunion du 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre le programme d'achat d'actifs à partir du mois de mars. Initialement, ces achats s'opéraient dans le cadre du programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et du programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3), tous deux ayant été lancés au dernier trimestre 2014. Le programme d'achat de titres du secteur public (PSPP), la nouvelle composante du programme étendu, a débuté le 9 mars dernier. Dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs, les achats mensuels cumulés de titres des secteurs public et privé s'élèvent à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués jusque fin septembre 2016 et seront maintenus jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à mais proches de 2% à moyen terme.

Dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs, les achats de titres du secteur public sont effectués par la BCE à concurrence de 8% du total et par les banques centrales nationales selon la clé de répartition dans le capital de BCE. Ces mesures de politique monétaire visent à ramener le taux d'inflation vers des niveaux proches de 2% en soutenant l'activité économique à court et moyen terme. Elles devraient stimuler la demande intérieure à travers leur incidence sur les taux d'intérêt, sur le taux de change de l'euro et sur les cours des actions ainsi que par le biais d'autres canaux de transmission.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé en janvier de modifier la tarification des six opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) devant encore être effectuées. Le taux d'intérêt applicable sera égal au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème prévalant au moment des opérations.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, les données relatives à avril 2015 laissent discerner une croissance plus prononcée de la monnaie au sens large (M3), le taux de croissance annuel s'étant élevé à 5,3% en avril, par rapport à 4,6% au mois de mars. L'expansion annuelle de M3 a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant progressé à un rythme annuel de 10,5% en avril (10,0% en mars).

Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à -0,1% en avril, après -0,2% en février, affichant un redressement progressif après le point bas de -3,2% atteint en février 2014. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) est ressorti à 1,3% en avril (après 1,1% en mars).

### 1.1.2 Les marchés obligataires

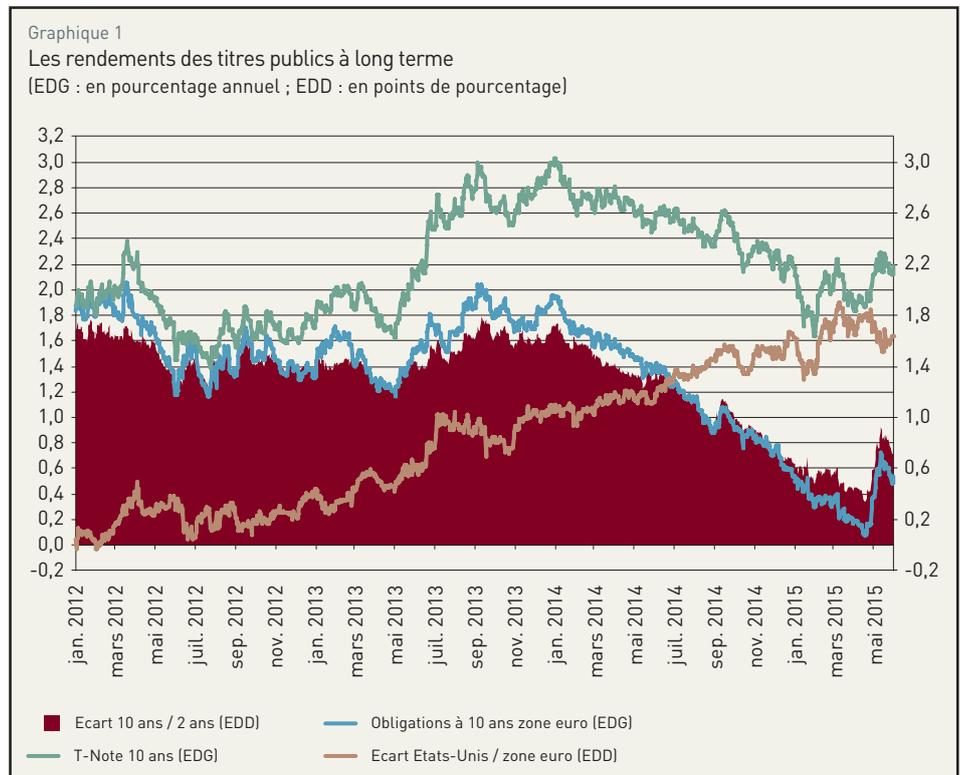
Après avoir poursuivi leur tendance baissière jusqu'à fin avril 2015, les taux obligataires à 10 ans de la zone euro ont ensuite augmenté pour s'établir à 0,5% en début juin. Ce rebond des taux obligataires est principalement lié à une amélioration des perspectives économiques, à une hausse des anticipations d'inflation et à d'autres facteurs techniques. Aux États-Unis, les taux obligataires ont connu une évolution plutôt contrastée depuis le début de l'année et se situent à un niveau de 2,2% au mois de juin 2015.

L'écart entre les rendements des titres publics dans la zone euro et aux Etats-Unis a diminué en mai suite au redressement des taux obligataires dans la zone euro.

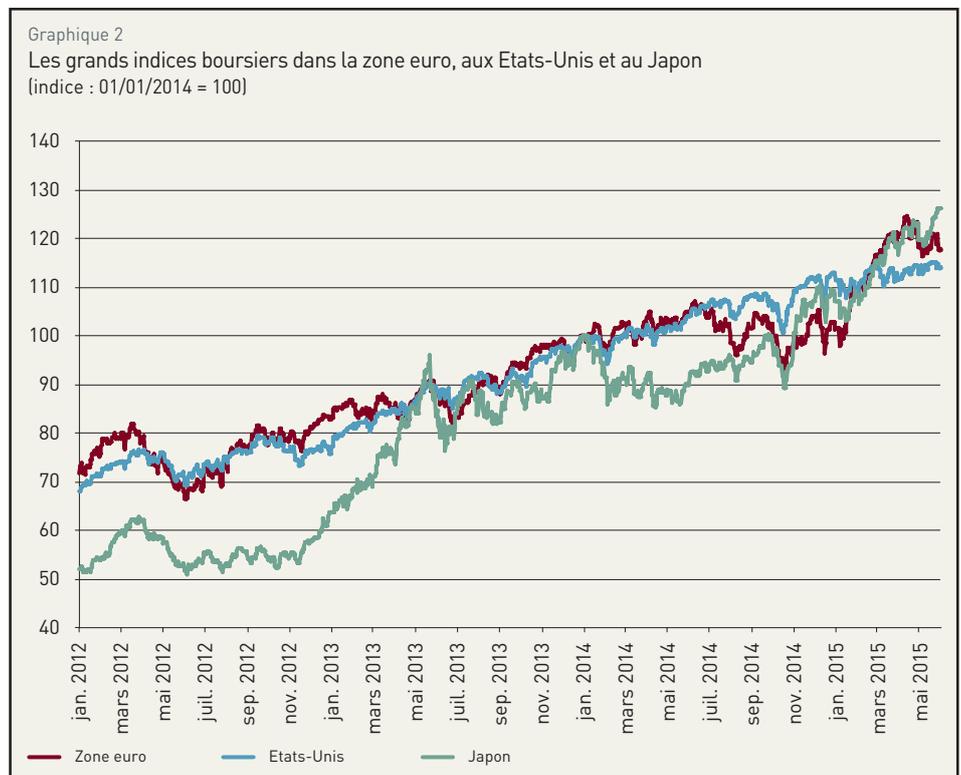
De même, les rendements des emprunts publics à 2 ans dans la zone euro ont poursuivi leur baisse jusqu'à fin avril et se sont ensuite redressés pour s'établir à -0,2% début juin. Cependant, la hausse des taux obligataires à 2 ans ayant été plus faible que celle des taux à 10 ans le différentiel de rendement entre les titres publics à 2 ans et à 10 ans a augmenté. L'évolution du différentiel de rendement entre les titres publics de la zone euro et ceux des Etats-Unis est à situer dans le contexte des différences des cycles de politique monétaire prévalant dans les deux zones monétaires.

### 1.1.3 Le marché des actions

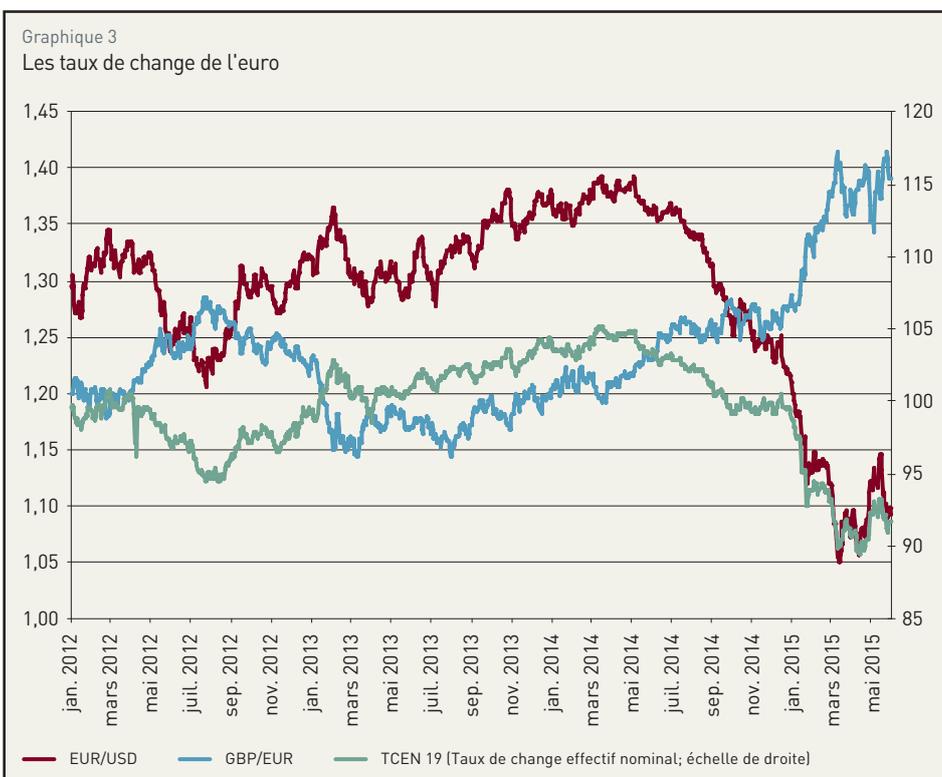
Les indices boursiers dans la zone euro (Euro Stoxx) et au Japon (Nikkei 225) ont continué de progresser depuis le début de l'année. Après un léger redressement fin avril suite à une augmentation de la volatilité sur les marchés boursiers, le Nikkei 225 a continué sa progression tandis que dans la zone euro les indices boursiers se sont globalement stabilisés au niveau atteint début mai. Aux Etats-Unis, la progression des indices boursiers (S&P 500) a été bien plus modérée. Depuis le début de l'année, les indices boursiers ont progressé de 3,5% aux Etats-Unis, de 15,9% dans la zone euro et de 17,9% au Japon.



Sources : BCE, Bloomberg



Source : Bloomberg



Sources : BCE, Bloomberg

### 1.1.4 Le marché des changes

L'annonce de mesures de politique monétaire non conventionnelles supplémentaires de l'Eurosystème à la mi-janvier et le lancement des achats de titres du secteur public intervenu en mars 2015 ont orienté l'euro à la baisse. Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré vis-à-vis d'un panier de devises des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 9,8% entre mi-janvier et fin avril. Sur la même période, l'euro a perdu, en termes bilatéraux, 9,3% envers le dollar américain et 8,7% envers la livre sterling. Suite au rebond des taux obligataires dans la zone euro à la fin avril, l'euro s'est redressé pour s'établir en termes effectifs nominaux à un niveau supérieur de 1,6% par rapport à celui de la fin avril.

Depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié par rapport à l'ensemble des devises principales. Ainsi, l'euro s'est déprécié de 4,6% vis-à-vis du yen japonais, de 9,5% par rapport au renminbi chinois et de 13,5% face au franc suisse. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est déprécié depuis le début de l'année face à la couronne suédoise (de 0,3%), au forint hongrois (de 1,6%) et au zloty polonais (de 3,9%). La couronne danoise, qui participe au Mécanisme de taux de change (MCE II), est restée globalement stable par rapport à l'euro.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a fortement reculé au cours des derniers trimestres. Elle est passée de 2,5% en moyenne en 2012 à seulement 0,4% en 2014. De décembre 2014 à mars 2015, le taux de variation annuel a même été négatif. La tendance baissière de l'inflation a toutefois probablement atteint son niveau le plus bas en janvier 2015 avec un recul des prix de 0,6% sur une base annuelle. Depuis lors, les taux d'inflation sont devenus progressivement moins négatifs pour s'établir à 0,0% en avril. L'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois de mai est une inflation positive de 0,3%.

Tableau 1

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

(taux de variation annuels)

	2013	2014	2014 T3	2014 T4	2015 T1	AVR.-15
IPCH global	1,4	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,0
Produits alimentaires non transformés	3,5	-0,8	-2,0	-0,3	0,1	1,3
Produits alimentaires transformés	2,2	1,2	1,0	0,7	0,5	0,7
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Energie	0,6	-1,9	-1,8	-3,6	-7,7	-5,8
Services	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	0,9	0,9	0,7	0,6	0,7

Source: Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2014 a été général puisqu'il a concerné chacune des cinq principales composantes. Il a toutefois été relativement plus important pour les composantes plus volatiles telles que les produits alimentaires non traités et l'énergie, leurs taux de variation annuel ayant été négatifs pendant plusieurs mois. Les composantes plus « stables », telles que les services et les biens industriels non-énergétiques, se sont caractérisées par des taux d'inflation historiquement bas. En ce qui concerne l'année 2015 par contre, les dynamiques de prix sont nettement moins homogènes. L'inflation des prix des biens alimentaires s'est à nouveau accélérée par rapport à la fin 2014, alors que l'inflation des prix de l'énergie est devenue encore plus négative. Entre ces deux extrêmes, les autres composantes se sont caractérisées par des taux d'inflation globalement stables. Le fait que le taux d'inflation global ait été négatif au cours de certains mois est d'ailleurs exclusivement imputable aux prix énergétiques, l'inflation excluant l'énergie ayant toujours été positive.

Les origines de cette baisse de l'inflation sont multiples. Ainsi, la progression des prix des produits alimentaires s'est infléchi depuis mi-2013 sur fond de conditions climatiques favorables. Des récoltes plus abondantes ont notamment 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. Le prix du pétrole exprimé en euros a pour sa part reculé d'approximativement 30% sur un an et d'environ 40% par rapport au sommet observé en mars 2012. En conséquence directe de cette détente, les prix des produits énergétiques ont été en recul. De manière indirecte, cette baisse du prix du pétrole a entraîné une diminution du coût de production d'autres biens et services, ce qui s'est répercuté sur les prix à la consommation. Si l'environnement macroéconomique s'améliore graduellement, les conditions cycliques dans la zone euro demeurent cependant faibles et les prix ne subissent donc pas de pression à la hausse via la demande.

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

Selon la première estimation d'Eurostat pour le premier trimestre de 2015, le PIB de la zone euro a progressé de 0,4% au premier trimestre 2015 par rapport au trimestre précédent. Pour le troisième trimestre consécutif, la croissance du PIB de la zone euro a enregistré une hausse de 0,1 point de pourcentage (pp). Les pays voisins du Luxembourg ont connu des performances mitigées en matière de croissance. La croissance s'est ainsi établie à 0,3% en Belgique et en Allemagne tandis qu'en France elle a atteint 0,6%. Les taux de croissance les plus élevés de la zone euro ont été observés à Chypre (+1,6%) et en Espagne (+0,9%). A l'inverse, les taux de croissance les plus faibles ont été observés en Lituanie (-0,6%) et en Grèce (-0,2%). La Grèce, qui a vu ainsi son PIB baisser au cours des deux derniers trimestres, a donc fait face à une récession technique à l'instar de la Finlande. Enfin, notons que la croissance du PIB en Autriche s'est établie à 0,1% seulement, après trois trimestres de stagnation.



Les statistiques de l'emploi se sont améliorées mais demeurent peu satisfaisantes. Elles font état d'une faible croissance de l'emploi au quatrième trimestre 2014 (+0,1%, après +0,3% et +0,2% aux deuxième et troisième trimestres 2014). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été essentiellement liée aux services. Le recul de l'emploi a été en revanche particulièrement marqué dans l'agriculture et la construction. Le taux de chômage dans la zone euro a pour sa part baissé à 11,1% de la population active en avril 2015, alors qu'il s'établissait à 11,3% en janvier 2015 (et à 11,2% en février et mars 2015). Sur la même période, il est resté stable en Belgique et en France à respectivement 8,5% et 10,5% de la population active. En Allemagne, il a reculé de 0,1pp à 4,7%. Des évolutions plus notables ont été observées dans plusieurs pays : entre janvier et avril 2015, le taux de chômage a ainsi baissé au Portugal (-0,7pp à 13%), en Espagne (-0,6pp à 22,7%), à Chypre (-0,4pp à 15,6%) en Irlande (-0,3pp à 9,7%) et aux Pays-Bas (-0,2pp à 7%). Le taux de chômage a en revanche progressé dans plusieurs pays dont l'Italie (+0,1pp à 12,4%), l'Autriche (+0,2pp à 5,7%) et la Finlande (+0,4pp à 9,4%),

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

Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en mars 2015, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 237 milliards d'euros (2,4% du PIB), comparé à un excédent de 187 milliards (2% du PIB) sur la période correspondante de 2014. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens. En effet, l'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître, totalisant 267 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2015 comparé à un surplus de 214 milliards sur la période correspondante de 2014. Cette amélioration s'explique par une hausse de 3% des exportations de biens, alors que les importations ont stagné sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières.

L'évolution positive du solde de biens a été renforcée par une hausse de 10% dans le surplus cumulé du revenu primaire qui a atteint 51 milliards. Avec un taux de croissance des importations (+9%) supérieur à celui des exportations (+6%), la balance des services s'est en revanche détériorée, son surplus cumulé ayant atteint 62 milliards d'euros, comparé à un surplus de 71 milliards sur la période correspondante de 2014. Le déficit structurel du revenu secondaire, ayant atteint 143 milliards d'euros, est pour sa part resté stable.

Par ailleurs, les comptes courants de différents pays membres de la zone ont montré des soldes largement divergents. En 2014<sup>1</sup>, certains pays ont ainsi affiché d'importants excédents : les Pays-Bas avec 10% du PIB, l'Allemagne avec 7,6%, l'Irlande avec 6%, la Slovénie avec 5,8%, le Luxembourg avec 5,4% etc. D'autres pays ont en revanche enregistré de larges déficits courants : Chypre avec 5%, la Lettonie avec 3%, la Finlande avec 1,8% etc.

Dans le compte des transactions financières, en raison de la faiblesse des taux de rendement dans la zone euro, les investisseurs non-résidents ont délaissé les placements dans les titres de dette au profit des titres de participation. Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en mars 2015, les non-résidents ont ainsi investi 304 milliards d'euros dans les titres émis par la zone euro, dont 297 milliards en actions. Sur la même période, les résidents de la zone euro ont investi 439 milliards d'euros dans les titres étrangers, dont 79 milliards en actions, 316 milliards en obligations et 44 milliards en titres de dette à court terme. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 135 milliards d'euros.

<sup>1</sup> Le compte courant d'un membre inclut à la fois les échanges extra-zone euro et les échanges avec les autres pays membres de la zone euro. A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données du premier trimestre 2015 n'étaient pas encore disponibles pour la plupart de pays.

Dans les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs se sont soldés par des entrées nettes de 107 milliards d'euros. En revanche, dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la baisse des engagements de l'Eurosystème et des administrations publiques, couplée à une hausse des avoirs des autres institutions financières monétaires, a occasionné des sorties nettes de 33 milliards d'euros.

### 1.1.8 Les projections macro-économiques pour la zone euro

À l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du début du mois de juin, la BCE a publié les projections macro-économiques des services de l'Eurosystème pour la zone euro. Cet exercice a été élaboré dans le contexte d'une reprise économique. Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,4 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2015 après une augmentation de 0,3 % au dernier trimestre 2014. La demande intérieure et la consommation privée en particulier ont été les principaux moteurs de la reprise au cours de ces trimestres. Les données d'enquêtes les plus récentes couvrant la période jusqu'en mai demeurent compatibles avec une poursuite de la croissance modérée au deuxième trimestre.

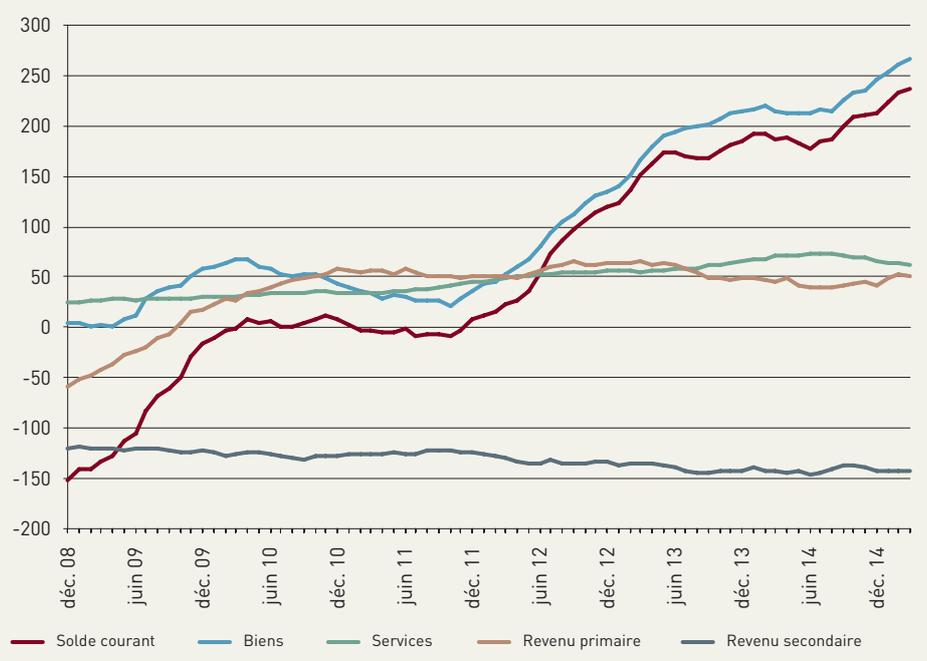
Les services de l'Eurosystème projettent ainsi une hausse du PIB annuel en volume de 1,5% en 2015, de 1,9% en 2016 et de 2,0% en 2017. Par rapport aux projections macro-économiques des services de la BCE de mars 2015, les projections de croissance du PIB en volume demeurent quasiment inchangées sur l'horizon de projection.

La demande intérieure serait soutenue par un certain nombre de facteurs externes et internes tels que la politique monétaire très accommodante dans la zone euro qui contribuerait à améliorer davantage les conditions de financement, en particulier celles des entreprises, ainsi que les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles. De plus, le bas niveau des cours du pétrole soutiendrait le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises et, ainsi, la consommation privée et l'investissement. Enfin, les exportations bénéficieraient de la reprise économique au niveau mondial et ce en particulier dans les économies avancées, effet renforcé par l'impact de la dépréciation de l'euro. Toutefois, la croissance économique dans la zone euro serait encore freinée par le nécessaire ajustement des bilans dans différents secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.

Dans ce contexte d'accélération de la croissance, les perspectives sur le marché de l'emploi s'amélioreraient également. L'emploi progresserait de 0,9% en 2015 à 1,0% d'ici la fin de l'année 2017 et le taux chômage reculerait de 11,1% en 2015 à 10,0% en 2017. Par rapport aux projections macro-économiques

Graphique 4

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



Source : BCE

des services de la BCE de mars 2015, les projections d'emploi et du chômage sont quasiment inchangées sur l'horizon de projection.

Tableau 2

**Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro**

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

	PROJECTIONS DE JUIN 2015				RÉVISIONS DEPUIS MARS 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB réel	0,9	1,5	1,9	2,0	0,0	0,0	-0,1
		[1,1 - 1,9]	[0,5 - 3,3]	[0,3 - 3,7]			
Emploi	0,6	0,9	0,9	1,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	11,6	11,1	10,6	10,0	0,0	0,1	0,0
Coût salarial moyen	1,5	1,4	1,7	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Inflation IPCH	0,4	0,3	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2 - 0,4]	[0,9 - 2,1]	[1,0 - 2,6]			
Inflation IPCH hors énergie	0,7	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Solde budgétaire des administrations publiques (% du PIB)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	0,2	0,1	0,1
Dettes brutes des administrations publiques (% du PIB)	92,0	91,5	90,2	88,4	0,1	0,4	0,6

Source: BCE

L'Eurosystème anticipe une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Par rapport aux projections de mars 2015, les projections d'inflation ont été revues à la hausse (+0,3 p.p.) pour 2015 et sont quasiment inchangées pour 2016 et 2017. La faiblesse du taux d'inflation pour 2015 s'explique par une contribution négative de la composante énergie qui devrait s'atténuer vers la fin de l'année 2015. Ensuite, le taux d'inflation s'accroîtrait en 2016 et 2017, soutenu par la reprise économique attendue, la dépréciation de l'euro et par la hausse des prix de l'énergie sur base de l'hypothèse d'une remontée des prix du pétrole dans les années à venir.

Le ratio de déficit des administrations publiques diminuerait progressivement de 2,1% en 2015 à 1,5% en 2017, sous l'influence de la reprise conjoncturelle de l'économie de la zone euro et du faible niveau des taux d'intérêt. Après avoir atteint un pic en 2014 à 92,0%, le ratio de la dette publique commencerait à baisser à partir de 2015 pour atteindre 88,4% en 2017, en raison des améliorations récentes du solde budgétaire, du renforcement de la croissance économique et du faible niveau des taux d'intérêt. Par rapport aux projections de mars 2015, les perspectives de déficit se sont légèrement améliorées, principalement à cause d'une nouvelle baisse des coûts d'emprunt souverains. Toutefois, les perspectives de dette se sont quelque peu détériorées, en raison principalement de l'effet dénominateur du PIB nominal.

Il convient de souligner que les projections reposent sur un certain nombre d'hypothèses techniques et que l'incertitude entourant ces projections s'accroît avec l'allongement de l'horizon de projection. Selon le Conseil des gouverneurs, afin de bénéficier pleinement des mesures de politique monétaire et de soutenir la croissance économique, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution décisive. Compte tenu de la persistance d'un chômage structurel élevé et de la faible croissance potentielle dans la zone euro, il convient de renforcer la reprise conjoncturelle en cours par des politiques structurelles efficaces. En particulier, pour accroître l'investissement, stimuler la création d'emplois et augmenter la productivité, plusieurs pays devront accélérer la mise en œuvre des réformes sur les marchés de produits et du travail ainsi que les mesures en vue d'améliorer l'environnement des affaires dans lequel opèrent les entreprises. Une mise en œuvre rapide et efficace de ces réformes, dans un environnement de politique monétaire accommodante, se traduira non seulement par une croissance économique à la fois soutenable et plus forte dans la zone euro mais raffermira également les anticipations de revenus plus élevés. Elle incitera par conséquent les ménages

à accroître leur consommation et les entreprises à investir davantage dès aujourd’hui, renforçant ainsi la reprise conjoncturelle actuelle.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

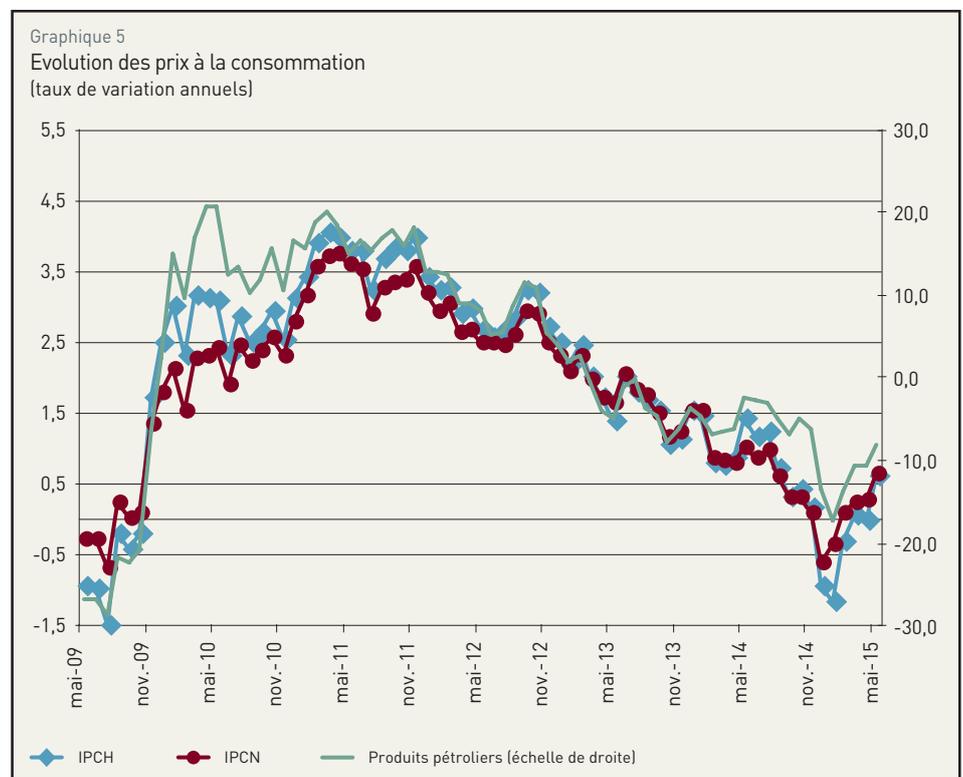
### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 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’indice des prix à la consommation national (IPC�) s’est ainsi replié de 2,7% en 2012 à seulement 0,6% en 2014. Au tournant de l’année 2014/2015, le taux d’inflation a même été négatif. Cette tendance baissière de l’inflation a toutefois atteint son niveau le plus bas en décembre 2014 avec un recul des prix de 0,4% sur une base annuelle. Depuis, le taux d’inflation est d’abord devenu moins négatif, puis à nouveau positif à partir de février, pour s’établir à +0,7% en mai. L’inflation observée sur la base de l’indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a connu une dynamique similaire en passant de 2,9% en 2012 à 0,7% en 2014. Il s’agit des taux d’inflation moyens les plus bas depuis plus d’une décennie, à l’exception de l’année 2009, année durant laquelle la baisse de l’inflation était très largement déterminée par la chute marquée du prix du pétrole.

Ce recul de l’inflation est considérable et est imputable à plusieurs facteurs. La chute des prix des produits pétroliers en est la principale cause. Ces prix ont reculé de 20% depuis leur sommet observé en septembre 2012. Néanmoins, l’inflation hors produits pétroliers s’est également repliée de manière conséquente, pour se situer à 0,5% en décembre, soit son niveau le plus bas observé depuis 1996.

Le revirement de la tendance au début de l’année 2015 est principalement imputable à l’augmentation de la taxation indirecte. Sans cette mesure, dont l’impact effectif sur les prix à la consommation devrait progressivement s’approcher des 1,4% (voir encadré), la variation de l’inflation globale aurait été bien plus négative au début de l’année 2015. Le fait que le taux d’inflation global soit actuellement faible pourrait aussi donner l’impression que l’ajustement de la taxation indirecte n’ait pas du tout eu d’effet sur les prix. Il convient toutefois de noter que cet impact à la hausse est dans une large mesure compensé par d’autres facteurs, dont en particulier une contribution négative des produits pétroliers à l’inflation globale. Le prix du pétrole exprimé en euros demeure à un niveau nettement plus bas qu’il y a un an et le taux de variation



Source : STATEC

annuel des prix des produits énergétiques est clairement négatif (voir graphique). L'impact de la taxation indirecte sur les prix à la consommation est par contre davantage perceptible sur la base du taux d'inflation à l'exclusion des prix des produits pétroliers. Celui-ci s'est accéléré de 0,5% en décembre 2015 à 1,4% en mai 2015, ce qui le situe à un niveau nettement supérieur à celui de la zone euro.

Encadré 1 :

## IMPACT DE L'AUGMENTATION DE LA TAXATION INDIRECTE SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION

Au 1<sup>er</sup> janvier 2015, plusieurs mesures de taxation indirecte ont été introduites avec un effet direct sur les prix à la consommation. Il s'agit notamment i) de l'augmentation de 2 points des taux de TVA de 6%, 12% et 15% à respectivement 8%, 14% et 17%, ii) de l'augmentation de 3% à 17% du taux de TVA sur les boissons alcoolisées dans les bars et restaurants, ainsi que iii) de l'augmentation de la contribution au mécanisme de compensation dans le cadre de l'organisation du marché de l'électricité<sup>2</sup>.

Dans le cas d'une transmission intégrale de ces mesures aux prix à la consommation, l'impact mécanique cumulé de ces trois mesures serait une hausse d'approximativement 1,4% des prix à la consommation. L'impact effectif de ces mesures sur les prix à la consommation n'est pas directement observable. Il peut uniquement être estimé. Le résultat de cette estimation sera conditionné par l'approche et les hypothèses adoptées en cette matière. Compte tenu des données disponibles, nous nous limitons ici à interpréter la dynamique des prix depuis décembre 2014, le mois qui précède l'application effective des mesures<sup>3</sup>.

L'impact effectif a sans doute été instantané et entier pour les prix des produits pétroliers et les prix de l'électricité. Ces prix sont en effet fixés selon des formules préétablies. Il s'agit aussi de produits dont la demande à court terme n'est probablement guère sensible à une variation des prix. Concernant l'électricité, les tarifs ont progressé de 1,7% en janvier 2015 mais sans les mesures de taxation indirecte ils auraient reculé entre 10 et 17%<sup>4</sup>. L'impact des changements de la taxation indirecte sur ces tarifs n'est donc guère observable puisqu'il a été largement compensé par d'autres facteurs. Compte tenu du poids de cette composante dans le panier moyen du consommateur, cet impact est plus de deux fois plus élevé que l'impact résultant de l'ajustement des taux de TVA sur les boissons alcoolisées dans les bars et restaurants.

L'impact effectif de l'augmentation de la taxation indirecte sur les prix des services a vraisemblablement été proche de son impact mécanique. De décembre 2014 à mai 2015, ces prix ont progressé de 1,4%, donc bien au-delà de l'effet théorique de 0,7%, alors que les principaux coûts, notamment le salaire minimum, n'ont quasiment pas été ajustés. Les prestataires de services semblent donc avoir répercuté la hausse de la taxation indirecte sur leurs tarifs, et ceci assez rapidement et quasi intégralement. Ce résultat n'est pas surprenant puisque les services ne sont guère exposés à la concurrence internationale et le risque de perdre des clients au profit de concurrents pourrait donc également être moins important.

En ce qui concerne les autres biens, l'estimation de l'impact effectif de la hausse des taux de TVA sur leurs prix est entourée de nettement plus d'incertitude. Sur la seule base des prix finaux, il n'est pas possible de déterminer le degré de transmission de la mesure de la TVA. De telles estimations nécessitent le recours à des hypothèses supplémentaires afin de neutraliser l'impact sur les prix émanant d'autres facteurs. Il s'agit notamment des salaires en ce qui concerne les déterminants domestiques, et les coûts de production, y compris l'effet du taux de change, en ce qui concerne les produits importés. On note que les prix des biens industriels non-énergétiques, donc des biens de consommation qui sont largement

2 Les taux des contributions ont été augmentés de plus de 30%. Voir Institut Luxembourgeois de Régulation, Règlement E14/54/ILR du 22 décembre 2014 fixant les taux de contribution au mécanisme de compensation pour l'année 2015.

3 S'il y a eu des adaptations de prix par anticipation, alors elles ne sont pas intégrées dans cette analyse. Il existe des approches alternatives pour estimer l'impact effectif des mesures de taxation indirecte. Elles sont néanmoins plus laborieuses et nécessitent soit un cours à des données supplémentaires, soit à des calculs plus élaborés.

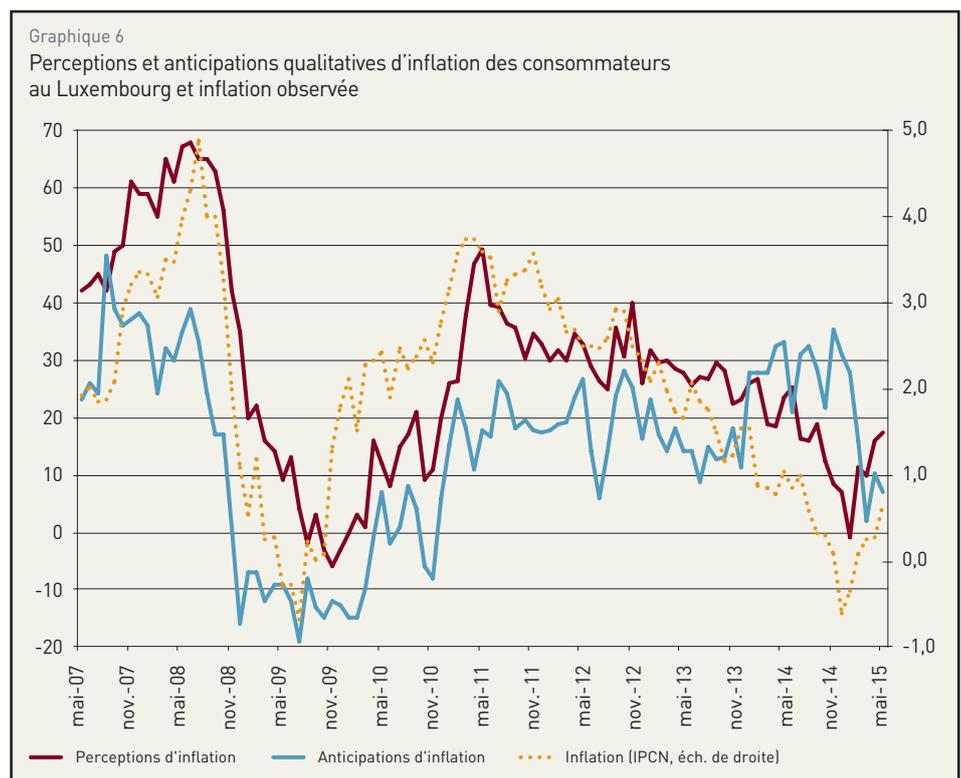
4 Voir Institut Luxembourgeois de Régulation, communiqué de presse du 9 janvier 2015 « Baisse des prix de l'électricité, peu d'impact sur la facture ».

importés, ont progressé de 1,4% entre décembre 2014 et mai 2015<sup>5</sup>, donc à un rythme très proche de l'impact mécanique de 1,5%. A l'instar des services, les salaires, qui sont un facteur de coût très important dans le secteur de la distribution, n'ont probablement pas été l'élément déterminant pour la dynamique de ces prix au début de l'année 2015. Par contre, plusieurs scénarios sont possibles en fonction des hypothèses adoptées pour l'évolution des coûts de production. Il se peut que les coûts de production de ces biens aient baissé, entre autres parce que le prix du pétrole a fortement reculé au cours des derniers mois, et que ce recul des prix de production n'ait pas affecté les prix à la consommation mais ait été compensé par l'effet TVA sans qu'il y ait eu une adaptation de la marge de profit. Il se peut néanmoins aussi que les prix de production n'aient pas changé ou aient même augmenté, en raison de la dépréciation récente de l'euro par rapport au dollar par exemple, et que cet effet sur les prix finaux, conjointement avec l'effet TVA, ait été temporisé par les commerçants à travers une compression de leur marge de profit. A ce stade, on est tenté de conclure qu'en mai 2015 le degré de transmission de la hausse de la TVA sur les prix des biens industriels non-énergétiques n'est que marginalement inférieur à 100%. Dans cette optique et considérant qu'une transmission intégrale serait logique dans la mesure où l'ajustement de la taxation indirecte est permanent, des impacts additionnels sur les prix devraient se concrétiser au cours des prochains mois.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>6</sup>, les perceptions d'inflation se sont redressées depuis janvier 2015, un mouvement en ligne avec le rebond de l'inflation globale observée sur cette période (voir graphique). Les anticipations d'inflation se sont par contre fortement repliées depuis janvier et elles demeurent à leur plus bas niveau depuis 2010. Ce mouvement semble logique dans la mesure où l'incertitude concernant l'impact de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation s'est dissipée avec la mise en œuvre effective de la mesure au 1<sup>er</sup> janvier et que, malgré cette mesure, le taux d'inflation global demeure à des niveaux très bas.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Sur l'ensemble de l'année 2014, les prix à la production de l'ensemble des produits industriels ont connu un recul de 3,0%. Cette baisse est imputable à la diminution des prix des biens intermédiaires et des biens énergétiques. Les prix des



Sources : BCL et STATEC

<sup>5</sup> Dans cette approche, on ne tient pas compte des effets saisonniers qui pourraient également impacter la politique des prix des commerçants. La plupart des prix sont notamment adaptés au début de l'année.

<sup>6</sup> 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.

biens d'équipement ont été quasiment stables alors que les prix des biens de consommation ont légèrement progressé. Le premier trimestre 2014 a dénoté une baisse marquée des prix à la production dans l'ensemble de l'industrie. Tous les secteurs ont été affectés par ce recul des prix à l'exception des biens de consommation, le secteur le plus touché étant celui des biens énergétiques. Cette tendance s'est confirmée lors du deuxième trimestre bien que la baisse observée ait été moins importante et imputable au secteur des biens intermédiaires. Le troisième trimestre de 2014 a été caractérisé par une certaine stabilisation avant une progression plus forte au quatrième trimestre. Au final, la chute des prix à la production observée sur l'ensemble de l'année 2014 et en variation annuelle a été encore plus marquée qu'en 2013, où elle a été de 2,6%.

Au premier trimestre 2015, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont amorcé un nouveau recul. Tous les secteurs sont concernés par cette baisse à l'exception des prix des biens de consommation.

Tableau 3

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

	2014	2014-T1	2014-T2	2014-T3	2014-T4	2015-T1
Ensemble des produits industriels	-3,0	-1,5	-0,9	0,2	0,7	-0,7
Biens intermédiaires	-3,0	-0,5	-1,6	0,3	1,4	-0,6
Biens d'équipement	0,1	-0,2	-0,9	-0,3	0,5	-2,0
Biens de consommation	0,5	0,6	-0,3	0,3	-1,7	1,8
Biens énergétiques	-8,1	-7,9	0,6	0,1	0,4	-2,3

Sources : STATEC, calculs: BCL

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 2,2% au troisième trimestre 2014, une progression stable par rapport au deuxième trimestre mais en forte décélération par rapport aux trimestres précédents. Une analyse détaillée révèle que cette progression est entièrement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix (2,5 p.p.). En revanche, l'apport des « autres composantes » qui incorporent les éléments « réels » s'est inscrit en retrait pour le deuxième trimestre consécutif (à concurrence de -0,3 p.p.).

Notons que l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale a témoigné d'une progression relativement plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'un peu plus de 3,0% au cours du trimestre sous revue. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique<sup>7</sup>.

L'analyse sectorielle a révélé que la progression du coût salarial moyen a été particulièrement dynamique dans les branches « information et communication » et « arts, spectacles et activités récréatives, autres activités de services » (avec une croissance annuelle de 3,2%); suivent le secteur public au sens large (2,8%), l'industrie (2,7%) et les activités immobilières (2,6%). Au contraire, la rémunération par tête a connu une dynamique particulièrement faible dans le secteur financier (0,5% au troisième trimestre

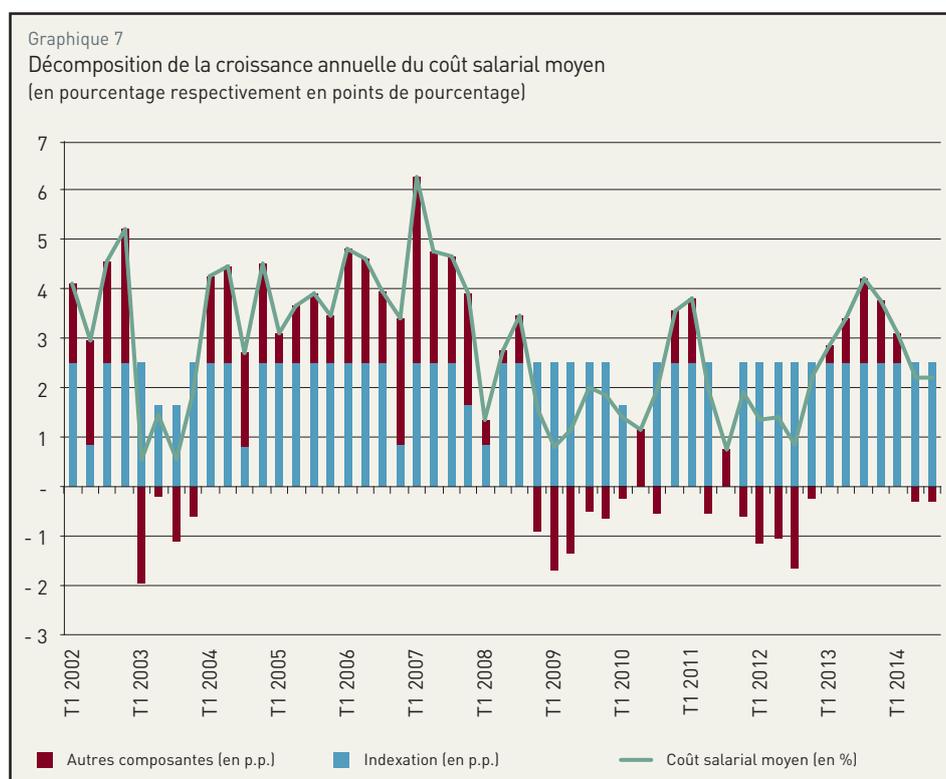
7 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait (en partie du moins) s'expliquer par les indemnités de licenciement qui sont comptabilisées dans les frais de personnel des établissements de crédit mais ne sont pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.

après -1,1% le trimestre précédent). Cette modération salariale s'explique en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013 sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux<sup>8</sup>. En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 1,4% au cours du trimestre sous revue. 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.

Tableau 4

**Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique**

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



Sources: STATEC, calculs BCL

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2014	T3 2013	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2014
Industrie, y compris énergie	0,7	1,3	1,0	0,8	-0,2	3,2	3,1	3,5	3,8	2,7
Construction	-3,1	3,0	4,8	5,3	12,4	1,8				
Construction	1,2	1,2	3,4	-4,0	1,6	4,9	5,4	12,4	1,8	1,9
Commerce; réparation d'automobiles et de motos; transports et entreposage; hébergement et restauration	1,9	1,1	0,6	-0,2	0,6	6,1	6,8	3,7	3,6	2,1
Information et communication	1,2	1,2	1,1	-0,6	1,1	1,7	2,9	3,2	2,8	3,2
Activités financières et d'assurance	0,9	2,7	-3,5	-0,9	2,3	6,6	5,1	0,5	-1,1	0,5
Activités immobilières	0,8	3,1	-1,0	-2,0	2,7	9,1	6,0	5,7	0,8	2,6
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	2,9	0,4	0,8	-0,1	1,2	4,8	1,6	2,4	3,9	2,5
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	1,1	-0,3	0,6	0,8	1,6	0,9	1,3	2,4	2,2	2,8
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	1,7	-0,3	0,5	0,4	2,5	4,2	4,2	2,9	2,3	3,2
<b>Coût salarial moyen - économie totale</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>

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

Sources: Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une modération salariale. La dynamique des salaires est de surcroît exclusivement imputable à l'apport de l'indexation,

<sup>8</sup> Selon les comptes de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse au cours des premier, deuxième et quatrième trimestres 2014 (de respectivement -0,4%, -0,1% et -16,0%).

sans lequel le coût salarial moyen aurait diminué au troisième trimestre 2014. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

Encadré 2 :

## LES STRATÉGIES D'AJUSTEMENT DES ENTREPRISES LUXEMBOURGEOISES DURANT LA CRISE : RÉSULTATS D'UNE ENQUÊTE

### 1. INTRODUCTION

Cet encadré documente les mécanismes d'ajustement auxquels les entreprises luxembourgeoises ont eu recours en réaction à la récente crise économique et financière. L'analyse se base sur les résultats d'une enquête, réalisée par la BCL en fin d'année 2014 et qui s'inscrit dans le cadre d'un réseau de recherche du *Système Européen de Banques Centrales (SEBC)*. Une enquête similaire avait déjà été réalisée en 2008 puis mise à jour en 2009 afin d'obtenir des informations sur la réaction des entreprises à la crise naissante<sup>9</sup>. Cet encadré présente la plus récente enquête et documente les ajustements opérés par les entreprises au niveau de l'emploi et des salaires. D'autres résultats (portant par exemple sur la formation des salaires et des prix, sur le recours aux politiques publiques de l'emploi ou sur des comparaisons internationales) paraîtront dans les prochains bulletins BCL. Des analyses plus détaillées seront par ailleurs publiées sous forme de cahiers d'études.

### 2. LE QUESTIONNAIRE, L'ÉCHANTILLONNAGE ET LA COLLECTE DES DONNÉES

L'enquête de la *BCL* s'inscrit dans la lignée d'enquêtes similaires menées par d'autres banques centrales nationales dans le cadre du SEBC. La *BCL* a chargé le *Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER)*, anciennement CEPS/INSTEAD, de réaliser l'enquête par le biais d'un questionnaire en ligne. La *période de collecte des données* s'est étendue d'octobre 2014 à février 2015.

L'*échantillon* inclut 674 entreprises (ce qui représente un taux de réponse d'environ 13,5%). Il est ventilé par branche d'activité (industrie manufacturière, construction, commerce, services aux entreprises et activités financières) et par classe de taille de l'effectif occupé (1-4, 5-19, 20-49, 50-200 et 200 salariés et plus). Pour pouvoir analyser les évolutions de comportement dans le temps, les entreprises qui avaient participé à l'enquête de 2008 ont été prises en compte dans l'échantillon. Les entreprises restantes ont été sélectionnées au moyen d'une technique d'échantillonnage aléatoire stratifié, assurant la représentativité de l'échantillon dans l'ensemble des 25 strates (définies par secteur et par classe de taille).

Le *questionnaire*, qui était articulé autour de plusieurs sections, a permis de récolter des informations sur *i)* l'entreprise (structure, propriété, âge), *ii)* les principaux changements dans l'environnement économique, *iii)* l'ajustement de la main-d'œuvre et, finalement, la manière et la fréquence auxquelles sont adaptés *iv)* les salaires et *v)* les prix.

L'enquête a été conçue de manière à limiter la charge administrative des répondants (en récoltant par exemple principalement des informations de nature qualitative via la sélection de réponses prédéfinies). Par souci d'harmonisation avec d'autres enquêtes *SEBC*, la principale *période de référence* couvre les années 2010 à 2013. Cependant, étant donné qu'au Luxembourg, la phase la plus aigüe de la crise a eu lieu au tournant des années 2008-2009, les informations récoltées ont (dans la mesure du possible) été étendues à cette période. Dans certains cas, les entreprises ont, accessoirement, été priées de fournir des renseignements sur leur situation et comportement avant 2008. Enfin, toutes les données présentées dans cet encadré ont été pondérées afin d'assurer une représentation fiable de la population sous-jacente des entreprises ou de l'emploi qu'elles représentent.

<sup>9</sup> Les résultats de l'enquête menée en 2009 ont été publiés dans le bulletin BCL 2009/3: Die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzmarktkrise auf luxemburgische Unternehmen : Ergebnisse einer Erhebung, pp. 137-38 et dans le cahier d'études Lünemann, P. et Mathä, T. (2011) : How do firms adjust in a crisis ? Evidence from a survey among Luxembourg firms, BCL WP 70.

### 3. LA RÉACTION DES ENTREPRISES LUXEMBOURGEOISE FACE À LA CRISE

#### 3.1 Contexte macroéconomique

Durant la phase initiale de la récente crise économique et financière, l'économie luxembourgeoise a été plongée dans la récession du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009. Entre son point haut et son point bas, le *PIB en volume* s'est contracté de 8,9%. Ce recul, plus sévère que celui observé initialement au niveau de la zone euro (-5,8%), s'explique par l'exposition de l'économie luxembourgeoise aux services financiers et l'effondrement du commerce international. Cependant, eu égard à la sévérité de la récession, l'ajustement du *facteur travail* au recul de l'activité a été moins important qu'escompté (-0,4% entre 2008T4 et 2009T2). Le marché du travail n'a pas été épargné pour autant par la crise. En témoigne la progression du taux de chômage au sens strict qui a atteint un pic historique de 7,2% mi-2014 et l'allongement progressif de la durée du chômage.

#### 3.2 Impact de la crise sur l'activité des entreprises

Un ralentissement généralisé de l'économie peut se manifester sous différentes formes dans l'activité des entreprises : une baisse de la demande, un accroissement de l'incertitude ou de la volatilité de la demande, un rationnement du crédit, des difficultés accrues des clients à respecter leurs engagements contractuels ou encore l'interruption des chaînes d'approvisionnement.

Au Luxembourg, les trois quarts des entreprises interrogées ont déclaré avoir subi un choc négatif entre l'année 2008 et l'année 2013 et, dans l'ensemble, cette dernière se distingue comme l'année où le choc a été le plus sévère. Il convient cependant de souligner que ce constat au niveau agrégé masque le fait que les entreprises ont été touchées par différents types de chocs, dans différents secteurs et à des moments différents.

##### *La demande au cœur des difficultés des entreprises*

Durant la phase initiale de la crise, en 2008-2009, les entreprises luxembourgeoises ont principalement pâti des effets défavorables du *choc de demande négatif* (tableau 1). Un quart des entreprises interrogées a même rapporté un effet positif de l'évolution de la demande sur son activité au cours de cette phase. Ce choc de demande négatif a été le plus prononcé en 2008 dans les services financiers et en 2009 dans l'industrie et les services aux entreprises<sup>10</sup>. Les entreprises de construction et du commerce ont au contraire indiqué avoir subi le choc de demande le plus sévère en 2013.

Sur la période allant de 2010 à 2013, c'est la *capacité des clients à respecter leurs engagements* qui a le plus marqué l'activité des sociétés, suivie des effets liés à la détérioration de la demande. Seules quelques entreprises ont rapporté un effet favorable de la capacité à payer de leurs clients sur leur activité. L'ensemble des branches, à l'exception du secteur financier, ont indiqué 2013 comme l'année où la capacité de remboursement de leurs clients (et accessoirement l'accès au financement) a le plus pénalisé leur activité.

Dans l'ensemble, l'enquête révèle que les effets du ralentissement conjoncturel énumérés précédemment ont essentiellement impacté les entreprises luxembourgeoises (que ce soit de manière positive ou négative) au cours de la période 2010-2013.

<sup>10</sup> Alors que dans l'industrie, la sévérité du choc s'explique par l'effondrement du commerce international en 2009, dans les services aux entreprises, secteur largement dépendant du secteur financier, ce résultat traduit sans doute, en partie, la chute de l'activité financière.

Tableau 1 :

**Comment les entreprises ont-elles été affectées ?**

FACTEURS	PÉRIODE	EFFET			PERSISTENCE DES CHOCS		
		NÉGATIF	AUCUN	POSITIF	TRANSITOIRES	PARTIELLEMENT PERSISTANTS	DURABLES
Niveau de la demande pour vos produits / services	2008-2009	36	38	26	24	39	37
	2010-2013	41	24	35	7	26	67
Volatilité / incertitude de la demande pour vos produits / services	2008-2009	29	57	14	19	45	36
	2010-2013	32	47	21	1	23	76
Accès au financement externe par les canaux financiers habituels	2008-2009	18	79	3	19	31	50
	2010-2013	26	69	5	3	40	57
Capacité des clients à payer et à respecter les conditions contractuelles	2008-2009	27	68	5	16	41	53
	2010-2013	44	49	8	9	40	51
Disponibilité de l'approvisionnement de vos fournisseurs habituels	2008-2009	10	86	4	13	2	85
	2010-2013	12	84	4	3	10	87

*Remarque : résultats pondérés représentatifs de la population des entreprises.*

*Question 2.1 Dans quelle mesure les facteurs suivants ont-ils eu une incidence sur l'activité de votre entreprise durant les périodes 2008-2009 et 2010-2013 ?*

*Question 2.2 Concernant les facteurs ayant fortement affecté votre entreprise, leurs effets ont-ils été transitoires, partiellement persistants ou durables durant les périodes 2008-2009 et 2010-2013 ?*

### Des effets potentiellement durables de la crise

Aussi, lorsqu'on compare les deux périodes clés sous étude, on constate une dégradation des perceptions des entreprises en matière de persistance des chocs subis. En effet, alors qu'une part non négligeable des entreprises considère les chocs subis entre 2008 et 2009 comme ayant été transitoires, plus de la moitié de celles qui ont été affectées s'attend à des effets durables des chocs subis au cours de la période ultérieure. Or, il convient de noter que le degré de persistance des changements de l'environnement économique impacte la réaction des entreprises. En effet, face à des évolutions (jugées) transitoires par exemple, les entreprises sont susceptibles de réagir de manière plus favorable (en privilégiant la rétention de leur main-d'œuvre, en poursuivant les contrats de travail temporaires ou en continuant d'accorder des gratifications).

### Le coût du travail, un facteur important pour les entreprises

Outre la concurrence et la capacité à trouver des clients, les coûts de la main-d'œuvre constituent une source additionnelle de préoccupation au Luxembourg. Parmi les entreprises ayant subi un choc négatif sur la période 2010 à 2013, plus de la moitié a souligné le coût du travail comme étant un élément pertinent<sup>11</sup>. Cette part augmente aux trois quarts lorsqu'on ne considère que les entreprises employant au moins 5 salariés (et ayant enregistré un choc). Une ventilation sectorielle révèle par ailleurs que le coût du travail constitue un enjeu majeur principalement dans l'industrie manufacturière et la construction.

### 3.3 LES STRATÉGIES D'AJUSTEMENT DES ENTREPRISES

En réponse à des chocs économiques, les entreprises peuvent avoir recours à différents modes d'ajustement.

#### L'adaptation des salaires de base : une solution de dernier recours

Le tableau 2 met en évidence les modalités d'ajustement auxquelles ont eu recours les entreprises qui ont subi un choc négatif et pour lesquelles les coûts de la main-d'œuvre constituent un élément pertinent. Sur la période 2010 à 2013, ces

<sup>11</sup> Ce résultat est fortement influencé par le poids des micro-entreprises dans l'échantillon (définies ici comme celles occupant entre 1 et 4 salariés). En effet, celles-ci représentent 68% du nombre d'entreprises mais seulement 5% de l'emploi occupé par les entreprises de la population de référence.

entreprises ont privilégié une réduction de leurs effectifs permanents à une baisse des salaires de base. Ces derniers se sont pourtant inscrits en hausse dans 70% des entreprises et en baisse dans seulement 14% d'entre elles. De même, les composantes variables des salaires n'ont contribué que dans une faible mesure au processus d'ajustement (celles-ci ayant diminué dans 14% des entreprises et augmenté dans environ un tiers des firmes<sup>12</sup>). Pour leur part, les effectifs permanents ont vu leur nombre diminuer dans 28% des entreprises et augmenter dans 22% d'entre elles. En revanche, au niveau du personnel temporaire ou du travail à durée déterminée, la part des sociétés ayant procédé à des hausses est supérieure à celle ayant opté pour des baisses, ce qui suggère une substitution du travail temporaire à l'emploi permanent<sup>13</sup>.

### ... mais une forte hétérogénéité émerge au niveau des différentes classes de taille

L'analyse de ces résultats agrégés masque cependant des réactions fortement hétérogènes entre les entreprises. Les salaires de base se sont inscrits en baisse principalement dans les *micro-entreprises* (occupant moins de 5 salariés). Ce résultat s'expliquerait par le fait que les négociations salariales seraient moins contraignantes dans ce type d'entreprises (dont plus de 90% n'est pas soumis à une convention collective)<sup>14</sup>. Aussi, seules 4% des *entreprises occupant plus de 50 salariés* ont enregistré une diminution des salaires de base. En revanche, les *composantes variables des rémunérations* ont diminué dans 27% de celles-ci<sup>15</sup>. L'enquête révèle en outre que les *grandes entreprises* (de 200 salariés ou plus) ont, comparativement aux autres classes de taille, une propension plus importante à réduire leurs effectifs (permanents, temporaires et/ou intérimaires). Au niveau des heures travaillées par tête, l'enquête témoigne d'une baisse de l'ordre de 20% dans les grandes et dans les micro-entreprises au cours de la période sous revue.

Tableau 2 :

#### Ajustement des coûts de la main-d'œuvre sur la période allant de 2010 à 2013

	BAISSE	NIVEAU INCHANGÉ	HAUSSE
Salaires bruts de base (ou éléments de rémunération du travail à la pièce)	14	16	70
Composantes salariales variables (primes, avantages en nature etc.)	14	52	34
Nombre de salariés permanents	28	50	22
Nombre de salariés sous contrat à durée déterminée / temporaire	11	69	20
Nombre d'intérimaires et autres	14	72	13
Nombre d'heures de travail par salarié	18	58	25
Autres composantes des coûts de la main-d'œuvre	3	66	31

*Remarque : résultats pondérés représentatifs de la population des entreprises. Conditionnels aux entreprises ayant subi un choc négatif et déclarant les coûts salariaux comme un facteur important (représentant 354 réponses ou 57% des entreprises couvrant 75% de l'emploi).*

*Question 2.5 Comment a évolué chacune des composantes des coûts de main-d'œuvre énumérées ci-dessous au cours des périodes 2008-2009 et 2010-2013 dans votre entreprise ?*

### ... et des branches d'activité

Les modalités d'ajustement varient également fortement selon le secteur économique. Dans la construction, les entreprises semblent avoir privilégié une contraction de leur personnel (permanent, temporaire ou intérimaire) à une réduction des salaires de base. La part des entreprises ayant réduit les heures de travail par salarié est également plus importante

- 12 Une explication possible pour la hausse des composantes variables serait que dans un contexte de grande incertitude, les entreprises sont, dans leurs négociations salariales, susceptibles de recourir davantage à des éléments de rémunération variables plutôt qu'à des hausses linéaires de salaires.
- 13 Rappelons que le travail temporaire ou intérimaire joue souvent le rôle de tampon amortisseur des fluctuations conjoncturelles, en permettant aux entreprises de s'adapter rapidement et à un moindre coût.
- 14 L'impact au niveau agrégé est cependant négligeable, l'ensemble des entreprises déclarant avoir enregistré des baisses des rémunérations de base ne représentant que 3,4% de l'emploi salarié.
- 15 Notons que ces composantes variables tendent à augmenter avec la taille de l'entreprise. Cette forme d'ajustement des coûts est par conséquent moins répandue dans les entreprises de taille plus réduite.

dans ce secteur. Aussi, une part relativement élevée d'entreprises a enregistré une baisse de l'emploi dans le commerce au sens large. Ce constat est probablement lié au sous-secteur des transports qui (selon les données quantitatives de comptabilité nationale) s'est effectivement inscrit en baisse sur la période 2010 à 2013. La réduction des salaires (réguliers et variables) constitue également une option d'ajustement non négligeable dans le commerce<sup>16</sup>. A l'opposé, dans les services financiers, les marges d'ajustement ne passent guère par une baisse des salaires de base. En effet, plus de 80% des entreprises de la finance ont enregistré des hausses des salaires de base entre 2010 et 2013<sup>17</sup>, tandis que plus des deux tiers d'entre elles ont réduit les salaires variables.

### L'ajustement de l'emploi

Parmi les entreprises qui ont subi un choc négatif sur la période 2010 à 2013 et qui ont signalé le coût du travail comme étant un facteur important, 31% ont déclaré avoir senti la nécessité de réduire ou de modifier la composition de leur main-d'œuvre. A cette fin, les entreprises ont privilégié le gel ou la baisse du nombre d'embauches, les licenciements individuels, la réduction (non-subsventionnée) des heures de travail (via par exemple la limitation ou la suppression des heures supplémentaires ou un recours accru au temps partiel etc.), la diminution du nombre de travailleurs intérimaires ou encore le non-renouvellement des contrats de travail temporaire arrivés à échéance (tableau 3). Au contraire, les entreprises n'ont que très peu recouru aux licenciements collectifs en tant que mode d'ajustement à la crise<sup>18</sup>. Par ailleurs, l'enquête révèle que la réduction subsventionnée des heures de travail est une mesure qui a été relativement peu utilisée au cours des dernières années. Ce mode d'ajustement inclut notamment le recours au chômage partiel. Or, selon les statistiques disponibles, ce dispositif a été fortement utilisé par les entreprises luxembourgeoises durant la crise. Cette apparente contradiction entre les informations récoltées dans le cadre de notre enquête et les données quantitatives doit cependant être relativisée dans la mesure où elle est liée à la structure de notre échantillon (représentatif de la population des entreprises et de l'emploi) qui inclut en majorité des micro-entreprises. Ainsi, les données pondérées par le nombre d'effectifs et ventilées par branche d'activité révèlent que la réduction subsventionnée du volume de travail est effectivement fréquemment utilisée i) par les moyennes et grandes entreprises et ii) dans l'industrie manufacturière. Ces résultats sont donc cohérents avec le fait que le recours au dispositif de chômage partiel est largement cantonné à l'industrie.

16 Ceci pourrait s'expliquer par le fait que, comparativement à d'autres branches (16,5% pour l'économie en général), le commerce au sens large a une part relativement importante (28%) de salariés rémunérés au voisinage du salaire social minimum. Ce dernier implique par définition un plancher en-dessous duquel il n'est pas possible de descendre, ce qui empêche les entreprises de réduire leurs salaires de base.

17 Ce résultat n'est guère surprenant dans la mesure où il s'agit d'un secteur fortement conventionné: en 2013 plus de 60% des salariés étaient couverts par un accord salarial collectif. Qui plus est, entre 2010 et 2013, les conventions collectives en vigueur dans les établissements de crédit et les sociétés d'assurances, sous-branches qui représentent environ 80% de l'emploi total dans le secteur financier, prévoyaient de facto des hausses de salaires.

De manière générale, la hausse des salaires sur la période sous revue est en partie également imputable à l'indexation automatique des salaires aux prix qui, malgré sa modulation temporaire, a entraîné le paiement de quatre tranches indiciaires au cours de la période sous revue.

18 Deux facteurs pourraient expliquer cela. D'abord, la législation de protection de l'emploi, relativement stricte au Luxembourg, contribue sans doute à limiter les pertes d'emploi lors d'un repli temporaire de la demande. Ensuite, certaines entreprises luxembourgeoises font face à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, ce qui est susceptible de les dissuader de procéder à des licenciements massifs. En cas de reprise conjoncturelle, ces entreprises se verraient non seulement confrontées à d'importantes difficultés de recrutements mais elles devraient également supporter des coûts d'embauches potentiellement élevés.

Tableau 3 :

## Stratégies d'ajustement des coûts de main-d'œuvre

FACTEURS	PÉRIODE	PAS DU TOUT	MARGINALEMENT	MODÉRÉMENT	FORTEMENT	RATIO D'ACCEPTATION
Licenciements collectifs	2010-2013	93	3	3	2	5
Licenciements individuels	2010-2013	40	26	22	12	34
Chômage temporaire (pour raison économique)	2010-2013	90	7	3	1	3
Réduction subventionnée du nombre d'heures de travail (p.ex. chômage partiel)	2010-2013	96	2	2	1	3
Réduction non subventionnée du nombre d'heures de travail (y compris la réduction des heures supplémentaires)	2010-2013	79	4	8	8	16
Non-renouvellement de contrats temporaires à la date d'expiration	2010-2013	78	10	7	5	13
Dispositifs de retraite anticipée	2010-2013	90	4	2	4	6
Gel ou réduction des nouvelles embauches	2010-2013	40	10	16	34	50
Réduction du nombre de travailleurs intérimaires et autres	2010-2013	77	9	2	13	15

*Remarque : résultats pondérés représentatifs de la population des entreprises. Conditionnels aux entreprises ayant déclaré avoir eu besoin de réduire leurs coûts de main-d'œuvre ou d'en modifier la composition (question C3.3a) (représentant 218 réponses ou approximativement 30% des entreprises et de l'emploi).*

*Question 3.3 bis Si vous avez répondu « oui » à la question C3.3a, parmi les mesures citées ci-dessous, quelles sont celles que vous avez utilisées lorsque cela s'est avéré le plus nécessaire ? Le ratio d'acceptation correspond à la somme des réponses « modérément » et « fortement » exprimée en pourcentage du total des réponses.*

## CONCLUSION

Cet encadré documente les résultats préliminaires d'une enquête réalisée auprès des entreprises luxembourgeoises. Plus particulièrement, il donne un aperçu des canaux d'ajustement privilégiés par ces dernières lors de la récente crise. Il apparaît qu'une part importante des entreprises a été négativement impactée par la crise, essentiellement via une baisse de la demande ou une détérioration de la capacité des clients à respecter leurs obligations. L'enquête révèle en outre que les coûts de la main-d'œuvre sont une source de préoccupation pour plus de 75% des entreprises luxembourgeoises occupant plus de 5 salariés.

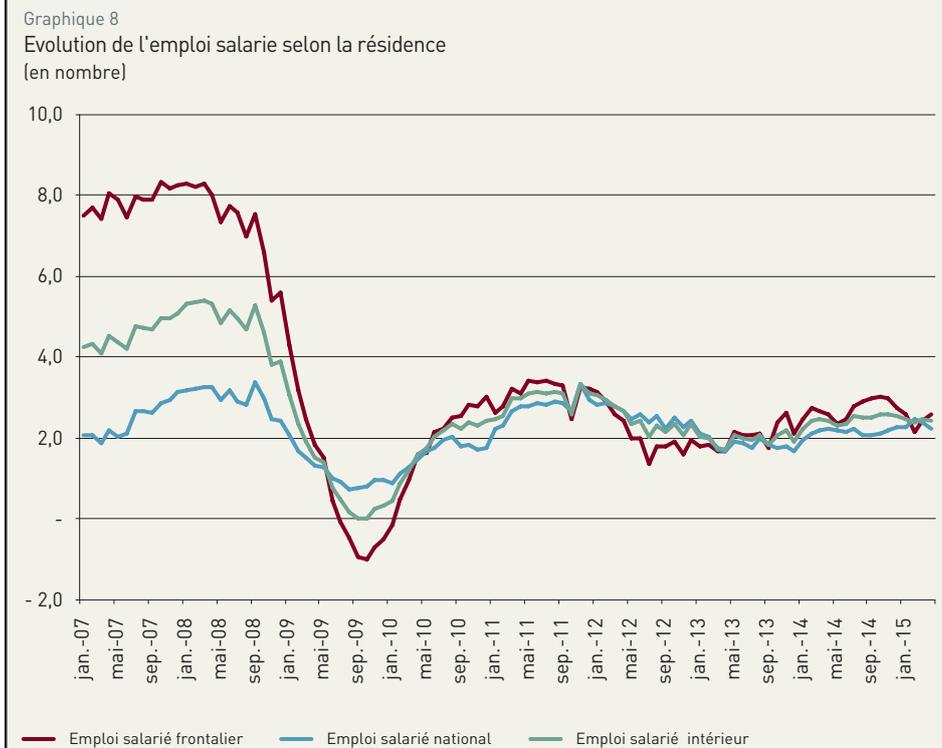
Les modalités d'ajustement à la crise varient fortement selon la taille des entreprises et leur branche d'activité. Les entreprises ont privilégié les ajustements de l'emploi à la baisse des salaires. En effet, entre 2010 et 2013, les salaires ont augmenté dans 70% des entreprises. Les sociétés qui ont enregistré des baisses des salaires de base (un peu moins de 15%) sont essentiellement des entreprises de taille plus réduite. L'impact sur la dynamique salariale agrégée est donc limité.

Les entreprises qui se sont vues confrontées au besoin de réduire leur main-d'œuvre ou d'en modifier la composition, ont principalement opté pour le gel ou la contraction des nouvelles embauches, pour les licenciements individuels, pour la réduction du personnel intérimaire ou à durée déterminée et l'ajustement (non subventionné) du volume de travail.

## 1.2.2 Le marché du travail

## 1.2.2.1 L'emploi

Le repositionnement de l'économie sur un sentier de croissance commence à avoir un impact favorable sur l'emploi. Selon les données *définitives* disponibles, l'emploi salarié a progressé de 2,5% en janvier 2015, le même taux qu'au mois précédent. Selon des *estimations*, à interpréter donc avec prudence



Remarque: les données relatives aux mois de février à avril 2015 sont des estimations.  
Source: STATEC, calculs BCL

de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires et leur volume de travail ont progressé de respectivement 6,3% et 2,5% en 2014 en base annuelle (essentiellement dans les branches de la construction et de l'industrie).<sup>19</sup> L'évolution de l'emploi intérimaire est souvent interprétée, compte tenu de son rôle de facteur d'ajustement, comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. En effet, face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage au travail temporaire, plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

En dépit du dynamisme accru observé du côté de l'emploi frontalier, il convient de noter que l'*emploi national* croît, depuis plusieurs mois, à un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>20</sup>. Cette croissance de l'emploi résident s'explique d'une part par la surreprésentation de ce dernier dans des secteurs davantage « protégés » de la concurrence internationale et des fluctuations cycliques. Par ailleurs, l'attrait du Grand-Duché en tant que terre d'accueil a sans doute été amplifié par les effets de la crise dans la zone euro, comme en témoigne la recrudescence de l'immigration nette ces dernières années. Cette offre de travail résidente additionnelle, caractérisée par un niveau de qualification en moyenne plus élevé que celui de ses prédécesseurs, a pu en partie se substituer à l'offre de travail frontalière<sup>21</sup>.

19 Au mois de janvier 2015, le nombre de travailleurs intérimaires a continué de progresser en rythme annuel (+4,7%). Toutefois, le volume de travail par tête s'est replié de 2,4%.

20 La croissance annuelle moyenne de l'emploi salarié national s'est établie à 1,9% en moyenne au cours de la période janvier 1996 – août 2008.

21 A ce titre, il convient de noter qu'alors que le nombre de salariés résidents étrangers a progressé de 3,7% en glissement annuel en 2014, le nombre de salariés résidents de nationalité luxembourgeoise n'a augmenté que de 0,9%. De leur côté, les salariés frontaliers ont vu leur nombre augmenter de 2,6%.

au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi se serait établie à 2,4% en moyenne au cours des mois suivants.

L'*emploi frontalier*, qui a été particulièrement affecté par les effets du ralentissement conjoncturel, semble se redresser progressivement. Selon les données définitives, l'écart de croissance entre emploi frontalier et emploi national se serait établi à 0,3pp en janvier 2015 (en baisse cependant de 0,4pp par rapport à l'écart observé au cours du deuxième semestre 2014).

Le redressement de l'emploi non-résident témoigne d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et se reflète du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation

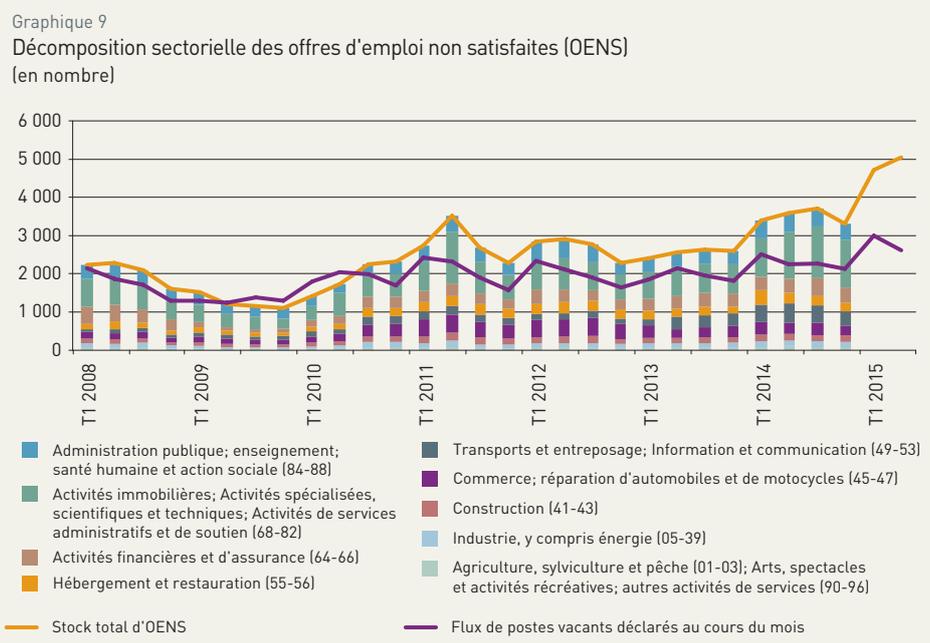
L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au dernier trimestre 2014, la croissance annuelle de l'emploi (2,6% au total) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, le secteur public au sens large et les branches « commerce, transports et horeca ». Alors que l'industrie a cessé de ponctionner la croissance annuelle de l'emploi, l'emploi dans le secteur bancaire a continué de s'inscrire à la baisse.

Au niveau de la *marge intensive du travail*, les données administratives de la sécurité sociale ont témoigné d'un léger accroissement de la durée moyenne de travail (corrigée des jours ouvrables) en 2014 (+0,3% en base annuelle) et en début d'année courante. Cette tendance s'explique notamment par le redressement des heures supplémentaires, couplé à un recours moins important au chômage partiel et au travail à temps partiel.

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 4 700 unités en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année courante, en hausse de 37,3% par rapport à la période correspondante de 2014. Partant, le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, est demeuré largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Dans la foulée, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à près de 2 900 en moyenne au cours des mois de janvier à avril 2015, en hausse de 17,2% en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au dernier trimestre 2014, près de 40% des offres d'emplois sont provenus des services aux entreprises et activités immobilières (37,9%), incluant entre autres les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil ; ont suivi le secteur public au sens large (12,9%), la finance (12,3%) et les transports et communications (11,5%). Le commerce et l'horeca ont récolté pour leur part respectivement 7,2% et 6,6% des postes vacants. L'industrie et la construction ont représentés une moindre part des offres d'emploi.

### 1.2.2.2 Le chômage

L'embellie de l'emploi a commencé à se manifester du côté du *chômage*. Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 6,9% en avril 2015, un taux stable par rapport à celui observé au cours des deux mois précédents. Pour le quatrième mois consécutif, le nombre de demandeurs d'emploi disponibles s'est inscrit en léger retrait en avril 2015 (-1,8%, soit l'équivalent de plus de 300 chômeurs en moins en une année). Cependant, le taux de chômage de longue durée est assez stable (voir encadré suivant).

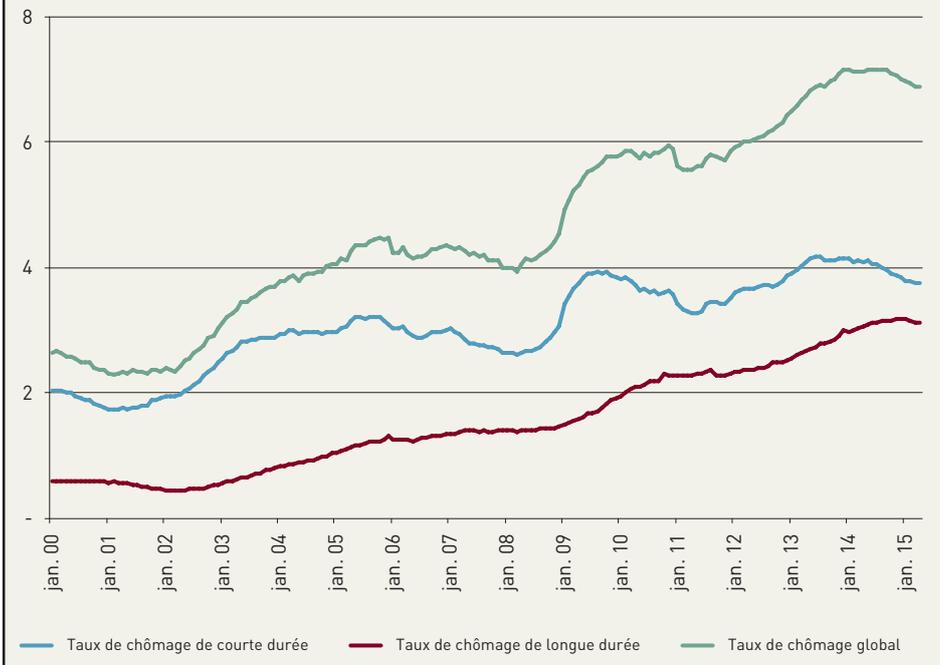


Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

\* La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne les premier et deuxième trimestres 2015. Par ailleurs, les données relatives au deuxième trimestre font uniquement référence au mois d'avril 2015.

Sources: ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 10  
Evolution du chômage  
(données ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 11  
Evolution des mesures pour l'emploi  
(en pourcentage du nombre total de demandeurs d'emploi respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente; données non ajustées pour les variations saisonnières)



Sources : ADEM, calculs BCL

La baisse du nombre de chômeurs au sens « strict » s'explique en partie par une augmentation du nombre de chômeurs faisant l'objet d'une *mesure d'activation*. La trajectoire ascendante observée tout au long de 2014 au niveau des mesures d'activation s'est poursuivie en début d'année courante. Sur les quatre premiers mois de 2015, près de 5 400 demandeurs d'emplois ont bénéficié d'une mesure de soutien à l'emploi (en moyenne chaque mois), soit 12,2% de plus qu'il y a un an<sup>22</sup>. Ce redressement est essentiellement imputable aux mesures destinées aux demandeurs d'emploi indemnisés et pris en charge par des associations sans but lucratif, aux mesures de formation ou stages de réinsertion professionnelle ainsi qu'aux contrats d'initiation à l'emploi destinés aux jeunes chômeurs. Au final, en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une telle mesure, on constate que le nombre de chômeurs au sens « large » a continué sur une voie ascendante mais à un rythme bien moins soutenu (1,6%) que celui observé en 2014 (6,9%).

Une analyse détaillée révèle par ailleurs que la baisse du nombre de demandeurs d'emploi s'explique essentiellement par les chômeurs *indemnisés*. Sur les quatre premiers mois de l'année en cours, le nombre de demandeurs d'emploi indemnisés a diminué de 4,9% en glissement annuel. Dans le même temps, le nombre de demandeurs d'emploi

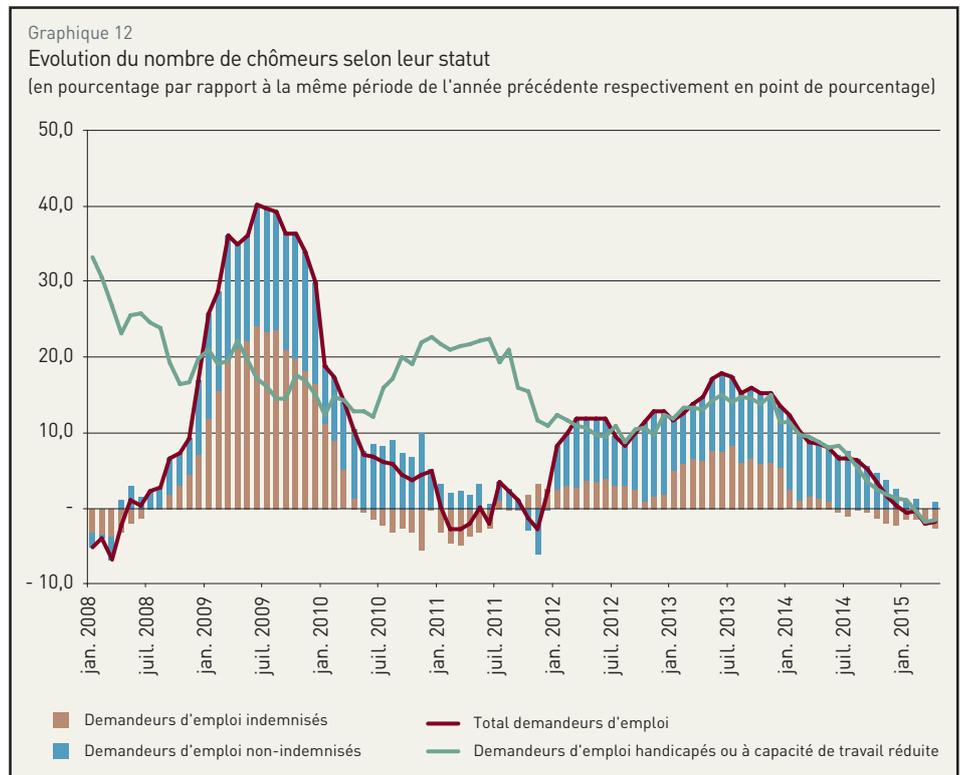
22 Notons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur sortie du système scolaire.

non indemnisés<sup>23</sup> a progressé de 1,3%, tendance qui reflète sans doute également celle des chômeurs de longue durée. Pour la première fois depuis plusieurs années, le nombre de chômeurs souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle s'est inscrit en retrait en début d'année courante.

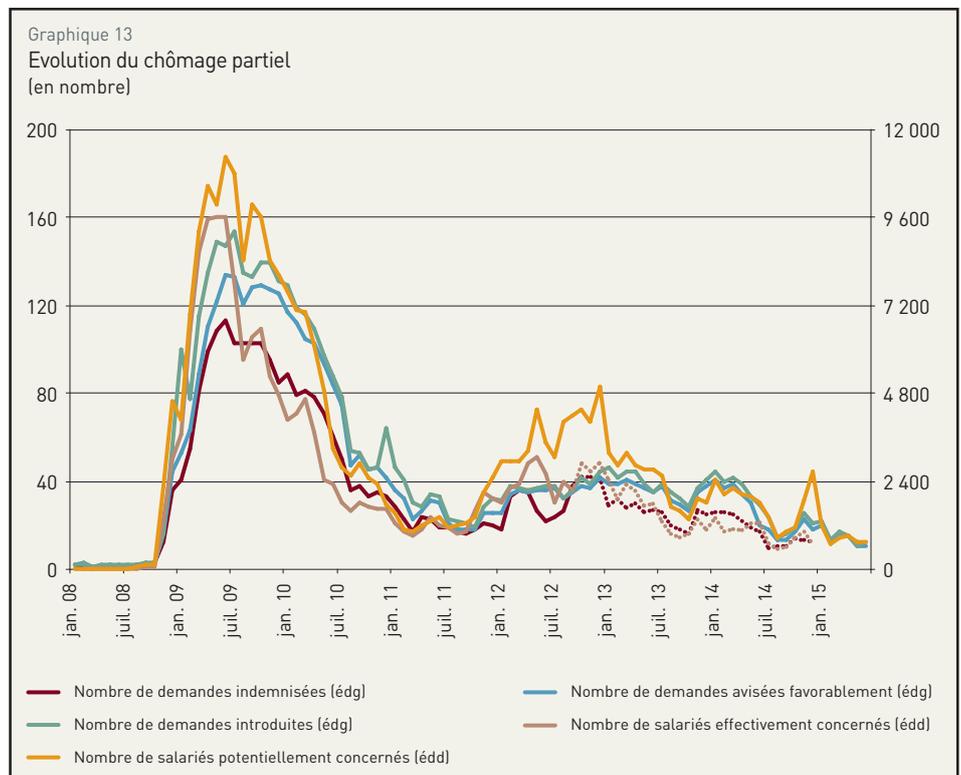
Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du *chômage partiel*, qui après un saut temporaire dans le tournant de l'année, a été à nouveau orienté à la baisse. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 774 au mois de juin 2015, soit 57% de moins qu'il y a un an. Il convient de souligner qu'après le mois de mai 2015 (748 salariés), il s'agissait ici du niveau le plus faible observé depuis la généralisation de la crise fin 2008. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit ont suggéré une baisse du recours à ce dispositif en 2014. Ces données demeurent cependant provisoires et ne permettent par conséquent pas encore de tirer de conclusions quant à l'utilisation effective du chômage partiel.

En conclusion, si au regard des chiffres disponibles, l'amélioration de la situation de fond sur le

23 Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est constituée de personnes sans emploi dont les droits aux allocations de chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré-requis pour pouvoir en bénéficier. Il s'agit par exemple des personnes qui décident de (ré-)intégrer le marché du travail. Les chômeurs non indemnisés peuvent par ailleurs inclure des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi ou encore de nouveaux arrivants sur le territoire national.



Sources : ADEM, calculs BCL



Source : Comité de conjoncture

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. Notamment, le chômage de longue durée toujours élevé, ce qui témoigne des difficultés de certains chômeurs à retrouver un emploi, en particulier les demandeurs peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité de travail. Les récents accords signés entre le gouvernement et les partenaires sociaux constituent sans doute un pas dans la bonne direction. Ces accords nécessitent cependant des efforts soutenus dont les effets ne se feront pleinement ressentir qu'à moyen terme.

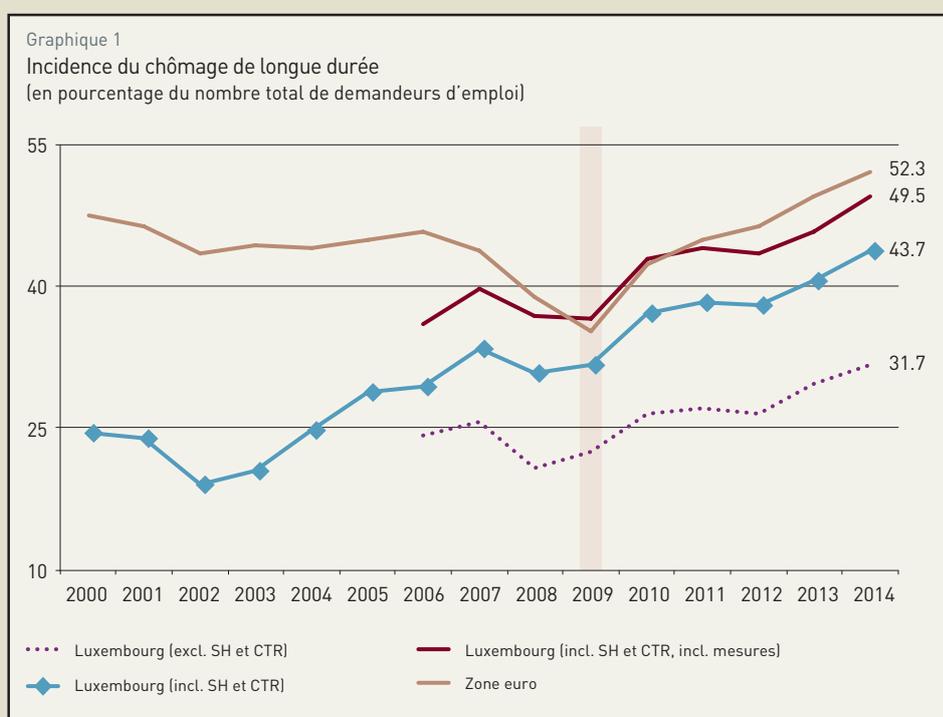
Encadré 3 :

## LE CHÔMAGE DE LONGUE DURÉE, TENANTS ET ABOUTISSANTS

Bien que les effets de la reprise conjoncturelle aient commencé à se manifester sur le marché du travail, le chômage de longue durée stagne. Or, ce dernier a des conséquences économiques, financières et sociales importantes, tant au niveau individuel que collectif. L'objectif de cet encadré est d'analyser le phénomène du chômage de longue durée au Luxembourg. Une revue de la littérature économique permettra en outre de mettre en exergue quelques facteurs susceptibles de contribuer à la persistance du chômage et d'en dégager des pistes de réflexion.

### 1. LE CHÔMAGE DE LONGUE DURÉE AU LUXEMBOURG

Depuis l'année 2000, le taux de chômage global a progressé de plus de 4 points de pourcentage pour s'établir à 6,9% à l'heure actuelle (voir graphique 10 page 30). Cette hausse, certes modérée en comparaison internationale, est inquiétante dans la mesure où elle est couplée à une progression continue de l'emploi. Pire, l'incidence du chômage de longue durée, généralement mesuré par la part des demandeurs d'emploi au chômage depuis douze mois ou plus<sup>24</sup>, est passée



Remarque : les données de la zone euro correspondent à des moyennes annuelles. Celles pour le Luxembourg correspondent à des moyennes annuelles jusqu'en 2005, suivies de celles disponibles au 31 décembre de chaque année à partir de 2006 (en raison des données disponibles et par souci de cohérence).

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

24 Notons que les statistiques sont susceptibles de sous-estimer l'ampleur de ce phénomène en excluant les chômeurs dits «découragés», ceux qui travaillent (involontairement) à horaire réduit ou ceux qui subissent des périodes de chômage courtes mais récurrentes. Notons par ailleurs que le concept de demandeurs d'emploi disponibles (au sens strict) exclut ceux qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi. En 2014, 71,3% de ces derniers étaient à la recherche d'un emploi depuis plus de 12 mois. Si certaines des mesures pour l'emploi peuvent être assimilées à des emplois (aidés), d'autres le sont beaucoup moins (stages, formations etc.). La décision d'inclure ou d'exclure l'une ou l'autre mesure nécessiterait inévitablement une prise de position sur l'efficacité de chaque mesure à réinsérer les chômeurs sur le marché du travail primaire. Ceci n'étant pas l'objet de cet encadré, notre analyse se focalisera sur le chômage «au sens strict».

de 23% en 2000 à près de 44% actuellement, ce qui est symptomatique de l'existence de problèmes structurels sur le marché du travail.

Cet accroissement s'explique en partie par la contribution des chômeurs bénéficiant du statut de *salarié handicapé* (SH) ou de *travailleur à capacité de travail réduite* (CTR) et qui ont une faible capacité de réinsertion sur le marché de l'emploi. En témoigne la longévité du chômage de cette population, dont près de 90% a été sans emploi depuis plus de douze mois et plus des 2/3 même depuis plus de deux ans. Elle représente à elle seule 42,8% des chômeurs de longue durée au Luxembourg. La prise en compte des salariés souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle, *a priori* très éloignés de la vie active, tend à surestimer le chômage de longue durée. Les données disponibles ne permettant pas de distinguer les chômeurs dont l'incapacité est de nature à rendre leur réinsertion (quasi-) impossible de ceux ayant au contraire une réelle perspective d'emploi, l'analyse qui suit exclut l'intégralité de cette population particulièrement vulnérable. La tendance négative observée au cours des dernières années a été certes atténuée mais nullement inversée : dès lors, près de 32% des demandeurs d'emploi au sens strict ont été au chômage depuis plus de douze mois.

### 1.1 Profil des chômeurs de longue durée

Au Luxembourg, le chômage de longue durée touche essentiellement les hommes, les chômeurs âgés de plus de 40 ans et les peu qualifiés.

Tableau 1

#### Répartition des chômeurs selon diverses caractéristiques

(en pourcentage par rapport au nombre total de demandeurs d'emploi disponibles dans chaque catégorie)

		CHÔMAGE < 12 MOIS			CHÔMAGE > 12 MOIS			EMPLOI TOTAL		
		2006	2013	2014	2006	2013	2014	2006	2013	2014
Genre	Hommes	50,0	54,3	53,1	49,3	56,4	54,6	62,3	60,2	60,1
	Femmes	50,0	45,7	46,9	50,7	43,6	45,4	37,7	39,8	39,9
Age	< 25 ans	22,1	18,1	17,3	17,3	9,5	9,0	6,5	5,2	5,1
	25-29 ans	14,3	15,2	14,7	13,0	10,5	9,9	13,0	11,7	11,6
	30-39 ans	27,2	28,0	28,4	19,3	24,0	23,4	33,0	29,4	29,2
	40-49 ans	23,4	24,9	24,2	24,1	28,1	28,1	29,4	31,2	30,8
	> 50 ans	12,9	13,8	15,3	26,4	27,9	29,7	18,0	22,4	23,3
Education	Niveau inférieur	47,5	36,5	36,4	49,1	47,6	45,2			
	Niveau moyen inférieur	11,8	11,2	11,0	11,5	11,8	11,1			
	Niveau moyen supérieur	26,3	26,8	26,7	25,0	19,7	22,7	nd	nd	nd
	Niveau supérieur	13,2	19,6	20,6	13,8	15,0	15,9			
	Non précisé	1,4	6,0	5,3	0,5	5,9	5,2			
Branche de production / occupation	A - Professions libérales, techniciens et assimilés	10,7	12,5	nd	11,1	9,2	nd	nd	nd	nd
	B - Directeurs et cadres administratifs supérieurs	2,1	3,3	nd	1,7	2,3	nd	nd	nd	nd
	C - Employés de bureau	16,0	16,1	nd	18,7	13,5	nd	nd	nd	nd
	D / F / J - Vendeurs, transports, horeca	25,3	24,4	nd	22,2	22,5	nd	nd	nd	nd
	E - Secteur primaire	1,8	2,5	nd	1,9	3,5	nd	nd	nd	nd
	G - Travailleurs des communications	0,1	0,1	nd	-	0,2	nd	nd	nd	nd
	H/I - Artisans ou ouvriers	27,7	25,7	nd	29,0	31,6	nd	nd	nd	nd
	K - Autres services	14,5	13,7	nd	15,5	17,1	nd	nd	nd	nd
	L - Pas de demande prioritaire	1,8	1,6	nd	-	-	nd	nd	nd	nd

Secteur d'activité	CHÔMAGE < 12 MOIS			CHÔMAGE > 12 MOIS			EMPLOI TOTAL		
	2006	2013	2014	2006	2013	2014	2006	2013	2014
A - secteur primaire			2,4			3,3			
B - Arts et spectacle			0,8			1,0			
C - Banque, assurance, immobilier			3,4			2,6			
D/G/N - Commerce, horeca et transports			32,7			31,0			
E - Information et communications			1,8			1,5			
F / H - Construction et industrie	nd	nd	18,1	nd	nd	20,2	nd	nd	nd
I - Installation et maintenance			2,9			2,9			
J - Santé			1,0			0,8			
K - Services à la personne et à la collectivité			19,3			22,6			
M - Support à l'entreprise			16,5			14,0			
ND - Non disponible			1,1			0,1			

*Remarque : Les données relatives au chômage, issues des fichiers de l'ADEM font référence à la situation telle qu'observée au mois de décembre de chaque année. Les données de l'emploi, issues des fichiers de la sécurité sociale, représentent la situation telle que présente au mois de mars de chaque période. Cette divergence au niveau des périodes d'observation, qui s'explique par la disponibilité des données, ne devrait pas impacter les résultats des analyses étant donné que les caractéristiques personnelles des chômeurs ou des employés ne changent pas de manière significative à court terme.*  
Source: ADEM, STATEC, calculs BCL

Au niveau professionnel / sectoriel, les chômeurs de longue durée ont recherché majoritairement un emploi dans les activités liées au commerce, à l'horeca et aux transports, dans les services personnels ou collectifs ainsi que dans la construction et l'industrie. Globalement, on remarque que les chômeurs de longue durée ne se sont pas fondamentalement distingués de ceux de courte durée. En revanche, en comparaison avec leur poids respectif dans l'emploi, on constate que les femmes, les jeunes (de moins de 25 ans) et les personnes âgées de plus de 50 ans ont été extrêmement touchés par le chômage en général (et sa composante de longue durée). A titre d'illustration, si les jeunes ne représentaient que 5,1% de l'emploi total, ils constituaient 9,0% des chômeurs de longue durée.

## 1.2 Impact de la crise

La récente crise économique a principalement impacté les populations qui – avant même son déclenchement – étaient les plus enclines au chômage de longue durée. Ainsi, l'allongement de la durée du chômage après 2009 s'explique essentiellement par la contribution des demandeurs d'emploi masculins, âgés de plus de 40 ans et des chômeurs peu qualifiés (expliquant respectivement 57,3%, 59,3% et 49,1% de la hausse observée).

Au niveau professionnel, ce sont principalement les professions ouvrières et artisanales ainsi que celles liées au commerce au sens large (y compris transports et horeca) qui ont été le plus affectées par la crise. Ces caractéristiques socioprofessionnelles ne sauraient évidemment pas être appréciées les unes indépendamment des autres. Aussi, la forte hausse du chômage de longue durée des hommes s'expliquerait, en partie du moins, par leur surreprésentation dans des branches davantage soumises à la concurrence internationale.

## 2. LES CONSÉQUENCES DE LA PERSISTANCE DU CHÔMAGE

Le passage par des périodes de chômage prolongées a tout d'abord un impact négatif sur la situation financière de l'individu et de sa famille. A ce *coût financier* individuel s'ajoute celui supporté par la collectivité, sous forme de revenus de remplacement ou d'assistance. La détérioration de la situation financière globale se répercute inévitablement sur l'activité économique, via par exemple un recul de la consommation. En outre, l'enlèvement dans le chômage peut dégrader durablement les perspectives salariales des chômeurs dans la mesure où leur pouvoir de négociation s'amenuise au fur et à mesure que leur capital humain se déprécie (Nichols, Mitchel et Lindner, 2013 ; Rothstein, 2011). Cette *dépréciation des compétences*, l'érosion du capital social (perte de réseaux professionnels) et d'éventuels *effets de stigmatisation ou de découragement*

réduisent l'employabilité des personnes sans emploi et à terme la capacité productive de l'économie. Aux répercussions économiques et financières s'ajoutent l'*impact social* (distanciation de la vie active, exclusion sociale ou pauvreté) et un *impact sur la santé* (mentale et physique).

### 3. REVUE DE LA LITTÉRATURE ÉCONOMIQUE : DÉTERMINANTS DU CHÔMAGE DE LONGUE DURÉE ET PISTES DE RÉFLEXION SUR DES RÉFORMES POTENTIELLES

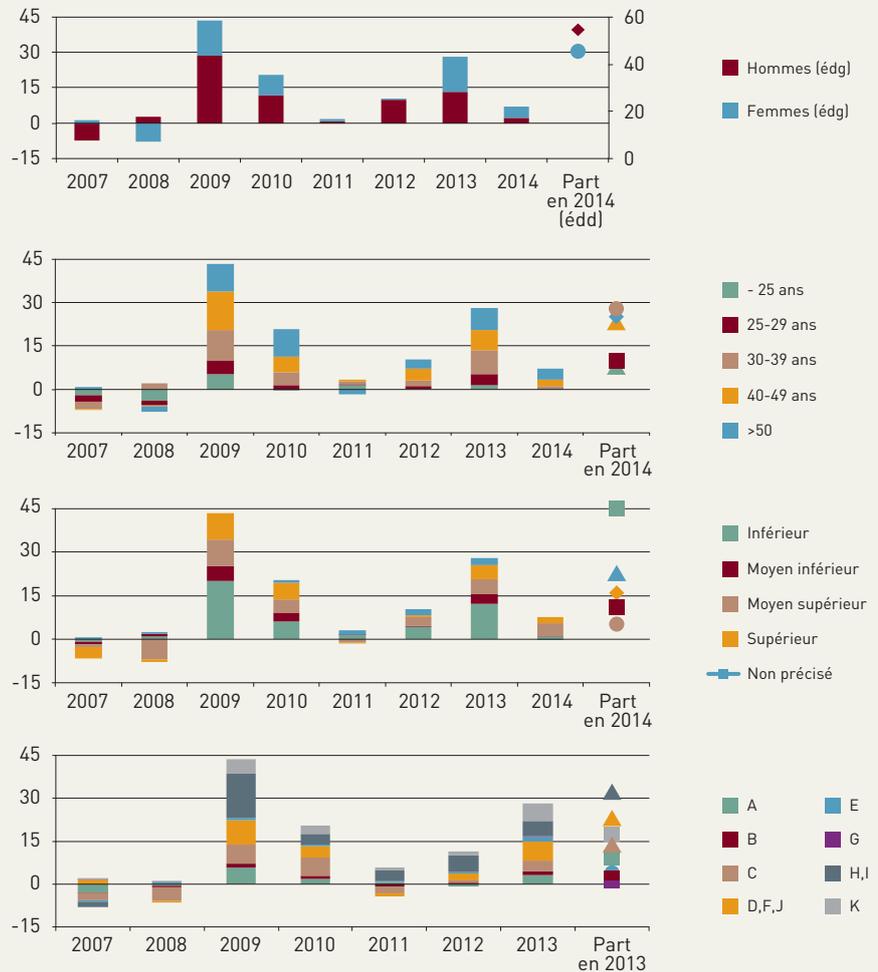
#### 3.1 Les caractéristiques personnelles et socioéconomiques

Selon la littérature économique, le chômage de longue durée tend à se concentrer parmi des populations défavorisées et souffrant d'une employabilité réduite (Decreuse et Di Pavola, 2002 ; Fougère, 2000 ; Genevois et Leduc, 2013 ; Machin et Manning, 1998). La persistance du chômage chez les chômeurs âgés

s'expliquerait par une perception (sans doute erronée) des entreprises selon lesquelles ces derniers seraient caractérisés par une capacité d'adaptation réduite, des problèmes de santé fréquents et des revendications salariales (plus) élevées. En outre, les séniors se caractériseraient par une intensité (ou une efficacité) de recherche d'emploi plus faible en raison d'effets de découragement ou d'une optique de retraite anticipée. L'incidence plus importante du chômage de longue durée selon le *genre* ou la *nationalité* s'expliquerait davantage par la distribution sectorielle ou professionnelle de chaque catégorie de personnes plutôt que par ces caractéristiques intrinsèques. La *situation familiale* (p.ex. la présence d'enfants dans le ménage) pourrait également affecter l'intensité de la recherche d'emploi et la durée du chômage. A cela s'ajoute le *niveau de formation*. En effet, les entreprises tendraient à favoriser l'embauche de chômeurs qualifiés dans la mesure où le niveau de formation est susceptible de fournir des indications sur leur productivité. Du côté des chômeurs, l'intensité de recherche d'emploi augmenterait avec le niveau de qualification vu que le salaire potentiel plus élevé (associé à l'emploi) augmente le coût (d'opportunité) d'être au chômage. Aussi, l'*ancienneté au chômage* serait elle-même un déterminant

Graphique 2

Contribution des différentes catégories de chômeurs à la progression du chômage de longue durée (en points de pourcentage)

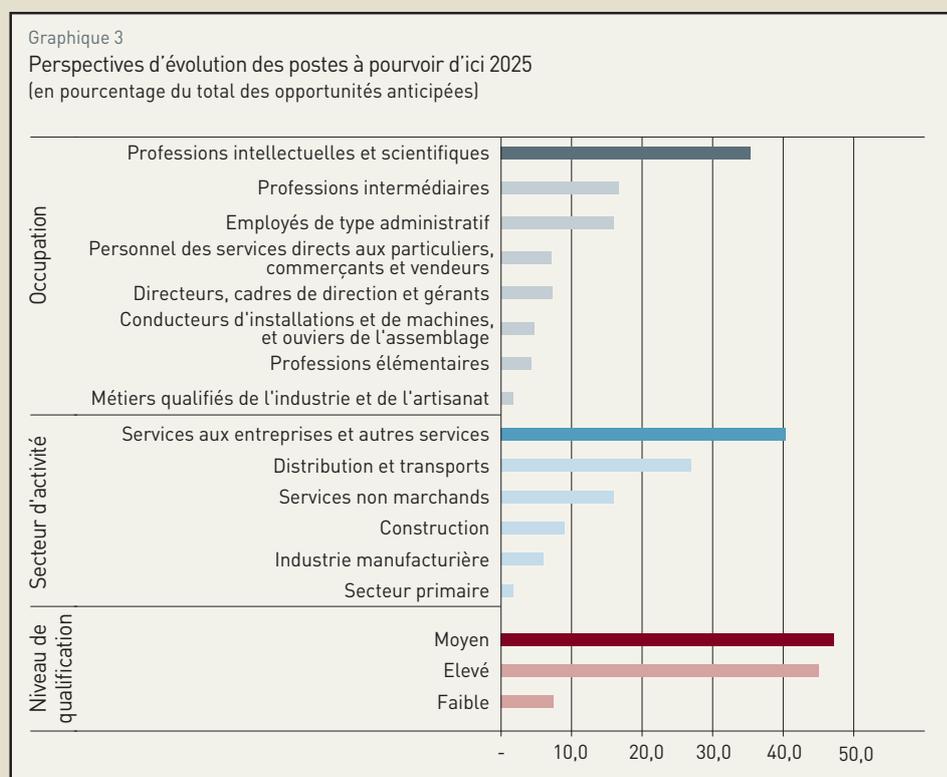


Sources : ADEM, calculs BCL

important de la durée de celui-ci, via des effets de signal (négatifs envers les employeurs potentiels), des effets de découragement ou encore l'atrophie des connaissances<sup>25</sup>.

L'allongement progressif de la durée du chômage s'expliquerait également par un mauvais *appariement entre l'offre et la demande de travail*, suite par exemple à des mutations structurelles de l'économie (Elsby, Hobijn et Sahin, 2010). Au Luxembourg, la part dans l'emploi des secteurs à faible valeur ajoutée et à forte teneur en main-d'œuvre (industrie, construction etc.) s'est sensiblement repliée au cours des dernières décennies. De même, sous l'effet d'une spécialisation croissante, les compétences demandées dans des secteurs requérant *a priori* un bas niveau de formation ont tendance à s'élever progressivement<sup>26</sup>.

La confrontation entre demandes d'emploi et offres d'emplois non satisfaites confirme l'existence de difficultés d'ap-



Sources : CEDEFOP, calculs BCL

pariement intersectoriel au Luxembourg. Celles-ci seraient particulièrement importantes dans des occupations requérant *a priori* un niveau de formation faible ou moyen, telles que les autres services, les métiers liés au secteur primaire ou encore les professions ouvrières et artisanales. L'inadéquation entre l'offre et la demande de travail pourrait s'accroître au cours des années à venir si la main-d'œuvre disponible omet de s'adapter aux nouvelles exigences du marché du travail. Des études anticipent en effet la poursuite de la tertiarisation de l'emploi au Luxembourg avec comme corollaire, une demande accrue de main-d'œuvre moyennement ou hautement qualifiée.

Au-delà de ces éléments socioprofessionnels, la littérature économique identifie plusieurs facteurs (institutionnels ou autres) susceptibles d'affecter le niveau du chômage et sa durée. Les effets induits sont cependant difficilement quantifiables dans la mesure où les institutions revêtent une dimension qualitative et multidimensionnelle. Une analyse approfondie des causes et des remèdes du chômage de longue durée au Luxembourg nécessiterait l'accès à des micro-données permettant

25 Selon une étude empirique réalisée sur des données luxembourgeoises sur la période 1994-1998 (Brosius, 2001), l'âge (< 41 ans), le niveau de formation (faible) et le statut d'indemnisation semblent avoir un impact sur la durée du chômage.

26 En témoignent les difficultés de recrutement rencontrées par les employeurs qui jugent difficiles 21% des embauches dans l'horeca, 15% dans la construction, 14% dans l'industrie et 12% dans le commerce (Genevois, 2011).

de suivre les individus dans le temps. En l'absence de telles données, la partie suivante énumère quelques facteurs – tels qu'avancés par la littérature économique – susceptibles de favoriser la persistance du chômage.

### 3.2 La législation sur la protection de l'emploi

Selon la littérature économique, une *législation sur la protection de l'emploi* trop restrictive tendrait à réduire la rotation de la main-d'œuvre (et, *in fine*, à allonger la durée du chômage). En effet, si une telle législation permettait de contenir les pertes d'emploi lors d'un repli de l'activité, elle serait également un frein à l'embauche en période de reprise, les entreprises craignant les coûts de licenciement en cas de nouveau retournement conjoncturel (Commission européenne, 2012 ; Nickel, 1997 ; OCDE, 2004).

Le Luxembourg est caractérisé par une législation sur la protection de l'emploi relativement restrictive pour ce qui est des contrats de travail temporaires ou à durée déterminée. Or, ce type de contrat confère une flexibilité accrue aux entreprises en leur permettant de s'ajuster à un moindre coût en cas de repli temporaire de la demande. Si un assouplissement de la législation sur les contrats de travail temporaire pouvait bénéficier aux chômeurs de longue durée, il conviendrait de ne pas exacerber la dualité du marché du travail, qui selon la théorie économique, bénéficierait aux salariés disposant d'un emploi stable (les « insiders ») aux dépens des travailleurs temporaires et des chômeurs (les « outsiders »)<sup>27</sup>. Il conviendrait par ailleurs d'éviter que les salariés ne restent piégés dans ce type d'emploi précaire<sup>28</sup>.

Au final, si la théorie économique s'accorde sur un effet négatif de la législation en matière de protection de l'emploi sur la rotation de la main-d'œuvre, les résultats des études empiriques sont en revanche bien plus mitigés, ce qui s'explique par les difficultés de mesure du degré de protection de l'emploi et les problèmes de comparabilité *intra-pays* (Bassanini et Duval, 2006 ; Nickell, 1997 ; OCDE, 2004).

### 3.3 Mécanismes de formation des salaires

Les institutions internationales pointent régulièrement du doigt le système luxembourgeois de formation salariale et en particulier son *système d'indexation automatique* qui empêcherait un ajustement baissier des salaires réels lors d'un choc économique. Il n'en résulte cependant pas forcément qu'il faille abolir le mécanisme d'indexation. Il importerait avant tout de réfléchir à des mécanismes appropriés et durables de modulation. Aussi, selon des études de l'OCDE (2010), le niveau (élevé) du *salairé minimum* nuirait à la demande de travail et réduirait la marge de manœuvre des entreprises face à des chocs. La part importante (en comparaison internationale) du nombre de travailleurs du secteur privé rémunérés au voisinage du salaire minimum témoignerait de la nature contraignante de ce dernier. Une réforme du salaire minimum nécessiterait cependant des analyses approfondies et impliquerait vraisemblablement aussi une refonte du revenu minimum garanti et d'autres prestations sociales susceptibles d'influer sur l'offre de travail.

### 3.4 Les revenus de remplacement

Les revenus de remplacement ont pour objectif de conférer à leurs bénéficiaires une protection adéquate contre les aléas de la vie. Si l'essence même de ces revenus ne peut être remise en cause, leur conception est – selon la littérature économique – susceptible de contribuer à l'allongement de la durée du chômage.

27 Selon cette théorie, les coûts de rotation de la main d'œuvre (coût de recrutement, de formation, de licenciement, etc.) conférerait aux *insiders* un pouvoir de négociation important, même en cas de chômage élevé. Pouvoir qui serait un frein à l'ajustement du marché du travail lors d'un choc économique et empêcherait la baisse du chômage.

28 Selon le Statec (2013), la probabilité de transition d'un emploi temporaire (CDD) vers un emploi permanent (CDI) a diminué entre 2007 et 2011 au Luxembourg.

Des *indemnités-chômage* trop élevées augmenteraient le salaire de réserve des chômeurs (indemnisés) et réduiraient leurs incitations (financières) à accepter un emploi. La *durée des droits aux allocations de chômage* exercerait également un impact négatif sur la longévité du chômage (Nickell, 1997). Des études empiriques révèlent que l'intensité de la recherche d'emploi tend à augmenter au cours des semaines qui précèdent l'expiration des droits aux allocations de chômage et à retomber par la suite avant la date butoir, vraisemblablement en raison d'effets de découragement (Krueger et Mueller, 2008 ; Mortensen, 1977). D'autres études identifient un pic de flux de sortie du chômage (vers l'emploi et l'inactivité) autour de l'expiration des droits aux allocations (Meyer, 1990). Pour ce qui est des chômeurs non-indemnisés en revanche, qui incluent les chômeurs de longue durée, la littérature fait état d'une intensité de recherche relativement constante dans le temps<sup>29</sup>.

Selon diverses études, rehausser les incitations à travailler passerait par exemple par l'introduction d'un système d'allocations dégressives (OCDE, 2005)<sup>30</sup> ou une diminution du montant des indemnités-chômage (OCDE, 2010). Cependant, si des travaux de la BCL (Pierrard, 2007) révèlent qu'une diminution du montant des allocations de chômage contribuerait effectivement au recul du chômage (via un effet baissier sur le salaire de réserve des chômeurs et un effet favorable sur les offres d'emploi), ils identifient également des effets ambigus (potentiellement néfastes) sur le bien-être de la population.

Dans ses publications, l'OCDE évoque régulièrement l'existence de *trappes à inactivité* au Luxembourg, c'est-à-dire de situations où des personnes non éligibles aux indemnités-chômage (comme les chômeurs de longue durée), mais bénéficiant d'autres revenus d'assistance sociale, se retrouvent piégées en raison de faibles incitations à travailler (Carone, Immervoll, Paturot et Salomäki, 2004 ; OCDE, 2005, 2007). Au Luxembourg, le gain financier lié à l'acceptation d'un emploi serait particulièrement faible pour les chômeurs de longue durée peu qualifiés (percevant des prestations sociales et dont les perspectives salariales sont modestes)<sup>31</sup>.

Au final, le choix d'augmenter ou de réduire l'offre de travail dépend non seulement de la générosité des revenus de remplacement mais d'une multitude d'autres facteurs, dont notamment la manière dont est conçue le système de prélèvements et de prestations dans son ensemble<sup>32</sup>. La lutte contre le chômage de longue durée nécessite donc une réponse globale.

Les mesures évoquées ci-avant ne représentent aucunement des propositions de réforme (qui nécessiteraient des analyses approfondies). Elles constituent une liste non-exhaustive de réflexions qui sont avancées par la littérature économique.

#### 4. POLITIQUES ACTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL

La lutte contre le chômage et sa composante de longue durée passerait également par la mise en place de politiques actives du marché du travail efficaces.

29 Selon Mortensen (1977), une hausse du montant des indemnités-chômage (ou un allongement de la durée d'indemnisation) inciterait les chômeurs non-indemnisés ou arrivant en fin de droits à augmenter leur effort de recherche d'emploi. Ceci s'expliquerait par le fait que la hausse du taux d'indemnisation accroît l'utilité liée au chômage indemnisé dans le futur et donc l'utilité de retrouver aujourd'hui un emploi (qui ouvrira les droits à l'indemnisation).

30 Un tel système dégressif existe déjà au Luxembourg où le plafond des allocations de chômage est réduit de 250% du salaire social minimum au cours des six premiers mois de chômage à 200% par la suite (et 150% en cas de prolongation de l'indemnisation au-delà de 12 mois). Suite à la crise, le gouvernement a décidé que la baisse du plafond à 200% du salaire social minimum n'interviendrait qu'après 9 mois de chômage et que le deuxième plafond serait suspendu. Il convient de s'assurer que ces mesures temporaires (censées prendre fin en décembre 2015) ne s'éternisent pas afin de réduire les effets dés-incitatifs potentiels qui peuvent en résulter.

31 Les incitations financières à travailler sont mesurées via des indicateurs tels le *taux marginal de participation* qui indique quelle est la part des revenus bruts additionnels qui est « annulée » (via l'imposition du revenu du travail et le retrait des prestations sociales) lorsqu'une personne passe du chômage ou de l'inactivité à l'emploi.

32 S'y ajoutent d'autres facteurs liés aux préférences individuelles. Ainsi, si d'un point de vue financier, il serait rationnel pour un chômeur de ne pas accepter un emploi impliquant un revenu inférieur à son revenu actuel, il peut percevoir cet emploi comme un tremplin vers le marché du travail avec des perspectives de carrière favorables, ce qui justifierait d'accepter cette offre, (OCDE, 2005).

- Les approches de demande ont pour objectif d'augmenter la demande de travail ou de l'orienter vers l'embauche de populations spécifiques (comme les chômeurs de longue durée). Parmi les mesures phares, on distingue notamment la *création directe d'emplois publics* ou de *stages*. Ces occupations, généralement de courte durée, permettent aux chômeurs de maintenir un lien avec le monde professionnel et d'augmenter leur employabilité. L'efficacité de ces mesures à réinsérer durablement les chômeurs sur le marché du travail « ordinaire » dépend néanmoins de leur conception (Commission Européenne, 2012 ; Duell, 2012 ; Meager et Evans, 1998). Des mesures *i.* combinant des périodes d'emploi (aux caractéristiques proches de celles du marché du travail primaire) et des périodes de formation ou *ii.* ciblées sur des populations défavorisées seraient plus efficaces que des mesures à large échelle par exemple (en raison d'effets de stigmatisation).

Parmi les approches de demande, on dénombre aussi les *subventions salariales*, qui permettent aux entreprises d'embaucher à un moindre coût et d'évaluer prospectivement des salariés potentiels. Selon des études empiriques (Commission Européenne, 2012 ; Duell, 2012 ; Meager et Evans, 1998), les subsides salariaux auraient des effets positifs lorsqu'ils sont ciblés sur des populations vulnérables, dans la mesure où ils orientent la demande de travail vers des chômeurs qui n'auraient peut-être pas été considérés autrement (effets de discrimination et de sélection). Ce type de mesure présente cependant également des inconvénients qui peuvent réduire leur efficacité. Au coût financier élevé subi par la collectivité (OCDE, 2011), s'ajoutent des effets de substitution (favorisant l'embauche de certains chômeurs au détriment d'autres), des effets d'éviction (favorisant la création d'emplois dans les entreprises bénéficiaires au détriment des autres) et des effets d'aubaine (via une utilisation abusive par des entreprises qui, même en l'absence de ces subventions, auraient créé ces emplois) (Commission Européenne, 2012 ; Meager et Evans, 1998 ; OCDE, 2002).

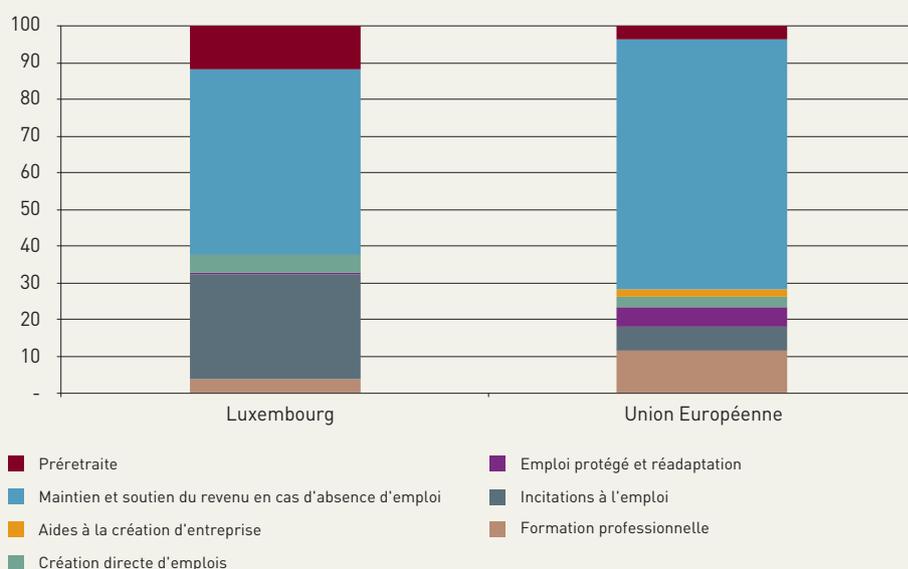
- Les approches d'offre visent à augmenter les chances des chômeurs à réintégrer le marché du travail. Elles peuvent se décliner sous différentes formes (Commission Européenne, 2012 ; Meager et Evans, 1998) : introduction de clauses de participation effective à des activités de recherche d'emploi, de conditions de formation ou de clauses d'acceptation d'offres jugées « appropriées » (OCDE, 2009)<sup>33</sup>, rehaussement des incitations à accepter une offre d'emploi (même faiblement rémunérée) via l'octroi d'aides financières conditionnées à l'emploi. Mentionnons à titre d'exemple l'introduction de seuils d'activité jusqu'auxquels les revenus additionnels générés ne seraient pas « annulés » par l'imposition ou le retrait d'une partie des prestations (Commission Européenne, 2012 ; Meager et Evans, 1998). Ce type de mesure peut inciter les chômeurs à accepter un emploi faiblement rémunéré ou à temps partiel. De même, dans certains pays, le chômeur qui retrouve un emploi avant l'expiration de ses droits se voit octroyer une prime censée compenser partiellement la « perte » des allocations auxquelles il aurait eu droit. Ceci peut encourager les chômeurs à retrouver un emploi le plus rapidement possible (OCDE, 2005). S'y ajoutent des mesures de type « aide au réemploi », telles qu'elles existent au Luxembourg et qui incitent les chômeurs à accepter un emploi moins bien rémunéré que l'ancien. Ce type d'aides doit cependant être conçue de manière à réduire autant que possible les effets d'aubaine. Certaines entreprises pourraient en effet en tirer profit en embauchant des salariés systématiquement au salaire minimum. En outre, l'objectif étant de réinsérer le chômeur sur le marché du travail, les aides accordées aux employeurs pourraient être conditionnées à l'embauche au-delà de la durée de la subvention (OCDE, 2009). Une autre approche serait d'introduire des crédits d'impôts sur les revenus salariaux des travailleurs à bas salaires, ce qui renforcerait les incitations à travailler et réduirait la pauvreté au travail. De tels crédits d'impôts impliqueraient néanmoins une charge financière importante pour la collectivité et seraient susceptibles de réduire les incitations à augmenter le volume de travail (en raison de leur retrait lorsque le revenu augmente).

A souligner également d'autres types de mesures d'activation, comme par exemple le profilage (individuel) des demandeurs d'emploi ou la création de plans d'action individuels (meilleure orientation des chômeurs et meilleur appariement entre offre et demande de travail) (Commission Européenne, 2012 ; Duell, 2012 ; Meager et Evans, 1998 ; OCDE, 2009).

Au Luxembourg, les dépenses pour les différentes politiques sur le marché du travail (hors dépenses administratives) représentaient en 2012, 555,4 millions d'euros, soit 1,3% du PIB, contre 1,7% au niveau de l'Union dans son ensemble.

33 Rappelons que la réforme de l'ADEM prévoit un renforcement des contrôles et des sanctions en cas de refus (successifs) non-justifiés d'une offre d'emploi.

Graphique 4  
Répartition des dépenses en politiques (actives et passives) du marché du travail  
selon le type de mesures  
(en pourcentage du total)



Remarque : En raison de la disponibilité des données, celles relatives au Luxembourg font référence à l'année 2012 et celle de l'Union Européenne à l'année 2011.

Sources : EUROSTAT, calculs BCL

Ces dépenses se répartissent en 62,2% pour les mesures dites « passives », destinées au soutien du revenu en cas de perte d'emploi ou au financement des préretraites et en 37,8% pour les mesures « actives ». Hors mesures de (ré-)intégration (professionnelle) en faveur des salariés handicapés, les politiques actives ne représentaient plus que 1,1% du PIB en 2012.

Une ventilation plus fine révèle qu'au Luxembourg, 3/4 des dépenses pour mesures d'activation sont des mesures d'incitations à l'emploi, dont 28,6% correspondent aux indemnités compensatoires (pour salariés reclassés), 21,9% sont liées à l'aide au réem-

ploi, 9,5% sont destinées aux salariés handicapés et 8,8% concernent l'embauche de chômeurs âgés ou de longue durée; 12,7% des mesures actives concernent des créations directes d'emplois ; seulement 9,8% des dépenses en politiques actives concernent des mesures de formation professionnelle, principalement sous la forme de stages<sup>34</sup>, ce qui, étant donné l'apparente inadéquation entre offre et demande de travail, est surprenant.

De nombreuses mesures se concentrent sur la réinsertion de personnes qui sont en situation de chômage de longue durée. Toutefois, eu égard aux conséquences négatives du passage par des périodes de chômage, de plus en plus de voix s'élèvent en faveur de mesures préventives et d'une intervention précoce (Commission Européenne, 2012 ; Decreuse et Di Paola, 2002 ; Meager et Evans, 1998). Le coût financier élevé et le risque élevé d'effets d'aubaine plaident cependant pour un ciblage des populations les plus défavorisées (peu qualifiés, âgés etc.)<sup>35</sup>.

Dans ce contexte, il convient de mentionner la réforme de l'ADEM, dont l'entrée en vigueur début 2012 constitue un pas dans la bonne direction. Parmi les mesures prévues dans le cadre de cette réforme, il convient de citer en particulier i) le recrutement de personnel additionnel afin de diminuer la charge de demandeurs d'emploi par placeur, ii) l'élargissement du champ de recrutement des conseillers au secteur privé, iii) la formation continue de ces derniers et iv) la décentralisation au niveau régional des services publics de l'emploi. La réforme prévoit également un profilage systématique des demandeurs d'emploi et la mise en place d'un accompagnement individualisé. Ce système est censé permettre une meilleure orientation

34 Selon les données issues du Rapport d'activité du Ministère du Travail, en 2013, le Fonds pour l'emploi a dépensé 687,3 millions d'euros, dont 47% concernaient des indemnités de chômage, 34,3% des actions en faveur de l'emploi (hors stages professionnels et préretraites), 10% étaient liés au financement de préretraites, 6,1% aux formations et stages de réinsertion professionnelle et 2,5% concernaient des mesures spéciales pour jeunes chômeurs.

35 Une telle approche n'élimine néanmoins pas complètement l'effet d'aubaine dans la mesure où rien n'empêche une personne peu qualifiée de retrouver (seule) rapidement un emploi ou au contraire un chômeur hautement qualifié de sombrer dans le chômage de longue durée.

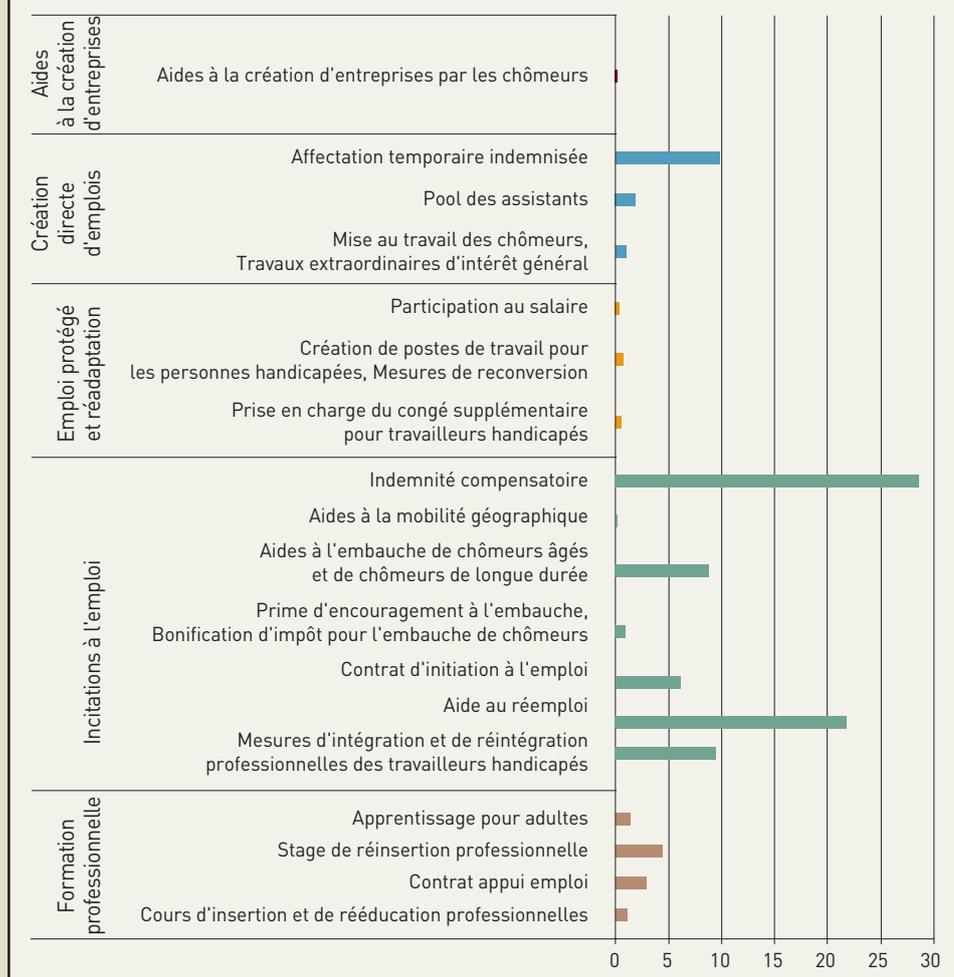
du demandeur d'emploi via l'analyse de son parcours professionnel antérieur, l'établissement d'un bilan de ses compétences et l'analyse de son employabilité. En contrepartie, la réforme prévoit un renforcement des conditions d'activation (incitations des demandeurs d'emploi à s'inscrire plus rapidement auprès des services de placement, à rechercher activement un emploi et à accepter des offres jugées « appropriées »). Les droits et obligations des demandeurs d'emploi sont désormais formalisés (par écrit) dans une convention de collaboration. Notons que la mise en pratique de la réforme n'a pas encore entièrement abouti. Les effets de cette réforme ne devraient se manifester que graduellement au cours du temps. A terme, il conviendra cependant d'analyser et de mesurer l'efficacité des mesures mises en place.

### CONCLUSION

Le chômage de longue durée est un fléau lourd de conséquences économiques et financières, tant au niveau individuel que collectif. Il constitue de surcroît une menace à la cohésion sociale. Au Luxembourg, le nombre de personnes au chômage depuis douze mois ou plus n'a cessé de progresser au cours des dernières années (y compris avant la crise). Ce fléau touche en particulier les populations les plus vulnérables et défavorisées telles les personnes peu qualifiées, les personnes âgées ou souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle. L'impact disproportionné de la crise sur certains secteurs (notamment la manufacture), a sans doute également laissé un grand nombre de salariés qualifiés sans emploi. De même, la disparition de secteurs (dits « en déclin ») au profit d'autres activités est susceptible d'aggraver (à court terme du moins) l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail.

Sur base de la théorie économique et de recommandations/expériences internationales, la lutte contre le chômage de longue durée passe par des mesures d'incitation, censées favoriser une réinsertion rapide des demandeurs d'emploi, et couplées à des actions visant à améliorer leur employabilité (éducation, formation, reconversion professionnelle). La lutte contre le chômage en général passe cependant aussi par une politique de prévention censée réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et d'enlèvement dans le chômage (faciliter le redéploiement des salariés vers des activités de croissance,

Graphique 5  
Ventilation des dépenses de politiques actives selon le type de mesures (en 2012)  
(en pourcentage du total des politiques actives)



Source: EUROSTAT, calculs BCL

identifier les besoins actuels et futurs en compétences etc.). A cela s'ajoute la croissance économique, une condition *sine qua non* à la résorption graduelle du chômage.

#### BIBLIOGRAPHIE

Banque centrale du Luxembourg (2013), Encadré n°2 «La hausse du chômage de longue durée est-elle de nature cyclique ou structurelle ? », Bulletin BCL 2013/2

Bassanini A. et Duval R. (2006), Employment patterns in OCDE countries: reassessing the role of policies and institutions, Working Paper n°35, OCDE Social, employment and migration working papers

Brosius J. (2001), A la recherche des déterminants de la durée du chômage au Luxembourg, CEPS Instead, Document PSELL n° 126

Carone, G., Immervoll, G., Paturot, D. et Salomäki A. (2004), Indicators of unemployment and low-wage traps, OCDE Social, Employment and migration working paper n° 18.

Commission européenne (2012), Le chômage de longue durée, Bilan de l'Observatoire Européen de l'Emploi

Decreuse, B. et Di Paola, V. (2002), L'employabilité des chômeurs de longue durée: mise en perspective des littératures théorique et empirique, Revue d'économie politique, Vol. 112, n° 2, p. 197-227

Duell, N. (2012), Can active labour market programmes reduce long-term unemployment ?, Mutual Learning Programme: Autumn 2012 Seminar

Elsby, M.W., Hobijn, B. et Sahin, A. (2010), The labor market in the Great Recession, Working Paper 15979, NBER Working Paper Series

Fougère D. (2000), La durée du chômage en France, Conseil d'analyse économique

Genevois A.-S. (2011), Difficultés de recrutement dans les entreprises implantées au Grand-Duché, Cahier n°2011-05, CEPS INSTEAD

Genevois, A.-S. et Leduc, K. (2013), Chômage des seniors, la question de la durée et de la récurrence, Cahier n°2013-04, CEPS INSTEAD

Krueger A. et Mueller A. (2008), Job search and unemployment insurance: new evidence from time use data, IZA DP No. 3667, Institute for the Study of Labor Discussion Paper Series

Machin S. et Manning S. (1998), The causes and consequences of long-term unemployment in Europe, Center for economic performance, n° 400

Meager, N. et Evans, C. (1998), Evaluation of active labour market measures for the long-term unemployed

Meyer, B. (1990), Unemployment insurance and unemployment spells, Econometric, Vol. 58, N°4, 757-782

Mortensen, D. (1977), Unemployment insurance and labor supply decisions, Discussion Paper N° 71 presented at the University of Pittsburgh Conference on unemployment insurance, April 8/9, 1976

Nichols, A., Mitchel, J. et Lindner, S. (2013), Consequences of long-term unemployment, The Urban Institute

Nickel, S. (1997), Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America, Journal of Economic Perspectives, Volume 11, Number 3, Pages 55-74

OCDE (2005), Employment outlook, Chapter 3. Increasing financial incentives to work: the role of in-work benefits, OCDE Publishing

OCDE (2009), Faire face à la crise de l'emploi : les réponses des politiques sociales et de l'emploi, Document de référence lors réunion de l'OCDE au niveau ministériel sur l'emploi et le travail

OCDE (2010), Economic Survey of Luxembourg 2010, Chapter 3 «Making the labour market work better», OCDE Publishing

Pierrard O. (2007), Commuters, residents and job competition in Luxembourg, Cahier d'études n° 26, Banque centrale du Luxembourg

Rothstein, J. (2011), Unemployment insurance and job search in the Great Recession, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2011

STATEC (2013), Rapport travail et cohésion sociale, n° 116, Cahier économique

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 Industrie et construction

Sur l'ensemble de l'année 2014 la **production industrielle** a progressé de 6,4%. Seule la production de biens intermédiaires a légèrement reculé alors que la production de biens de consommation et la production sidérurgique ont fortement progressé. Cette embellie a été observée au cours de tous les trimestres de l'année. Lors du premier trimestre de 2015, la production industrielle a progressé de 4,0% par rapport au même trimestre de 2014. Celle-ci a toutefois été pénalisée par une production sidérurgique en baisse de 2,5%. La production de biens de consommation a également été en recul, plus léger, de 0,8%. La production de biens énergétiques a quant à elle fortement progressé.

Tableau 5 :

#### Indicateurs relatifs à l'industrie

(en taux de variation annuel)

	2014	2014-T1	2014-T2	2014-T3	2014-T4	2015-T1
Total Industrie	6,4	7,5	5,8	6,2	6,1	4,0
Industrie sidérurgique	11,0	17,0	13,7	8,6	5,3	-2,5
Total industrie hors sidérurgie	5,4	3,5	-3,1	7,5	13,5	10,8
Biens intermédiaires	-0,6	-2,6	1,0	-0,4	-0,6	5,5
Biens énergétiques	2,2	-3,4	1,8	6,6	4,9	18,3
Biens d'équipement	4,4	5,4	3,4	3,9	4,8	4,3
Biens de consommation	14,9	22,4	24,3	12,2	2,2	-0,8

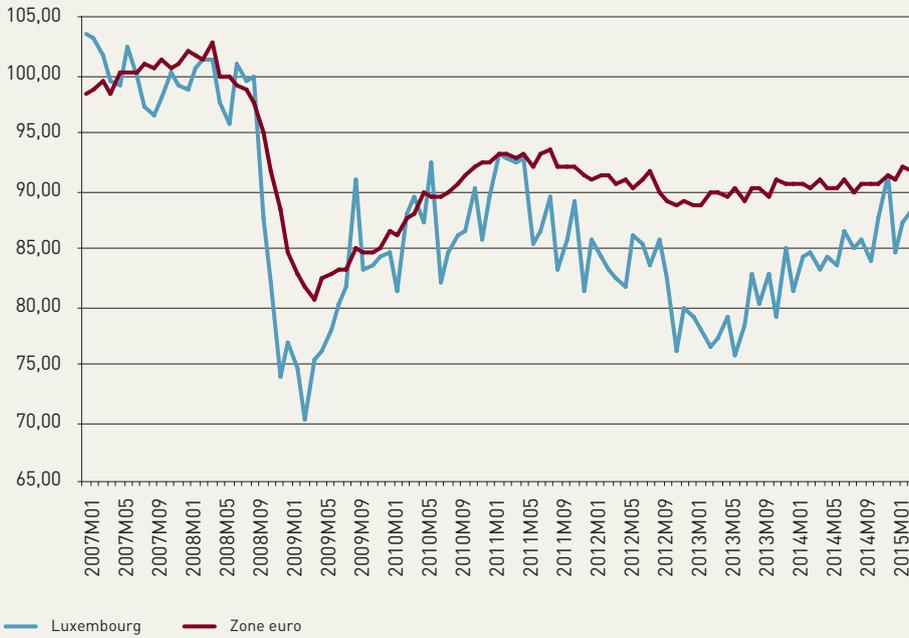
Sources: STATEC, calculs: BCL

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

L'indicateur de confiance dans l'industrie s'est amélioré en mai de cette année, pour s'établir à -24,8 contre -31,2 en avril. Selon l'enquête de conjoncture du mois de mai 2015, par rapport au mois précédent, un nombre plus faible de sondés estimait la tendance récente de la production, tout comme les perspectives futures de la production, comme stables, ils étaient en revanche plus nombreux à la voir en hausse ou en baisse. L'état du carnet de commandes était globalement stable tout comme les stocks de produits finis. Les perspectives d'évolution de l'emploi connaissaient quant à elles une stabilisation très marquée avec 84% de répondants s'attendant à un emploi stable dans les prochains mois (contre 65% en avril). Lors des questions trimestrielles posées en avril, davantage de répondants avaient estimé que certains facteurs limitaient la production, notamment l'insuffisance de la demande. Le

Graphique 14

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



Sources : Eurostat

étaient au contraire clémentes lors du premier trimestre de 2014. Au deuxième trimestre 2014 en revanche, la production ainsi que le nombre d'heures travaillées se sont légèrement tassés (-0,8% et -1,0% respectivement). Au troisième trimestre, la production a connu une légère progression (+0,5%) alors que les heures travaillées ont connu une hausse plus marquée (+1,3%). Le quatrième trimestre a été en demi-teinte, la production ayant diminué alors que les heures travaillées ont légèrement augmenté. Les données du premier trimestre de 2015 indiquent une baisse dans le secteur de la construction tant au niveau de la production que des heures travaillées (-3,0% et -2,5% respectivement).

Alors que le nombre total de permis de bâtir accordés avait régressé de 15% en 2013, il a connu une très forte progression en 2014 (+75,2%). Cette hausse était attendue suite à la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui a pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le secteur de la construction bénéficie en effet d'une mesure transitoire permettant d'appliquer le taux super-réduit de 3% jusqu'au 31 décembre 2016, sous condition qu'une demande d'application de ce taux ait été introduite avant le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le quatrième trimestre a notamment connu une hausse spectaculaire de 163,5% par rapport au trimestre correspondant de l'année 2013. L'augmentation du nombre de permis de bâtir accordés devrait sortir ses effets de manière étalée dans le temps. Il reste à déterminer si le secteur de la construction sera capable d'absorber une telle hausse de l'activité endéans les deux ans.

degré d'utilisation des capacités de production, en légère hausse à 66%, se situait toujours à un niveau très faible. Le degré était toujours pénalisé par un secteur sidérurgique en surabondance de capacités de production (41% de degré d'utilisation).

Sur l'ensemble de l'année 2014, la production dans la **construction** a progressé de 3,4%, le nombre d'heures travaillées ayant quant à lui augmenté de 3,7%. Le premier trimestre de 2014 a été le plus favorable, tant en termes de production que d'heures travaillées. Ces deux indicateurs ont en effet connu une croissance de respectivement 16,2% et 15,7% au cours de ce trimestre. Il convient cependant de rappeler les conditions climatiques particulièrement défavorables au cours des mois de janvier et février de l'année 2013, alors que ces conditions

Tableau 6 :

**Indicateurs relatifs au secteur de la construction**

(en taux de variation annuel)

	2014	2014-T1	2014-T2	2014-T3	2014-T4	2015-T1
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	3,4	16,2	-0,8	0,5	-0,5	-3,0
Heures travaillées	3,7	15,7	-1,0	1,3	0,6	-2,5
Permis de bâtir	75,2	39,0	23,0	49,9	163,5	-

*Sources : STATEC, calculs BCL.*

Les premiers effets positifs semblent se profiler dans les enquêtes de conjoncture. Les résultats de l'enquête la plus récente du mois de mai dénotaient des tendances très positives. Par rapport au mois d'avril, un plus grand nombre de répondants considérait l'activité en augmentation ou stable. Ils étaient également plus nombreux à estimer qu'aucun facteur ne limitait l'activité. Les perspectives d'emploi étaient à la hausse ou stables tout comme l'état du carnet de commandes.

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

Fin mars 2015, 25 682 personnes étaient employées dans les établissements de crédit du Luxembourg, soit une baisse annuelle de 471 emplois.

Il convient toutefois de souligner que cette baisse est à interpréter avec précaution en raison de plusieurs effets statistiques d'envergure. Premièrement, au cours de la période d'observation, une banque a réduit son effectif de 216 personnes en externalisant une partie de son activité qui est désormais couverte par une entité qui fait partie de la population des Professionnels du Secteur Financier (PSF). Ces 216 postes sortent ainsi du périmètre de collecte. Deuxièmement, un nouveau reporting statistique a été mis en place au mois de décembre 2014. Cette refonte statistique a été l'occasion pour de nombreux établissements de crédit de revoir leurs modalités de recensement du personnel. Afin de ne comptabiliser que les mouvements réels des employés du secteur bancaire, les variations de personnel directement liées aux effets statistiques induits par l'introduction d'un nouveau reporting ont été identifiées et isolées. Cet effet « refonte statistique » expliquerait ainsi la perte artificielle de 184 postes. Finalement, il convient également de mentionner une opération particulière qui a fait gonfler les chiffres sur l'emploi dans les établissements de crédit. Effectivement, au troisième trimestre 2014, une banque a augmenté son effectif de 168 personnes en rémunérant directement des salariés qui travaillaient auparavant pour un PSF du même groupe.

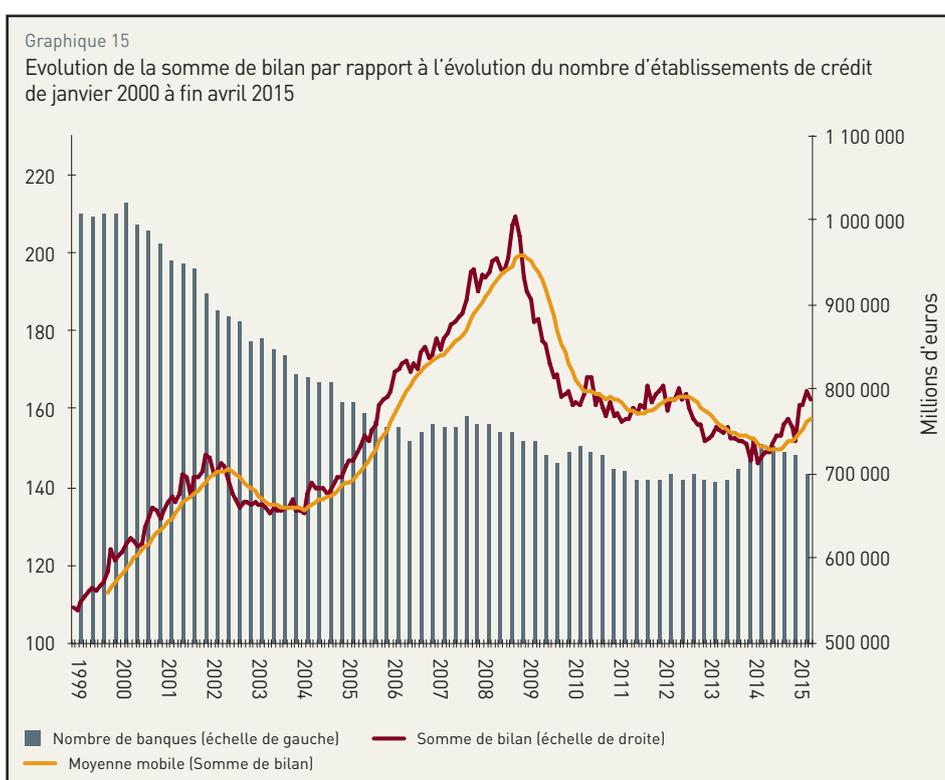
En neutralisant ces effets statistiques, la baisse réelle du personnel bancaire s'inscrirait à 239 emplois entre mars 2014 et mars 2015.

Cette baisse a été imputable à des évolutions contrastées. Ainsi, 45% des banques ont augmenté leur effectif sur la période, alors que 55% d'entre elles l'ont réduit, l'effet net cumulé sur la période ayant été négatif.

## Evolution du nombre d'établissements de crédit

Au 30 avril 2015, la liste officielle recensant les établissements de crédit dénombrait 143 inscriptions. Ceci correspond à une diminution de 9 unités par rapport au mois d'avril 2014. En ce qui concerne la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes dominaient toujours l'activité bancaire de la place financière avec 28 unités présentes. On dénombrait également 15 banques françaises, 12 banques suisses, 10 banques italiennes, 7 établissements chinois, et enfin 5 entités luxembourgeoises.

## Le bilan des établissements de crédit



Source : BCL

Au 30 avril 2015, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des banques présentes sur le territoire luxembourgeois, s'élevait à 789 313 millions d'euros. L'agrégat bilanciel enregistrait une hausse annuelle cumulée de 63 937 millions d'euros, soit 8,8%, par rapport au 30 avril 2014.

## Evolution des principaux postes de l'actif

Comme d'habitude, les créances interbancaires représentaient plus de la moitié (51,0%) du volume de l'activité bancaire fin avril 2015. Ces créances ont augmenté de 23 983 millions d'euros, soit 6,3%, par rapport au même mois de l'année précédente, pour porter l'encours à 402 195 millions d'euros.

Fin avril 2015, les établissements de crédit luxembourgeois avaient déposé 28 162 millions d'euros dans leurs comptes courants auprès de la BCL. Ce montant a enregistré une hausse de 3 840 millions d'euros en rythme annuel et ce malgré les baisses successives des taux d'intérêt directeurs. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, s'établissant à -0,20%, a été confirmé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE le 5 mars 2015. Pour la période de constitution des réserves prenant fin le 21 avril 2015, l'exigence de réserves s'élevait à 4 189 millions d'euros et le montant des réserves excédentaires était de 6 607 millions d'euros.

Fin avril 2015, les créances sur la clientèle non bancaire ont enregistré une hausse de 15,5% en rythme annuel pour s'élever à 193 971 millions, avec néanmoins un léger repli (-2,0%) par rapport au mois de mars 2015. Entre avril 2014 et avril 2015, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro de 2 044 millions d'euros, soit une augmentation de 4,2%. Le crédit immobilier envers les ménages luxembourgeois ainsi que les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) a progressé de 1 890 millions d'euros depuis avril 2014, soit une hausse de 5,0%.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif, qui représentait 21,0% du total bilantaire, s'élevait à 165 770 millions d'euros fin avril 2015. Ce poste a contribué à la reprise de l'activité bancaire dans son ensemble en ayant comptabilisé une progression de 5,9%, soit 9 290 millions d'euros, par rapport à son niveau de l'année précédente. Ce portefeuille était composé à 90% de titres de créances à revenus fixes, le solde étant constitué de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2015, le portefeuille obligataire s'élevait à 149 221 millions d'euros, ayant enregistré un accroissement nominal de 3,4% en rythme annuel, soit 4 919 millions d'euros. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été favorables, de l'ordre de 6 345 millions d'euros, en raison d'une évolution positive du prix des actifs. Les établissements de crédit ont également réalisé des achats de titres, les transactions s'élevant à 863 millions d'euros durant la période analysée.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 4 642 millions d'euros en rythme annuel pour s'établir à 27 377 millions d'euros fin avril 2015, soit 3,5% de l'actif.

Tableau 7 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

(encours en fin de période)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	04-2014	03-2015	04-2015	04-2014 - 04-2015		03-2015 - 04-2015		04-2015
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	378 213	403 045	402 195	23 983	6,3	- 850	-0,2	51,0
Créances sur la clientèle	167 949	197 855	193 971	26 022	15,5	-3 884	-2,0	24,6
Portefeuille titres	156 480	167 060	165 770	9 290	5,9	-1 290	-0,8	21,0
Autres actifs	22 735	29 963	27 377	4 642	20,4	-2 586	-8,6	3,5
Total de l'actif	725 376	797 923	789 313	63 937	8,8	-8 610	-1,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

**Evolution des principaux postes du passif**

Les dettes interbancaires ont atteint un encours de 300 432 millions d'euros fin avril 2015 suite à une augmentation annuelle de 14 985 millions d'euros. Le concours de la BCL aux établissements de crédit a diminué de 600 millions d'euros en comparaison annuelle. Partant, les dettes envers les autres établissements de crédit ont augmenté de 15 585 millions sur douze mois. Hors opérations auprès de la BCL, le solde interbancaire (soit la différence entre les créances et les dettes interbancaires) représentait 75 609 millions d'euros fin avril 2015.

Au 30 avril 2015, les dépôts de la clientèle non bancaire ont évolué favorablement et ont représenté la principale source de financement bancaire au Luxembourg, à savoir 42,3% du total du passif. En effet, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 11,4%, sur une base annuelle, pour atteindre un encours de 333 961 millions d'euros fin avril 2015. Cette hausse s'explique principalement par une augmentation des dépôts des autres intermédiaires financiers luxembourgeois, une composante particulièrement volatile du financement bancaire. Notons que par rapport au mois d'avril 2014, les dépôts des ménages et ISBLM luxembourgeois ont augmenté de 1 803 millions d'euros, soit une progression annuelle de 6,1%, alors que les dépôts des ménages et ISBLM des autres pays membres de la zone euro ont baissé de 3,1%. Toujours par rapport au mois d'avril 2014, les dépôts des sociétés non financières luxembourgeoises sont restés stables, atteignant 17 346 millions d'euros fin avril 2015.

Le financement par émission de titres a connu une légère hausse par rapport à l'année dernière et représentait 59 042 millions d'euros en fin de période, soit 7,5% du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation sont également pris en compte.

Tableau 8 :

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

(encours en fin de période)

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	04-2014	03-2015	04-2015	04-2014 - 04-2015		03-2015 - 04-2015		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
				Dettes interbancaires	285 447	304 575	300 432	14 985
Dettes envers la clientèle	299 851	333 255	333 961	34 110	11,4	707	0,2	42,3
Dettes représentées par un titre	58 014	61 826	59 042	1 028	1,8	-2 784	-4,5	7,5
Autres passifs	82 064	98 267	95 877	13 813	16,8	-2 389	-2,4	12,1
Total du passif	725 376	797 923	789 313	63 937	8,8	-8 610	-1,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs.

Source : BCL

**L'enquête sur la distribution du crédit bancaire**

L'enquête sur la distribution du crédit (*Bank Lending Survey*) est conduite trimestriellement par l'Euro-système depuis janvier 2003 auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Un questionnaire de nature qualitative préparé par l'Euro-système est ainsi remis aux responsables de crédit de ces banques. Lors de l'édition d'avril 2015, 142 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 7 au Luxembourg. Cette dernière enquête était basée sur une version révisée du questionnaire<sup>36</sup>. Outre les modifications apportées à une série de questions, cinq nouvelles questions ont été ajoutées. Elles concernent, d'une part, les facteurs affectant les conditions d'octroi des crédits tant aux entreprises qu'aux ménages et, d'autre part, le rejet par les banques des demandes de prêt<sup>37</sup>. Le guide de collecte joint au questionnaire a également été revu afin de clarifier la distinction entre les notions de critères et de conditions d'octroi des crédits<sup>38</sup>, ainsi que d'intégrer de nouveaux termes.

Dans l'édition d'avril 2015, les questions rétrospectives font référence à la période allant de janvier à mars 2015, tandis que les questions prospectives couvrent la période comprise entre avril et juin 2015. Les conclusions de l'enquête sont présentées en termes de pourcentages nets. Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

Les banques interrogées au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble sur l'évolution des critères d'octroi de crédits aux entreprises ont indiqué avoir assoupli ces critères tant à l'égard des PME que des grandes entreprises au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Cet assouplissement concerne aussi bien les crédits à court terme que ceux à long terme. Au Luxembourg, la concurrence bancaire et la position de liquidité des banques ont contribué à l'assouplissement des critères d'octroi (voir Graphique 16). Dans la zone euro, ce sont plus largement le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques, la concurrence bancaire et celle des financements de marché, la solvabilité des emprunteurs et la tolérance au risque des banques qui ont concouru à l'assouplissement des critères d'octroi.

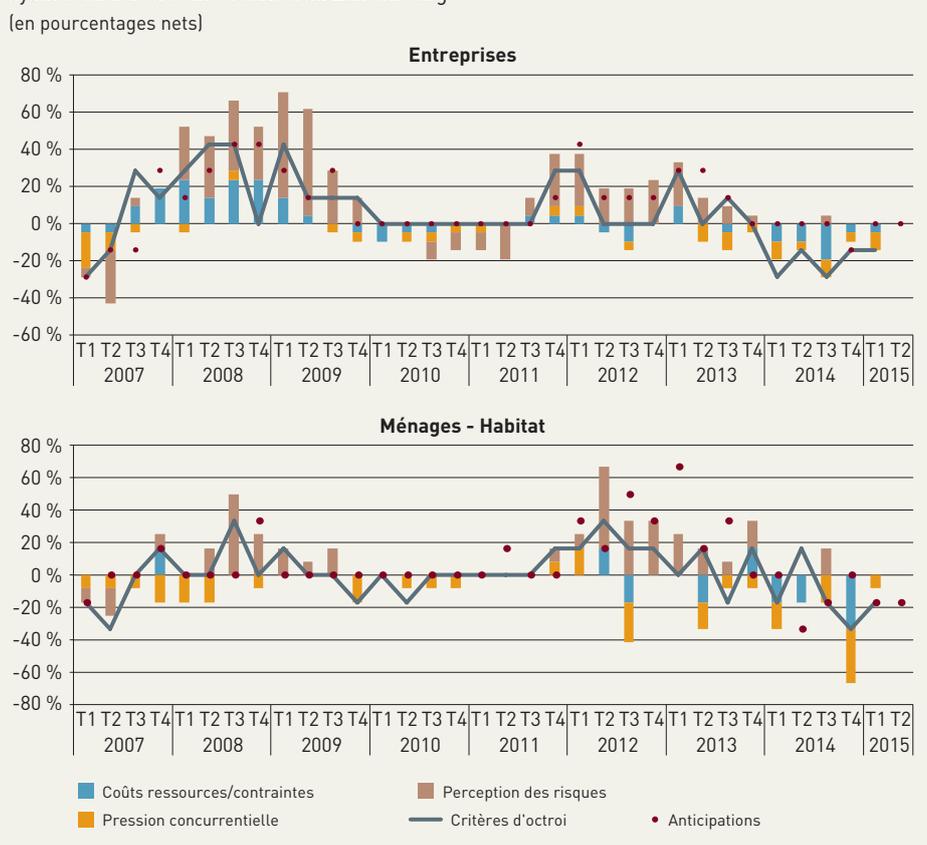
36 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante: [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201504.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf)

37 Un aperçu de ces changements est fourni dans l'annexe 3, p. 47 de la publication de la BCE « *The euro area bank lending survey*. April 2015 ».

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

Graphique 16

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



Notes : concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme étant la différence entre la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « sensiblement assouplis » et « quelque peu assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme étant l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

Source : BCL

que dans la zone euro les banques ont rapporté une légère augmentation de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises, celle-ci a été perçue comme étant stable au Luxembourg. Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont toutefois noté que le recours aux financements internes par les entreprises a quelque peu pesé négativement sur la demande (voir Graphique 17).

Au sujet des crédits à l'habitat aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré un léger assouplissement des critères (voir Graphique 16) et des conditions d'octroi sous l'effet de la pression concurrentielle. L'amélioration des conditions d'octroi s'est manifestée par une légère baisse des marges sur les prêts de risque moyen et par une hausse du ratio prêt-valeur.

Les banques de la zone euro dans son ensemble ont déclaré en revanche avoir durci les critères d'octroi sous l'effet des perspectives sur le marché de l'immobilier et de la tolérance au risque des banques. Le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques, la compétition bancaire, ainsi que la situation et les perspectives économiques globales ont exercé un effet contraire.

Les risques relatifs aux garanties requises ont cependant exercé un effet inverse.

Les banques au Luxembourg ont aussi déclaré avoir assoupli les conditions globales d'octroi de crédits aux entreprises, ce qui s'est traduit par une réduction des marges tant sur les prêts de risque moyen que sur les prêts plus risqués. Cet assouplissement s'est également manifesté par l'application de conditions d'octroi de crédits plus favorables en matière de demandes de garanties, de frais autres que les intérêts et de clauses dans les contrats de crédit. La pression concurrentielle et, à un degré moindre, le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques ont participé à cette amélioration des conditions d'octroi. Ces évolutions correspondent globalement à celles observées dans la zone euro dans son ensemble.

La part des demandes de prêt des entreprises totalement rejetées par les banques au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble a légèrement diminué durant le 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Tandis

Les banques de la zone euro ont en outre indiqué avoir procédé à un assouplissement des conditions globales d'octroi, ce qui s'est traduit par une réduction des marges sur les prêts de risque moyen et, dans une bien moindre proportion, des marges sur les prêts plus risqués, ainsi qu'à un assouplissement en termes de durée de prêt. Les banques ont en revanche durci leurs conditions en matière de demandes de garanties et de quotité d'emprunt. Les facteurs ayant participé à l'amélioration des conditions d'octroi dans la zone euro dans son ensemble sont le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan, la pression concurrentielle et la perception des risques.

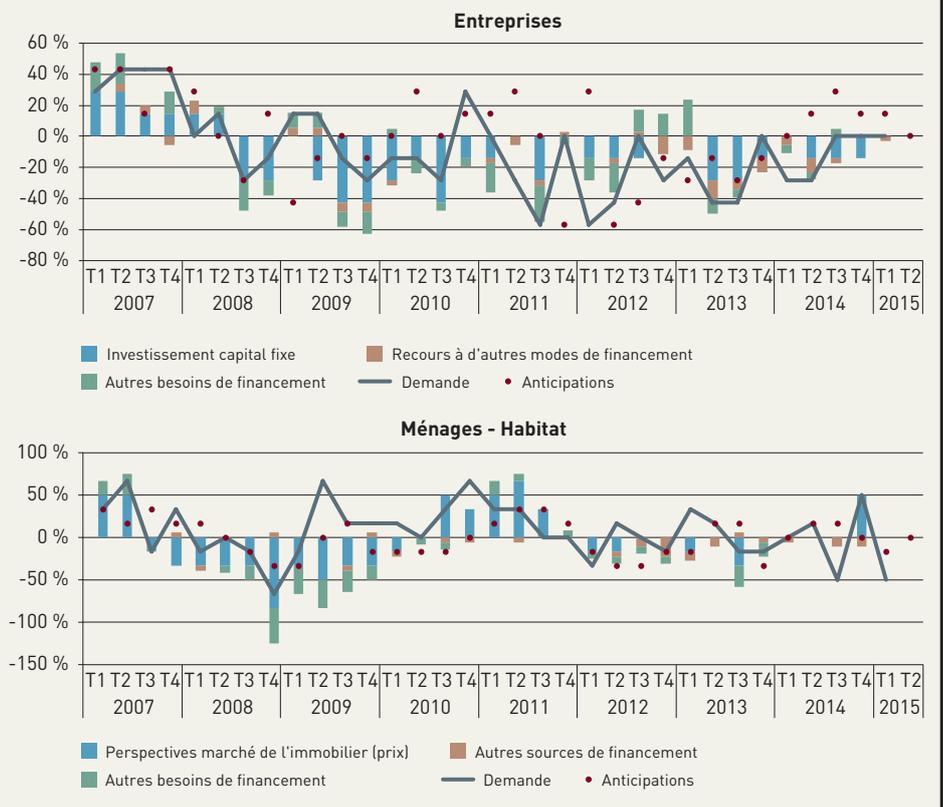
La part des demandes de prêts à l'habitat rejetées par les banques est restée inchangée au Luxembourg tandis qu'elle a légèrement diminué dans la zone euro au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Comme le montre le Graphique 17, les banques au Luxembourg ont déclaré une baisse de la demande de crédits à l'habitat sous l'effet du relèvement du taux de TVA sur le logement servant d'habitation principale à un tiers intervenu au 1<sup>er</sup> janvier 2015. En effet, si la dynamique de crédit avait accéléré en fin d'année dernière, l'ensemble des statistiques disponibles laissent supposer que la progression des crédits immobiliers s'est stabilisée au premier trimestre de cette année.

A l'inverse, les banques de la zone euro dans son ensemble ont mentionné une augmentation de la demande de crédits à l'habitat qui leur a été adressée par les ménages durant le 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Selon les banques, plusieurs facteurs ont contribué à cette hausse de la demande notamment le bas niveau des taux d'intérêt, les perspectives sur le marché de l'immobilier, la confiance des consommateurs, ainsi que la restructuration et la renégociation de dettes. Le régime réglementaire et fiscal appliqué au marché de l'immobilier, de même que le recours à d'autres sources de financement, ont eu un impact négatif sur la demande.

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir maintenu les critères et les conditions d'octroi à leurs niveaux antérieurs. Selon les banques, la concurrence bancaire est un facteur ayant affecté leurs critères d'octroi.

Graphique 17

Evolution de la demande de crédits provenant des entreprises et des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



Notes : concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et la somme des pourcentages des réponses indiquant que la demande a « sensiblement diminué » et « diminué quelque peu ». Quant aux facteurs affectant la demande de crédits, les pourcentages nets sont définis comme étant l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à une hausse de la demande et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à une baisse de la demande.

Source : BCL



Malgré l'invariabilité des conditions globales d'octroi de crédits, les banques ont évoqué une baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen.

Les banques de la zone euro dans son ensemble ont en revanche déclaré avoir assoupli leurs critères d'octroi des crédits à la consommation et autres prêts au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, principalement sous l'effet des pressions concurrentielles et, dans une moindre mesure, d'une meilleure tolérance au risque des banques. L'assouplissement des critères d'octroi a été accompagné de l'amélioration des conditions d'octroi qui s'est traduite par une diminution des marges tant sur les prêts de risque moyen que sur les prêts plus risqués. Elle a également été reflétée dans des conditions d'octroi plus favorables relatives au montant et à la durée de prêt. Selon les banques, ce sont essentiellement la pression concurrentielle, ainsi que le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan qui ont contribué à l'assouplissement des conditions d'octroi.

La part des demandes de crédits à la consommation et autres prêts des ménages totalement rejetées par les banques est restée inchangée au Luxembourg, tandis qu'elle a légèrement augmenté dans la zone euro dans son ensemble au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2015.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à la consommation et autres prêts des ménages a légèrement diminué durant le 1<sup>er</sup> trimestre 2015, les pourcentages nets s'établissant à -17%. Les banques n'ont toutefois pas relevé de changement dans les besoins de financement des ménages, ni dans le recours à d'autres modes de financement. A l'inverse, les banques de la zone euro ont noté une augmentation de la demande, soutenue principalement par les besoins de financement des dépenses de consommation en biens durables, par la confiance des consommateurs et par les taux d'intérêt bas.

Outre les questions régulières, cinq questions *ad hoc* figuraient dans l'enquête menée en avril 2015. La première question s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque. Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont enregistré au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2015 une faible détérioration de leurs conditions d'accès au financement sur le marché monétaire à court terme (d'une durée supérieure à une semaine), tandis qu'elles n'ont pas noté de changement dans leurs conditions d'accès au financement sur le marché monétaire à très court terme (d'une durée inférieure ou égale à une semaine). Les conditions d'accès des banques au financement par les dépôts sont demeurées inchangées au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2015 au Luxembourg. Les banques de la zone euro dans son ensemble ont en revanche déclaré une amélioration de leurs conditions de financement de marché de détail et de gros.

La deuxième question portait sur le niveau des critères d'octroi de crédits des banques. Malgré des réponses hétérogènes, la plupart des banques au Luxembourg ont indiqué avoir un niveau de critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les prêts à l'habitat aux ménages se situant autour du point médian de la fourchette<sup>39</sup> depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2003. De nombreuses banques ont signalé que le niveau des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation et autres prêts aux ménages était resté constant durant cette même période. En revanche, une part importante des banques de la zone euro a mentionné un niveau plus strict de critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et aux ménages que le point médian de la fourchette depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2003.

Les réponses des banques au Luxembourg concernant le niveau de leurs critères d'octroi de crédits par rapport aux niveaux en vigueur entre le 2<sup>e</sup> trimestre 2010 et avril 2015 sont plus contrastées. Cependant, pour les crédits aux entreprises et les crédits à l'habitat aux ménages, une part importante

<sup>39</sup> Le point médian de la fourchette est défini comme étant « le point médian entre le niveau maximal et le niveau minimal des critères d'octroi de crédits pendant cette période ».

des banques a déclaré appliquer des critères d'octroi modérément plus stricts que le point médian de la fourchette depuis le 2<sup>e</sup> trimestre 2010. De nombreuses banques dans la zone euro ont mentionné des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises et aux ménages se situant autour du point médian de la fourchette entre le 2<sup>e</sup> trimestre 2010 et avril 2015.

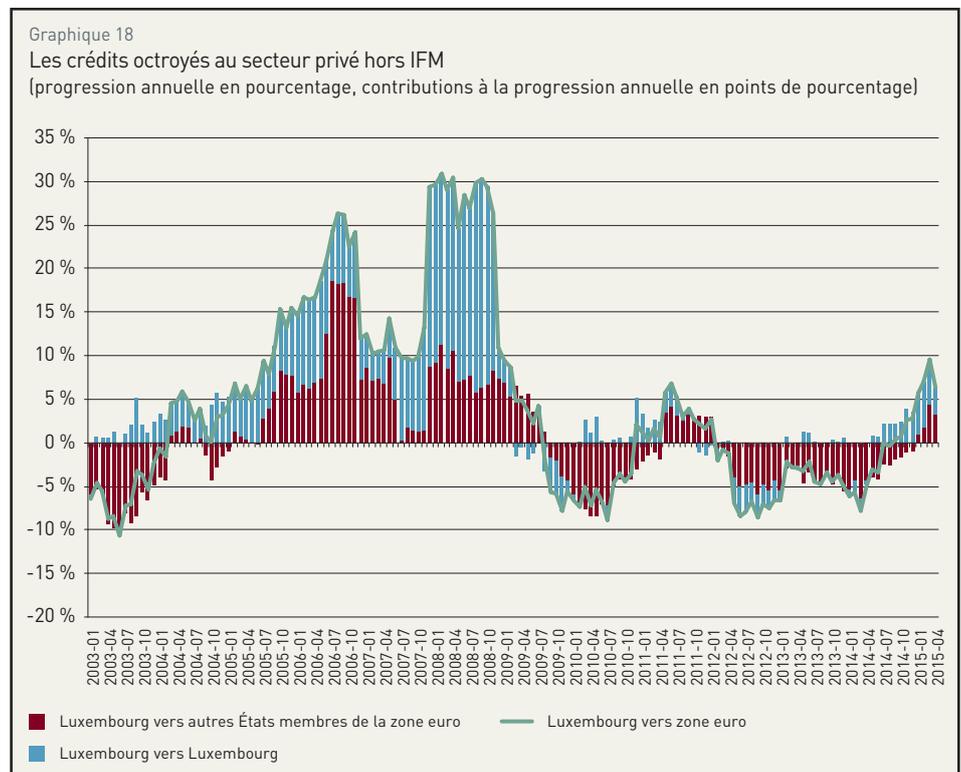
La troisième question interrogeait les banques sur l'effet que le programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème a pu avoir sur leurs actifs. Les banques au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble ont fait part d'une hausse de leurs actifs totaux et d'une amélioration de leurs conditions de financement de marché. Les banques au Luxembourg ont toutefois noté une légère dégradation de leurs marges nettes d'intérêt au cours des six derniers mois. Les banques de la zone euro ont déclaré une amélioration de leur position de liquidité, ainsi que de leur niveau de rentabilité globale due à des plus-values principalement réalisées à la suite de ventes d'actifs négociables.

La quatrième question demandait aux banques l'utilisation qu'elles ont faite de la liquidité supplémentaire issue du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Selon les banques, l'augmentation de la liquidité résultant de la vente d'actifs négociables a légèrement contribué à l'octroi de prêts aux entreprises au cours des six derniers mois au Luxembourg. Les banques ont aussi indiqué que la hausse de la liquidité issue de l'augmentation des dépôts de la clientèle a modérément concouru à l'achat d'actifs négociables de la zone euro (hors obligations souveraines). Les banques de la zone euro ont déclaré avoir utilisé la liquidité supplémentaire, issue tant de la vente d'actifs négociables que de la hausse des dépôts de la clientèle, à des fins d'octroi de crédit et, à un degré moindre, à des fins de refinancement et d'achat d'actifs.

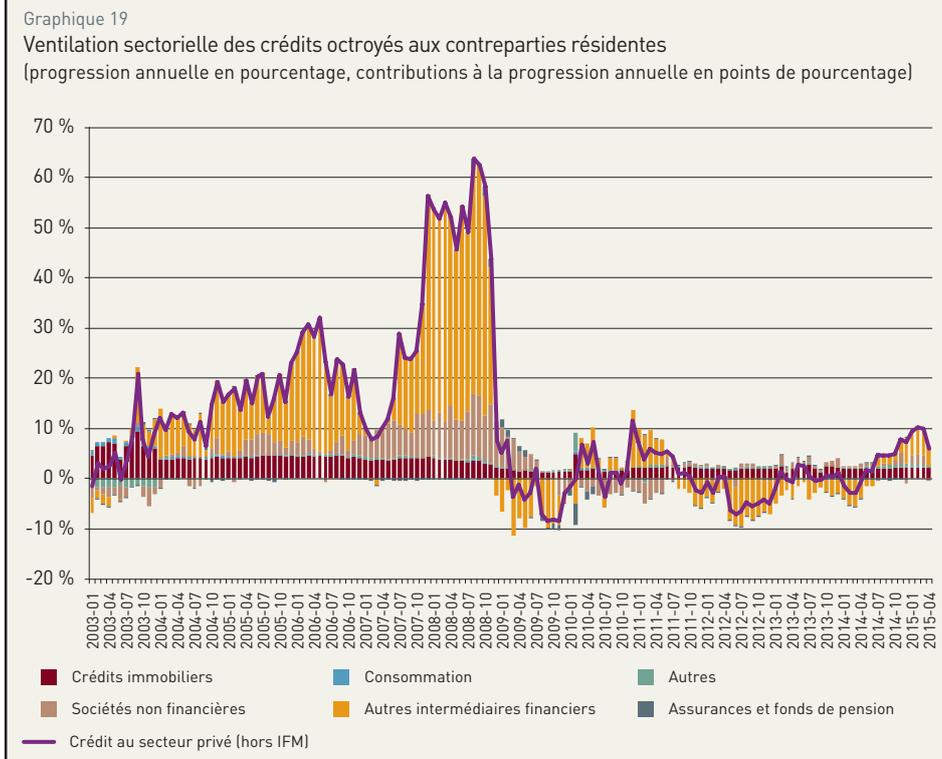
La cinquième question avait trait à l'effet du programme étendu d'achat d'actifs de l'Eurosystème sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques de l'échantillon luxembourgeois et de la zone euro dans son ensemble ont déclaré avoir assoupli les critères et les conditions d'octroi des crédits tant aux entreprises qu'aux ménages au cours des six derniers mois.

### L'évolution des crédits au secteur privé

L'évolution des crédits accordés au secteur privé par les établissements de crédit au Luxembourg, qui est devenue positive en septembre 2014, a continué sa progression depuis le début de l'année. La progression annuelle des crédits octroyés par les établissements de crédit luxembourgeois au secteur privé de la zone euro était de +6,4% en avril, soutenue à part égal par les crédits octroyés aux contreparties résidentes et non-résidentes.



Source : BCL



Source : BCL

Quant aux crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 6,0% en avril (voir Graphique 19). La majeure partie de ces crédits a été accordée au secteur financier hors établissements de crédit, c'est-à-dire aux autres intermédiaires financiers (AIF). Selon les données bilantaires d'avril, 39% des encours de crédits octroyés aux résidents ont été destinés à ce secteur qui est majoritairement composé de holdings financiers et de fonds d'investissement non monétaires. Pour le reste, 34% des crédits ont été octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 20% des encours ont été destinés aux entreprises. Des montants relativement limités ont été destinés aux crédits à la consommation et aux crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

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

De même, la contribution des crédits accordés aux AIF implantés au Luxembourg a été positive depuis juillet 2014. La contribution des crédits aux ménages, principalement attribuable aux crédits immobiliers, était stable et positive. La contribution des crédits octroyés aux sociétés non financières (SNF) a en revanche été assez volatile depuis fin 2014.

Eu égard aux différents secteurs non financiers résidents, on constate une augmentation de la croissance des crédits accordés aux SNF à 8,1% en février suivi d'une diminution à 0,0% en avril. La croissance annuelle des crédits immobiliers accordés aux ménages est restée assez stable. La croissance des crédits à la consommation est positive depuis le début de l'année. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

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

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux dernières données disponibles, à savoir celles du mois d'avril 2015. Il convient de noter qu'il s'agit de chiffres provisoires. Les données ont trait aux taux d'intérêt de détail relatifs aux nouveaux contrats pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. On entend par nouveau contrat tout nouvel accord passé entre le ménage ou la société non financière et l'agent déclarant. Les

nouveaux accords comprennent tous les contrats financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

#### *Taux d'intérêt des crédits accordés*

Au 30 avril 2015, le taux de la BCE pour les opérations principales de refinancement était de 0,05%, taux en vigueur depuis le 10 septembre 2014. Si les taux d'intérêt de la BCE n'ont pas changé depuis lors, les baisses successives précédentes ont généralement été répercutées sur les taux de détail appliqués aux crédits. Ainsi, les taux d'intérêt se sont établis à des niveaux bas, voire historiquement bas. En même temps, compte tenu des effets saisonniers, certains taux d'intérêt n'ont guère changé sur les périodes plus récentes. La baisse des taux d'intérêt est ainsi restée limitée par souci de préserver les marges par rapport aux taux d'intérêt sur les dépôts qui s'inscrivent à des niveaux déjà historiquement bas, voire même proches de zéro sur certaines ventilations.

Si fin avril 2015 le taux d'intérêt variable<sup>40</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint son plus bas niveau historique de 1,77%, il n'a diminué que de 16 points de base par rapport au mois d'avril 2014. La baisse des taux de détail est toutefois plus perceptible pour les taux d'intérêt fixes<sup>41</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages. En effet, sur la même période, ce taux a baissé de 56 points de base, pour s'inscrire à 1,86%.

Le coût des crédits à la consommation s'est également inscrit à la baisse. Ainsi, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 et inférieure ou égale à 5 ans, a diminué de 110 points de base, en comparaison annuelle, pour atteindre 2,80% en fin de période. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité et sont influencées par des événements externes tels que le festival de l'automobile, période pendant laquelle les banques octroient des crédits à taux préférentiels.

Il en est de même pour la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation. Ces derniers ont vu leurs coûts diminuer entre avril 2014 (1,87%) et avril 2015 (1,32%). 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.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a baissé de 28 points de base, par rapport à avril 2014, pour atteindre son plus bas niveau historique de 1,92%.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a diminué de 28 points de base sur la même période pour s'élever à 1,35%.

#### *Taux d'intérêt des dépôts*

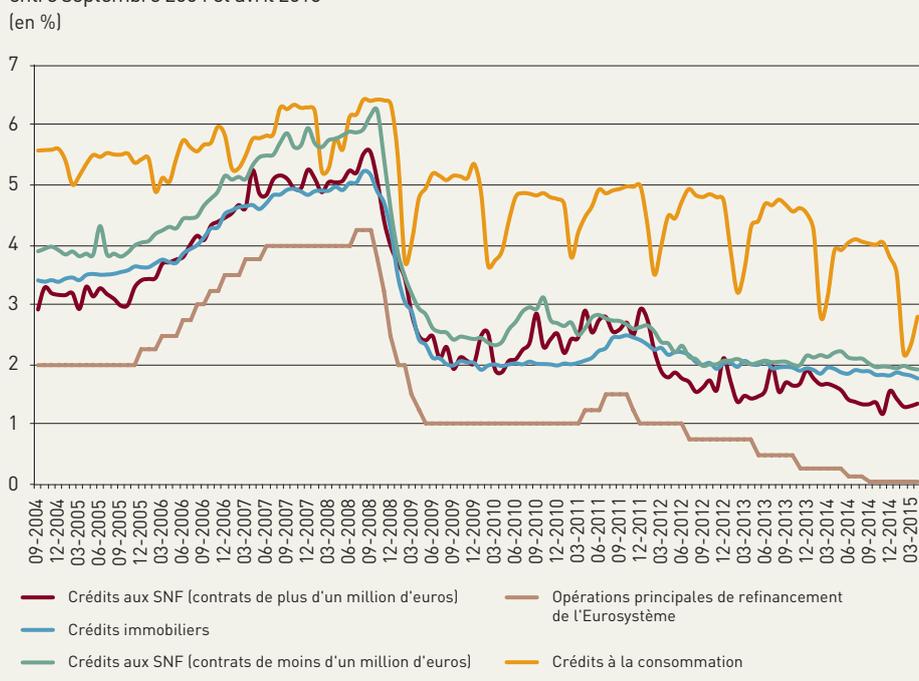
La rémunération des dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an a diminué de 5 points de base sur douze mois. Ainsi, la rémunération sur ces dépôts est passée de 0,34% en avril 2014, à 0,29% en avril 2015. Néanmoins, cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer

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

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

Graphique 20

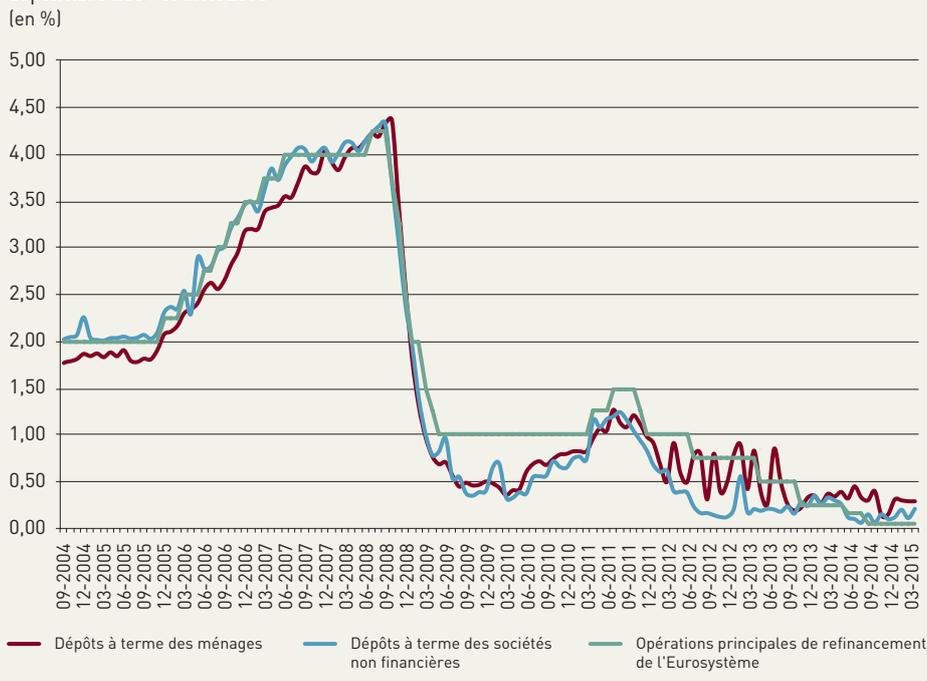
Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et avril 2015 (en %)



Source : BCL

Graphique 21

Evolution de la rémunération des dépôts des agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et avril 2015 (en %)



Source : BCL

des ajustements considérables en ce qui concerne les pondérations relatives sous-jacentes. Par exemple, un taux favorable accordé à un client fortuné qui dépose une somme importante auprès d'un établissement de crédit peut avoir un impact très important sur les données agrégées. Effectivement, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats sont pondérés au sein des catégories d'instruments concernées par les montants des contrats individuels. Or, ces pondérations sont particulièrement volatiles pour les dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an.

S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt appliqué à ces dépôts a baissé de 9 points de base pour atteindre 0,21% en date du 30 avril 2015.

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

En tenant compte des effets de calendrier liés à l'hétérogénéité des dates de clôture des comptes de certains établissements de crédit, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois, à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger, s'élevait à 1 487 millions d'euros au 31 mars 2015. Ce résultat représente une augmentation de 13,9% par rapport au premier trimestre de l'année précédente.

Malgré la faiblesse des taux de détail offerts par les banques au secteur privé non financier, les intérêts perçus sont restés stables (-0,7% en comparaison annuelle), pour s'établir à 2 989 millions d'euros au 31 mars 2015. En effet, la reprise de l'activité bancaire, reposant essentiellement sur une hausse significative de l'encours du portefeuille de créances (en progression de 15,5% en comparaison annuelle), conjuguée à une baisse significative des charges d'intérêt, à concurrence de 7,2% en rythme annuel, ont permis une augmentation de 7,5% de la marge sur intérêts. Les produits de dividende, également inclus dans le calcul de la marge sur intérêts, ont affiché un encours de 80 millions d'euros fin mars 2015, en retrait de 31,6% par rapport au premier trimestre de l'année précédente (soit 37 millions d'euros).

Les revenus nets sur commissions, provenant essentiellement des activités de banque dépositaire, et les revenus sur opérations de change ont connu une évolution favorable, pour augmenter respectivement de 62 millions d'euros (+6,2%) et 30 millions d'euros (+68,2%) par rapport au premier trimestre de l'année 2014.

Notons également la hausse des autres revenus nets. Ces derniers reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles titres détenus par les banques. Ces revenus non récurrents, d'un caractère typiquement hétérogène et volatil, ont contribué à hauteur de 372 millions d'euros au produit bancaire, en progression de 33 millions d'euros en perspective annuelle.

Par conséquent, le produit bancaire, représentant la somme de la marge sur intérêts et des revenus hors intérêts, a augmenté de 210 millions d'euros pour s'élever à 2 752 millions d'euros au 31 mars 2015.

Concernant les frais généraux, ces derniers ont augmenté de 2,1% en rythme annuel, portés exclusivement par les frais d'exploitation atteignant 547 millions d'euros au 31 mars 2015 (+ 8,5%). A l'inverse et en ligne avec la diminution des effectifs du secteur bancaire, les frais de personnel ont diminué de 2,7%.

Tableau 9 :

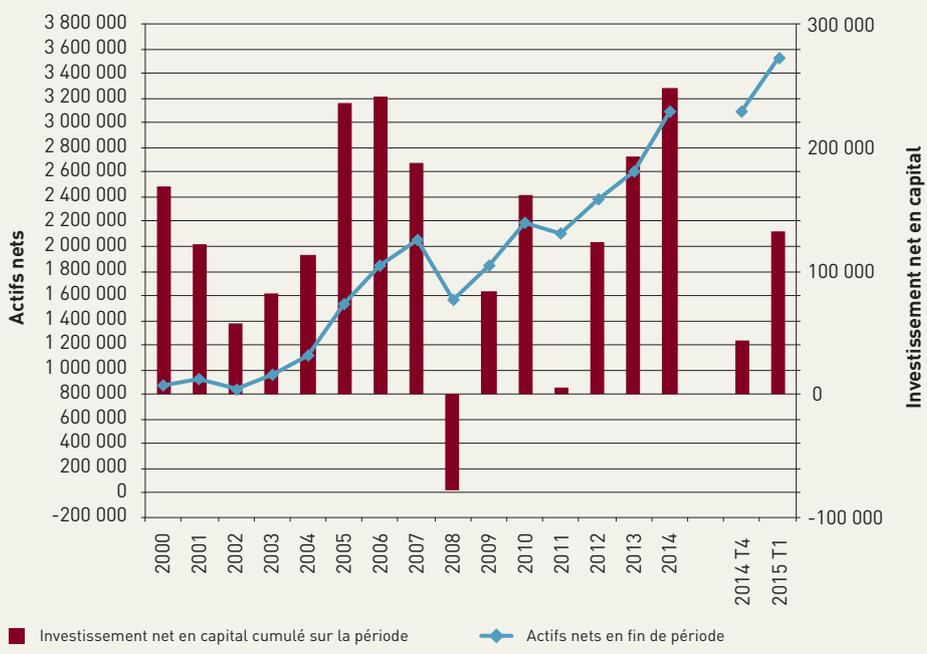
**Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des banques luxembourgeoises<sup>1)</sup>**

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	03-2014	03-2015	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêt	3 009	2 989	- 20	-0,7
2	Produits de dividende	117	80	- 37	-31,6
3	Charges d'intérêt	1 972	1 830	- 142	-7,2
4	Marge sur intérêts (1+2-3)	1 153	1 239	86	7,5
5	Revenus nets sur commissions	1 005	1 067	62	6,2
6	Revenus nets sur opérations de change	44	74	30	68,2
7	Autres revenus nets	339	372	33	9,7
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	1 388	1 513	125	9,0
9	Produit bancaire (4+8)	2 542	2 752	210	8,3
10	Frais de personnel	670	652	- 18	-2,7
11	Frais d'exploitation	504	547	43	8,5
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 174	1 199	25	2,1
13	Amortissements sur immobilisé non financier	62	65	3	4,8
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 305	1 487	182	13,9

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

Source : CSSF

Graphique 22  
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC  
(en millions d'euros)



Source : CSSF

fois par la variation des marchés financiers (+343 043 millions d'euros) et la hausse des investissements nets (+174 988 millions d'euros).

### 1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de septembre 2014, le nombre de fonds d'investissement a diminué de 12 unités, pour s'établir à un total de 3 888 unités à la fin du mois de mars 2015. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 111 unités au cours de cette période, passant ainsi de 13 799 à 13 910 unités.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a progressé de près de 17,2% pour s'établir, à la fin du mois de mars, à 3 524 793 millions d'euros. La hausse de la VNI s'explique à la

Tableau 10 :

**Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif**

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	dont nombre de compart. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital <sup>1)2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	209	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	175	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2014										
sept.	3 900	13 799	187	3 006 762	22 688	13 554	467 562	18,4	36 242	1,2
oct.	3 904	13 825	179	3 034 458	19 819	7 877	444 330	17,2	27 696	0,9
nov.	3 913	13 885	179	3 083 354	20 282	28 614	475 626	18,2	48 896	1,6
déc.	3 905	13 849	175	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3	11 633	0,4
2015										
jan.	3 885	13 864	174	3 277 013	35 402	146 624	653 177	24,9	182 023	5,9
fév.	3 893	13 902	174	3 403 866	46 052	80 801	724 355	27,0	126 853	3,9
mars	3 888	13 910	175	3 524 793	49 926	71 001	815 592	30,1	120 927	3,6

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 relatives aux 2011 et 2012.

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 11 :

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

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

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014	1 276 214	1 033 688	806 559	48 027	32 213	98 023
2014						
sept.	1 263 815	982 167	799 387	44 882	28 042	93 297
oct.	1 287 104	988 472	792 919	45 639	30 305	91 644
nov.	1 299 259	1 010 529	810 699	45 678	30 620	94 642
déc.	1 276 214	1 033 688	806 559	48 027	32 213	98 023
2015						
janv.	1 330 891	1 113 001	859 765	52 598	35 323	99 726
fév.	1 341 453	1 180 953	900 405	53 279	35 874	105 460
mars	1 365 767	1 224 350	945 961	53 727	36 871	104 888

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 représentant des parts d'investissement en matières premières ou dans d'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 fait augmenter artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de +8,1%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de +24,7% pour atteindre un encours de 1 224 350 millions d'euros à la fin du mois de mars 2015. Les actifs des fonds mixtes ont connu un accroissement de +18,3%. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de +19,7%, +31,5% et +12,4% entre la fin du mois de septembre 2014 et la fin du mois de mars 2015.

## Les OPC monétaires

### Le nombre de compartiments

Fin mars 2015, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 175 unités, un effectif en baisse de 12 unités par rapport au mois de septembre 2014, poursuivant ainsi la lente érosion entamée depuis le début de la crise financière.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition<sup>42</sup>.

### La somme des bilans

Entre la fin du troisième trimestre de 2014 et la fin du premier trimestre de 2015, la somme des bilans a progressé de près de +15,3%, passant de 213 265 millions d'euros à 245 919 millions d'euros. Cette évolution confirme ainsi la tendance positive enregistrée depuis le mois de juin 2014, et ce en dépit du maintien d'un contexte de faibles taux d'intérêt. Cette progression du niveau d'activité des OPC monétaires s'explique, d'une part, par le dynamisme des émissions nettes, et d'autre part, par les effets de revalorisation induits par la dépréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar américain.

### 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 mars 2015, le portefeuille de titres représentait 83,1% de l'actif, soit 204 307 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 15,7%, soit 38 605 millions d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une hausse du portefeuille de titres (+17,8%).

Tableau 12 :

### 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 <sup>1)</sup>
	2014/03	2014/09	2015/03	2014/03 - 2015/03		2014/09 - 2015/03		2015/03
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	36 519	36 944	38 605	2 086	5,7	1 661	4,5	15,7
Portefeuille titres	158 219	173 450	204 307	46 088	29,1	30 857	17,8	83,1
Autres actifs	2 263	2 871	3 007	744	32,9	136	4,7	1,2
Total de l'actif	197 001	213 265	245 919	48 918	24,8	32 654	15,3	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

<sup>42</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (97 778 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (50 192 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (51 685 millions d'euros).

Entre la fin du troisième trimestre de 2014 et la fin du premier trimestre de 2015, le volume total des titres en portefeuille a augmenté de +17,8%. Au cours de cette période, la hausse de la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement augmenté de +30,1%, +11,5% et +19,8%.

Tableau 13 :

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

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	2014/03	2014/09	2015/03	2014/03 - 2015/03		2014/09 - 2015/03		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2015/03
Etablissements de crédit	84 503	87 728	97 778	13 275	15,7	10 050	11,5	49,0
Administrations publiques	33 813	38 581	50 192	16 379	48,4	11 611	30,1	25,1
Autres secteurs	36 162	43 128	51 685	15 523	42,9	8 557	19,8	25,9
<b>Total</b>	<b>154 478</b>	<b>169 437</b>	<b>199 655</b>	<b>45 177</b>	<b>29,2</b>	<b>30 218</b>	<b>17,8</b>	<b>100,0</b>

Source : BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs

### 1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les statistiques relatives aux ventes dans le commerce indiquent des évolutions globalement décevantes pour l'année 2014. Les ventes dans le commerce de gros ont enregistré une quasi-stabilisation en 2014, après une année 2013 tout aussi décevante. Le chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles s'est redressé, après deux ans de baisse. Les données pour l'année 2014 indiquent une sensible décélération dans la progression du chiffre d'affaires dans le commerce de détail. Avec une croissance moyenne de 9% environ sur un an de son chiffre d'affaires, le commerce de détail est pourtant resté relativement dynamique en 2014 par rapport aux autres branches du commerce.

Rappelons toutefois que le commerce électronique a contribué à une forte hausse du chiffre d'affaires du commerce de détail au cours de ces dernières années. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail corrigé des ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et de la vente par correspondance (VPC) n'a en moyenne que raisonnablement progressé entre 2000 et 2009 avec une hausse annuelle moyenne de 3,7%. Sur la période plus récente (2010-2014), sa progression annuelle moyenne a baissé à 2,3%. La prise en compte de la VCMS et de la VPC dans les statistiques montre clairement que le commerce électronique a, en valeur, progressivement soutenu le commerce de détail dans les années 2000, avant de fortement augmenter à partir de 2010. Ainsi, sur la période 2001-2009, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail (y compris VMCS et VPC) a progressé en moyenne de 6,2% par an. Sur les cinq années suivantes (2010-2014), le chiffre d'affaires dans le commerce de détail (y compris VMCS et VPC) a progressé en moyenne de 14,3% par an.

Soulignons toutefois que sur la seconde moitié de l'année 2014, la croissance du chiffre d'affaires dans le commerce de détail a en moyenne sensiblement baissé et ce, avant même l'entrée en vigueur de la hausse de 2 points du taux de TVA en janvier 2015 et de l'instauration de la nouvelle loi sur le commerce

électronique. Les statistiques provisoires disponibles pour les deux premiers mois de l'année indiquent une baisse substantielle du chiffre d'affaires dans le commerce de détail en janvier 2015 (-14,7% sur un an). En février, le repli affiché est de 3,5%. Corrigé de la VCMS et de la VPC, la baisse du chiffre d'affaires dans commerce de détail ne se réduirait plus qu'à 1,1% en janvier, tandis qu'une progression de 2,1% serait observée en février 2015. Il semblerait donc que le commerce électronique ait déjà commencé à peser négativement sur les statistiques de ventes au détail. Le commerce de gros connaît la même orientation, puisque son chiffre d'affaires aurait baissé de 10,6% en janvier et de 7,2% en février 2015.

Les ventes de véhicules ont au contraire largement bénéficié de la hausse programmée de la TVA en 2015, grâce à l'anticipation des achats effectués sur la seconde moitié de l'année 2014. Le mois de décembre a été particulièrement fructueux, avec une hausse des immatriculations automobiles de 42,3% sur un an. Depuis le début de l'année 2015, les immatriculations automobiles ont enregistré une baisse moyenne de 3,7% (sur un an) sur les trois premiers mois de l'année. Plus précisément, elles ont baissé de 6,1% et 8,2% respectivement en janvier et février 2015, avant de se redresser quelque peu en mars 2015 (+2% sur un an). En avril 2015, elles ont chuté de 3,3%. De fait, le Luxembourg se distingue de l'Union européenne qui affiche des statistiques d'immatriculations pour le moins satisfaisante (+8,2% des immatriculations automobiles sur les quatre premiers mois de l'année, contre -3,6% au Luxembourg). Les statistiques pour les quatre premiers mois de l'année 2015 sont très favorables dans les pays de la zone euro ayant bénéficié d'un plan d'aide internationale et, dans une moindre mesure, chez la plupart de nos partenaires économiques. En Allemagne et en France, les immatriculations ont progressé de respectivement 6,4% et 5,6% sur les quatre premiers mois de l'année. Sur la même période, elles ont au contraire baissé de 1,7% en Belgique. Enfin, la reprise des immatriculations a été très forte en Espagne (+23,9%), en Irlande (+28,2%), en Grèce (+13,7%) au Portugal (+32,3%) et à Chypre (+11,5%).

Dans le secteur des services, les évolutions des chiffres d'affaires n'ont en général été que modestes en 2014, comme en témoigne par exemple le secteur de l'hôtellerie-restauration. Le chiffre d'affaires a poursuivi sa progression en 2014 dans le secteur du transport aérien, tandis qu'il a fortement reculé sur la même période dans le secteur du transport par eau<sup>43</sup>. Pour ce qui est du transport terrestre et du secteur des services auxiliaires des transports, les évolutions n'ont été que marginales en 2014.

Les données provisoires pour les deux premiers mois de l'année 2015 font état d'une franche accélération du chiffre d'affaires dans le transport aérien (avec une hausse moyenne de l'ordre de 35% sur le 1<sup>er</sup> bimestre de l'année 2015 par rapport au même bimestre de l'année précédente) et d'un redressement marqué du chiffre d'affaires dans le transport par eau (en hausse de 25% environ par rapport à janvier-février 2014). Le transport terrestre connaîtrait une tendance inverse, avec une baisse de son chiffre d'affaires avoisinant 4% sur la même période.

<sup>43</sup> Les données relatives aux transports par eau doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée et des révisions notables dont elles peuvent parfois faire l'objet.

Tableau 14 :

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

(en taux de variation annuel)

	2013	2014	2014-T1	2014-T2	2014-T3	2014-T4	2015-T1
Immatriculations de voitures	-7,5	6,8	-0,0	5,3	14,4	9,9	-3,7
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-0,4	5,7	4,6	5,9	6,6	5,6	—
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	0,4	0,7	0,6	-2,7	3,3	1,5	—
Commerce de détail	14,5	9,1	14,7	15,4	5,2	4,0	—
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC et VCMS)	2,4	1,5	1,7	2,0	-0,1	2,3	—
Hôtels et restaurants	4,9	3,2	6,0	0,8	2,6	3,8	—
Transports aériens	7,5	8,7	6,2	6,2	6,9	14,7	—
Transports par eau	25,3	-23,1	-29,3	-32,2	-19,5	-10,5	—
Transports terrestres	0,5	2,7	0,2	5,9	3,3	1,4	—
Services auxiliaires des transports	-9,9	0,9	-4,4	2,9	2,5	2,6	—

Source : STATEC, calculs BCL

\*En valeur

Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles.

Les secteurs du commerce (détaillé ci-dessus), des transports et de l'entreposage (transports aériens, par eau et terrestres ; et services auxiliaires des transports) et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2013 près de 35% de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu moins que les 37% du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale.

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

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières a continué sa progression en mai 2015.

Toutes les composantes de l'indicateur ont évolué de manière favorable ce mois-ci, à l'exception des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg. Ces dernières ont quelque peu baissé après le net rebond observé le mois précédent. Les anticipations des ménages relatives au chômage au Luxembourg se sont sensiblement améliorées au mois de mai, tandis que celles relatives à leur situation financière et à leur capacité d'épargner ont progressé plus modérément ce mois-ci.

Tableau 15 :

## Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		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
2013	janvier	-11	-33	43	-9	42
	février	-6	-21	40	-5	41
	mars	-7	-25	40	-5	42
	avril	-7	-25	38	-6	42
	mai	-9	-25	48	-6	41
	juin	-11	-21	56	-3	37
	juillet	-12	-24	57	-5	37
	août	-7	-17	51	-2	41
	septembre	-3	-12	47	1	46
	octobre	-1	-11	33	-2	43
	novembre	0	-10	33	1	41
	décembre	-2	-11	32	-2	39
2014	janvier	-2	-11	34	-4	42
	février	-1	-9	32	-6	42
	mars	-2	-11	31	-7	42
	avril	-6	-20	35	-7	39
	mai	-4	-14	36	-6	40
	juin	0	-8	29	-2	41
	juillet	-4	-9	38	-9	40
	août	-7	-18	38	-7	37
	septembre	-9	-20	42	-9	37
	octobre	-4	-15	33	-7	39
	novembre	-5	-20	31	-8	39
	décembre	-4	-25	29	-4	41
2015	janvier	-4	-23	25	-7	41
	février	1	-15	21	-4	42
	mars	-3	-18	24	-5	36
	avril	1	-6	25	-2	35
	mai	3	-7	19	1	36

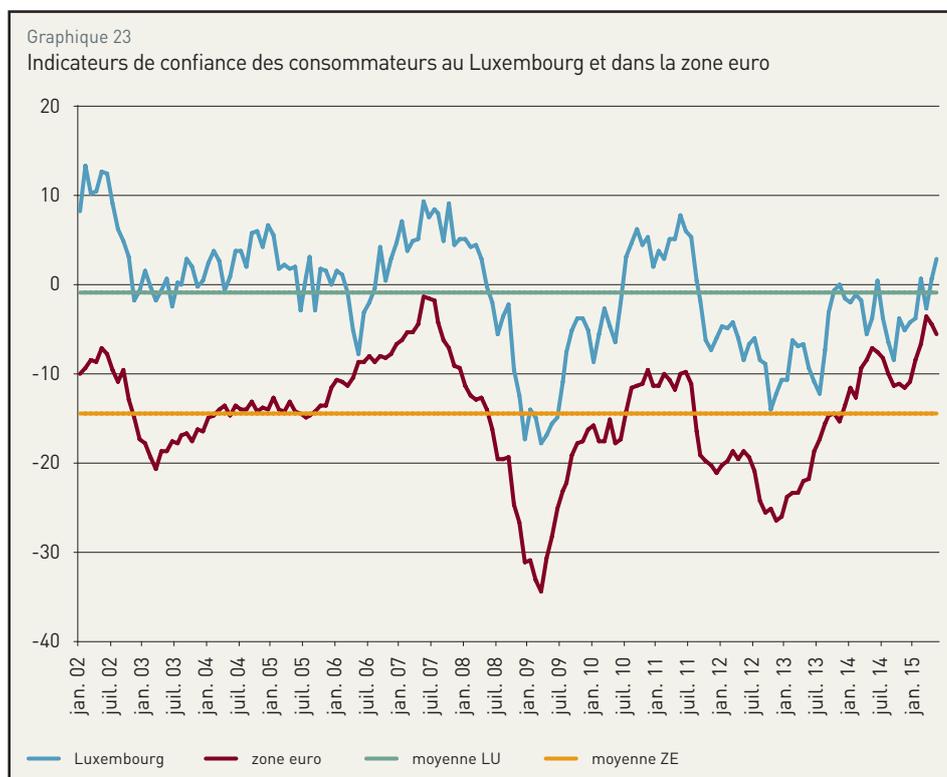
Source : BCL

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

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

Le niveau de la confiance des consommateurs est apparu relativement volatile depuis le début de l'année 2014. Néanmoins, on observe qu'en mai 2015, la confiance des consommateurs a atteint son niveau le plus élevé depuis août 2011. Elle se situait cependant encore bien en-deçà du sommet atteint en mai 2011. Pour trois des quatre composantes de l'indicateur (anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg, à leur situation financière et à leur capacité d'épargner), la volatilité

Graphique 23  
Indicateurs de confiance des consommateurs au Luxembourg et dans la zone euro



Sources : BCL, Commission européenne

consommateurs de la zone euro s'est sensiblement améliorée au cours de ces six derniers mois. Au regard de l'ampleur de la crise de la dette souveraine, le regain d'optimisme des consommateurs a été depuis lors nettement plus marqué dans la zone euro qu'au Luxembourg (voir graphique). Le niveau de la confiance des consommateurs de la zone euro a ainsi évolué de manière continue au dessus de sa moyenne historique (calculée sur la période allant de janvier 1990 à mai 2015) depuis décembre 2013. Sur la même période, la confiance des consommateurs du Luxembourg ne s'est située qu'à trois reprises au-dessus de sa moyenne historique (calculée sur la période allant de janvier 2002 à mai 2015). Autre fait notable, la confiance des consommateurs de la zone euro a depuis longtemps amplement dépassé le point qu'elle avait atteint à la mi-2011 sans cependant atteindre le niveau encore plus élevé enregistré en juillet 2007.

Plusieurs grands pays ont nettement contribué à ce regain de confiance observé au niveau de la zone euro. Parmi eux, l'Allemagne et l'Espagne ont vu le niveau de confiance de leurs consommateurs évoluer au-dessus de sa moyenne historique de manière continue depuis 1 an. Aux Pays-Bas et au Portugal, le niveau de confiance s'est situé respectivement 10 et 11 fois au-dessus de sa moyenne historique au cours des 12 derniers mois. Soulignons qu'en Irlande, le niveau de confiance des consommateurs a atteint son maximum historique en avril 2015.

### 1.2.5 La croissance économique

#### Comptes annuels

La publication de la première estimation concernant le quatrième trimestre ainsi que des comptes nationaux annuels pour l'année 2014, initialement prévue pour le 1<sup>er</sup> avril 2015, a été reportée par le Statec au 16 juillet 2015 pour des raisons techniques.

des réponses observée ces derniers mois implique qu'aucune tendance générale ne peut encore se dégager. Les anticipations des ménages relatives au taux de chômage au Luxembourg ont été en revanche clairement orientées à la baisse depuis le troisième trimestre de l'année 2014. Elles ont ainsi enregistré 5 mois consécutifs de baisses – relativement soutenues en moyenne – entre octobre 2014 et février dernier, suivies de deux hausses – d'ampleurs plus modérées – en mars et avril dernier avant d'enregistrer une nouvelle baisse non négligeable en mai 2015.

Dans la zone euro, l'indicateur de confiance des consommateurs a enregistré deux baisses successives en avril et mai 2015, après quatre mois de nettes améliorations. Il n'en reste pas moins qu'en moyenne, la confiance des

## Comptes trimestriels

La première estimation du PIB en volume pour le troisième trimestre 2014 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 2,3% par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 3,8%.

Par ailleurs, il convient de noter que les estimations relatives aux trimestres précédents ont fait l'objet de révisions par l'office des statistiques, ce qui s'est traduit par les modifications suivantes du profil de croissance annuelle: +1,0% au lieu de +1,3% pour le quatrième trimestre 2013, +2,5% au lieu de +3,9% pour le premier trimestre 2014 et +1,3% au lieu de +3,2% pour le deuxième.

Tableau 16 :

### 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			
	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2014	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2014
Consommation privée	1,0	0,6	1,0	0,2	2,1	2,0	3,2	2,9
Consommation publique	-	1,9	-	0,1	4,5	5,3	3,1	2,0
Formation brute de capital fixe	-9,5	18,2	-17,4	16,7	-8,6	12,0	-10,0	3,1
Exportations	3,3	-2,6	2,3	2,0	6,0	0,6	2,4	4,9
Importations	0,9	-0,4	-0,6	3,3	6,1	2,1	-0,1	3,3
<b>PIB réel</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Ces développements indiquent que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2014 aurait atteint 2,9% à l'issue du troisième trimestre 2014.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au troisième trimestre 2014 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé de respectivement 2,9% et 2,0%. La formation brute de capital fixe afficherait pour sa part une progression de 3,1% (après le recul de -10% le trimestre précédent). Les exportations ont pour leur part enregistré une hausse de 4,9% au cours du trimestre sous revue alors que les importations ont augmenté de 3,3%.

En base trimestrielle, toutes les composantes du PIB se sont accrues au troisième trimestre 2014. Soulignons en particulier la formation brute de capital fixe qui s'est accrue de 16,7% en glissement trimestriel après s'être sensiblement repliée (-17,4%) le trimestre précédent. Il convient de rappeler que le profil de ces investissements est particulièrement volatil en raison notamment des fluctuations inhérentes aux achats d'avions et de satellites.

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute a sensiblement augmenté dans les « activités immobilières » (+8,8%), les « services aux entreprises et location » (+5,7%), la branche « information et communication » (+5,0%) ainsi que le commerce au sens large (+4,2%)

En glissement trimestriel, tous les secteurs ont enregistré une progression positive, à l'exception du secteur commercial (-0,1%).

Tableau 17 :

**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			
	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2014	T4 2013	T1 2014	T2 2014	T3 2014
Agriculture, sylviculture et pêche	-3,7	8,1	0,1	2,6	-6,8	2,4	5,7	6,9
Industrie, y compris énergie	-3,8	-	3,3	1,4	-10,5	9,7	2,1	0,8
Construction	1,3	-0,5	-0,9	1,4	3,3	22,1	2,7	1,3
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,6	1,6	1,1	-0,1	-0,5	2,3	3,7	4,2
Information et communication	-0,5	-0,7	2,0	4,1	-3,5	-1,2	-2,0	5,0
Activités financières et d'assurance	-1,2	-2,1	0,4	6,8	0,4	-4,6	-6,0	3,6
Activités immobilières	2,1	3,3	1,4	1,7	6,7	8,9	8,5	8,8
Services aux entreprises et location	1,7	-1,4	3,2	2,1	4,0	-0,8	5,2	5,7
Administrations publiques, éducation et santé	-0,7	4,1	-0,2	0,6	2,1	5,9	4,0	3,7
Autres activités de services	2,4	-1,0	0,5	1,6	3,4	1,0	0,8	3,6
<b>Valeur ajoutée totale</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>0,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,1</b>	<b>4,0</b>
<b>PIB réel</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

**1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2015**

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2014<sup>44</sup> et avaient été élaborées dans un contexte conjoncturel assez morose. Au cours du deuxième semestre de l'année 2014, la croissance dans la zone euro paraissait faible et atone. Au Luxembourg, les indicateurs conjoncturels connaissaient également une évolution mitigée. Le sentiment de confiance des chefs d'entreprises dans l'industrie s'était dégradé et les demandes de recours au chômage partiel s'étaient à nouveau réorientées à la hausse pour rejoindre en fin d'année les niveaux observés vers le milieu de l'année 2013. Ainsi, la BCL prévoyait une décélération de la croissance du PIB réel de 3,1 % en 2014 à 2,1% en 2015 et une progression autour de 3,2% en 2016, soit un scénario peu dynamique à court terme. Celui-ci se fondait sur une reprise très graduelle dans la zone euro. Il était également admis que la dynamique de croissance à moyen terme resterait en deçà de sa moyenne historique, intégrant ainsi les ajustements futurs du secteur financier qui pourraient affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. De nombreux risques entouraient aussi ce scénario et faisaient pencher la balance des risques vers une croissance plus basse.

**Evolutions récentes**

Depuis cet exercice de décembre 2014, le diagnostic conjoncturel a nettement changé. D'une part, au tournant de l'année 2014/2015, l'annonce faite par l'Eurosystème d'assouplir davantage sa politique monétaire à travers de nombreuses mesures non-conventionnelles a eu des répercussions très favorables sur les taux d'intérêt et les taux de change. Ces effets devraient à leur tour engendrer des impacts positifs sur les économies de la zone euro et du Luxembourg. D'autre part, la croissance économique dans la zone euro a été plus importante que prévu en fin d'année 2014. Finalement, ce dynamisme a continué au premier semestre 2015. Le PIB de la zone euro a ainsi progressé de 0,4% au quatrième trimestre 2014 et au premier trimestre 2015, avec vraisemblablement une accélération pour les mois à venir. Ce rythme de croissance n'a pas été observé depuis l'année 2010.

44 Voir Bulletin 2014/4, pp.44-53.

Au niveau national, les dernières estimations des comptes nationaux annuels remontent à octobre 2014. Il s'agit donc des mêmes données que celles disponibles pour l'exercice de décembre 2014. Les statistiques pour le Luxembourg, publiées depuis la mi-novembre 2014, sont toutefois allées dans le sens d'une très nette amélioration des conditions économiques. De par leur ampleur, les évolutions des indicateurs suggèrent une forte croissance de l'activité au début de l'année 2015. De par leur concentration, les dynamiques positives suggèrent une assise très large de la croissance. Tous les secteurs de l'économie, c'est-à-dire à la fois le secteur financier, le secteur non-financier dépendant de la demande internationale et le secteur domestique, seraient actuellement en expansion. Il s'agit donc d'une situation qui n'a plus été observée depuis plusieurs années au Luxembourg.

Concernant le secteur exposé à la concurrence internationale, on a pu noter une amélioration des indicateurs dits « avancés » – un rebond de la confiance des chefs d'entreprises au mois de mai – et des indicateurs dits « coïncidents » – une progression de la production industrielle de 4% au premier trimestre 2015. Le chômage partiel a reculé depuis décembre 2014 pour tomber, en mai 2015, à son niveau le plus bas depuis automne 2008, une dynamique logique et rassurante dans un contexte de normalisation de la conjoncture. Si le recours au chômage partiel, symptôme le plus marquant de la crise au Luxembourg, s'avérait ne plus être nécessaire, alors la reprise économique pourrait aussi gagner en durabilité.

Le secteur financier a continué à profiter de la confiance qui s'est manifestée sur les marchés financiers depuis la fin 2014. Ainsi, au premier trimestre 2015, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 11% sur base trimestrielle, soit le taux le plus élevé observé depuis le premier trimestre 2006. Au mois d'avril, elle a atteint un nouveau niveau record, ce qui permet d'anticiper que le secteur des fonds d'investissement connaîtrait en 2015 une accélération de son activité pour la quatrième année consécutive. L'activité dans le secteur bancaire a également progressé en dépit des changements structurels auxquels il est confronté. Ainsi, au premier trimestre 2015, le produit bancaire a augmenté de 10% sur base trimestrielle et de 8% sur base annuelle, sous l'effet d'une hausse de la marge sur intérêts et des revenus hors intérêts. Le rebond de la somme des bilans des banques, depuis son creux de février 2014 lorsqu'elle avait atteint le niveau de 2012, est également de bon augure pour les revenus des trimestres futurs.

Concernant l'économie domestique, le constat est plus mitigé. Suite à l'annonce de l'abolition d'un avantage fiscal pour les résidences secondaires à partir de 2015, les ventes de nouveaux logements ont connu une dynamique très importante à la fin de l'année 2014. Un carnet de commandes bien rempli devrait assurer un volume d'activité soutenu dans un avenir proche. Le sentiment de confiance des entreprises du bâtiment est également au beau fixe. Toutefois, en ce qui concerne le commerce de détail, le chiffre d'affaires a à peine progressé, ce qui tranche avec les franches améliorations constatées au niveau du marché du travail. Une consommation privée atone serait surprenante également au regard du recul de l'inflation. Il se pourrait néanmoins que la baisse du prix du pétrole et le rebond de l'activité, qui sont largement dus à des facteurs externes, soient encore perçus comme étant de nature temporaire par les ménages, ce qui pourrait expliquer qu'ils se montrent encore prudents dans leur comportement de consommation. Cette période d'attente pourrait cependant s'avérer courte puisque, selon les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs, l'intention des ménages d'acheter des biens d'équipement au cours des 12 prochains mois est à son niveau le plus élevé depuis août 2011, ce qui laisserait présager une évolution favorable des ventes de biens durables.

Les mesures supplémentaires d'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème depuis le tournant de l'année 2014/2015 devraient également avoir des répercussions favorables sur l'économie luxembourgeoise. Ces effets opèrent à travers des canaux multiples. Si l'impact indirect – via la hausse de la VNI des OPC dans le contexte de l'évolution favorable des marchés financiers – est important et observable, les impacts directs sur le secteur non-financier, via les taux très bas appliqués par les



banques sur les crédits, ne sont pas à sous-estimer. Dans leur ensemble, compte tenu de l'importance du secteur financier et en particulier des métiers spécifiques de la place financière, ces impacts seront sans doute relativement plus importants pour l'économie luxembourgeoise que pour d'autres économies européennes.

Sur base de ces constats, l'activité économique devrait avoir nettement progressé au début de l'année 2015. Pour autant que ce diagnostic se reflète aussi dans les comptes nationaux pour l'année 2014, qui n'ont pas encore été publiés à la clôture de ce bulletin, les projections de croissance s'annoncent nettement plus favorables pour les années 2015 et 2016.

### **Hypothèses techniques et environnement international**

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté au tableau 18.

Globalement, l'environnement international s'est considérablement amélioré par rapport à ce qui était anticipé lors de l'exercice de décembre 2014. D'une part, la baisse des prix du pétrole a permis de soutenir la demande. D'autre part, le programme étendu de rachat d'actifs mis en place par l'Eurosystème a fait baisser les taux d'intérêt et a également eu pour conséquence de faire baisser le taux de change de l'euro.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne de 14% en 2015. Cela contraste fortement avec l'exercice de décembre qui anticipait un recul de l'Eurostoxx de 3,7% pour la même année. En 2016, l'hypothèse d'une baisse serait confirmée mais serait moins marquée que ce qui était anticipé en décembre. L'euro, qui s'était déprécié par rapport au dollar US lors de la deuxième moitié de l'année 2014, a continué sa baisse jusque mi-avril 2015 avant de s'apprécier légèrement. En 2015 et 2016, l'euro devrait donc se situer à un niveau inférieur de 10% à celui anticipé en décembre 2014. Enfin, le prix du pétrole, qui avait très fortement chuté pour atteindre environ 55\$ le baril fin 2014, devrait certes progresser légèrement en 2015 avant d'augmenter plus nettement en 2016. Cependant, son niveau resterait bien inférieur à celui de 2014. Par rapport aux hypothèses de décembre 2014, les révisions à la baisse de l'ordre de 20% sont tout de même très élevées dans un contexte historique.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur synthétique de l'impact de la dynamique des économies mondiale et européenne pour l'économie luxembourgeoise. Elle est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. La demande internationale adressée au Luxembourg devrait progresser plus fortement en 2015 et en 2016 avant de se rapprocher graduellement de sa dynamique historique en 2017. Par rapport à l'exercice précédent, ces dynamiques ont été revues à la hausse pour les années 2014, 2015 et 2016.

Par rapport à l'exercice de décembre 2014, les hypothèses techniques et d'environnement international sont toutes bien plus favorables avec des baisses du prix du pétrole plus marquées, un taux de change plus faible, une demande internationale plus forte et un marché des actions à la hausse. Toutes autres choses égales par ailleurs, elles plaideraient pour un scénario de croissance nettement plus porteur pour l'économie luxembourgeoise.

Tableau 18 :

**Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques**(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>45</sup>

	2014	2015	2016	2017
Prix du pétrole en \$/bl	98,9 [-2,3]	63,8 [-21,7]	71,0 [-17,5]	73,1
Taux de change \$/€	1,33 (-)	1,12 [-10,4]	1,12 [-10,4]	1,12
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,2 (-)	0,01 [-0,09]	0,05 [-0,05]	0,2
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	2,0 (-)	1,3 [-0,5]	1,7 [-0,4]	1,9
Eurostoxx (évolution en %)	12,7 (-)	14,4 [+18,1]	-1,5 [+0,9]	-2,5
Commerce mondial	2,7 (-)	2,0 [-1,9]	4,8 [-0,4]	5,2
PIB mondial (hors zone euro)	3,7 [+0,1]	3,4 [-0,6]	4,1 [-0,1]	4,1
PIB zone euro	0,9 [+0,1]	1,5 [+0,5]	1,9 [+0,4]	2,0
Demande internationale adressée au Luxembourg	3,4 [+0,6]	4,3 [+0,7]	5,4 [+0,5]	5,7

Source: BCE

Au-delà de ces hypothèses techniques, les projections de la BCL intègrent aussi le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail au chapitre 1.1.8 de ce bulletin (voir aux pages 15-17).

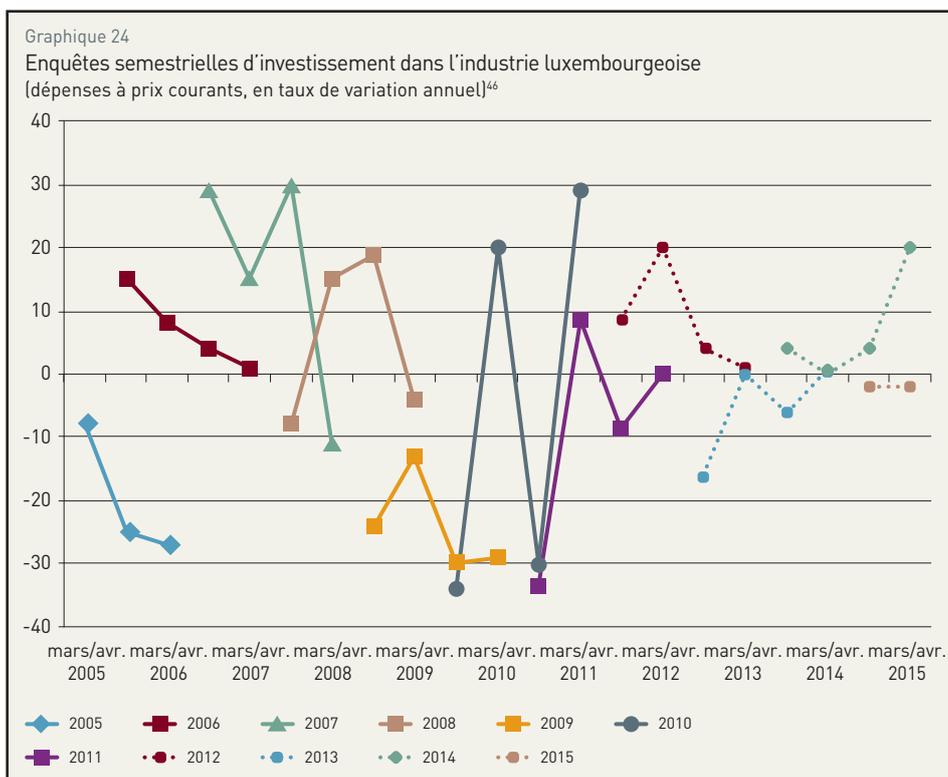
**Projections du PIB réel et de ses composantes**

Les projections de la BCL de juin 2015 font état d'une progression du PIB réel en 2014 située entre 3,1% et 3,5%, soit 0,2 p.p. de plus qu'anticipé précédemment. Cette révision marginale à la hausse est surtout le résultat du dynamisme observé à la fin de l'année 2014. L'ampleur du rebond cyclique serait ensuite principalement observée sur la première moitié de l'année 2015. Ce rebond devrait donc essentiellement avoir un impact sur la progression moyenne escomptée pour l'année 2015 et avoir peu d'effets mécaniques pour la suite. La projection de croissance pour 2015 se situe désormais entre 3,5% et 4,3%, soit 1,9 p.p. de plus qu'anticipé précédemment. Etant donné l'ampleur des révisions portant sur les hypothèses techniques et compte tenu notamment de l'hypothèse faite au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des prix du pétrole qui se maintiendraient durablement à des niveaux plus favorables, des effets positifs sur la croissance devraient également se manifester à des horizons plus lointains, par le biais notamment de la demande domestique. Ceci explique la révision à la hausse de la projection de croissance pour 2016 à un niveau désormais proche de 4%. Toutefois, la projection graviterait autour de 3,8% pour l'année 2017, ce qui reste au-dessus de la croissance tendancielle post-crise. Un tel scénario repose en particulier sur des taux d'intérêt qui sont supposés rester à des niveaux très bas.

En 2013, la croissance de l'activité reposait principalement sur le rebond du commerce international ainsi que sur l'expansion de la consommation publique, alors que la demande domestique privée stagnait. L'année 2014 devrait être marquée par une croissance plus vigoureuse, mais également plus équilibrée. Les données de la comptabilité nationale sont manquantes, mais celles de la balance des paiements témoignent de la vigueur des échanges internationaux avec une progression des exportations de biens et services de presque 10%. Les exportations nettes seraient, pour leur part, en hausse de 13,8% et le solde du compte courant aurait progressé de 4,8% du PIB en 2013 à 5,2% du PIB en 2014.

<sup>45</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections du BMPE de juin 2014. Celles-ci sont calculées en pourcentage pour les variables en niveau, en différence pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

En 2015, la répartition de la croissance serait moins équilibrée, car elle reposerait principalement sur les exportations nettes de biens et services. Les exportations connaîtraient une accélération supplémentaire du fait des reprises européenne et internationale et profiteraient surtout de la hausse des marchés boursiers. En dépit d'améliorations sur le marché de l'emploi, la demande domestique serait pénalisée par les mesures de politique budgétaire décidées au courant de l'année 2014. La hausse des taux de la taxation indirecte en janvier 2015 devrait renchérir les prix des biens et services d'environ 1,4%. Elle devrait en conséquence peser sur les dépenses des ménages. Les mesures décidées dans le cadre du « Paquet d'avenir » devraient pour leur part atténuer la croissance de la consommation publique. L'investissement public serait également moins expansif qu'en 2014.



Source : Commission européenne

change et un prix du pétrole nettement plus bas qu'admis antérieurement. La politique budgétaire serait en revanche neutre dans la mesure où peu de nouvelles mesures à caractère restrictif seraient mises en œuvre au-delà de l'horizon 2015.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont demeurés prudents pour leurs projets d'investissement en 2015 (voir le graphique). Les dépenses d'investissement reculeraient légèrement par rapport à l'année passée, ce qui constitue un scénario inchangé par rapport aux enquêtes précédentes. Au regard des taux d'utilisation des capacités de production qui persistent à des niveaux très bas, ce résultat n'est guère surprenant. On note toutefois qu'à la fin de l'année 2014 les entreprises ont fortement revu à la hausse leurs dépenses pour cette année-là. Un scénario semblable pourrait également se répéter en 2015. La reprise de la demande européenne devrait néanmoins créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production. Les conditions de financement demeurent aussi favorables. Ainsi, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises ont été assouplies au cours des derniers trimestres, sous l'impact des mesures de politique monétaire non-conventionnelles décidées par l'Eurosystème. Le niveau historiquement bas des

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

taux d'intérêt officiels s'est également répercuté sur les taux des crédits bancaires. Etant donné que ces crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs bénéficient de la faiblesse des taux tant sur les nouveaux crédits, que sur l'encours existant. La persistance des taux d'intérêt à des niveaux bas implique que les débiteurs, tant entreprises que consommateurs, ont bénéficié d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible grâce à une charge d'intérêts amoindrie. Si les effets d'une variation des taux d'intérêts sur le revenu et le comportement des agents ne sont pas à sous-estimer, ils demeurent néanmoins difficiles à quantifier.

Tableau 19 :

**Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à décembre 2014**

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

	PROJECTIONS DE JUIN 2015				RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2014			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
PIB réel	3,3	3,9	4,0	3,8	0,2	1,8	0,8	-
IPCH	0,7	0,2	1,9	2,1	-0,1	-1,1	-0,1	-
IPCN	0,6	0,5	1,8	2,0	-0,1	-0,8	-	-
IPCN excluant l'énergie	1,2	1,3	1,8	2,0	-0,1	-0,6	-	-
IPCN énergie	-5,3	-8,0	2,3	1,0	-1,1	-4,2	1,2	-
Echelle mobile des salaires	1,9	0,0	2,1	1,9	-	-1,0	0,4	-
Coût salarial moyen	2,5	1,3	2,6	3,0	-	-1,1	0,5	-
Emploi salarié	2,5	2,5	2,6	2,7	0,1	0,6	0,3	-
Taux de chômage	7,1	6,9	6,8	6,6	-0,1	-0,3	-0,2	-
Solde public	0,6	-0,2	0,7	0,8	0,4	0,4	0,6	-
Dette publique	23,2	23,8	24,3	23,9	0,2	-0,5	-0,7	-

Source : données STATEC, projections BCL

Contrairement à d'autres économies qui font face à des ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent favorables<sup>47</sup>. La part de la valeur ajoutée non distribuée aux salariés – soit l'excédent brut d'exploitation relatif à la valeur ajoutée – s'est repliée en 2013 pour atteindre un nouveau minimum historique, si on omet l'année de crise 2009<sup>48</sup>. Sur base des projections, la part des profits devrait rebondir fortement en 2015 et dépasser sa moyenne historique par la suite, ce qui traduit un mouvement normal pour un indicateur pro-cyclique. Ainsi, le partage profits-salaires s'équilibrerait. A terme, si la reprise se confirme telle que projetée, cette normalisation devrait aussi se concrétiser par une progression plus importante des salaires réels. Pour l'économie dans son ensemble, le redressement de la rentabilité des entreprises sera propice à une progression de l'emploi et à plus d'autofinancement des investissements par les entreprises.

47 A la fin de l'année 2014, la Commission européenne (CE) a conclu que le Luxembourg n'est pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macro-économique ». Elle a néanmoins conclu que le dynamisme des prix immobiliers est une source d'inquiétude et que la soutenabilité à long terme des finances publiques est compromise dans le contexte de dépenses croissantes liées au vieillissement de la population.

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

## Marché de l'emploi et coût salariaux

Le redressement graduel de la conjoncture a engendré une amélioration de la situation de fond sur le marché du travail. La progression annuelle de l'emploi tourne actuellement autour de 2,5%, tirée essentiellement par les services aux entreprises, le secteur public et le secteur commercial au sens large. S'y ajoute l'industrie, où l'emploi a repris un tournant légèrement ascendant. En revanche, le secteur bancaire a continué de freiner la croissance de l'emploi. Le taux de vacance d'emplois est demeuré pour sa part au-dessus de sa moyenne historique, ce qui témoigne de la résistance de la demande de travail. La poussée du travail intérimaire (généralement perçu comme précurseur d'une évolution positive sur le marché de l'emploi) et le repli du recours au dispositif de chômage partiel (révélateur d'un regain d'activité) constituent autant de signaux positifs. Les perspectives d'embauches telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises sont demeurées orientées à la hausse dans le commerce, les services non financiers et, à partir du mois de mai, dans l'industrie et dans la construction. Dans une optique prospective, l'emploi devrait évoluer sur une voie ascendante sur l'ensemble de l'horizon de projection, de concert avec l'embellie conjoncturelle. La progression de l'emploi demeurerait cependant modeste d'un point de vue historique, ce qui s'expliquerait en partie par la thésaurisation encore importante de la main-d'œuvre, la reprise de l'activité se répercutant ainsi en partie sur la marge intensive du travail.

Le chômage devrait progressivement se réduire du fait d'un environnement conjoncturel plus porteur. A cela s'ajoute la relance des mesures d'activation<sup>49</sup> qui soutiendrait l'emploi national et contribuerait à réduire le chômage au sens « restreint ». La baisse du taux de chômage au sens « large » demeurerait en revanche plus contenue. En effet, les caractéristiques des chômeurs, en partie peu qualifiés, âgés et souffrant d'une incapacité de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion sur le marché du travail (primaire). La hausse du chômage de longue durée témoigne de la nature structurelle d'une partie du chômage. La résorption du chômage structurel est par définition un processus très lent. Au final, sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens « strict » reculerait à 6,9% en 2015, 6,8% en 2016 et 6,6% l'année suivante.

La réaction de la composante « volume » du marché du travail se fera conjointement avec celle du coût du travail. En ce qui concerne les salaires réels, l'embellie des perspectives économiques devrait contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Notre scénario de base tient également compte des accords salariaux signés dans la fonction publique et dans le secteur bancaire, ce dernier prévoyant un gel des salaires barémiques jusqu'en 2016. Nos projections se basent en outre sur l'ajustement probable du salaire social minimum en janvier 2017, eu égard à l'évolution projetée des salaires réels en 2014 et 2015. A cela s'ajoute le redressement graduel du volume de travail. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 1,3% en 2015 avant d'accélérer à 2,6% en 2016 et 3,0% en 2017. Notons que ces chiffres intègrent l'impact de l'indexation. Bien que le mécanisme d'indexation, tel qu'il prévalait avant la récente modulation, ait été réintroduit en 2015, aucun ajustement n'est prévu pour l'année en cours. Sur base des projections d'inflation actuelles, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'en mars 2016 et juin 2017. Le retardement de sept mois par rapport aux projections de décembre 2014 du paiement de la prochaine tranche indiciaire induit une révision de 1,0pp à la baisse de la contribution de l'indexation à l'évolution des salaires en 2015 et un ajustement opposé de +0,4pp en 2016.

<sup>49</sup> Rappelons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie «jeunesse» assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur inscription auprès de l'ADEM. S'y ajoute le récent accord conclu entre le gouvernement et le patronat qui prévoit l'embauche de 5 000 demandeurs d'emplois additionnels (soit une hausse de 15% par rapport aux recrutements usuels via l'ADEM), essentiellement par l'intermédiaire de mesures pour l'emploi.

## Projections d'inflation

Le scénario d'inflation a évolué en réponse à cinq facteurs majeurs, dont quatre vont dans le sens d'une inflation plus basse qu'anticipé précédemment. Premièrement, les développements récents en matière d'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie ont été plus favorables que précédemment anticipé. Deuxièmement, la forte chute du prix du pétrole et, par ricochet, l'adaptation à la baisse des hypothèses en cette matière, ont entraîné un impact favorable direct sur les prix de l'énergie et indirect sur les coûts et les prix des autres biens et services. Troisièmement, l'inflation importée sera bien plus basse que prévue antérieurement, les projections de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie pour la zone euro ayant en effet été revues à la baisse par l'Eurosystème (voir point 1.1.8). Quatrièmement, les effets de second tour du ralentissement général de l'inflation devraient entraîner un ralentissement plus important de l'inflation des services, à travers le report du paiement de la tranche indiciaire. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar est le seul facteur qui jouerait dans le sens d'une inflation plus élevée, avec un impact direct positif sur les prix de l'énergie qui, sans cette dépréciation, auraient reculé davantage. Un impact indirect, caractérisé par un renchérissement des autres biens importés hors zone euro, n'est pas à négliger. Il est toutefois plus difficile à estimer et il est admis qu'il opérerait principalement à travers la hausse des prix des biens de consommation importés des autres pays de la zone euro.

La dynamique à court terme de l'inflation est évidemment largement influencée par les mesures de taxation indirecte introduites au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Ces mesures exercent un impact théorique et mécanique de l'ordre de 1,4 p.p. sur le taux de progression de l'IPCN. L'impact effectif devrait aussi graduellement converger vers cet impact théorique (voir encadré aux pages 18-19). Les projections se basent sur l'hypothèse d'une transmission intégrale, avec cependant des impacts légèrement différés dans le temps selon la composante. Ces mesures ont nécessairement un effet haussier sur l'inflation moyenne en 2015.

L'inflation globale, qui a rebondi depuis son minimum de -0,6% en décembre 2014 à +0,7% en mai 2015, devrait se maintenir à des niveaux assez bas jusqu'au troisième trimestre 2015 et accélérer ensuite au-delà de 1%. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN, qui s'était replié d'un taux de 1,7% en 2013 à 0,6% en 2014, reculerait à nouveau à 0,5% en 2015 avant de rebondir à 1,8% en 2016. L'inflation ne s'approcherait de 2% qu'à la fin de l'horizon de projection. Sans l'augmentation de la taxation indirecte, le recul de l'inflation globale aurait été nettement plus important en 2015 et le taux de variation annuel moyen de l'IPCN serait même négatif. L'IPCN à l'exclusion de l'énergie aurait pour sa part également reculé en 2015. Dans le scénario actuel toutefois, le taux de variation annuel de l'IPCN excluant l'énergie s'accélérait sur quatre années consécutives, de 1,2% en 2014 à 1,3% en 2015 pour s'établir à 1,8% en 2016 et à 2,0% en 2017. A la fin de l'horizon de projection, le taux moyen serait donc encore inférieur à sa moyenne historique. Malgré la hausse de la taxation indirecte, les prix de l'énergie reculeraient fortement en 2015 et contribueraient à contenir l'inflation globale. Le rebond anticipé pour les années subséquentes est entièrement lié à l'hypothèse technique d'une légère remontée du prix du pétrole. Il est cependant marginal et les niveaux projetés pour les prix des produits pétroliers demeureraient inférieurs à ceux observés en 2014.

En raison des facteurs précités, les projections d'inflation ont été fortement revues à la baisse pour l'année 2015, de l'ordre de 0,8 p.p. pour l'IPCN, mais elles demeurent inchangées les années suivantes: l'inflation passerait ainsi de 0,5% en 2015 à 1,6% en 2016 et à 2,0% en 2017.

Avec le recul de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire serait reporté du troisième trimestre de l'année 2015 au premier trimestre de l'année 2016, ce qui allongerait le temps écoulé depuis le paiement précédent à quasiment deux ans et demi. Une période aussi longue entre deux tranches indiciaires n'a plus été observée depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999.

Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait alors due pour la mi-2017.

### Analyse des risques

Il convient de noter que l'année 2014 constitue une projection et non une donnée statistique du STATEC. Une éventuelle sur- ou sous-estimation de la croissance pour l'année 2014 se répercuterait aussi sur les projections des années subséquentes. Compte tenu du dynamisme des échanges internationaux tel

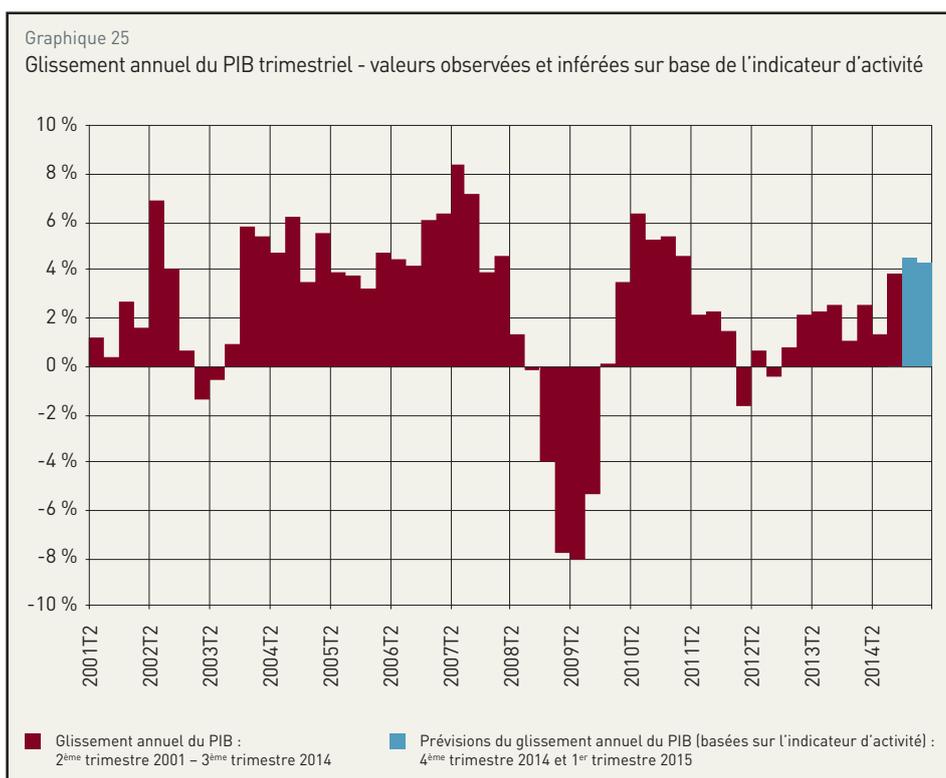
que recensé dans la balance des paiements, la croissance du PIB pourrait s'avérer plus importante que prévue.

Toutefois, d'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à +4,9% au quatrième trimestre 2014 et +4,3% au premier trimestre 2015. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 1,1% au quatrième trimestre 2014 et 0,4% au premier trimestre 2015. Sur l'ensemble de l'année 2014, le taux de croissance serait dès lors de 3,1% soit un taux légèrement inférieur aux projections macroéconomiques de juin 2015.

Les projections ont été principalement adaptées en fonction de facteurs externes tels que le recul

du prix du pétrole, du taux de change, des taux d'intérêt à long terme et la hausse des marchés boursiers. Les évolutions récentes observées pour ces variables sont non seulement favorables, mais aussi extrêmes par rapport aux données historiques. A titre d'exemple, en ce qui concerne le prix du pétrole, la baisse de 55% entre janvier 2014 et janvier 2015 a été la baisse annuelle la plus importante observée depuis plus de deux décennies. En général, les outils utilisés dans le cadre des projections sont des outils dits « linéaires » et ils sont censés capter l'impact de variations moyennes de facteurs exogènes sur la croissance économique. Ces outils sont donc beaucoup moins performants lorsqu'il s'agit d'estimer les effets de changements extrêmes. Si des effets non-linéaires existaient, ce qui est hautement probable, alors ils ne seraient pas captés par ces outils. On ne peut donc écarter le risque que l'impact des changements dans les facteurs externes sur les projections de croissance soit sous-estimé.

L'importance des risques géopolitiques, l'insuffisance des progrès en matière de réformes structurelles dans certains pays de la zone euro ainsi que l'éventualité de nouvelles tensions sur les obligations souveraines constituent autant de risques qui pèsent sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg. Ces aspects ne jouent pas de rôle direct pour le scénario de base du Luxembourg, mais celui-ci reste exposé à des répercussions éventuelles si l'un de ces risques se concrétisait.



Source : BCL

Au tournant de l'année 2014/2015, l'Eurosystème a annoncé un certain nombre de mesures non-conventionnelles pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire. Puisqu'il s'agit de mesures inédites, l'incertitude entourant leurs effets sur l'économie de la zone euro est particulièrement élevée. Lors de l'établissement des projections, la prise en compte des mesures de politique monétaire non-conventionnelles s'est limitée principalement à l'impact déjà identifié sur certaines variables financières, en l'occurrence les taux d'intérêt, les cours des actions et le taux de change de l'euro. L'approche adoptée exclut donc tout autre canal de transmission potentiel, ce qui implique une sous-estimation, au moins potentielle, de l'effet de ces programmes de politique monétaire. Cela représente un risque d'une hausse des projections en matière de croissance et d'inflation. Par contre, les projections supposent aussi qu'à terme, la mise en œuvre de ces mesures portera ses fruits et redynamisera la demande domestique privée dans la zone euro, entre autres à travers la vigueur des crédits bancaires. Il s'agit d'étapes supplémentaires dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire qui échappent à l'influence directe de l'Eurosystème dont les effets dépendent de l'existence d'un système bancaire entièrement fonctionnel et sain. Or, comme l'allocation de crédits au secteur privé peine à retrouver du dynamisme dans la zone euro, les effets positifs des mesures de politique monétaire sur les économies de la zone euro pourraient être surestimés ou se manifester à un horizon plus lointain qu'escompté dans les projections.

De manière générale, le secteur bancaire fait face au renforcement de sa régulation et de sa supervision. Les mesures introduites visent à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais elles se soldent aussi par des coûts de mise en œuvre ainsi qu'une hausse du coût du capital, ce qui entrave la rentabilité des banques et risque par conséquent de peser sur l'emploi.

Le secteur des services non-financiers sera confronté à des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits. Le programme BEPS (« *Base erosion and profit shifting* ») de l'OCDE pourrait notamment peser sur la performance de ce secteur au Luxembourg. Ce risque porte cependant davantage sur la fin de la période de projection et accroît ainsi l'incertitude qui existe déjà à cet horizon. Les projections n'intègrent pas d'impact de ces nouvelles mesures réglementaires sur l'activité économique, faute d'une estimation des effets potentiels.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2014, les exportations de biens du Luxembourg sont reparties à la hausse (+8% à 11,4 milliards d'euros) après avoir été négativement affectées par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro sur les deux années précédentes. 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). Malgré son retournement de tendance en 2014, le taux de croissance trimestriel des exportations s'est ralenti successivement sur les quatre trimestres de l'année 2014 (+14% au premier trimestre 2014, +9% au deuxième trimestre 2014, +6% au troisième trimestre et seulement +2% au quatrième trimestre 2014). Au premier trimestre 2015, les exportations ont même enregistré une croissance négative (-2%, voir le tableau ci-dessous). De leur côté les importations ont relativement stagné au cours de l'année 2014 en atteignant 18 milliards d'euros sur toute l'année. Elles ont en revanche baissé de 1% au premier trimestre 2015, une évolution qui s'explique en grande partie par la chute des prix de l'énergie et des autres matières premières.

Au vu de l'évolution des importations comparativement aux exportations de biens, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 11% en 2014 (à 6,7 milliards d'euros) tandis qu'il a légèrement augmenté (+2% à 4,5 milliards) au premier trimestre 2015. Les indices des valeurs unitaires montrent une évolution en recul des prix à l'importation en 2014 (-3%) suite à la baisse des prix de l'énergie. En revanche la baisse des prix unitaires à l'exportation s'est limitée à 2%. En conséquence, les termes de l'échange se sont améliorés en 2014 contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

Au cours des années 2013 et 2012, les produits sidérurgiques qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, étaient en recul respectivement de 6% et 14%, suite à la contraction de la demande émanant des pays de la zone euro. Pendant l'année 2014, les livraisons de produits sidérurgiques ont repris leur progression (+7%) avant de rechuter toutefois au premier trimestre 2015 (-3%). Les autres grandes catégories de biens exportés qui ont également enregistré une croissance positive en 2014, ont soit stagné, soit reculé au premier trimestre 2015. C'est le cas notamment des machines et équipements (respectivement +9% et -0,2%) et de divers articles manufacturés (+15% et -24%).

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 progressé de 4% au cours de l'année 2014 mais ont ralenti (+2%) au premier trimestre 2015. Les ventes vers les autres pays d'Europe (7% du total) ont largement baissé au premier trimestre 2015 alors qu'elles s'étaient améliorées en 2014 (+42%). Les exportations à destination des Etats-Unis, qui pèsent 4% du total, ont augmenté de 12% en 2014, mais ont chuté de 32% au premier trimestre 2015. Les livraisons vers l'Asie (environ 5% du total) ont en revanche poursuivi leur progression sur toute l'année 2014 (+11%) et au premier trimestre 2015 (+57%)

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers ont reculé de 13% sur toute l'année 2014, après avoir déjà baissé de 9% en 2013. La baisse a atteint 28% au premier trimestre 2015. Cette importante contraction s'explique par la chute du prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés pour les autres matières premières. Les importations de produits alimentaires et de matériel de transport (avions) ont en revanche largement progressé au premier trimestre 2015. Par ailleurs, après s'être contracté de 3% en 2013, les importations en provenance de la zone euro (85% de toutes les importations) ont stagné en 2014. Elles ont en revanche rechuté au premier trimestre 2015 (-10%). Les livraisons issues des Etats-Unis (5% de toutes les importations) ont de leur côté fortement augmenté au premier trimestre 2015, suite à l'acquisition d'avions. Les importations en provenance d'Asie ont en revanche stagné au premier trimestre 2015, après avoir progressé de 6% au cours de l'année de 2014.

Tableau 20 :

#### Commerce extérieur du Luxembourg

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
2003	8 834	-2	12 109	-1	-3 275	0
2004	9 785	11	13 677	13	-3 892	19
2005	10 178	4	14 399	5	-4 222	8
2006	11 144	9	15 715	9	-4 571	8
2007	11 946	7	16 471	5	-4 525	-1
2008	11 988	0	17 516	6	-5 528	22
2009	9 250	-23	13 799	-21	-4 549	-18
2010	10 785	17	16 422	19	-5 637	24
2011	12 091	12	18 902	15	-6 811	21
2012	10 951	-9	19 056	1	-8 106	19
2013	10 613	-3	18 213	-4	-7 600	-6
2014	11 431	8	18 174	0	-6 743	-11
2015						
1 <sup>er</sup> trim	2 897	-2	4 525	-1	-1 628	2

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

L'excédent de la balance courante du Luxembourg a atteint 2,5 milliards d'euros au cours de l'année 2014, soit une hausse de 14% par rapport à l'année 2013. La résorption du déficit des marchandises ainsi que l'amélioration du surplus des services étaient à la base de ce développement favorable. En revanche le solde négatif du revenu primaire a poursuivi son aggravation, compensant partiellement les évolutions positives des autres balances partielles.

Au cours de l'année 2014, le déficit de la balance des biens s'est contracté de 60% (à 428 millions d'euros) sous l'effet combiné d'une hausse des exportations (+4%) et d'une stagnation des importations de biens du commerce général et surtout sous l'effet d'une progression du surplus du négoce international. La chute du déficit des marchandises est donc aussi à mettre en relation avec la nouvelle méthodologie internationale (6<sup>ème</sup> édition du Manuel de balance des paiements), mise en œuvre récemment dans les statistiques extérieures. Selon cette nouvelle méthodologie, le solde du négoce international (marchandises ne passant pas par le territoire national) doit désormais être inclus dans la balance de biens alors qu'auparavant il figurait dans la balance des services. L'excédent du négoce s'est en effet établi à 5,5 milliards d'euros en 2014 (+3%), effaçant en grande partie le déficit des marchandises générales (-6 milliards d'euros).

L'excédent des échanges internationaux de services s'est accru de 9% pour atteindre 17,6 milliards en 2014. En dégageant un surplus en hausse de 4% à 13 milliards d'euros, les services financiers ont largement contribué à cette amélioration. Plusieurs autres catégories de services ont également enregistré une hausse de leurs excédents: les voyages, les services d'assurance, les services culturels et relatifs aux loisirs, ainsi que les autres services aux entreprises (leasing, conseil et audit).

La hausse du déficit du revenu primaire en 2014 (+14% à 15 milliards d'euros) s'est expliquée par une importante progression des dividendes, bénéfices réinvestis et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents, qui ont ainsi porté le déficit global du revenu d'investissements à 7 milliards d'euros. La rémunération nette des frontaliers n'a en revanche progressé que légèrement en atteignant 8 milliards sur toute l'année 2014.

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

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs, les flux d'investissements de portefeuille ainsi que les produits dérivés ont enregistré des entrées nettes en hausse à 108 milliards d'euros sur toute l'année 2014 contre 91 milliards en 2013. Ces entrées nettes ont été compensées entièrement par des sorties nettes dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) de sorte que les transactions financières se sont soldées globalement par des sorties nettes de capitaux d'environ 2 milliards d'euros en 2014 contre 1,5 milliard en 2013.

Les flux d'investissements directs ont enregistré des entrées de capitaux de 12 milliards d'euros en 2014. Les opérations en capital social se sont en effet soldées par des entrées de 108 milliards d'euros, dont une grande partie correspond à la vente des participations d'un groupe étranger. Les prêts intra-groupes ont de leur côté enregistré de sorties à concurrence de 96 milliards d'euros correspondant à une hausse des créances nettes.

Les flux d'investissements de portefeuille se sont également soldés par des entrées nettes de capitaux de 93 milliards d'euros sur toute l'année 2014. Les investisseurs non-résidents ont accru leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont

atteint 297 milliards d'euros en 2014 contre 193 milliards en 2013. De même les émissions de titres de créance ont rapporté 31 milliards en 2014 contre 16 milliards en 2013. Au total les souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois se sont traduites par des entrées de 329 milliards d'euros en 2014 contre 254 milliards en 2013. Au cours de l'année 2014, les résidents luxembourgeois ont de leur côté placé 236 milliards dans les titres étrangers, dont 96 milliards en actions étrangères et 140 milliards en titres étrangers de dette.

Les entrées de capitaux décrites ci-dessus ont été globalement compensées par des sorties nettes de 111 milliards dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) correspondant à une hausse des créances des autres secteurs.

Tableau 21 :

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

	2013			2014		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>306 868</b>	<b>304 669</b>	<b>2 198</b>	<b>300 775</b>	<b>298 277</b>	<b>2 498</b>
Biens	18 058	19 143	-1 085	18 247	18 675	-428
Marchandises générales	12 665	19 143	-6 477	12 694	18 675	-5 981
Exportations nettes de biens en négoce	5 393		5 393	5 553		5 553
Services	66 613	50 451	16 162	74 270	56 681	17 588
Revenu primaire	214 479	227 439	-12 960	200 263	214 978	-14 715
Revenu secondaire	7 717	7 637	80	7 996	7 942	53
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>166</b>	<b>811</b>	<b>-645</b>	<b>197</b>	<b>734</b>	<b>-537</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>1 556</b>			<b>1 976</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	336 416	328 511	7 905	102 639	115 150	-12 511
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	231 556	263 569	-32 013	-27 042	81 129	-108 172
Autres capitaux	104 860	64 941	39 918	129 681	34 021	95 661
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	161 308	253 825	-92 517	236 005	328 861	-92 857
Titres de participation	85 085	193 327	-108 242	96 101	297 608	-201 507
Titres de créance	76 223	60 498	15 726	139 904	31 254	108 650
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			-6 368			-3 108
AUTRES INVESTISSEMENTS	95 064	2 632	92 432	170 471	59 915	110 557
AVOIRS DE RESERVE			104			-105
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>3</b>			<b>14</b>

Sources : BCL, STATEC

### 1.2.9 La position extérieure globale

La position extérieure nette du Luxembourg a récemment été revue fortement à la baisse en application d'une nouvelle recommandation des Comités statistiques de la BCE et d'Eurostat sur le traitement statistique des avoirs et engagements financiers intra-Eurosystème résultant de la répartition des émissions de monnaie fiduciaire sous forme de billets en euro. En effet, selon le régime comptable choisi par l'Eurosystème, une proportion de 8% de la valeur totale des billets en circulation est allouée à la BCE. Les 92% restant des billets sont répartis proportionnellement entre différentes banques centrales nationales sur base de la part détenue dans le capital de la BCE. Dans la pratique une banque centrale peut mettre en circulation plus ou moins de billets que son quota basé sur sa part de capital. La différence entre ce quota et le montant effectivement mis en circulation donne lieu, selon le cas, à un avoir ou à un engagement financier envers l'Eurosystème. Jusqu'en mars 2015, ces avoirs et engagements ne figuraient pas dans la position extérieure du Luxembourg et ce conformément

à la recommandation des Comités statistiques précités. Dans le cas du Luxembourg, la BCL a émis plus de billets que son quota basé sur sa part de capital, donnant lieu à des engagements financiers intra-Eurosystème relativement élevés. L'inclusion de ces engagements a eu pour effet de réduire significativement les avoirs extérieurs nets du Luxembourg à 21 % de PIB en moyenne sur la période 2002-2014, comparé à 128 % de PIB en moyenne selon l'ancienne méthodologie.

Par rapport à la fin du troisième trimestre de 2014, les avoirs financiers extérieurs bruts du Luxembourg se sont accrus de 100 milliards d'euros (+1,4%) pour atteindre 7 429 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre de 2014. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 97 milliards en s'établissant à 7 408 milliards d'euros fin décembre 2014. La position extérieure nette du Luxembourg s'est ainsi accrue de 3,6 milliards d'euros en atteignant 21 milliards d'euros fin décembre 2014, contre 17 milliards fin septembre 2014. Cette amélioration résulte exclusivement d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 3 milliards à 469 milliards d'euros fin décembre 2014. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est par contre réduit de 22 milliards à 310 milliards d'euros. Le déficit structurel d'investissements de portefeuille s'est légèrement contracté de 5 milliards en atteignant 772 milliards d'euros à fin décembre 2014.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 2 951 milliards d'euros fin décembre 2014, après avoir subi une baisse de 139 milliards liée à un large effet négatif de valorisation non-compensé par de nouvelles transactions. Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint pour sa part 2 482 milliards d'euros fin décembre 2014, soit une baisse 142 milliards, résultant d'un effet négatif de valorisation (-192 milliards) compensé partiellement par un effet-flux positif (+50 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90% sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est réduite de 5 milliards pour atteindre 772 milliards d'euros fin décembre 2014. Cette évolution est imputable aux effets de valorisation, les flux financiers nets ayant aggravé le déficit. Les achats de titres luxembourgeois ont en effet totalisé 69 milliards au quatrième trimestre 2014 alors que les achats de titres étrangers par les résidents se sont établis à 29 milliards. Les effets de valorisation ont eu une incidence positive (à concurrence de 45 milliards) sur la position nette en valeurs mobilières. En conséquence l'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est établi à 2 953 milliards d'euros fin décembre 2014 contre 2 832 milliards fin septembre 2014. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'établit pour sa part à 3 725 milliards fin décembre 2014, contre 3 610 milliards d'euros fin septembre 2014.

La position nette des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir) a diminué de 22 milliards à 310 milliards d'euros fin décembre 2014. Cette baisse résulte d'un effet négatif de valorisation (-36 milliards) compensé partiellement par un effet flux positif (+14 milliards). L'encours de créances, qui atteint 1 311 milliards d'euros fin décembre 2014, s'est accru globalement de 91 milliards subissant un impact positif au niveau des flux (hausse de 22 milliards), amplifié par un important effet positif de change (+69 milliards). En atteignant 1 001 milliards d'euros fin décembre 2014, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 113 milliards, en subissant un important effet positif de change (105 milliards) et pour le reste un effet positif de flux (8 milliards).

Tableau 22 :

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

	ENCOURS À FIN 2014Q2 <sup>2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>1)</sup>	ENCOURS À FIN 2014Q3 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>21</b>
Avoirs extérieurs bruts	7 328	127	-27	7 429
Engagements extérieurs bruts	7 311	127	-30	7 408
<b>Investissements directs</b>	<b>466</b>	<b>25</b>	<b>-22</b>	<b>469</b>
Avoirs	3 090	74	-213	2 951
Engagements	2 625	50	-192	2 482
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-777</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-772</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>2 832</b>	<b>29</b>	<b>92</b>	<b>2 953</b>
Titres de participation	1 224	7	60	1 292
Titres de créance	1 608	22	31	1 662
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>3 610</b>	<b>69</b>	<b>46</b>	<b>3 725</b>
Titres de participation	2 833	62	11	2 906
Titres de créance	776	7	36	819
<b>Produits dérivés</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>17</b>	<b>13</b>
Avoirs	185	0	28	213
Engagements	189	0	11	200
<b>Autres investissements</b>	<b>332</b>	<b>14</b>	<b>-36</b>	<b>310</b>
Avoirs	1 220	22	69	1 311
Engagements	888	8	105	1 001
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,72</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,70</b>

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

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

Source : BCL

## 1.2.10 Les finances publiques

### 1.2.10.1 Les projections de finances publiques de la BCL de juin 2015

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, en établissant les projections de finances publiques, il convient de souligner que la BCL a intégré les mesures de consolidation votées par le Parlement en décembre 2014 dans le cadre du budget pour 2015, ainsi que dans la loi de programmation pluriannuelle et mises en œuvre depuis le début de l'année 2015. La BCL a procédé à ses propres estimations sur la base et dans les limites des données dont elle dispose quant à l'impact de ces différentes mesures sur les soldes budgétaires.

#### Situation budgétaire: revue de l'année 2014

Le solde des Administrations publiques luxembourgeoises, publié début avril 2015 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs<sup>50</sup>, a révélé un excédent pour l'année

50 Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les Etats membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

2014 de 0,6% du PIB, en baisse, par rapport au solde qui prévalait en 2013, en raison d'une hausse du ratio des recettes d'une ampleur plus faible que la hausse du ratio des dépenses totales.

Ce solde positif obtenu pour 2014 est plus favorable que celui prévu tant dans la programmation budgétaire pluriannuelle votée en décembre 2014 par le Parlement, que dans les projections de la BCL de décembre 2014. Ces deux jeux de projections tablaient, en effet, sur un excédent de 0,2% du PIB pour 2014. Selon la BCL, cette amélioration du surplus enregistré pour l'année est principalement due à des paiements relatifs aux transferts sociaux de plus faible ampleur qu'initialement escompté ainsi qu'à des recettes totales légèrement plus dynamiques, notamment au niveau des taxes indirectes. La dette publique atteignait 23,2% du PIB à la fin de l'année 2014, soit une baisse de 0,4% du PIB par rapport à 2013.

## Les projections pour la période 2015-2017

### 1.2.10.1.1 Les recettes

Après la baisse connue en 2010 et en 2011, conséquence de la crise économique et financière de 2009, suivie par un rebond en 2012, le ratio des recettes totales des Administrations publiques par rapport au PIB a continué sa progression durant les deux années suivantes pour atteindre 44,7% du PIB à la fin de l'année 2014. Cette évolution s'explique tant par le dynamisme des recettes de TVA liées au commerce électronique que par la mise en place de mesures de consolidation décidées par le gouvernement en 2012 et concernant l'exercice budgétaire 2013<sup>51</sup>, qui ont également eu un impact positif sur les recettes en 2014.

La détérioration du ratio des recettes totales par rapport au PIB à concurrence de 1,9% du PIB pour l'année 2015 serait principalement visible au niveau des impôts indirects (baisse du ratio de 1,5% du PIB), des cotisations sociales (-1,3% du PIB) et des autres recettes (-0,3% du PIB). Ces baisses seraient la résultante de deux facteurs distincts.

Le premier facteur, qui affecte les impôts indirects, a trait au fait que depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposent sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, bien qu'incluant une période transitoire de 2015 à 2018<sup>52</sup>, a comme conséquence une diminution des recettes de TVA afférentes. Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important pour le Luxembourg. Selon les estimations de la BCL, les pertes de recettes de TVA en 2015 représentent environ 1,6% du PIB. Néanmoins, ces pertes de recettes seraient en partie compensées par des mesures mises en place par le gouvernement dans le cadre du budget pour l'année 2015, mesures que la BCL a intégrées dans ses projections.

Toujours selon les estimations de la BCL, l'impact de l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5% sur les revenus se chiffrerait à 0,2% du PIB. Le « Paquet d'avenir » générerait des recettes équivalant à 0,1% du PIB. Au total, les mesures de consolidation décidées par le gouvernement, y compris la hausse de la TVA (impact positif sur les recettes à concurrence d'environ 0,55% du PIB), atteindraient quelque 0,8% du PIB sur le versant des recettes pour l'année 2015. La perte nette de recettes serait donc de l'ordre de 0,8% du PIB.

51 Notamment la hausse de l'impôt de solidarité sur les ménages et les entreprises.

52 Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (« VAT package »), le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15% de ces recettes en 2017 et 2018.

Le deuxième facteur explicatif serait attribuable à une croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés...) de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage). Cet effet de découplage négatif est à l'origine de la baisse du ratio des recettes totales à concurrence d'environ 0,8% du PIB en 2015.

Tableau 23 :

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

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2015						PROJECTIONS BCL JUIN 2015		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Impôts directs	14,6	14,6	14,2	14,3	14,6	14,5	14,8	14,8	15,0
dont à charge des ménages	8,3	8,2	8,5	8,6	9,1	9,4	9,4	9,4	9,5
dont à charge des sociétés	6,3	6,4	5,7	5,8	5,5	5,1	5,4	5,5	5,5
Impôts indirects	12,7	12,4	12,4	12,8	13,2	13,6	12,1	12,0	11,5
Cotisations sociales	12,7	12,0	12,0	12,2	12,3	12,4	12,1	11,9	11,9
Autres recettes	4,5	4,4	4,2	4,3	4,3	4,2	3,9	4,0	4,0
<b>Recettes totales</b>	<b>44,5</b>	<b>43,4</b>	<b>42,7</b>	<b>43,6</b>	<b>44,4</b>	<b>44,7</b>	<b>42,8</b>	<b>42,7</b>	<b>42,5</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>0,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>2,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>

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

En 2016, le ratio des recettes totales par rapport au PIB fléchirait à nouveau à concurrence de 0,1% du PIB à 42,7% du PIB, trouvant son origine dans une baisse des ratios des impôts indirects et des cotisations sociales, qui ne serait que partiellement compensée par une très légère hausse du ratio concernant les autres recettes. Le ratio des impôts directs pris dans sa globalité serait stable à 14,8% du PIB.

Comme en 2015, la stagnation du ratio des impôts directs payés par les ménages et la légère baisse des ratios des cotisations sociales et des impôts indirects seraient dues principalement à la croissance des bases imposables sous-jacentes (rémunération des salariés et consommation privée) de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage).

En ce qui concerne les impôts indirects, cet effet de découplage négatif serait néanmoins partiellement compensé par la hausse de la TVA, introduite en 2015, qui continuerait de jouer un rôle positif dans la hausse des recettes de TVA (+0,2% afin de tenir compte de l'effet des droits constatés propres au SEC2010). Le ratio des impôts directs à charge des entreprises continuerait sa progression atteignant 5,5% du PIB sous l'effet d'une croissance dynamique de la base imposable (excédent brut d'exploitation).

En 2017, le ratio des recettes totales continuerait son déclin à 42,5% du PIB, à cause principalement de la baisse du ratio des impôts indirects qui passerait de 12% à 11,5% du PIB sous l'effet d'une nouvelle déperdition des recettes de TVA liée au commerce électronique<sup>53</sup>. Cette baisse ne serait que partiellement compensée par la hausse de l'ordre de 0,1p.p. du ratio des impôts directs à charge des ménages et des entreprises.

Au total, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 2,2% du PIB sur tout l'horizon de projection, sous l'effet de la perte des recettes de TVA liées au commerce électronique, non entièrement compensée par les mesures de consolidation mises en œuvre par le gouvernement à partir de 2015, ainsi que des effets de découplage négatif affectant toutes les catégories de recettes à l'exception des impôts directs à charge des sociétés.

53 Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (« VAT package »), le Luxembourg pourra garder 15% des recettes provenant du commerce électronique en 2017 et 2018, contre 30% en 2015 et 2016.

### 1.2.10.1.2 Les dépenses

En 2014, les dépenses totales des Administrations publiques ont affiché une hausse significative par rapport au PIB (de l'ordre de 0,4 p.p.) pour atteindre 44,0%. Ce développement s'explique, entre autres, par un taux de croissance de toutes les catégories de dépenses, à l'exception des autres dépenses<sup>54</sup>, plus important que celui du PIB nominal, particulièrement atone dans sa « composante prix ».

La situation inverse prévaudrait en 2015, avec un ratio des dépenses totales des Administrations publiques par rapport au PIB en baisse de 1,0 p.p., s'établissant à 43,0% du PIB. Cette baisse serait particulièrement visible au niveau des transferts sociaux et trouverait son origine principalement dans l'absence d'indexation des pensions en 2015, dans le léger ralentissement des dépenses liées au chômage ainsi que dans la mise en œuvre du paquet de mesures sur le volet des dépenses, dont l'impact global en 2015 est estimé à environ 0,35% du PIB.

Les dépenses de rémunération (comprises dans les dépenses de consommation) seraient également en baisse par rapport au PIB (de l'ordre de 0,1 p.p. à 8,3% du PIB). Ces dépenses incluent pourtant les éléments ayant trait à la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique, à savoir la hausse du point indiciaire de 2,2% ainsi que le paiement de la prime unique (0,9%). La BCL a également intégré dans son scénario de base les autres mesures liées à l'accord salarial qui ont un impact à la baisse : il s'agit notamment de l'augmentation de la période de stage dans la fonction publique, associée à une baisse concomitante des salaires.

Le ratio des dépenses d'investissement, après avoir fléchi depuis le pic observé en 2010, affiche une stabilité sur la période 2015-2017 et s'établit à 3,8% du PIB: le taux de croissance nominal moyen des dépenses d'investissement serait de l'ordre de 6,3% sur l'horizon de projection, en raison de la mise en œuvre de projets d'investissement d'envergure, tels que la construction du tramway dans la ville de Luxembourg.

En 2016 et 2017, le ratio des dépenses totales afficherait une baisse de l'ordre de respectivement 0,9 p.p. et 0,5 p.p. à 42,1% et 41,6% du PIB. La raison principale de ce fléchissement aurait trait à la baisse des transferts courants à concurrence de 0,4 p.p. en 2016 et 0,1 p.p. en 2017, sous l'effet notamment des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet d'avenir » (impact additionnel de l'ordre de 0,3% et 0,15% du PIB en 2016 et 2017) ainsi que d'un effet de base résultant de l'impact unique et non récurrent de la prime de 0,9% payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique.

Au total, les dépenses publiques afficheraient une baisse de l'ordre de 2,3% du PIB sur l'horizon de projection, principalement en raison de l'absence d'indexation des salaires et des pensions en 2015, du dynamisme de la croissance nominale du PIB et des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet d'avenir ». Ce déclin est à saluer mais des mesures additionnelles seront nécessaires pour contrer l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et pour faire face aux problèmes structurels auxquels l'économie luxembourgeoise sera confrontée du fait du vieillissement de la population.

<sup>54</sup> Dans le tableau 2, les dépenses d'intérêt qui enregistrent une baisse de ratio de l'ordre de 0,1% du PIB en 2014 sont incluses dans les « autres dépenses ».

Tableau 24 :

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

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2015						PROJECTIONS BCL JUIN 2015		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Transferts sociaux	23,0	22,0	21,2	22,0	22,5	22,7	22,1	21,7	21,6
Investissements publics	4,3	4,6	4,2	4,0	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	12,2	11,8	11,5	11,9	12,0	12,1	12,0	11,7	11,5
Subsides <sup>2)</sup>	1,7	1,7	1,6	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	1,6
Autres dépenses	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9	3,5	3,4	3,2	3,1
<b>Dépenses totales</b>	<b>45,1</b>	<b>44,0</b>	<b>42,3</b>	<b>43,5</b>	<b>43,6</b>	<b>44,0</b>	<b>43,0</b>	<b>42,1</b>	<b>41,6</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales</b>	<b>10,0</b>	<b>6,4</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>

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

Note: 1) Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

2) A l'exclusion des transferts en capital

### 1.2.10.1.3 Les capacités ou besoins de financement

Pour les Administrations publiques, l'année 2014 s'est caractérisée par un excédent de l'ordre de 0,6% du PIB, en baisse par rapport à 2013 (excédent de 0,9% du PIB). Cette détérioration est due à une hausse des recettes totales par rapport au PIB d'une ampleur plus faible que la hausse des dépenses totales.

Ce solde positif obtenu pour 2014 est plus favorable que celui prévu tant dans la programmation budgétaire pluriannuelle que dans les projections de la BCL de décembre 2014. En effet, ces deux jeux de projections tablaient sur un excédent de 0,2% du PIB pour 2014. Selon la BCL, ce surplus de plus grande ampleur que prévu pour l'année 2014 est principalement dû à des paiements relatifs aux transferts sociaux de plus faible ampleur qu'initialement escompté ainsi qu'à des recettes totales légèrement plus dynamiques, notamment dans le chef des taxes indirectes.

Pour 2015, la BCL projette un déficit de l'ordre de 0,2% du PIB. Cette dégradation serait attribuable à l'Administration centrale, dont le solde accuserait un déficit de 2,1%, alors que le solde de la Sécurité sociale s'améliorerait de quelque 0,1 p.p. pour afficher un surplus de l'ordre de 1,6% du PIB. Le solde des Administrations locales serait toujours excédentaire, affichant un surplus de 0,3% du PIB.

La dégradation du solde de l'Administration centrale s'expliquerait par la baisse des recettes provenant du commerce électronique (1,6% du PIB) qui n'est compensée que partiellement (0,55% du PIB) par la hausse de 2 p.p. des trois taux de TVA, entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2015, ainsi que par la mise en place d'un paquet de consolidation. A cet effet, l'introduction de l'impôt budgétaire temporaire de 0,5% et la mise en place du « Paquet d'avenir » devraient générer des recettes additionnelles et des baisses de dépenses équivalentes à 0,6% du PIB.

En 2016, le solde budgétaire des Administrations publiques redeviendrait positif pour atteindre 0,7% du PIB. Cette amélioration s'explique principalement par la hausse des recettes de TVA (amélioration du solde budgétaire de 0,2 p.p. résultant de l'application du principe des « droits constatés») ainsi que par la continuation de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet d'avenir » qui auraient un impact positif sur le solde budgétaire de l'ordre de 0,3% du PIB.

Le déficit de l'Administration centrale s'élèverait donc à 1,2% du PIB et le surplus de la Sécurité sociale afficherait un surplus de l'ordre de 1,5% du PIB. Les Administrations locales afficheraient un excédent de l'ordre de 0,4% du PIB.

Tableau 25 :

Soldes budgétaires de l'ensemble des Administrations publiques (en % du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2015						PROJECTIONS BCL JUIN 2015		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ensemble des Administrations publiques</b>	-0,5	-0,5	0,4	0,1	0,9	0,6	-0,2	0,7	0,8
dont Etat central	-2,4	-2,3	-1,8	-2,2	-1,2	-1,1	-2,1	-1,2	-0,9
dont communes	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	0,3	0,4	0,3
dont sécurité sociale	2,0	1,6	1,9	1,8	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
<b>Programme de stabilité Avril 2015</b>	—	—	—	—	—	0,6	0,1	0,7	0,7
<b>Pour mémoire: projections de la BCL de décembre 2014</b>	—	—	—	—	—	0,2	-0,6	0,1	—
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de juin 2015 de la BCL <sup>1)</sup>	-0,1	-0,5	0,4	0,6	1,3	0,9	-0,1	0,7	0,7
<b>Estimation Programme de stabilité avril 2015</b>						1,8	0,7	0,9	0,5

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

Note: 1) Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott

En 2017, l'amélioration du solde budgétaire se poursuivrait légèrement pour afficher un surplus de l'ordre de 0,8% du PIB. Cette amélioration est le résultat de deux éléments opposés qui tendent à se neutraliser: d'un côté, la poursuite de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet d'avenir » qui aurait un impact positif additionnel sur le solde de l'ordre de 0,2% du PIB en 2017; d'un autre côté, une nouvelle perte de recettes de TVA liées au commerce électronique (« VAT package ») de l'ordre de 0,3% du PIB<sup>55</sup>.

Le déficit de l'Administration centrale s'élèverait donc à 0,9% du PIB et le surplus de la Sécurité sociale, bien qu'en très léger recul, serait toujours positif à concurrence de 1,4% du PIB. Les Administrations locales afficheraient un excédent de l'ordre de 0,3% du PIB.

A l'aune de ces chiffres, on peut constater que si l'amélioration au niveau des soldes des Administrations publiques est indéniable, le solde de l'Administration centrale afficherait toujours un déficit, de l'ordre de 0,8%, à la fin de l'horizon de projection. Le gouvernement serait donc amené à prendre de nouvelles mesures de consolidation, en sus de celles déjà mises en œuvre, s'il veut apurer les déficits récurrents de l'Administration centrale, tenant compte du fait que les surplus de la Sécurité sociale seront amenés à s'étioler.

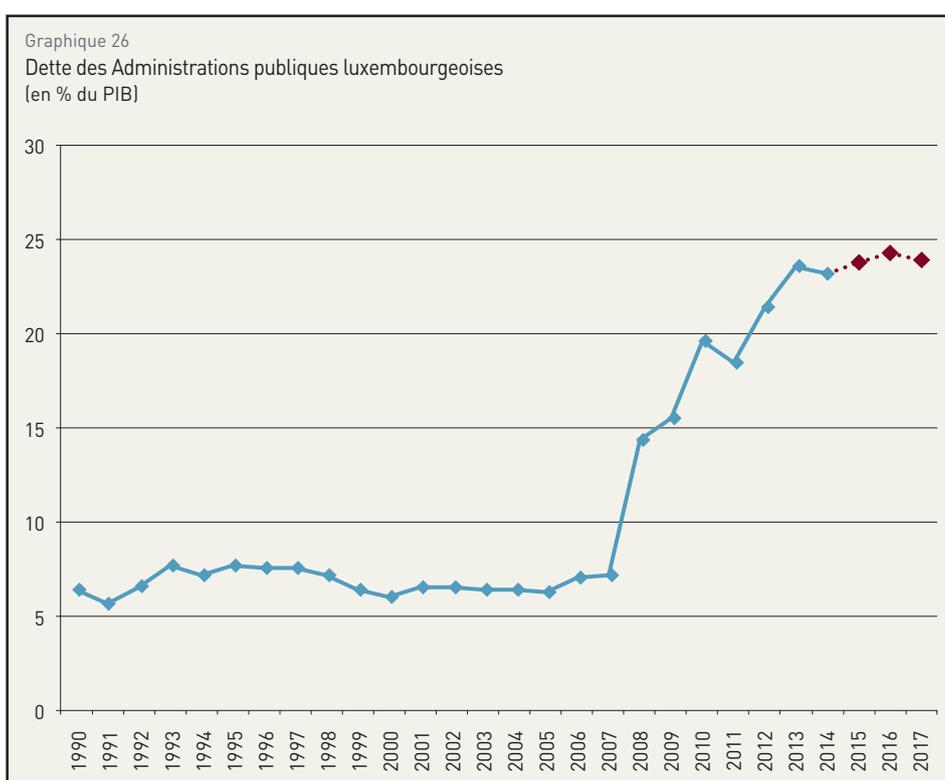
Selon les estimations de la BCL, le solde structurel des Administrations publiques, à l'exception de l'année 2015, enregistrerait un surplus de l'ordre de 0,7% en 2016 et 2017. Ces chiffres sont donc en phase avec l'objectif à moyen terme fixé par le gouvernement, à savoir un surplus de 0,5% du PIB (défini en termes structurels). Néanmoins, les soldes structurels projetés sont encore éloignés du surplus structurel de quelque 1% du PIB recommandé par la BCL pour affronter les défis futurs liés notamment au vieillissement de la population. Le solde structurel contenu dans le Programme de stabilité et de

55 Voir footnote 53

croissance publié en avril 2015, dont la méthodologie diffère en de nombreux points<sup>56</sup> de celle utilisée par la BCL, serait en ligne avec l'objectif à moyen terme sur tout l'horizon de projection.

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

Après avoir été caractérisée par un niveau bas, de l'ordre de 7% du PIB, et par une relative stabilité jusqu'en 2007, la dette des Administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse par rapport au PIB particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la prise de participation de l'Etat dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'Administration centrale. A la fin de l'année 2014, le ratio s'établissait à 23,2%.



Sources : STATEC, calculs BCL

Selon les projections de la BCL, le financement des déficits de l'Administration centrale serait à la base de l'augmentation du ratio de dette par rapport au PIB sur l'horizon de projection. Ce ratio atteindrait ainsi 23,8% du PIB en 2015, 24,3% en 2016 et 23,9% en 2017.

Rappelons que le gouvernement s'est engagé dans son Programme gouvernemental à ce que la dette publique ne dépasse pas 30% du PIB.

Même si elle n'est pas incluse dans la dette publique, la garantie financière accordée à un autre groupe bancaire représente un risque pour le niveau de la dette publique si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit près de 6% du PIB de 2013.

56 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des raisons suivantes:

- Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'output gap (mesuré par la fonction de production) et la semi-élasticité budgétaire. Formellement, si l'élasticité d'une variable  $y$  par rapport à une variable  $x$  s'écrit:  $(\Delta y / y) / (\Delta x / x)$ , alors la semi-élasticité de  $y$  par rapport à  $x$  s'écrit:  $(\Delta y / y) / (\Delta x)$ .
- Dans les projections BCL, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement aux composantes cycliques des bases macroéconomiques extraites par le filtre HP (méthode désagrégée). La composante cyclique du solde budgétaire est donc égale à la somme des composantes cycliques de ces variables fiscales.





**2 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	94
2	Circulaires de la BCL	97
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	98
1	Statistiques de politique monétaire	98
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	98
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	98
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	98
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	98
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	98
7	Balance des paiements du Luxembourg	99
8	Commerce extérieur	99
9	Position extérieure globale	99
10	Avoirs de réserve	99
11	Établissements de crédit	99
12	Activité bancaire internationale	100
13	Organismes de placement collectif	100
14	Professionnels du secteur financier	100
15	Sociétés de gestion	100
16	Compagnies d'assurances et fonds de pension	100
4	Publications de la BCL	101
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	103
6	Liste des abréviations	104

# 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

## 2014

### 2014/N°19 du 15 décembre 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 19 du 15 décembre 2014 modifiant le règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en œuvre l'orientation BCE/2014/31 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9.

Domaine: Politique monétaire.

### 2014/N°18 du 21 août 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 9 juillet 2014 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2014/31).

Le règlement 2014/18 abroge et remplace les règlements BCL/2013/15 et BCL/2014/16.

Domaine: Politique monétaire.

### 2014/N°17 du 21 juillet 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/N°17 du 21 juillet 2014 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés financières portant modification du Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine: Balance des paiements et Position extérieure globale.

Le Règlement BCL 2014/N°17 entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> décembre 2014. Le Règlement BCL 2011/N°8/Regulation 2011/N°8 (EN) du 29 avril 2011 dans sa version originale reste d'application jusqu'au 30 novembre 2014 (voir ci-dessous - année 2011).

### 2014/ N° 16 du 12 mai 2014

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 16 du 12 mai 2014 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 12 mars 2014 modifiant l'orientation BCE/2013/4 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2014/12).

Domaine: Politique monétaire.

## 2013

### 2013/ N° 15 du 3 mai 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 15 du 3 mai 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 20 mars 2013 relative à des mesures temporaires

supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (refonte) (BCE/2013/4).

Le Règlement BCL 2013/N° 15 remplace et abroge les règlements BCL Nos 12, 13 et 14.

Domaine: Politique monétaire.

#### 2013/ N° 14 du 7 mars 2013

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2013/ N° 14 du 7 mars 2013 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 23 janvier 2013 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2013/2).

Domaine: Politique monétaire.

## 2012

#### 2012/N°13 du 9 novembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 13 du 9 novembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 octobre 2012 modifiant l'orientation BCE/2012/18 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties (BCE/2012/23).

Domaine: Politique monétaire.

#### 2012/N°12 du 12 septembre 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 12 du 12 septembre 2012 mettant en œuvre l'orientation de la Banque centrale européenne du 2 août 2012 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9 (BCE/2012/18).

Domaine: Politique monétaire.

#### 2012/N°11 du 10 juillet 2012

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2012/ N° 11 du 10 juillet 2012 relatif à la surveillance des contreparties centrales («central counterparties») et des référentiels centraux («trade repositories») au Luxembourg, portant modification du règlement modifié de la Banque centrale du Luxembourg 2010/ N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Oversight.

## 2011

#### 2011/N°10 du 14 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°10 du 14 juillet 2011 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine: Statistiques.



2011/N°9 du 4 juillet 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°9 du 4 juillet 2011 relatif à la collecte des données sur les instruments et les opérations de paiement.

Domaine : Statistiques.

2011/N°8 du 29 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°8 du 29 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès de sociétés contractant des prêts ou émettant des titres de créance ou des produits financiers dérivés pour compte de sociétés liées.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

2011/N°7 du 4 avril 2011

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°7 du 4 avril 2011 relatif à la collecte statistique auprès des établissements de crédit et des services financiers de l'Entreprise des Postes et Télécommunications.

Domaine : Balance des paiements et Position extérieure globale.

## 2010

2010/N°6 du 8 septembre 2010

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

Domaine : Oversight.

## 2009

2008/N°1 du 28 novembre 2008 (version consolidée)

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties, version consolidée suite au règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009.

Domaine : Politique monétaire.

2009/N°5 du 23 décembre 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°5 du 23 décembre 2009 portant modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

2009/N°4 du 29 avril 2009

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.

Domaine : Surveillance de la liquidité ; publié au Mémorial A-N°102 du 18 mai 2009, p. 1527.

**2009/N°3 du 19 février 2009**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°3 du 19 février 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

**2009/N°2 du 27 janvier 2009**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°2 du 27 janvier 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Politique monétaire.

**2008****2008/N°1 du 28 novembre 2008**

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Politique monétaire.

**2 CIRCULAIRES DE LA BCL****Circulaire N°238 du 12 janvier 2015**

Introduction d'une collecte d'informations sur les opérations libellées en renminbis - A tous les établissements de crédit.

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).



### **3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)**

#### **1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE**

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

#### **2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG**

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

#### **3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT**

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change

#### **4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG**

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

#### **5 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE**

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - présentation matricielle

#### **6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES**

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

## 7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg: résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg: compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements - par secteur

## 8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

## 9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg: résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg: dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg: ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

## 10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg: modèle élargi du Fonds Monétaire International

## 11 ETABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit par contreparties

- 
- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit par type et contreparties
  - 11.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit, par contreparties et pays

## **12 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE**

- 12.1 Activité bancaire internationale: ventilation géographique
- 12.2 Activité bancaire internationale: ventilation par devises
- 12.3 Activité bancaire internationale: part du Luxembourg

## **13 ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

- 13.1 Evolution du nombre des OPC
- 13.2 Evolution de la situation globale des OPC
- 13.3 Bilan agrégé des OPC monétaires
- 13.4 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par devises
- 13.6 Bilan des OPC non monétaires par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les OPC d'actions
- 13.8 Titres détenus par les OPC d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les OPC mixtes
- 13.10 Titres détenus par les OPC immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les OPC alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres OPC
- 13.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et pays
- 13.14 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC non-monétaires, par contreparties et pays

## **14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER**

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

## **15 SOCIÉTÉS DE GESTION**

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

## **16 COMPAGNIES D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION**

- 16.1 Avoirs et engagements des compagnies d'assurance et fonds de pension

## 4 PUBLICATIONS DE LA BCL

### 4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2014/1, mars 2014
- Bulletin BCL 2014/2 – non publié\*
- Bulletin BCL 2014/3, octobre 2014
- Bulletin BCL 2014/4, janvier 2015

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière, mai 2015

### 4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual Report 2013, August 2014
- Rapport annuel 2013, mai 2014

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N° 94, décembre 2014  
How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, by Luc Arrondel, Laura Bartiloro, Pirmin Fessler, Peter Lindner, Thomas Y. Mathä, Cristiana Rampazzi, Frederique Savignac, Tobias Schmidt, Martin Schürz and Philip Vermeulen
- Cahier d'études N° 93, décembre 2014  
Household Saving Behaviour and Credit Constraints in the Euro Area, by Julia Le Blanc, Alessandro Porpiglia, Federica Teppa, Junyi Zhu and Michael Ziegelmeier
- Cahiers d'études N° 92, juin 2014  
The Eurosystem, the banking sector and the money market, by Paul Mercier
- Cahier d'études N° 91, juin 2014  
Household wealth in the euro area: The importance of intergenerational transfers, homeownership and house price dynamics, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 90, mai 2014  
Wealth differences across borders and the effect of real estate price dynamics: Evidence from two household surveys, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 89, mars 2014  
Cross-border commuting and consuming: An empirical investigation, by Thomas Y. Mathä, Alessandro Porpiglia and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N°88, mars 2014  
2007-2013: This is what the Indicator told us - Evaluating the Performance of Real-Time Nowcasts from a Dynamic Factor Model, by Muriel Nguiffo-Boyom
- Cahier d'études N°87, mars 2014  
Déficit, Croissance et bien-être intergénérationnel: comment réformer les pensions au Luxembourg?, par Muriel Bouchet, Luca Marchiori et Olivier Pierrard

\*Voir communiqué de presse du 16.06.2014 disponible sur le site internet de la BCL

- Cahier d'études N° 86, février 2014  
The Impact of the Exchange Rate on Luxembourg Equity Funds, by Mustafa Kultur and Romuald Morhs
- Cahier d'études N° 85, février 2014  
Household Risk taking after the Financial Crisis, by Sarah Necker and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études N° 84, février 2014  
Household Risk Management and Actual Mortgage Choice in the Euro Area, by Michael Ehrmann and Michael Ziegelmeier

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

#### 4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Brochure des produits numismatiques de la BCL, édition 2015

#### 4.6 MATÉRIEL D'INFORMATION SUR LES ÉLÉMENTS DE SÉCURITÉ DES BILLETS ET PIÈCES EN EUROS

Pour une liste complète du matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros publié par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu))

#### 4.7 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

##### 4.7.1 Publications externes du personnel de la BCL

- S. Necker, and M. Ziegelmeier (2015): Household Risk Taking after the Financial Crisis, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, in press, doi:10.1016/j.qref.2015.03.006
- De la Croix, D., O. Pierrard and H. Sneessens (2013): Ageing and Pensions in General Equilibrium: Labour Market Imperfections Matter, *Journal of Economic Dynamics and Control* **37**(1): 104-124.
- Curi, C., P. Guarda, A. Lozano-Vivas et V. Zelenyuk (2013): Is foreign-bank efficiency in financial centers driven by home or host country characteristics? *Journal of Productivity Analysis* **40**(3): 367-385.
- Guarda, P., A. Rouabah et M. Vardanyan (2013): Identifying bank outputs and inputs with a directional technology distance function *Journal of Productivity Analysis* **40**(2): 185-195
- Guarda, P., A. Rouabah et J. Theal (2013): A mixture vector autoregressive framework to capture extreme events in macroprudential stress tests, *Journal of Risk Model Validation*, 7(4):1-31
- Marchiori, L., I.-L. Shen and F. Docquier (2013): Brain Drain in Globalization: A general equilibrium analysis from the source countries' perspective, *Economic Inquiry*, 51(2):1582-1602.
- Ziegelmeier, M. (2013): Illuminate the unknown: Evaluation of imputation procedures based on the SAVE Survey, *Advances in Statistical Analysis* **97**(1): 49-76.
- Ziegelmeier M. and J. Nick (2013): Backing out of private pension provision - Lessons from Germany, *Empirica - Journal of European Economics* **40**(3): 505-539.
- Bucher-Koenen, T., and M. Ziegelmeier (2014) : Once burned, twice shy? Financial literacy and wealth losses during the financial crisis, *Review of Finance*, **18**(6), 2215-2246.
- Martin D. and O. Pierrard (2014): On-the-job search and cyclical unemployment: Crowding out vs. vacancy effects, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 44, pp 235-250.

#### 4.7.2 Présentations Externes

- 3rd Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Luxembourg, juin 2015
- Royal Economic Society (RES) annual conference, Manchester, mars 2015
- European Commission Seminar on Housing, Brussels, décembre 2014
- Conférence annuelle du Réseau d'Etudes sur le marché du Travail et de l'Emploi Luxembourgeois (RETEL – Observatoire de l'emploi), Mondorf-les-Bains, décembre 2014
- The Competitiveness Research Network (CompNet) Workshop, Francfort, Allemagne, décembre 2014
- Conférence « Five Years of Crisis – Lessons Learned and Paths Towards a Resilient European Monetary Union », Trier, octobre 2014
- 2nd Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Luxembourg, juin 2014
- Annual conference of the Swedish Network of European Research in Economics and Business (SNEE), Mölle, Suède, mai 2014
- Annual Meeting of the Austrian Economic Association, NOeG 2014, Vienna, mai 2014
- Comité social et économique, Luxembourg, mai 2014.
- EUI-nomics 2014 : Debating the economic conditions in the euro area and beyond, Florence, Italie, avril 2014
- Comité social et économique, Luxembourg, mars 2014.
- Eurosystem Household Finance and Consumption Network (HFCN) research seminar, Francfort, Allemagne, mars 2014
- Conférence internationale « International labor mobility and inequality across nations », Clermont-Ferrand, France, janvier 2014

## 5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

---

#### COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
<http://www.ecb.int>

## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>AFN</b>	Avoirs financiers nets	<b>EU</b>	European Union
<b>AGDL</b>	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	<b>EUR</b>	euro
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne	<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés Européennes
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg	<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)	<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement	<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux	<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>CCBM</b>	Correspondent central banking model	<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices
<b>CETREL</b>	Centre de transferts électroniques Luxembourg	<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>CPI</b>	Consumer Price Index	<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier	<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux	<b>IML</b>	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
<b>ECB</b>	European Central Bank	<b>IOSCO</b>	International Organisation of Securities Commissions
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds	<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>EIB</b>	European Investment Bank	<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>EMI</b>	European Monetary Institute (1994-1998)	<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution
<b>EMS</b>	European Monetary System	<b>NCB</b>	National central bank
		<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques

<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development	<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs	<b>TARGET SYSTEM</b>	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
<b>OLS</b>	Ordinary least squares	<b>SYSTÈME TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif	<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières	<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole	<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut	<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance	<b>UE</b>	Union européenne
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>RTGS SYSTEM</b>	Real-Time Gross Settlement system	<b>USD</b>	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
<b>SYSTÈME RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel	<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire
<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg		
<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales		
<b>SEC</b>	Système européen de comptes		
<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe		
<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable		
<b>SME</b>	Système monétaire européen		
<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.		







BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1  
Télécopie: +352 4774-4910

[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) • [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)