



BULLETIN  
2016

2



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, le 21 octobre 2016

Achévé de rédiger le 8 septembre 2016

## SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</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	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques 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	23
1.2.3	Les activités sectorielles	28
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	57
1.2.5	La croissance économique	59
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2016	62
1.2.7	Le commerce extérieur	62
1.2.8	La balance des paiements	64
1.2.9	La position extérieure globale	65
1.2.10	Les finances publiques	67
<u>Encadré :</u>		
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages – Résultats de la deuxième enquête	41

## 2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	72
2	Circulaires de la BCL	72
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	72
1	Statistiques de politique monétaire	72
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	72
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	72
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	73
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	73
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	73
7	Balance des paiements du Luxembourg	73
8	Commerce extérieur	73
9	Position extérieure globale	73
10	Avoirs de réserve	74
11	Établissements de crédit	74
12	Véhicules de titrisation	74
13	Fonds d'investissement	74
14	Professionnels du secteur financier	75
15	Sociétés de gestion	75
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	75
17	Indicateurs de solidité financière	75
18	Statistiques de paiement	75
4	Publications de la BCL	75
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	77
6	Liste des abréviations	78

## VUE D'ENSEMBLE

Lors de sa réunion du 8 septembre 2016, 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 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Compte tenu des perspectives d'évolution des prix, ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs de l'Eurosystème.

Ces taux avaient été abaissés lors de la réunion du 10 mars 2016, au cours de laquelle le Conseil des gouverneurs avait également pris plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire : l'extension du programme d'achat d'actifs à 80 milliards d'euros, contre 60 milliards d'euros précédemment, l'inclusion d'obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers, ainsi que le lancement d'une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans.

S'agissant de ces mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que ces achats devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà, si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de stabilité des prix.

Lors de cette réunion du 8 septembre, le Conseil des gouverneurs a jugé que ce vaste ensemble de mesures de politique monétaire continuait d'assouplir les conditions d'emprunt, confortait la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et favorisait le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % sur le moyen terme.

Au deuxième trimestre 2016, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent (après une croissance de 0,5 % au premier trimestre 2016). Selon les informations conjoncturelles actuellement disponibles, la croissance devrait se stabiliser aux alentours de 0,3 % au cours du troisième trimestre 2016. Ensuite, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré et régulier. Ainsi, les projections macroéconomiques pour la zone euro de septembre 2016, établies par les services de la BCE, anticipent une hausse du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018. Par rapport aux projections de juin 2016, ce scénario de croissance est légèrement plus faible. D'après le Conseil des gouverneurs, les risques entourant ces perspectives de croissance demeurent orientés à la baisse. Ces risques concernent principalement l'environnement extérieur à la zone euro.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 0,2 % en août 2016, tout comme en juillet 2016. Sur base de l'observation des contrats à terme sur les cours du pétrole, l'inflation devrait rester faible dans les prochains mois, avant de remonter vers la fin de l'année 2016, principalement en raison d'effets de base liés au cours du pétrole. Les taux d'inflation devraient ensuite se redresser en 2017 et 2018, soutenus par les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs et la reprise économique attendue. Les projections établies par les services de la BCE font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,2 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. En comparaison avec les projections de juin 2016 réalisées par l'Eurosystème, les perspectives de progression de l'IPCH demeurent globalement inchangées.



Au Luxembourg, la première estimation officielle des comptes nationaux annuels pour l'année 2015 a fait apparaître une croissance du PIB en volume de 4,8 %. D'après la comptabilité nationale, la croissance économique se serait aussi poursuivie au premier trimestre 2016, avec une hausse de l'activité de 0,7 % en rythme trimestriel et de 4,4 % sur une base annuelle. Eu égard au caractère provisoire de ces données, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux trimestriels, susceptibles de faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

Cette prudence trouve sa justification dans les évolutions conjoncturelles observées durant la première moitié de l'année 2016, qui laissent à la fois présager une croissance relativement robuste dans la plupart des secteurs, tout en restant contrastées. Si les secteurs de l'industrie et de la construction ont fait preuve d'un certain dynamisme au cours du premier semestre, la situation a été moins favorable au niveau du secteur financier. Contrairement aux comptes nationaux, qui ont fait état d'une activité soutenue dans ce secteur en début d'année, d'autres indicateurs témoignent d'un recul du produit bancaire et de l'activité des fonds d'investissement. Ces évolutions contrastées sont également observées dans les secteurs du commerce et des services non financiers. Quant au marché de l'emploi, celui-ci est resté bien orienté, affichant une croissance des effectifs de près de 3 % au premier semestre 2016.

Globalement, même si ces développements tendent à confirmer une situation économique relativement favorable au Luxembourg, il semble prématuré, sur la base de ce diagnostic qualitatif, de réviser nos projections de croissance à la hausse avant que les comptes nationaux ne s'appuient sur une base statistique plus solide. La mise à jour des projections macroéconomiques de la BCL se fera donc pour décembre, sur la base des comptes nationaux annuels publiés en octobre.

Le taux de variation annuel de l'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a poursuivi son ralentissement par rapport à la période équivalente de 2015 et s'est établi à 0,1 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2016. Ce ralentissement est le résultat d'une inflation négative des prix de l'énergie et d'une plus faible inflation des prix des autres biens et services.

Les perspectives d'inflation n'ont guère évolué par rapport à nos dernières projections de juin 2016. L'inflation globale, après avoir atteint 1,1 % en décembre 2015, s'est inversée pour converger vers zéro vers la mi-2016; elle devrait s'accélérer graduellement au cours des prochains mois. Le taux d'inflation serait encore inférieur à 1 % au quatrième trimestre 2016, mais passerait aux alentours de 1,8 % au deuxième trimestre 2017. L'inflation demeurerait donc inférieure à 2 % jusqu'à la fin de cet horizon de projection. Sur cette base, le paiement de la prochaine tranche indiciaire aurait lieu au tournant de l'année 2016/2017, confirmant ainsi le scénario déjà esquissé lors de l'exercice de projection précédent. Un tel ajustement à la hausse des salaires de 2,5 % n'a plus eu lieu depuis octobre 2013 et il est admis qu'il aurait des répercussions à la hausse sur la fixation des prix dans le commerce de détail et dans les secteurs de services.

En ce qui concerne les finances publiques et au vu des chiffres présentés au niveau de l'administration centrale pour les six premiers mois de l'année 2016, si la tendance observée dans ces données devait se poursuivre au second semestre, le déficit de l'administration centrale serait alors de moindre ampleur que celui prévu dans le budget pour l'année 2016. Cette tendance positive devrait néanmoins s'inverser en 2017 en raison de l'introduction d'un ensemble de mesures ayant trait à l'imposition des personnes morales et physiques, mesures qui, toutes autres choses égales, devraient avoir un impact négatif non négligeable sur le solde de l'administration centrale ainsi que sur celui des administrations publiques dans leur ensemble.



A cet égard, un projet de loi portant sur la mise en œuvre de cette réforme fiscale a été déposé à la Chambre des Députés le 26 juillet 2016. La BCL procédera, dans son avis sur le projet de budget 2017, à une analyse détaillée des implications de ce projet de loi, notamment sur les soldes des finances publiques et sur la dynamique de la dette publique.



<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</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	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques 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	23
1.2.3	Les activités sectorielles	28
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	57
1.2.5	La croissance économique	59
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2016	62
1.2.7	Le commerce extérieur	62
1.2.8	La balance des paiements	64
1.2.9	La position extérieure globale	65
1.2.10	Les finances publiques	67
 <u>Encadré :</u>		
	L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages – Résultats de la deuxième enquête	41

# 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé lors de la réunion du 8 septembre 2016 de maintenir le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces derniers devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs, à hauteur de 80 milliards d'euros, devraient se poursuivre jusqu'en fin mars 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, la valeur moyenne du taux EONIA a baissé à -0,34 % en août 2016. Les taux EURIBOR 1 mois et EURIBOR 3 mois sont restés stables par rapport au mois précédent à respectivement -0,37 % et -0,30 % en août 2016. Enfin, l'EURIBOR 12 mois s'est établi à -0,05 %, contre -0,06 % un mois auparavant.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes confirment la croissance vigoureuse de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a été de 4,8 % en juillet 2016. L'expansion annuelle de M3 continue d'être principalement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 8,4 % en juillet 2016.

L'évolution des crédits a poursuivi son redressement constaté depuis le début de 2014. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 1,9 % en juillet 2016, après s'être établi à 1,7 % en juin. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) était resté stable en juillet 2016 à 1,8 %.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

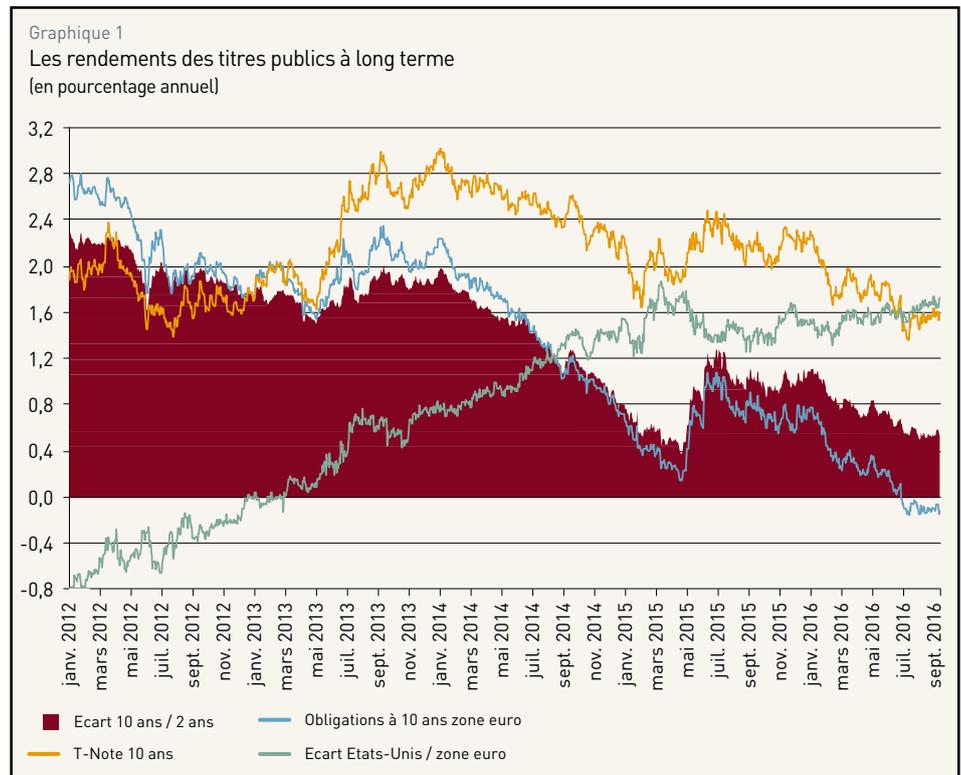
Les rendements obligataires dans la zone euro ont poursuivi leur tendance baissière sur la période allant du 1<sup>er</sup> juin 2016 au 8 septembre 2016, notamment dans le contexte d'incertitudes suite au vote au Royaume-Uni le 23 juin 2016 pour une sortie de l'Union Européenne. Ces évolutions reflètent les anticipations sur la poursuite d'une politique monétaire accommodante par la BCE.

Au Royaume-Uni, sur fond de détérioration des prévisions de croissance à l'issue du scrutin, la Banque d'Angleterre a annoncé, le 4 août 2016, de nouvelles mesures d'assouplissement de la politique monétaire. Ces mesures incluent une baisse du taux d'intérêt directeur à 0,25 %, le lancement d'un programme d'achat d'obligations d'entreprises à hauteur de 10 milliards de livres, l'extension de 60 milliards de livres du programme de rachat d'obligations d'Etat et la mise en place d'un dispositif de financement à terme destiné aux banques (*Term Funding Scheme*). Le rendement des obligations publiques à 10 ans a amorcé une baisse le lendemain du référendum, le niveau le plus bas ayant été atteint mi-août 2016.

Dans la zone euro, le rendement des titres publics à 2 ans s'est établi à - 0,66 %, tandis que celui des titres publics à 10 ans est descendu à - 0,13 % en fin de période. Le différentiel de rendement entre les taux obligataires à 10 ans et ceux à 2 ans s'est réduit durant cette période. Aux Etats-Unis, le taux obligataire à 10 ans a également diminué pour s'établir à un niveau de 1,6 % à la fin de la période analysée.

### 1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 1<sup>er</sup> juin 2016 et le 8 septembre 2016, les marchés des actions ont connu une période assez calme. Ainsi, l'indice Standard & Poor's 500 a connu une légère hausse de 4,1 % aux Etats-Unis. Au Japon, le Nikkei 225 est resté stable sur la période analysée. Dans la zone euro, l'Euro Stoxx 50 a enregistré une faible augmentation de 1,7 %. Toutefois, les indices des actions du secteur bancaire se sont détériorés suite au résultat du référendum britannique, tant dans la zone euro qu'au Royaume-Uni. Ce phénomène est intervenu dans un contexte de préoccupations à propos de la rentabilité des banques et de situations spécifiques aux banques et pays.



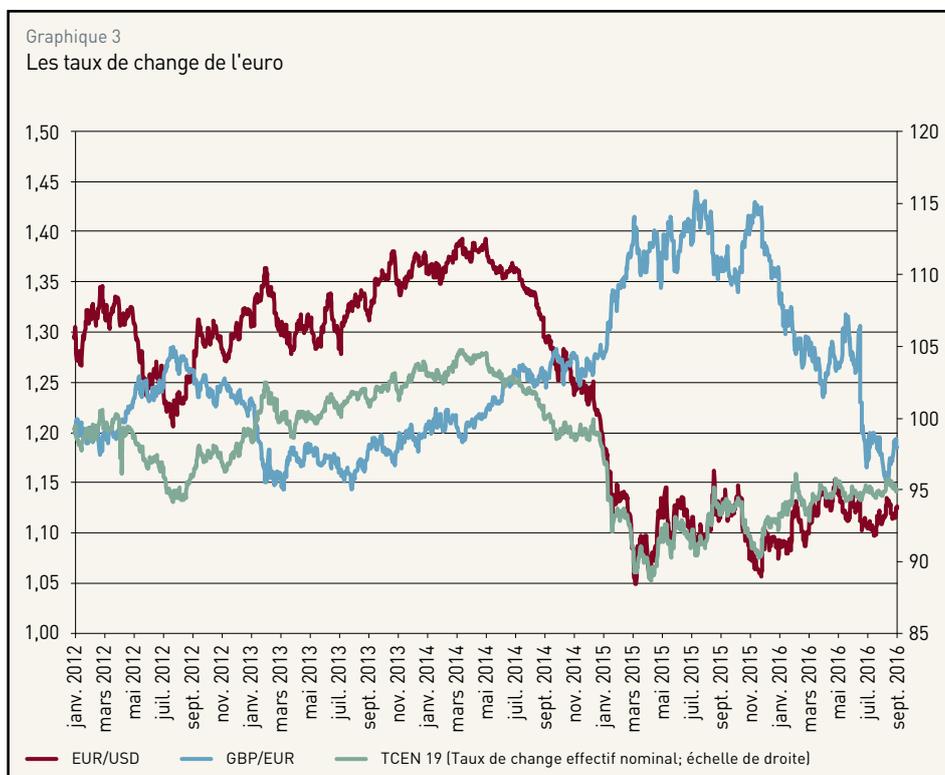
Source : BCE, Bloomberg

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon  
(Base 100 au 01/01/2014)



Source : Bloomberg

Graphique 3  
Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg

#### 1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 1<sup>er</sup> juin 2016 au 8 septembre 2016, le taux de change effectif nominal de l'euro<sup>1</sup> s'est apprécié de 0,5 %. Sur la même période, l'euro s'est fortement apprécié de 8,7 % vis-à-vis de la livre sterling et cela en réaction au référendum du 23 juin 2016 au Royaume-Uni.

L'euro s'est déprécié de 0,37 % vis-à-vis du dollar américain entre le 1<sup>er</sup> juin 2016 et le 5 septembre 2016. Cette appréciation du dollar américain est intervenue dans le contexte du symposium annuel des banquiers centraux à Jackson Hole (Wyoming), lors duquel la présidente de la Réserve fédérale Janet Yellen a déclaré que « les arguments en faveur d'une augmentation du taux des fonds fédéraux s'étaient renforcés ces derniers mois ». Cependant, l'on constate une appréciation de l'euro en fin de période.

Concernant les autres principales devises mondiales, entre le 1<sup>er</sup> juin 2016 et le 8 septembre 2016, l'euro s'est déprécié de 6,6 % vis-à-vis du yen japonais, de 3,9 % vis-à-vis du rouble russe et de 1,3 % face au franc suisse. L'euro s'est apprécié de 2,2 % par rapport au renminbi chinois. S'agissant des devises des autres Etats membres de l'UE, depuis juin, l'euro s'est déprécié de 1,6 % face au forint hongrois et de 1,7 % face au zloty polonais. En revanche, il est demeuré stable face à la couronne danoise et s'est apprécié de 2,2 % face à la couronne suédoise.

1 Le taux de change effectif nominal de l'euro est mesuré vis-à-vis d'un panier de devises des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

La progression de l'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a reculé en 2015 et cela pour la quatrième année consécutive. Le taux d'inflation annuel moyen n'a été que de 0,0 %, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Cette évolution s'est poursuivie au début de l'année 2016, puisque le taux d'inflation moyen sur la période de janvier à juillet 2016 n'a été que de 0,0 %. L'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois d'août est une inflation positive de 0,2 %.

Tableau 1 :

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

	2013	2014	2015	2015 T4	2016 T1	2016 T2	JUIL-16
IPCH global	1,4	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,2
Produits alimentaires non transformés	3,5	-0,8	1,6	2,6	1,1	1,4	2,9
Produits alimentaires transformés	2,2	1,2	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,1	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4
Énergie	0,6	-1,9	-6,8	-7,2	-7,4	-7,7	-6,7
Services	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,2
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8

Source : Eurostat

La composition de l'inflation est restée inchangée entre 2015 et les sept premiers mois de 2016. En effet, les taux d'inflation moyens des cinq principales composantes de l'IPCH n'ont guère évolué. Ainsi, en ce qui concerne le début de l'année 2016, le taux d'inflation global de 0,0 % résultait d'un taux d'inflation négatif de -7,5 % pour les prix de l'énergie, d'un taux d'inflation de 1,5 % pour les produits alimentaire non transformés et d'un taux d'inflation positif mais faible de 0,8 % pour les composantes les plus stables. En ce qui concerne les sous-composantes de l'IPCH à l'exclusion des produits volatils, l'inflation des produits alimentaires transformés et des services s'est stabilisée à respectivement 0,5 % et 1,2 %. Seule l'inflation des biens industriels non énergétiques a légèrement accéléré, en passant de 0,3 % à 0,5 %.

La stabilisation à des niveaux différents des taux d'inflation des différentes composantes confirme une poursuite de l'hétérogénéité des dynamiques de prix. Cette hétérogénéité n'est pas anormale dans un contexte où les principaux facteurs déterminants de l'inflation se caractérisent par des évolutions divergentes. Ainsi, malgré son rebond de plus de 50 % depuis le début de l'année, le prix du pétrole n'a pas encore dépassé son niveau de l'année passée. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, sont soit toujours en recul, soit nettement inférieurs à leurs sommets atteints durant les années récentes. Ces dynamiques de prix sont à l'origine de l'inflation faible des biens alimentaires transformés et de l'inflation négative des prix de l'énergie. Après la dépréciation observée vers la fin de l'année 2014, le taux de change de l'euro par rapport au dollar est resté globalement stable depuis janvier 2015. La stabilisation du taux de change a donc freiné, voire arrêté la tendance au renchérissement des biens importés et n'a ainsi plus contribué à la hausse de l'inflation des biens manufacturés hors énergie. L'environnement macroéconomique de la zone euro s'est nettement amélioré depuis la fin du deuxième trimestre 2014 et la croissance trimestrielle moyenne du PIB réel s'est établie à des niveaux proches de 0,4 %. Une poursuite de ce scénario devrait contribuer à une inflation plus élevée. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande, l'origine se trouve sans doute dans une dynamique des salaires qui reste encore fort atténuée.

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

Selon Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3 % au deuxième trimestre 2016 par rapport au trimestre précédent qui avait dégagé une hausse de +0,5 %. Les pays voisins du Luxembourg ont connu des performances contrastées. La croissance au deuxième trimestre a été moins forte en Allemagne (+0,4 % au deuxième trimestre 2016, après +0,7 %) et en France (+0,0 % au deuxième trimestre 2016, après +0,7 %) tandis qu'elle a progressé de 0,3pp à +0,5 % en Belgique.

Au deuxième trimestre 2016, toutes les composantes de la demande interne ont affiché des taux de croissance en retrait par rapport au trimestre précédent : les dépenses de consommation privées et publiques ont progressé de respectivement 0,2 % et 0,1 % (après +0,6 % au premier trimestre 2016 pour les deux composantes) et l'investissement a stagné (après +0,4 % au premier trimestre 2016). Le commerce extérieur a pour sa part montré plus de dynamisme. Le taux de croissance des exportations a accéléré à +1,1 % au deuxième trimestre 2016 (après avoir stagné au premier trimestre 2016) et les importations ont crû de 0,4 % (après -0,1 % au premier trimestre 2016).

Les statistiques de l'emploi font quant à elles état d'une nouvelle stabilisation de la croissance de l'emploi à +0,3 % au premier trimestre 2016. Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs de l'information et de la communication (+0,9 %, après +0,1 %) et des services immobiliers (+1,2 %, après -0,3 %). Dans tous les autres secteurs à l'exception de l'agriculture, les créations nettes d'emplois ont été positives mais moins dynamiques.

Le taux de chômage dans la zone euro corrigé des variations saisonnières s'est établi à 10,1 % en juillet 2016, stable par rapport à juin 2016 et en baisse par rapport au taux de 10,8 % enregistré en juillet 2015. Il s'agit toujours du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis juillet 2011.

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

Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en juin 2016, le solde courant de la zone euro a poursuivi l'amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 354 milliards d'euros (soit l'équivalent de 3,4 % du PIB), comparé à un excédent de 300 milliards (3 % du PIB) sur la période correspondante de 2015. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens. En effet, l'excédent des marchandises, qui apporte généralement la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître en totalisant 374 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2016, comparé à un surplus de 307 milliards d'euros sur la même période en 2015. Cette amélioration s'explique par une hausse de 2 % des exportations de biens, alors que les importations ont reculé de 1,5 % sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières.

L'évolution positive du solde courant a été renforcée par une baisse de 11 % du déficit cumulé du revenu secondaire (poste qui comprend notamment les contributions aux institutions internationales et l'aide au développement) qui a atteint 122 milliards d'euros en juin 2016. Avec un taux de croissance des importations (+5 %) supérieur à celui des exportations (+4 %), la balance des services s'est en revanche détériorée, son surplus cumulé ayant atteint 62 milliards d'euros en juin 2016, comparé à un surplus de 67 milliards sur la période correspondante de 2015. De même, sous l'effet de la faiblesse généralisée des taux d'intérêt, l'excédent cumulé du revenu primaire s'est largement contracté pour atteindre 40 milliards d'euros en juin 2016, contre 64 milliards en juin 2015.

Au niveau du compte des transactions financières, les non-résidents ont délaissé les placements en titres émis par la zone euro. En particulier, les titres de dette de la zone euro ont subi des ventes nettes cumulées de 213 milliards d'euros en juin 2016 contre 14 milliards sur la période correspondante de

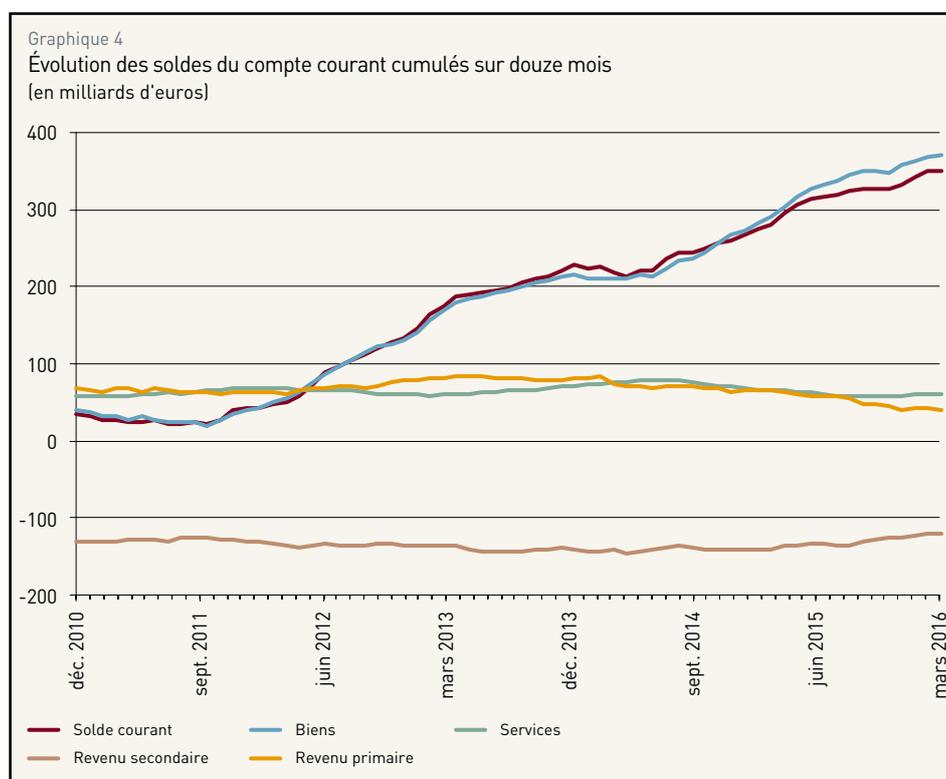
2015. Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents ont réduit leurs achats nets à 114 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en juin 2016, contre 269 milliards sur la période correspondante en 2015. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des sorties nettes cumulées de 99 milliards d'euros en juin 2016, contre des entrées nettes cumulées de 255 milliards d'euros en juin 2015.

De leur côté, les résidents de la zone euro ont fortement réduit leurs placements en titres de participation étrangers, tout en investissant davantage dans les titres de dette étrangers. Sur la même période de 12 mois cumulés jusqu'en juin 2016, les transactions sur titres de participation étrangers se sont ainsi soldées par des ventes nettes de 4 milliards d'euros comparées à des achats nets de 77 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, les achats cumulés de titres de dette étrangers par les résidents de la zone euro ont augmenté pour atteindre 411 milliards d'euros en juin 2016, contre 399 milliards sur la même période en juin 2015. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 506 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en juin 2016, comparées à des sorties nettes de 221 milliards d'euros sur la période correspondante de 2015.

Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont accrues pour atteindre 121 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en juin 2016, contre 88 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la baisse des créances ainsi que la hausse des engagements des autres institutions financières monétaires ont occasionné des entrées nettes cumulées de 195 milliards d'euros en juin 2016.

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2016 de la BCE, la reprise de l'activité dans la zone euro devrait se poursuivre, mais avec une dynamique de croissance légèrement plus faible qu'attendu lors des projections de juin 2016 de l'Eurosystème. La demande mondiale adressée à la zone euro a été sensiblement révisée à la baisse, en lien notamment avec des importations en provenance du Royaume-Uni plus faibles suite au résultat du referendum portant sur la sortie de l'Union européenne, ce qui devrait peser sur la croissance des exportations. Cependant, le vote en faveur de la sortie de l'UE n'a eu pour l'instant qu'un impact limité sur les niveaux de confiance et de l'incertitude dans la zone euro ce qui in fine laissent les perspectives de reprise largement inchangées. Sur l'horizon de



Source : BCE



projections, l'orientation accommodante de la politique monétaire, le faible niveau du prix du pétrole, l'amélioration du fonctionnement du marché de l'emploi et les progrès accomplis en termes de désendettement par travers différents secteurs devrait soutenir la croissance de la demande interne dans un contexte de reprise mondiale progressive. La BCE table ainsi sur une hausse du PIB annuel en volume de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 réalisées par l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la hausse en 2016 et légèrement révisées à la baisse pour 2017 et 2018.

Selon les projections de l'Eurosystème, la croissance des dépenses de consommation serait forte en 2016 et resterait soutenue en 2017 et 2018. La reprise de l'investissement résidentiel serait modeste tandis que de son côté, l'investissement des entreprises devrait continuer à croître, soutenu par entre autres des conditions de financement plus avantageuses grâce aux mesures non-conventionnelles de politiques monétaires de la BCE, la solidité de la demande domestique, le renforcement de la demande externe et la nécessité de moderniser le stock de capital après plusieurs années d'investissements contenus. Les projections d'exportations ont été de leur côté sensiblement abaissées, en lien avec la révision à la baisse de la demande externe adressée à la zone euro. Cette dernière ne devrait que modérément accélérer à partir de la seconde moitié de l'année 2016, en lien avec une croissance de l'activité mondiale plus forte et tirée par les économies émergentes. Cela dit, la croissance de la demande externe adressée à la zone euro devrait rester bien en deçà des niveaux observés avant la crise. L'impact favorable d'un taux de change effectif de l'euro plus faible qu'attendu sur les exportations ne devrait que partiellement compenser l'effet négatif de la baisse de la demande mondiale sur les exportations hors zone euro. In fine, ces dernières ne devraient accélérer qu'à partir de la seconde moitié de l'année 2016. La croissance des importations hors zone euro devrait pour sa part rester relativement contenue sur l'horizon de projection, tout en demeurant plus dynamique que la croissance des exportations hors zone euro.

Sur l'horizon de projection, les ratios du déficit budgétaire du gouvernement sur le PIB et de la dette publique sur le PIB sont orientés à la baisse. La réduction du déficit en 2016 tient de la réduction du paiement des intérêts de la dette et d'une amélioration de la composante cyclique. En 2017 et 2018, une amélioration de la balance primaire et de sa composante cyclique associée et, des paiements d'intérêts en baisse devraient permettre de réduire à nouveau le déficit. Sur la période 2016-2018, la réduction de la dette publique devrait en grande partie être soutenue par le niveau bas des taux d'intérêt par rapport à la croissance. Des surplus primaires devraient aussi avoir un impact favorable sur l'évolution de la dette.

Le Conseil des gouverneurs estime que les risques entourant ces perspectives de croissance dans la zone euro demeurent orientés à la baisse. Ces risques concernent principalement l'environnement extérieur à la zone euro.

Tableau 2 :

**Projections macroéconomiques de la BCE pour la zone euro**

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

	2015	PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2016			PROJECTIONS DE JUIN 2016		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIB réel	1,9	1,7 [1,5 - 1,9]	1,6 [0,7 - 2,5]	1,6 [0,4 - 2,8]	1,6 [1,3 - 1,9]	1,7 [0,7 - 2,7]	1,7 [0,5 - 2,9]
Consommation privée	1,7	1,7	1,6	1,5	1,9	1,7	1,5
Consommation publique	1,4	1,7	0,9	1,0	1,5	0,8	0,9
Investissement	2,9	3,1	3,3	3,3	3,2	3,4	3,3
Exportations	6,1	2,6	3,7	4,1	3,2	4,2	4,4
Importations	6,1	3,3	4,4	4,7	4,7	4,7	4,8
Emploi	1,1	1,3	0,8	0,7	1,1	0,9	0,9
Taux de chômage (en % de la population active)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,2	9,9	9,5
Solde budgétaire des administrations publiques (en % du PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-1,9	-1,7	-1,4
Dette brute des administrations publiques (en % du PIB)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,0	89,0	87,4
IPCH	0,0	0,2 [0,1 - 0,3]	1,2 [0,6 - 1,8]	1,6 [0,8 - 2,4]	0,2 [0,1 - 0,3]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]

Source : BCE

En ce qui concerne l'inflation, l'estimation rapide d'Eurostat indique que la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 0,2 % en août 2016, comme en juillet. Sur la base des contrats à terme sur les cours du pétrole, le niveau des taux d'inflation devrait rester bas dans les prochains mois, avant de remonter vers la fin de l'année 2016, principalement en raison d'effets de base liés au taux de croissance annuel du cours du pétrole. Les taux d'inflation devraient ensuite se redresser en 2017 et 2018, soutenus par les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des Gouverneurs et la reprise économique attendue.

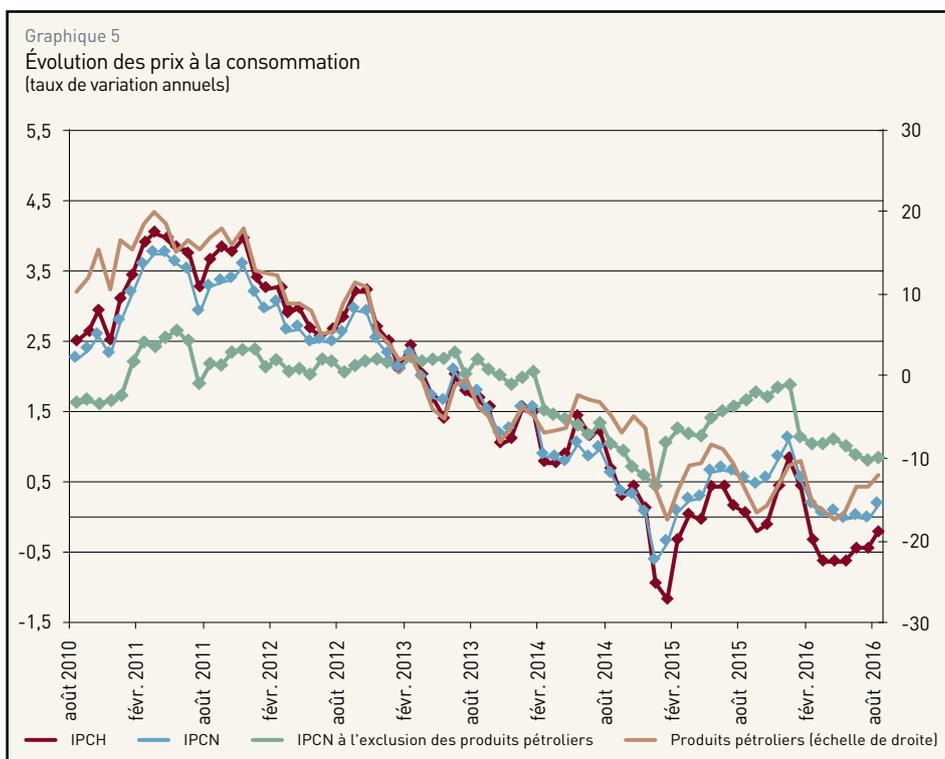
Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,2 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. En comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2016 réalisées par l'Eurostème, les perspectives de progression de l'IPCH sont globalement inchangées.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

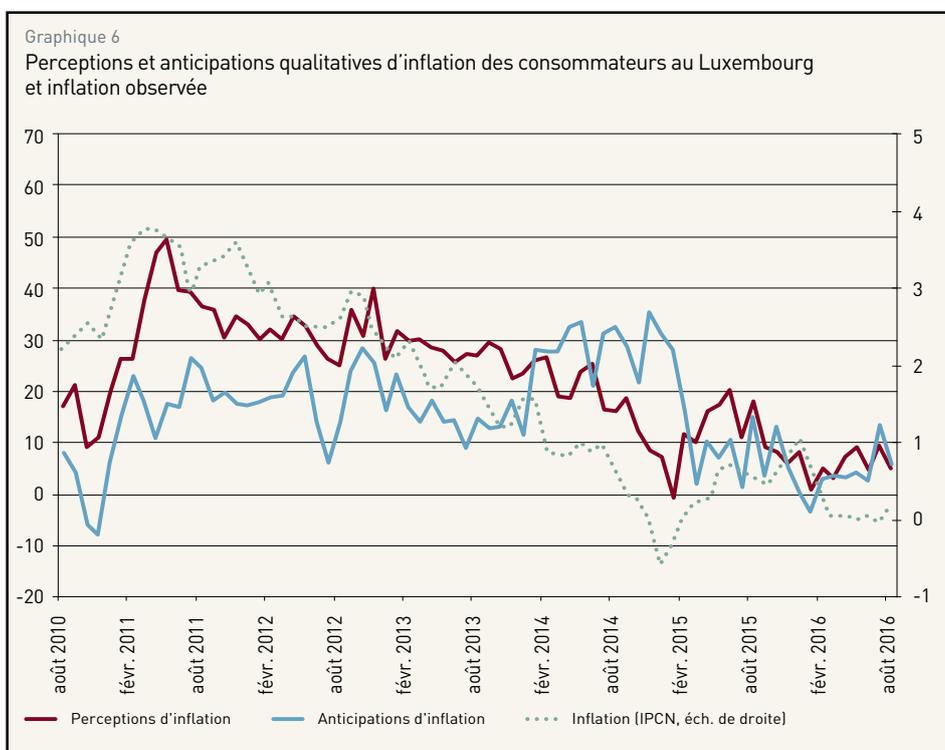
### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a reculé en 2015, pour la quatrième année consécutive. L'évolution de l'inflation au Luxembourg a ainsi été en phase avec l'inflation de la zone euro. Cependant, avec une hausse de 0,5 % en 2015, le taux d'inflation de l'IPCN a été plus élevé que le taux d'inflation de 0,0 % de l'IPCH dans la zone euro. Ce différentiel d'inflation est en partie dû à la hausse de deux points de pourcentage (p.p.) des principaux taux de TVA qui a exercé un effet à la hausse sur les prix au Luxembourg. Sans cette mesure, le taux d'inflation moyen de l'IPCN aurait été négatif et donc aussi inférieur au taux d'inflation de l'IPCH dans la zone euro. A l'aune de l'indice des prix à la



Source : STATEC



Source : BCL et STATEC

consommation harmonisé (IPCH), le taux d'inflation moyen a été de 0,1 % en 2015 au Luxembourg.

Au début de l'année 2016, l'inflation a poursuivi son recul. Sur les huit premiers mois de l'année, le taux d'inflation moyen n'a été que de 0,1 % (voir graphique 5). Ce repli est le résultat d'une inflation négative des prix de l'énergie et d'un recul de l'inflation des prix des autres biens et services. Le taux d'inflation des prix des produits pétroliers a ainsi été de -14,2 % sur les huit premiers mois de l'année 2016, contre -12,4 % en moyenne en 2015. L'inflation des prix à l'exclusion des produits pétroliers a, pour sa part, fortement reculé depuis décembre 2015 et, en moyenne, n'a plus été que de 1,0 % au début de l'année 2016, contre 1,5 % en 2015. L'évolution du prix du pétrole et la dissipation des effets liés à la hausse de la taxation indirecte en 2015 ont été les facteurs déterminants de ce ralentissement de l'inflation globale. En faisant abstraction de ces deux effets, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des prix mais en excluant les prix de l'énergie et à taxation indirecte constante, le taux d'inflation aurait en effet progressé au début de l'année 2016 par rapport à sa moyenne de 2015.

Comme signalé ci-dessus, l'inflation au Luxembourg est restée constamment plus élevée que dans la zone euro<sup>2</sup>. Au deuxième trimestre 2016, cet écart ne s'était toutefois chiffré qu'à +0,1 p.p.. Par contre, par rapport aux pays

<sup>2</sup> L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et dans les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

limitrophes, le différentiel a été exceptionnellement négatif et ceci à concurrence de -0,4 p.p.. Les taux d'inflation en France et en Allemagne ont été proches du taux au Luxembourg. Néanmoins, en Belgique, le taux d'inflation a, avec 1,6 %, été un des taux les plus élevés de la zone euro. Ces différentiels d'inflation, cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au deuxième trimestre 2016, ont atteint respectivement +10,1 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +6,3 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>3</sup>, les perceptions d'inflation, après avoir reculé vers la fin de l'année 2015, se sont stabilisées à un niveau très bas depuis le début de l'année 2016 (voir graphique 6). S'agissant des anticipations d'inflation, celles-ci se sont stabilisées depuis le début de l'année 2015 et se sont également établies à un niveau relativement bas. Ces deux mouvements semblent en ligne avec la dissipation des effets de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation et le taux d'inflation global qui demeure à un niveau bas.

## Hypothèses

A la mi-août 2016, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar cotait aux environs de 1,11, soit proche du niveau des hypothèses de l'exercice datant de juin 2016<sup>4</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi à la mi-août à un niveau légèrement inférieur à 48 \$/bl et les marchés à terme anticipaient alors une légère baisse du prix du pétrole au cours des prochains mois avant de prévoir une remontée au début de l'année 2017 vers des niveaux proches de 47 \$/bl. Ceci signifie que le prix du pétrole exprimé en euros, qui a fléchi de 36 % en 2015, reculerait de 19 % en 2016 et progresserait de 17 % lors du premier semestre 2017 par rapport au même semestre de l'année 2016. Par conséquent, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont restées quasiment inchangées par rapport à l'exercice de prévision de juin. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 :

### Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2015	2016	2017 1 <sup>ER</sup> SEMESTRE	2016-T2	2016-T3	2016-T4	2017-T1	2017-T2
Prix du pétrole (Brent) en \$	52	43	46	47	46	44	46	47
Taux de change \$/€	1,11	1,11	1,11	1,13	1,11	1,11	1,11	1,11
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-36	-19	17	-27	-9	0	32	2

Source : BCL

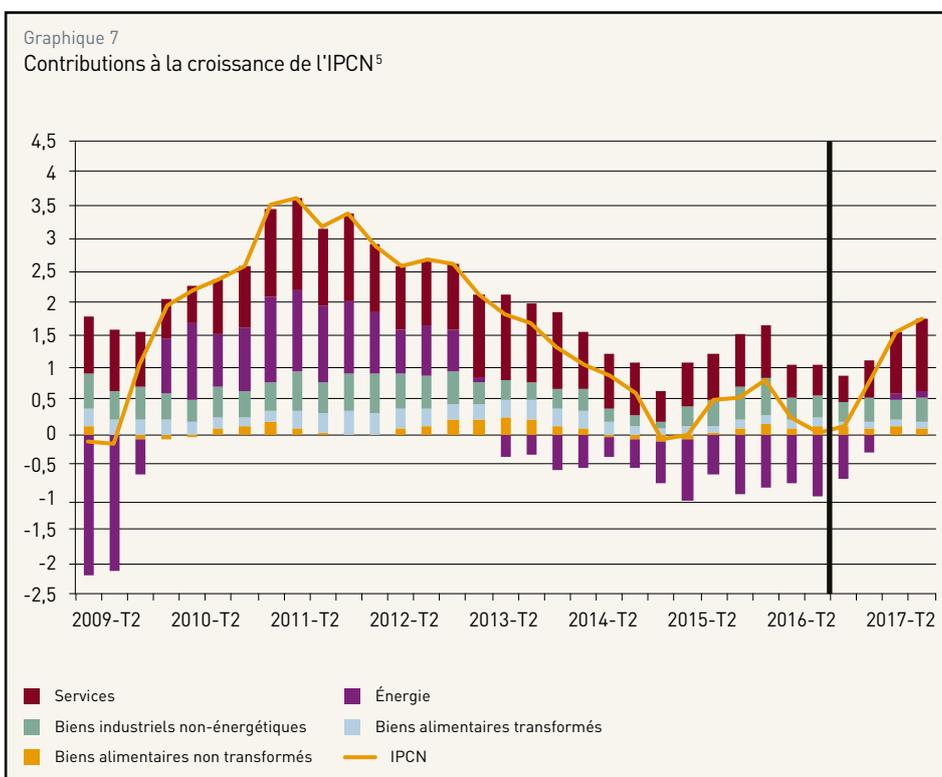
## Résultats

Le scénario d'inflation n'a guère évolué par rapport aux projections de juin. Premièrement, au cours des derniers mois, l'inflation des prix à l'exclusion de l'énergie telle que recensée s'est avérée proche des taux prévus lors de l'exercice de juin. Deuxièmement, comme mentionné ci-dessus et malgré la variation du prix du pétrole observée en juin et juillet, les hypothèses en matière de prix des produits énergétiques n'ont guère changé par rapport à juin 2016.

L'inflation globale, qui a reculé depuis son sommet de 1,1 % en décembre 2015 pour atteindre +0,0 % vers la mi-2016, devrait s'accélérer graduellement au cours des prochains mois. Le taux d'inflation serait encore inférieur à 1 % au quatrième trimestre 2016, mais passerait aux alentours de 1,8 % au deuxième trimestre 2017. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN reculerait davantage en

3 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.

4 Bulletin 2016/1, p. 65.



2016, en moyenne à 0,3 %, avant de passer à 1,7 % au premier semestre 2017. L'inflation demeurerait donc inférieure à 2 % jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

L'accélération de l'inflation globale au cours des prochains mois serait imputable à deux facteurs. D'une part, le prix du pétrole exprimé en dollar a fortement progressé au cours des derniers mois de sorte qu'il dépasserait prochainement son niveau d'il y a un an. Le taux de variation annuel des prix de l'énergie deviendrait ainsi moins négatif à partir du troisième trimestre 2016 et redeviendrait positif à partir de 2017. En conséquence, la contribution des prix de l'énergie à l'inflation globale, qui a été négative depuis le deuxième trimestre 2013, redeviendrait légèrement positive au tournant de l'année 2016/2017 (voir le graphique 7).

D'autre part, le taux de variation annuel de l'IPCN excluant l'énergie, qui devrait reculer de 1,5 % en 2015 à 1,1 % en 2016, s'accélérait pour atteindre 1,7 % au premier semestre de 2017. Cette projection est conditionnelle à une reprise de la progression des salaires nominaux au cours des prochains mois. En effet, le salaire minimum devrait être adapté à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2017. De plus et selon nos projections d'inflation, le paiement de la prochaine tranche indiciaire aurait lieu au tournant de l'année 2016/2017, confirmant ainsi le scénario déjà esquissé lors de l'exercice de projection précédent. Un ajustement à la hausse des salaires à concurrence de 2,5 % n'a plus eu lieu depuis octobre 2013 et il est admis qu'il aurait des répercussions à la hausse sur la fixation des prix dans le commerce de détail et dans les secteurs de services.

Tableau 4 :

**Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes**  
(en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2015	2016	1 <sup>ER</sup> SEMESTRE 2016	2 <sup>E</sup> SEMESTRE 2016	1 <sup>ER</sup> SEMESTRE 2017
IPCN	0,5	0,3 (0,1)	0,1 (-)	0,5 (0,1)	1,7 (0,1)
IPCN hors énergie	1,5	1,1 (0,1)	1,1 (-)	1,1 (0,1)	1,7 (-)
IPCH	0,1	0,0 (-)	-0,4 (0,1)	0,3 (-0,1)	2,0 (-0,1)
IPCH énergie	-10,4	-10 (-0,4)	-12,6 (0,5)	-7,2 (-1,4)	3,5 (-0,8)
IPCH hors énergie	1,7	1,3 (-)	1,4 (-)	1,3 (-)	1,8 (-)

Source : BCL

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

En raison des facteurs précités, les projections de l'IPCN ont, au final, été légèrement revues à la hausse pour l'année 2016 et le premier semestre 2017, de l'ordre de 0,1 p.p. dans les deux cas. S'agissant de l'IPCH, la projection d'inflation reste inchangée pour l'année 2016, mais elle a été légèrement revue à la baisse pour le début de l'année 2017.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient reculé de 1,1 % en 2015. Lors du premier trimestre de 2016, les prix à la production ont à nouveau été en légère baisse (-0,4 %) et cela pour l'ensemble des catégories de biens, à l'exception des biens de consommation dont les prix à la production ont fortement progressé (+9,7 %). Lors du deuxième trimestre les prix pour l'ensemble de l'industrie ont été en très légère hausse de 0,1 %. Lors de ce trimestre, seuls les prix des biens énergétiques ont reculé alors que les prix des biens d'équipement ont connu la plus forte progression.

Tableau 5 :

#### Prix à la production industrielle

(en variation par rapport à la période précédente)

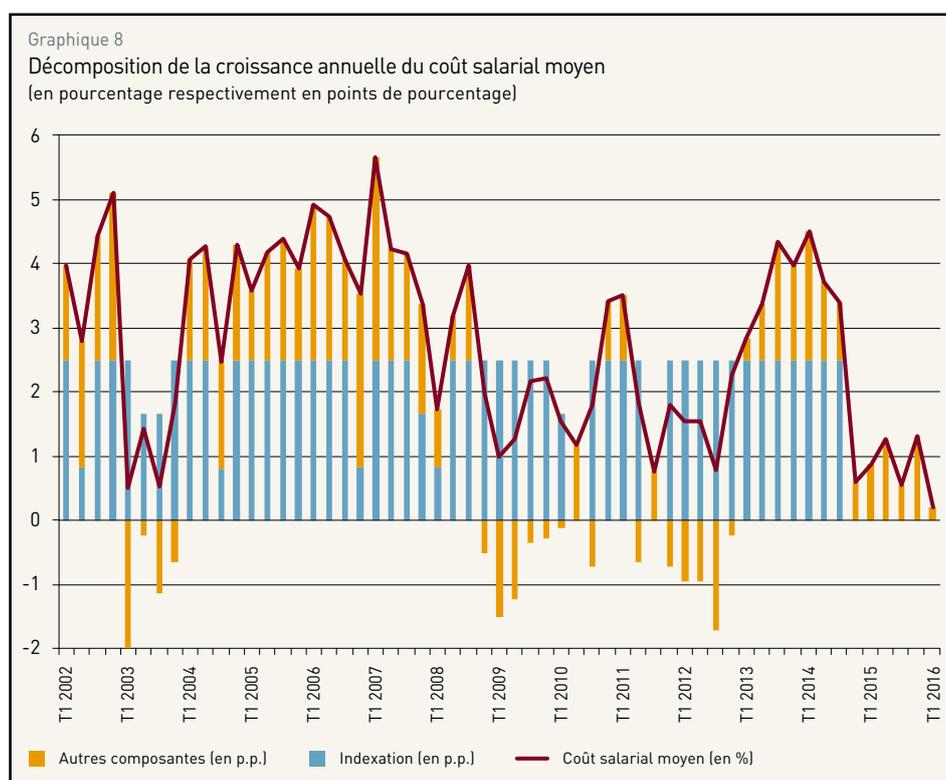
	2014	2015	2016-T1	2016-T2
Ensemble des produits industriels	-3,0	-1,1	-0,4	0,1
Biens intermédiaires	-3,0	-1,0	-2,0	0,1
Biens d'équipement	0,1	-1,3	-0,5	0,8
Biens de consommation	0,5	0,6	9,7	0,1
Biens énergétiques	-8,1	-2,7	-4,5	-0,3

Source : 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 0,2 % au premier trimestre 2016, après une hausse de 1,3 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée a révélé que cette progression était entièrement imputable à la contribution des « autres composantes », qui incorporent les éléments « réels », telles que les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail. L'apport de l'indexation des salaires a été nul depuis le dernier trimestre 2014, étant donné qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée ni en 2014, ni en 2015.

Notons que l'indicateur de court terme, calculé à partir des données administratives de la sécurité



Source : Statec, calculs BCL

sociale, a témoigné d'une progression plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur la base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'environ 1,1 % 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>6</sup>.

L'analyse sectorielle révèle que la progression du coût salarial moyen a été la plus dynamique dans le secteur commercial au sens large (+1,5 % en rythme annuel au premier trimestre 2016), le secteur primaire (+1,4 %) et la construction (+1,3 %). Au contraire, le coût salarial moyen s'est inscrit en baisse dans la branche « information et communication » (-1,6 %), les « activités immobilières » (-0,9 %) et les services aux entreprises (-0,6 %). En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,6 % au cours du trimestre sous revue. L'évolution trimestrielle 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 6 :

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	2015T1	2015T2	2015T3	2015T4	2016 T1	2015T1	2015T2	2015T3	2015T4	2016 T1
Secteur primaire	-0,3	1,0	0,6	0,5	-1,0	-2,9	0,6	-0,3	1,7	1,4
Industrie, y compris énergie	1,7	-1,6	1,3	-1,0	1,5	2,9	-1,5	1,2	0,1	0,2
Construction	0,1	0,5	-0,1	0,6	0,3	-2,0	1,8	0,4	1,1	1,3
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,1	0,7	0,6	0,0	0,4	0,5	0,8	1,4	1,3	1,5
Information et communication	2,1	0,7	-0,1	1,3	-3,3	1,8	3,4	1,9	3,8	-1,6
Activités financières et d'assurance	2,3	0,3	-0,2	-0,6	0,4	-1,1	0,2	-0,9	1,8	-0,0
Activités immobilières	2,6	-1,8	0,8	0,3	-0,2	1,3	0,0	-1,3	1,7	-0,9
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	2,2	0,3	-0,0	-0,5	-0,6
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	1,6	0,7	-0,7	0,1	0,0	1,7	3,0	0,6	1,6	-0,0
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	1,7	0,7	-0,3	-0,2	0,1	1,2	2,3	0,6	1,8	0,2
Coût salarial moyen - économie totale	0,7	0,4	0,1	0,4	-0,6	0,9	1,3	0,6	1,3	0,2

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

Source : Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une certaine modération salariale. La dynamique des salaires était exclusivement imputable à l'apport des « autres composantes » dites réelles. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

6 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.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les dernières informations ont confirmé le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 2,9 % en avril 2016, en glissement annuel, une croissance stable par rapport au mois précédent. Selon des estimations, à interpréter donc avec prudence au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi se serait stabilisée à 2,9 % en moyenne au cours des mois suivants allant jusqu'à juillet 2016.

Tableau 7 :

#### Evolution de l'emploi et taux de chômage

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

	SALARIÉS FRONTALIERS ENTRANTS	EMPLOI SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI NON SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL NATIONAL	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES	POPULATION ACTIVE	TAUX DE CHÔMAGE «STRICT» DÉSAISONNALISÉ
2012	2,1	2,6	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	1,8	1,8	1,8	1,8	2,3	1,8	1,8	15,1	2,6	6,9
2014	2,7	2,1	2,5	2,7	3,0	2,2	2,5	6,5	2,5	7,1
2015	3,2	1,9	2,6	1,3	1,8	1,8	2,5	-2,6	1,5	6,9
2015 T1	2,5	2,0	2,3	1,3	1,9	1,9	2,3	-0,9	1,7	7,0
2015 T2	3,2	1,8	2,5	1,5	2,0	1,8	2,5	-2,7	1,5	6,9
2015 T3	3,5	1,9	2,7	1,2	1,8	1,8	2,6	-3,6	1,4	6,8
2015 T4	3,7	1,9	2,8	1,1	1,7	1,8	2,7	-3,1	1,5	6,7
2016 T1	4,2	1,9	3,0	1,3	1,8	1,8	2,9	-5,3	1,3	6,5
2016 T2	3,9	1,9	2,9	1,5	2,0	1,9	2,8	-4,8	1,5	6,5
Juil-15	3,6	1,8	2,7	1,0	1,6	1,7	2,6	-3,1	1,4	6,9
Août-15	3,2	1,8	2,4	1,5	2,0	1,7	2,4	-2,4	1,4	6,9
Sept-15	3,8	2,0	2,9	1,1	1,7	1,9	2,8	-5,2	1,4	6,7
Oct-15	4,0	2,1	3,0	0,8	1,5	2,0	2,9	-3,3	1,6	6,7
Nov-15	3,5	1,8	2,6	1,2	1,8	1,7	2,6	-3,5	1,3	6,7
Déc-15	3,5	1,8	2,7	1,2	1,8	1,8	2,6	-2,6	1,5	6,7
Janv-16	4,5	2,1	3,3	0,9	1,6	2,0	3,2	-5,7	1,4	6,5
Févr-16	4,0	1,8	2,9	1,4	2,0	1,8	2,8	-6,0	1,2	6,5
Mars-16	4,2	1,7	2,9	1,5	2,0	1,7	2,8	-4,1	1,3	6,5
Avr-16	4,2	1,7	2,9	1,5	2,0	1,7	2,8	-3,9	1,3	6,5
Mai-16	3,6	2,1	2,9	1,6	2,1	2,1	2,8	-5,2	1,6	6,5
Juin-16	3,7	2,1	2,9	1,4	2,0	2,0	2,8	-5,2	1,5	6,4
Juil-16	3,7	2,2	3,0	1,9	2,4	2,2	2,9	-5,1	1,7	6,4

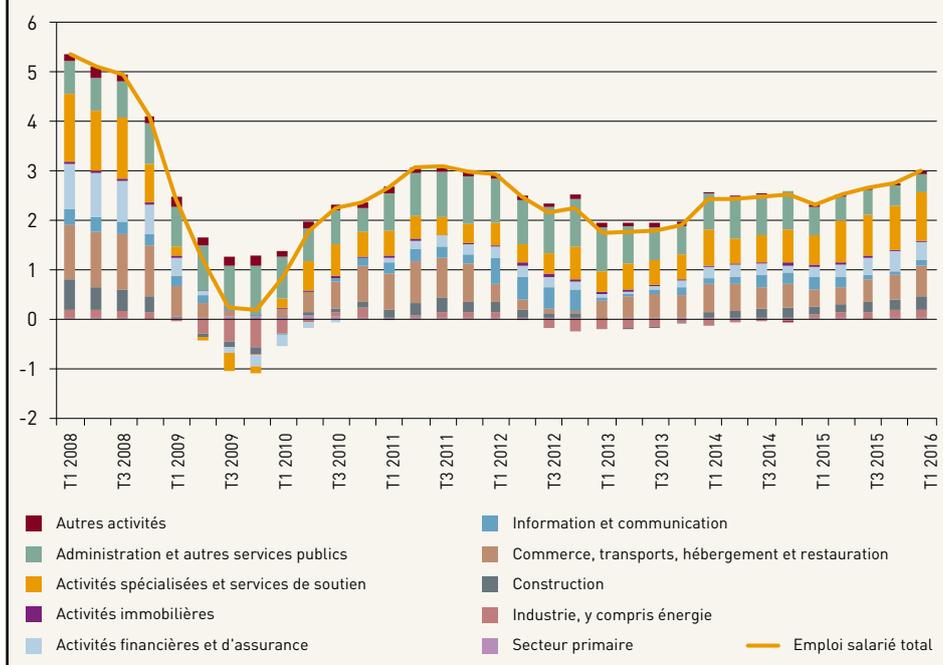
Remarque : les données relatives aux mois de mai à juillet 2016 sont des estimations.

Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a poursuivi son redressement. Selon les données définitives, l'écart de croissance par rapport à l'emploi résident s'est établi à +2,4 p.p. au cours des quatre premiers mois de l'année 2016, après +1,8 p.p. en moyenne au cours du deuxième semestre 2015. La progression de l'emploi national a légèrement décéléré pour s'établir à 1,8 % en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année,

Graphique 9

Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique  
(en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Source : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

soit à un rythme inférieur mais proche de sa moyenne historique d'avant-crise<sup>7</sup>.

Le redressement de l'emploi non résident a témoigné d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et a trouvé son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires a progressé en base annuelle de 16 % au cours des quatre premiers mois de 2016<sup>8</sup>.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au premier trimestre 2016, la progression annuelle de l'emploi salarié (3,0 % au total) a reposé essentiellement sur les activités suivantes : les services aux entreprises, les branches «commerce, transports et horeca» et le secteur financier.

L'apport du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) s'est fortement réduit au cours des derniers trimestres. Notons par ailleurs la poursuite du redressement de l'emploi dans l'industrie et dans les établissements de crédit.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence<sup>9</sup>. Sur l'année séparant les premiers trimestres 2015 et 2016, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 11 000 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agissait en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec environ 3 700 emplois créés, principalement occupés par des non résidents. En second lieu, il s'agissait du secteur commercial au sens large (y compris transports et horeca), avec environ 2 700 emplois créés en un an et dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, il s'agissait du secteur financier et du secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec environ 1 300 emplois créés par chaque secteur, principalement occupés par des résidents. La forte

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

8 Rappelons que 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 intérimaire plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

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

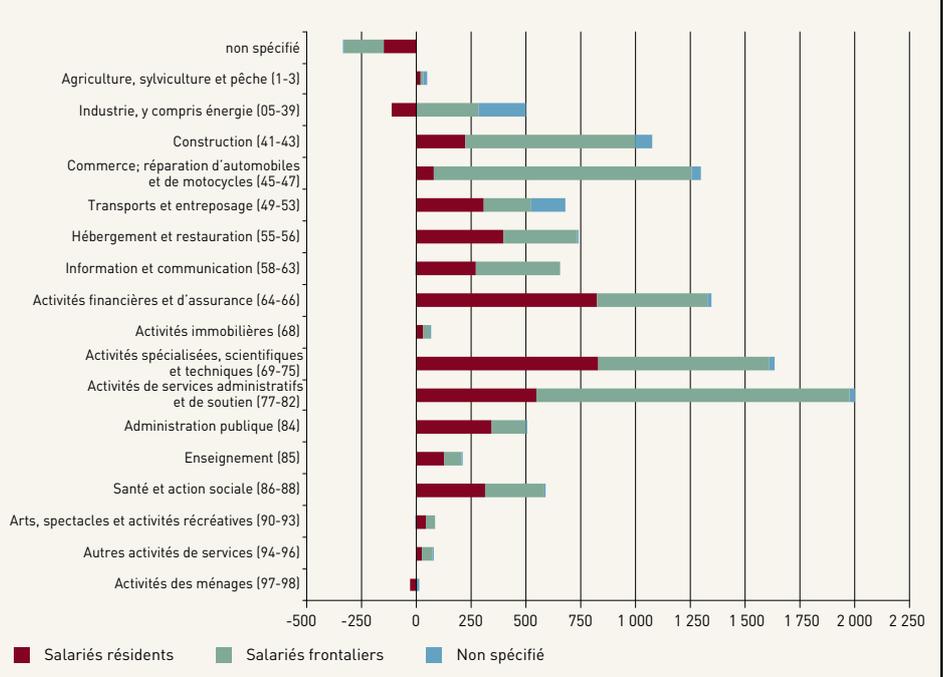
création d'emplois dans le secteur financier s'expliquait, en partie, par l'augmentation de l'emploi dans les établissements de crédit.

Au niveau de la marge intensive du travail, les données de l'IGSS ont fait état d'une légère hausse de la durée moyenne du travail au premier trimestre 2016, sous l'effet du redressement des heures supplémentaires et du recours moins important au chômage partiel.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – ont révélé une image plutôt mitigée. Les anticipations demeuraient favorables dans le commerce et les services non financiers. En revanche, les perspectives d'évolution de l'emploi se sont fortement détériorées dans la construction et demeuraient légèrement négatives dans l'industrie.

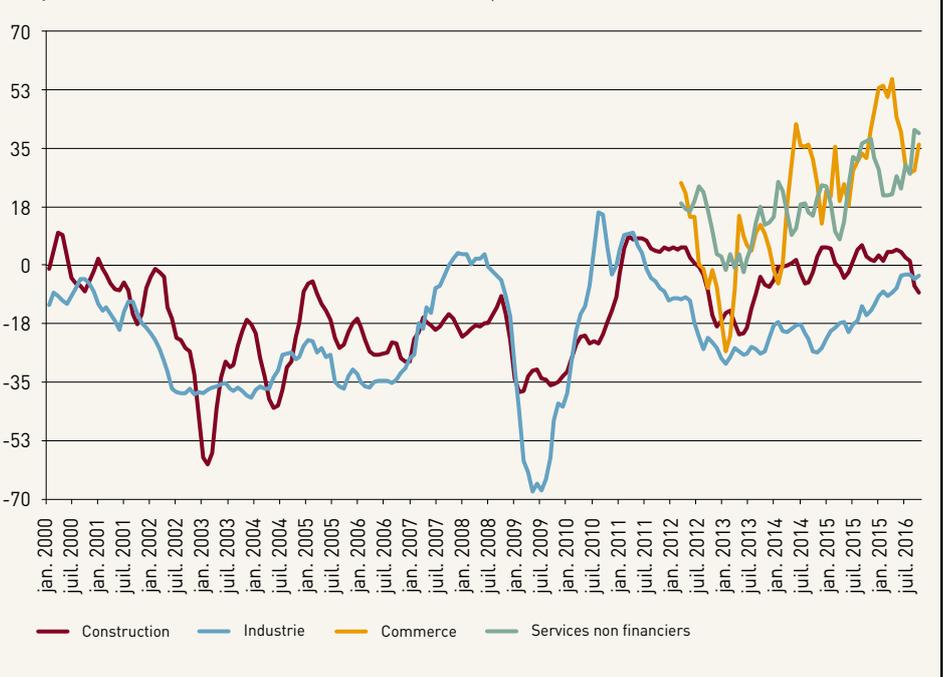
Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle que mesurée par le stock d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à plus de 5 800 en moyenne au cours des sept premiers mois de l'année courante, soit une hausse de 20 % par rapport à la période correspondante de 2015. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, demeurerait donc largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. 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 juillet 2016, en hausse de 6 % en base annuelle. Au niveau

Graphique 10  
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au premier trimestre 2016  
(évolution absolue par rapport au premier trimestre 2015)



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

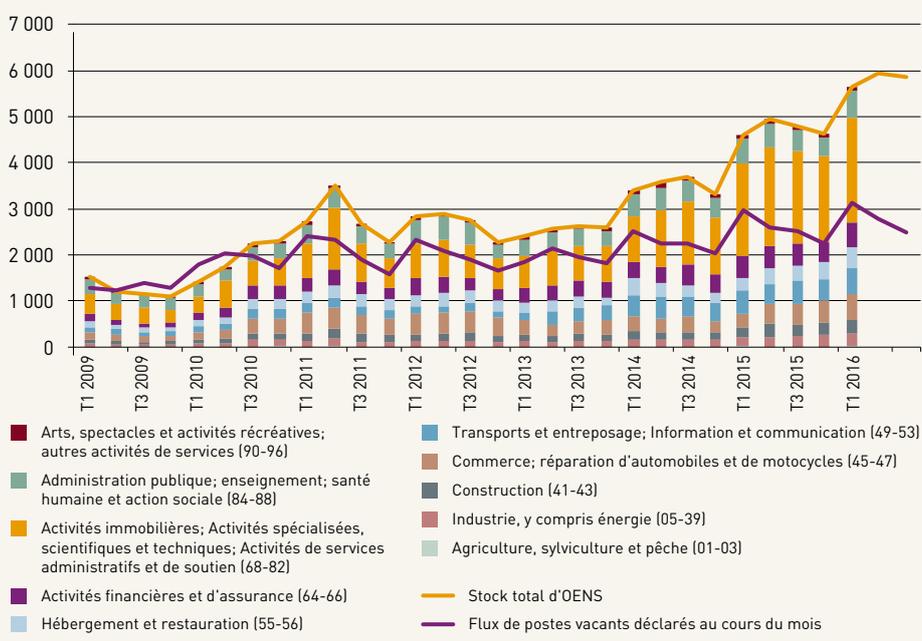
Graphique 11  
Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique  
(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Source : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

Graphique 12

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



Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2. La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne les deuxième et troisième trimestres 2016. Par ailleurs, les données relatives au troisième trimestre 2016 font uniquement référence au mois de juillet 2016. Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

sectoriel, les données les plus récentes indiquaient, qu'au premier trimestre 2016, 40,1 % des offres d'emplois provenaient des services aux entreprises et activités immobilières, qui incluent entre autres le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil; ont suivi le secteur public au sens large (10,3 %), les transports (9,9 %), le commerce (9,7 %) et le secteur financier (9,7 %). L'horeca, la construction et l'industrie ont contribué pour leurs parts avec respectivement 8,2 %, 5,3 % et 5,0 % aux postes vacants.

### 1.2.2.2 Le chômage

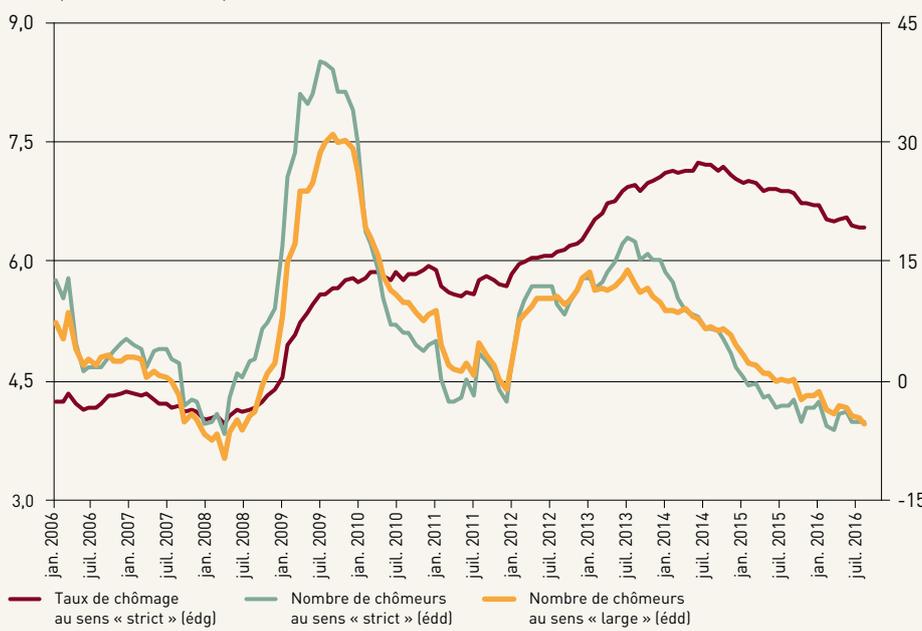
L'embellie de l'emploi a continué à se répercuter favorablement du côté du chômage. Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 6,4 % en juillet 2016, un taux stable par rapport à celui observé le mois précédent, mais en baisse par rapport au taux observé au cours du même mois de l'année précédente (-0,5 p.p.). Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a poursuivi son retrait en juillet 2016 (-5,1 % en glissement annuel, soit l'équivalent d'environ 900 chômeurs en moins en une année).

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi s'est inscrit sur une trajectoire descendante depuis le mois d'avril 2016, pour s'établir à 5 171 en juillet 2016,

Graphique 13

Évolution du chômage

(en pourcentage de la population active respectivement en pourcentage de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)

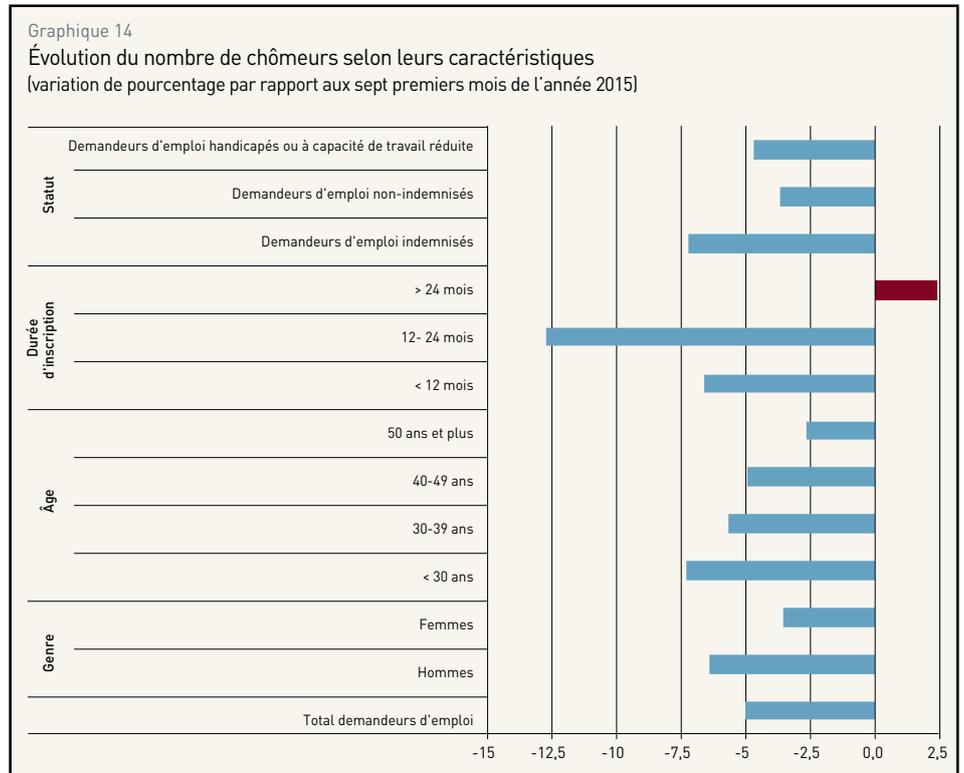


Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

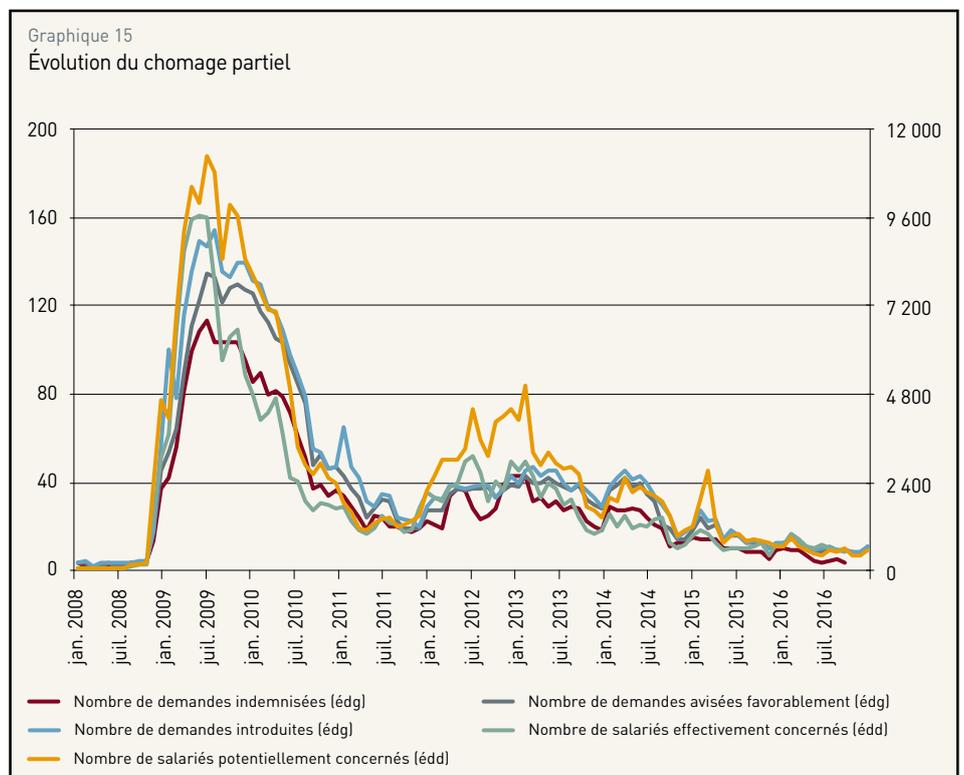
soit 6 % de moins qu'il y a un an<sup>10</sup>. En outre, en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une mesure d'activation, on a constaté que le nombre de chômeurs au sens « large » a poursuivi sa tendance baissière.

Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, qu'au cours des sept premiers mois de l'année en cours et en glissement annuel, la baisse du chômage au sens « strict » a bénéficié à presque toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque en particulier une diminution de près de 5 % du nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap, un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis près de quinze ans. De plus, le nombre de demandeurs d'emploi au chômage depuis respectivement moins de 12 mois et entre 12 et 24 mois a sensiblement diminué en une année. En revanche, le chômage de très longue durée (> 24 mois) a poursuivi sa tendance ascendante. Par ailleurs, il convient de noter que, suite à des modifications d'ordre méthodologique (ayant entraîné une rupture de série statistique), il n'est pas possible d'analyser l'évolution annuelle du nombre de chômeurs ventilés par niveau de formation. Les nouvelles données disponibles pour 2016 indiquent cependant une tendance

10 Cette baisse s'explique principalement par l'abolition, en janvier 2016, du « Stage de réinsertion professionnelle ». Ce dernier a été remplacé par deux nouvelles mesures de soutien à l'emploi : le « Contrat de réinsertion-emploi » qui alterne formation pratique et formation théorique et le « Stage de professionnalisation ». Ces deux mesures ont été spécialement conçues pour les demandeurs d'emploi âgés de 45 ans ou plus, les salariés à capacité de travail réduite et les salariés handicapés.



Source : ADEM, calculs BCL



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour l'année 2016.

Source : Comité de conjoncture

clairement baissière du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation inférieur ou moyen (et un recul moins prononcé des chômeurs hautement qualifiés).

Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du chômage partiel qui, après une hausse temporaire vers le tournant de l'année, s'est à nouveau orienté à la baisse. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est établi à 423 en moyenne (chaque mois) au cours des neuf premiers mois de 2016, soit en réduction de près de la moitié sur une année<sup>11</sup>. Il s'agit des niveaux les plus faibles observés depuis fin 2008. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit ont montré une légère hausse en fin d'année 2015. Pour 2016, les données demeurent encore provisoires, mais leur évolution suggère une baisse du nombre de salariés en chômage partiel par rapport au deuxième semestre 2015 (et dans une moindre mesure aussi par rapport au premier semestre 2015).

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 L'industrie et la construction

En 2015, la production industrielle avait progressé de 1,2 %. Elle avait été soutenue par la production de biens d'équipement et de biens de consommation mais pénalisée par l'industrie sidérurgique ainsi que par la production de biens intermédiaires.

Lors du premier trimestre de 2016, la production a progressé dans l'industrie dans son ensemble. Elle a néanmoins été pénalisée par la forte baisse de la production de biens énergétiques, alors que la production de biens intermédiaires et la production de biens de consommation ont progressé nettement. L'évolution de la production industrielle au deuxième trimestre a également été positive bien que de manière moins marquée. Elle a cette fois été tirée vers le haut par la production sidérurgique qui a connu un rebond important. Cette évolution est néanmoins à mettre en perspective avec le deuxième trimestre de 2015, au cours duquel la production sidérurgique avait fortement chuté (effet de base positif).

Tableau 8 :

#### Indicateurs relatifs à l'industrie

(production par jour ouvrable en taux de variation annuel)

	2014	2015	2016-T1	2016-T2
Total Industrie	4,4	1,2	1,5	0,6
Industrie sidérurgique	12,3	-15,2	0,5	30,1
Total industrie hors sidérurgie	3,0	2,6	1,7	-1,1
Biens intermédiaires	7,2	-1,5	4,9	5,5
Biens d'équipement	4,4	4,8	2,5	-3,7
Biens de consommation	-0,6	4,9	4,0	-8,3
Biens énergétiques	2,2	-0,4	-16,5	5,6

Source : STATEC, calculs BCL

Entre fin 2008 et début 2009, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro avait été caractérisée par une forte baisse. Ce recul avait été plus marqué au Luxembourg, qui avait connu un décrochage par rapport à la zone euro au milieu de l'année 2010. Toutefois, en 2013, alors que la production industrielle

11 Le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit correspond au nombre de salariés pour lesquels les entreprises ont introduit une demande de chômage partiel. Rappelons cependant que les entreprises qui ont obtenu une autorisation de chômage partiel, peuvent, a posteriori, décider de ne pas recourir à ce dispositif. Par conséquent, le nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit est susceptible d'être inférieur au nombre de salariés potentiellement concernés.

de la zone euro connaissait une certaine stabilisation, la progression de celle-ci au Luxembourg a permis une réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. Ce différentiel semble désormais se stabiliser, la production industrielle au Luxembourg restant inférieure à celle de la zone euro.

Lors du mois d'août 2016, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est établi à -14,7, en hausse par rapport au mois de juillet (-18,6). Rappelons que celui-ci avait très fortement chuté en juillet. Selon l'enquête mensuelle de conjoncture du mois d'août, la production s'est améliorée par rapport à juillet. Moins de répondants ont estimé celle-ci en diminution et ils ont été plus nombreux à l'estimer stable. La même tendance est apparue concernant les perspectives d'évolution de la production.

L'état du carnet de commandes s'est amélioré par rapport au mois de juillet, tant au niveau des commandes domestiques qu'étrangères. Les perspectives d'emplois ont en revanche été stables. Enfin, davantage de répondants que par le passé ont anticipé une stabilité des prix. A l'occasion des questions trimestrielles posées lors de l'enquête du mois de juillet, davantage de sondés ont cité l'insuffisance de la demande comme facteur limitant l'activité. Ils ont été, en revanche, moins nombreux à considérer que l'insuffisance d'équipement limitait l'activité. Le degré d'utilisation des capacités de production a évolué en légère hausse, passant de 76 % à 78 %, tiré notamment par la métallurgie, dont le degré d'utilisation des capacités de production a affiché une hausse surprenante de 25 p.p.. Enfin, la position concurrentielle dans l'industrie s'est détériorée d'après les répondants.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production dans la construction avait reculé de 1,7 % et le nombre d'heures travaillées de 0,4 %. Néanmoins, lors de la deuxième moitié de l'année 2015, le nombre d'heures travaillées avait déjà connu une évolution positive. Le premier trimestre 2016 a confirmé l'embellie amorcée fin 2015 puisque aussi bien les heures travaillées que la production ont progressé. Le rebond de la production a été très important, alors que les heures travaillées ont progressé de manière moins marquée. Au deuxième trimestre, la tendance est restée positive, mais cette fois les heures travaillées ont évolué de manière plus dynamique.

Le nombre de permis de bâtir accordés lors des deux premiers mois de 2016 a été en très forte progression par rapport aux deux premiers mois de 2015. Rappelons toutefois que le premier trimestre de 2015 avait vu le nombre de permis de bâtir accordés chuter très fortement. Cela faisait suite à la hausse spectaculaire de permis accordés lors du dernier trimestre 2014, une hausse qu'il convient de replacer dans le cadre de la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui prenait effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015.

Graphique 16

Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010=100), corrigé pour les variations saisonnières



Source : Eurostat, calculs BCL

Tableau 9 :

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

	2014	2015	2016-T1	2016-T2
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	3,8	-1,7	5,5	1,4
Heures travaillées	3,6	-0,4	2,6	5,8
Permis de bâtir	75,2	-37,4	65,7*	

\*Uniquement janvier et février.

Source : STATEC, calculs BCL

L'indicateur de confiance dans la construction s'est fortement amélioré au mois d'août 2016, atteignant -1,1 contre -5,2 en juillet. Par rapport au mois de juillet, davantage de répondants ont vu l'activité en baisse et ils étaient également un peu plus nombreux à citer l'insuffisance de la demande et les contraintes financières comme facteurs limitant la production. Paradoxalement, l'état du carnet de commandes a, en revanche, été orienté à la hausse, tout comme les perspectives d'emplois, qui se sont améliorées de façon significative.

### 1.2.3.2 Le secteur financier

#### 1.2.3.2.1 Les établissements de crédit

#### L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 228 personnes fin juin 2016, soit une hausse de 571 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a augmenté de 92 par rapport au 31 mars 2016.

La hausse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre juin 2015 et juin 2016 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 72 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 45 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été positif.

#### Évolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 141 unités au 31 juillet 2016, soit 2 unités en moins qu'au mois de juillet 2015. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 24 unités présentes. On a également dénombré 16 banques françaises, 12 banques suisses, 10 banques italiennes, 10 banques chinoises et cinq banques luxembourgeoises.

#### Le bilan des établissements de crédit

Au 31 juillet 2016, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 783,1 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une hausse annuelle cumulée de 24,5 milliards d'euros, soit 3,2 %, par rapport au 31 juillet 2015.

#### Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté environ la moitié (49,4 %) du total de l'actif fin juillet 2016. Ces créances ont augmenté de 14,5 milliards d'euros pour porter l'encours à 386,7 milliards

d'euros, soit une hausse de 3,9 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 38 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 66,8 milliards d'euros fin juillet 2016. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 26 juillet 2016, le montant de ces réserves a été de 4,4 milliards d'euros auxquelles s'ajoutaient des réserves excédentaires de 30,5 milliards d'euros. Tant les réserves excédentaires que les montants placés à la facilité de dépôt ont augmenté sur un an et ce, malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 22 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 11,3 %, pour atteindre un encours de 215,8 milliards d'euros fin juillet 2016. Une légère hausse de 0,4 % a été enregistrée par rapport au mois de juin 2016. Entre juillet 2015 et juillet 2016, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 11,9 milliards d'euros, soit un accroissement de 20,8 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 1,7 milliard d'euros sur douze mois, soit une hausse de 7,1 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 10,7 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 155,6 milliards d'euros fin juillet 2016, soit une baisse de 6,4 %. Ce portefeuille a représenté 19,9 % du total de l'actif en fin de période et se composait à 92,4 % de titres de créances à revenus fixes et à 7,6 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin juillet 2016, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 143,8 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 7,1 milliards d'euros ou de 4,8 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation et les transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été défavorables et se sont élevés à -1 milliard d'euros, en raison, essentiellement, des effets de change. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 6,1 milliards d'euros entre juillet 2015 et juillet 2016. A noter que le portefeuille de titres à revenus variables a baissé de 3,6 milliards d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1,3 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 24,9 milliards d'euros fin juillet 2016, soit 3,2 % de l'actif.

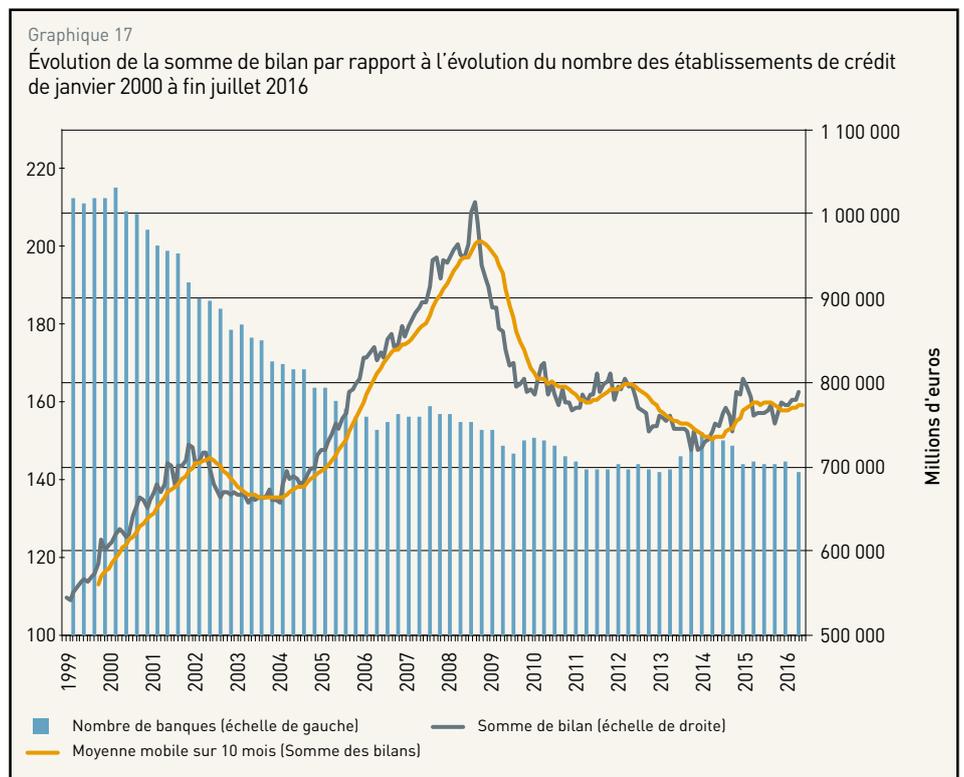


Tableau 10 :

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

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	07-2015	06-2016	07-2016	07-2015 - 07-2016		06-2016 - 07-2016		07-2016
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	372 203	376 915	386 727	14 524	3,9	9 812	2,6	49,4
Créances sur la clientèle	193 861	214 996	215 844	21 983	11,3	848	0,4	27,6
Portefeuille titres	166 307	156 294	155 604	-10 703	-6,4	- 690	-0,4	19,9
Autres actifs	26 259	26 728	24 920	-1 339	-5,1	-1 808	-6,8	3,2
Total de l'actif	758 630	774 933	783 095	24 465	3,2	8 162	1,1	100,0

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

Source : BCL

**Évolution des principaux postes du passif**

Le financement interbancaire a augmenté de 13,9 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 289 milliards d'euros fin juillet 2016. A titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 2,2 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes envers les autres établissements de crédit ont augmenté de 11,8 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 35,7 milliards d'euros fin juillet 2016.

Au 31 juillet 2016, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 0,9 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 342,5 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 43,7 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques fin juillet 2016. Les principaux postes, qui ont influencé l'évolution des dettes envers la clientèle, étaient les dépôts des autres intermédiaires financiers au Luxembourg (-4,9 milliards d'euros), ainsi que les dépôts des sociétés non financières originaires des autres pays membres de la zone euro (+5,2 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a augmenté par rapport à juillet 2015 et a représenté 61,6 milliards d'euros en fin de période, soit 7,9 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 1,6 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 90 milliards d'euros fin juillet 2016, soit 11,5 % de l'actif.

Tableau 11 :

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

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	07-2015	06-2016	07-2016	07-2015 - 07-2016		06-2016 - 07-2016		07-2016
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	275 069	279 991	289 002	13 933	5,1	9 011	3,2	36,9
Dettes envers la clientèle	339 385	346 121	342 528	3 143	0,9	-3 593	-1,0	43,7
Dettes représentées par un titre	55 785	57 481	61 579	5 794	10,4	4 098	7,1	7,9
Autres passifs	88 391	91 340	89 986	1 595	1,8	-1 354	-1,5	11,5
<b>Total du passif</b>	<b>758 630</b>	<b>774 933</b>	<b>783 095</b>	<b>24 465</b>	<b>3,2</b>	<b>8 162</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>

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

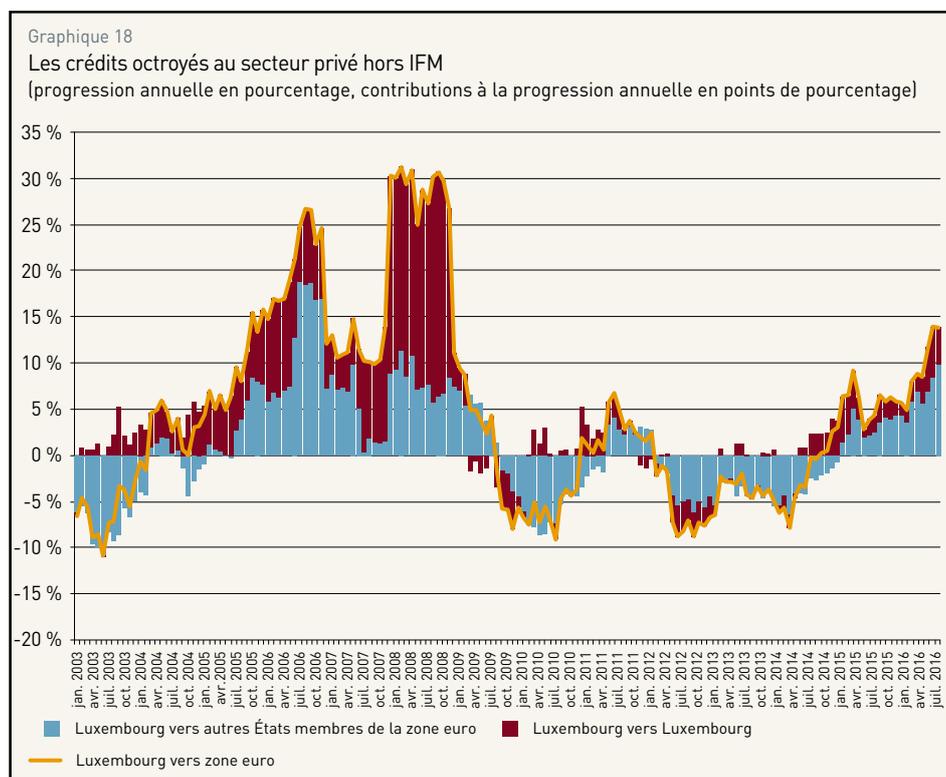
Source : BCL

**L'évolution des crédits au secteur privé**

Les crédits octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de 13,7 % en juillet, soutenus par des contributions positives des crédits octroyés tant aux contreparties résidentes que non résidentes (voir graphique 18).

Selon les données de juillet 2016, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 45 % des encours étaient destinés aux entreprises, alors que 18 % des crédits étaient octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Des montants relativement limités étaient destinés aux crédits à la consommation. Quant au secteur financier, 26 % des encours de crédits octroyés au secteur privé étaient destinés aux autres intermédiaires financiers (AIF), secteur majoritairement composé de holdings financiers et de fonds d'investissement non monétaires. La part des crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension dans le total des crédits au secteur privé était faible.

Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 8 % en juillet (voir graphique 19). Cette dynamique était largement attribuable à l'évolution des crédits

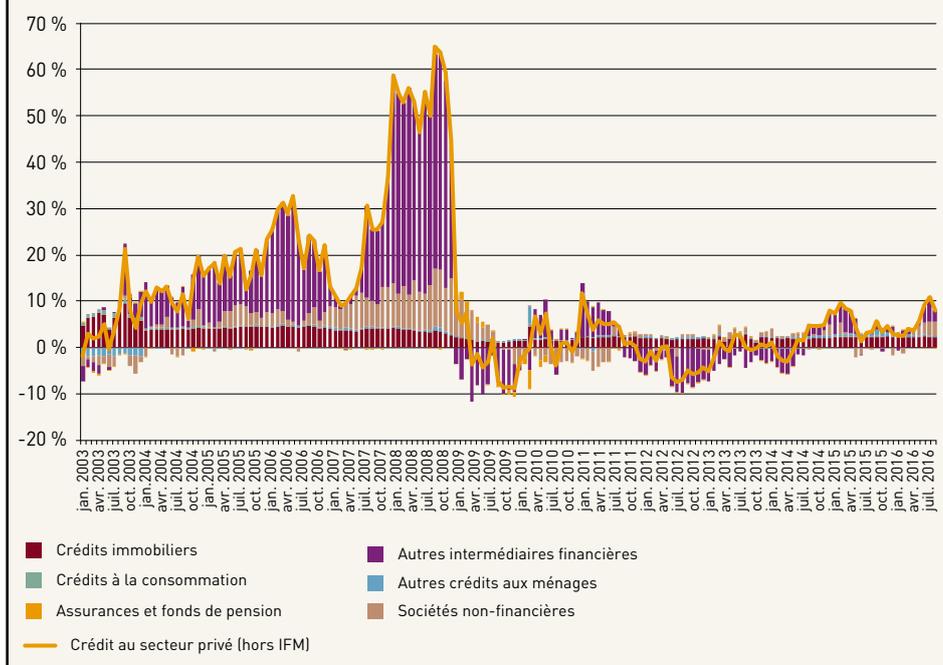


Source : BCL

Graphique 19

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

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



Source : BCL

octroyés aux AIF et aux sociétés non financières (SNF) qui ont contribué respectivement à hauteur de 2,4 et 3,0 points de pourcentage à la croissance annuelle en juillet. La contribution des crédits immobiliers octroyés aux ménages a été de 2,4 points de pourcentage.

S'agissant des différents secteurs non financiers résidents, on constate une croissance annuelle assez stable des crédits immobiliers accordés aux ménages, croissance qui s'est établie, en rythme annuel, à 6,8 % en juillet. Les crédits à la consommation ont progressé à un taux de croissance annuel de 2,7 % en juillet. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur

évolution doit être appréhendée avec prudence. La croissance annuelle des crédits accordés aux SNF s'est établie à 11,1 % en juillet, faisant suite à de fortes variations négatives en début d'année (allant jusqu'à -6,3 % en janvier). Ces variations, tant positives que négatives, sont principalement attribuables à un nombre limité de banques qui ont fortement modifié leurs encours de crédits aux SNF sur les six derniers mois.

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

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux données du mois de juillet 2016. Les données présentent les taux d'intérêt de détail pour les 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. Ces 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

Le taux d'intérêt variable<sup>12</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages n'a guère changé en comparaison mensuelle, passant de 1,66 % en juin 2016 à 1,67 % en juillet 2016. En comparaison avec le mois de juillet 2015, ce taux a baissé de 46 points de base. A l'inverse, les taux d'intérêt fixes<sup>13</sup>

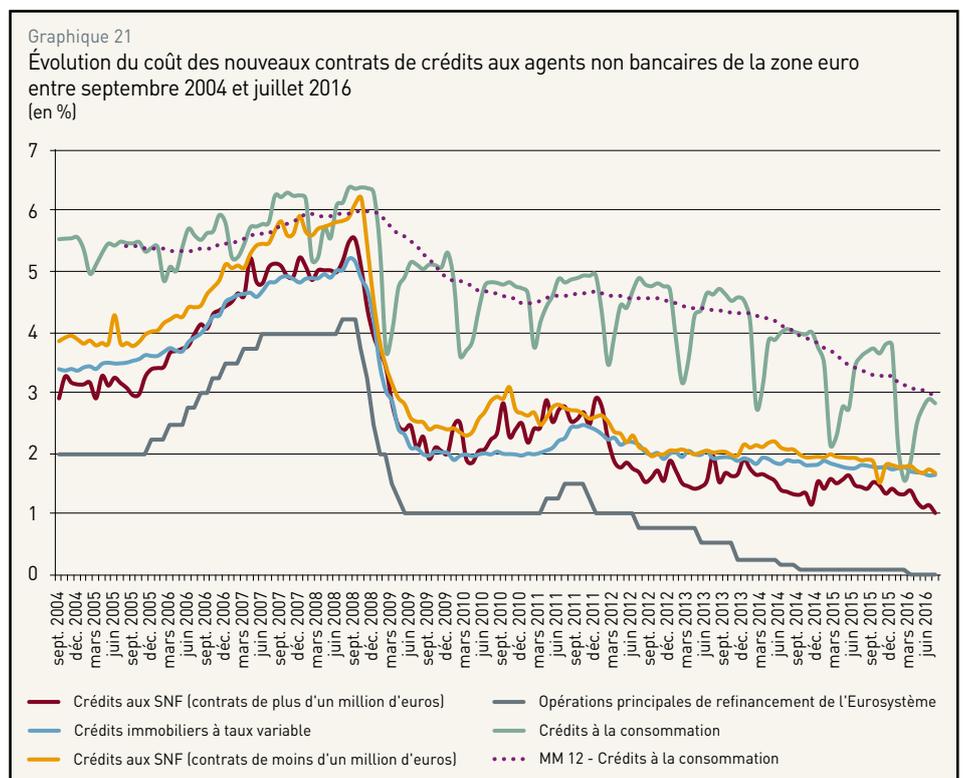
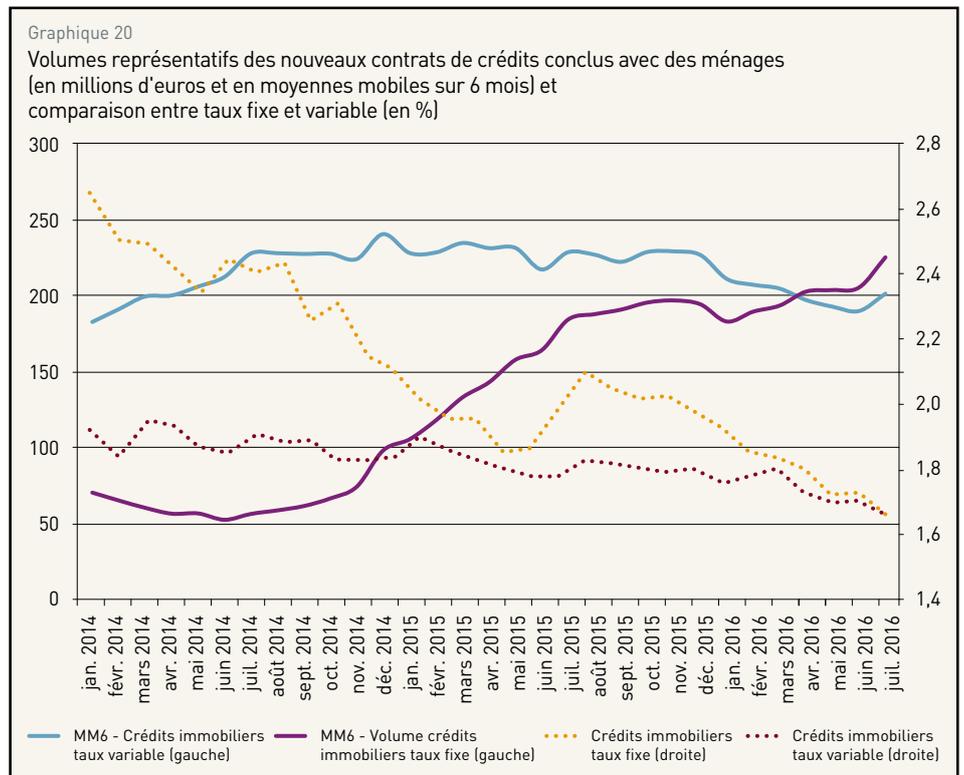
12 Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

13 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 (supérieure à un an). Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages ont continué leur diminution. En effet, ce taux a baissé de 48 points de base en comparaison annuelle et de 2 points de base en comparaison mensuelle, pour s'inscrire à 1,64 % en juillet 2016. La diminution de l'écart entre taux fixe et taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers a clairement contribué à l'intérêt croissant des acquéreurs pour la souscription de crédits à taux fixe. En effet, alors que le marché du crédit immobilier luxembourgeois était largement dominé par des crédits à taux variable, le volume des crédits à taux fixe nouvellement accordés est dorénavant supérieur à celui des nouveaux crédits à taux variable. Le graphique ci-dessous met en évidence les moyennes mobiles sur 6 mois des volumes des crédits, montrant une tendance haussière marquée pour les crédits à taux fixe ainsi que le rapprochement entre taux fixe et variable.

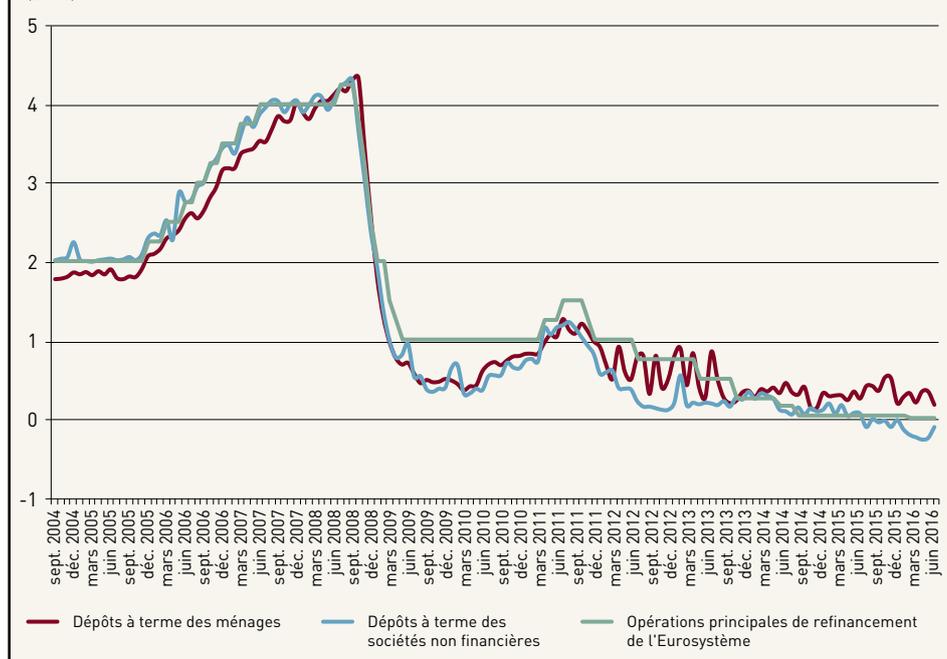
En comparaison mensuelle, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans, s'est inscrit à la baisse, passant de 2,94 % fin juin 2016 à 2,87 % fin juillet 2016. En comparaison annuelle, le coût des crédits à la consommation a toutefois diminué de 77 points de base. La moyenne mobile sur douze mois de la série sous analyse fait d'ailleurs apparaître une poursuite de la tendance baissière sous-jacente.

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



Graphique 22

Évolution de la rémunération des dépôts des agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et juillet 2016 (en %)



Source : BCL

consommation. Ces derniers ont vu leurs coûts diminuer de 24 points de base entre juillet 2015 (1,46 %) et juillet 2016 (1,22 %). 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 21 points de base, par rapport à juillet 2015, pour atteindre 1,70 %. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 6 points de base.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a dimi-

nué de 43 points de base par rapport au mois de juillet 2015 pour s'élever à 1,04 % fin juillet 2016. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 13 points de base.

### Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an a diminué de 8 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,25 % à 0,17 % en juillet 2016. Néanmoins, cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer des ajustements considérables dans les pondérations appliquées. 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 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 en question. De fait, 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 a continué à évoluer en terrain négatif pour atteindre -0,10 % en juillet 2016. Il convient aussi ici d'interpréter cette évolution avec précaution car les pondérations de ces contrats individuels sont à nouveau très volatiles.

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

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro.

Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter, d'une part, des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques et, d'autre part, des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de crédit<sup>14</sup>. Lors de l'édition de juillet 2016, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

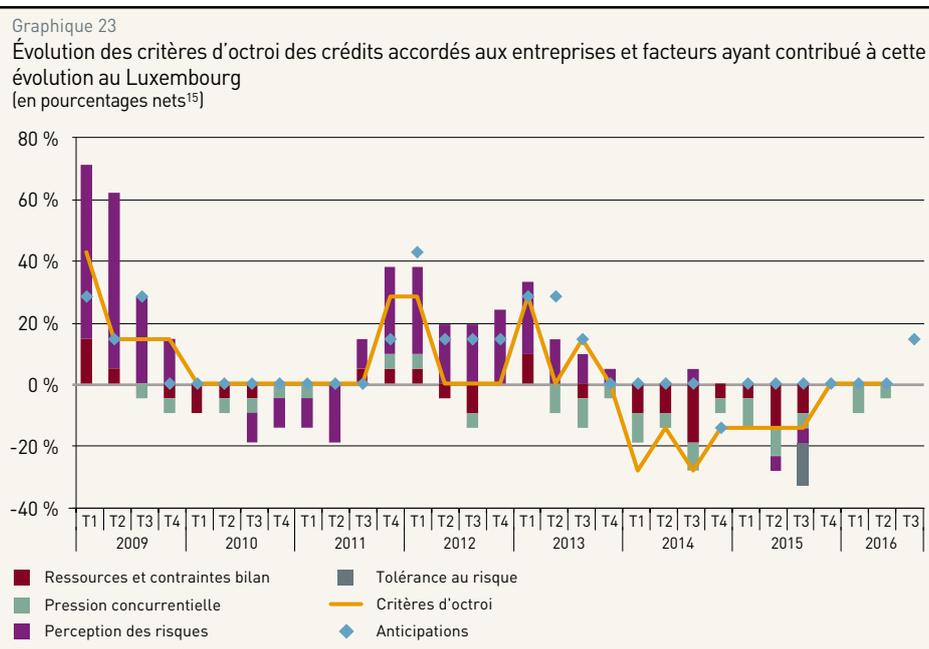
Dans l'édition de juillet 2016, les questions rétrospectives faisaient référence au deuxième trimestre 2016, tandis que les questions prospectives couvraient le troisième trimestre 2016.

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.

### Crédits accordés aux entreprises

Au deuxième trimestre 2016, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères de décision concernant l'attribution de crédits aux entreprises sont restés inchangés, aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Seule la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières a eu un léger effet d'assouplissement sur les critères d'octroi. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi pour les crédits aux entreprises, la pression concurrentielle ayant été citée comme le facteur principal contribuant à cet assouplissement.

Les banques au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, ont indiqué s'attendre à une légère amélioration de ces critères d'octroi au troisième trimestre.



Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques », « Concurrence d'institutions non bancaires » et « Concurrence des financements de marché ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises » et « Risques relatifs aux garanties requises ».

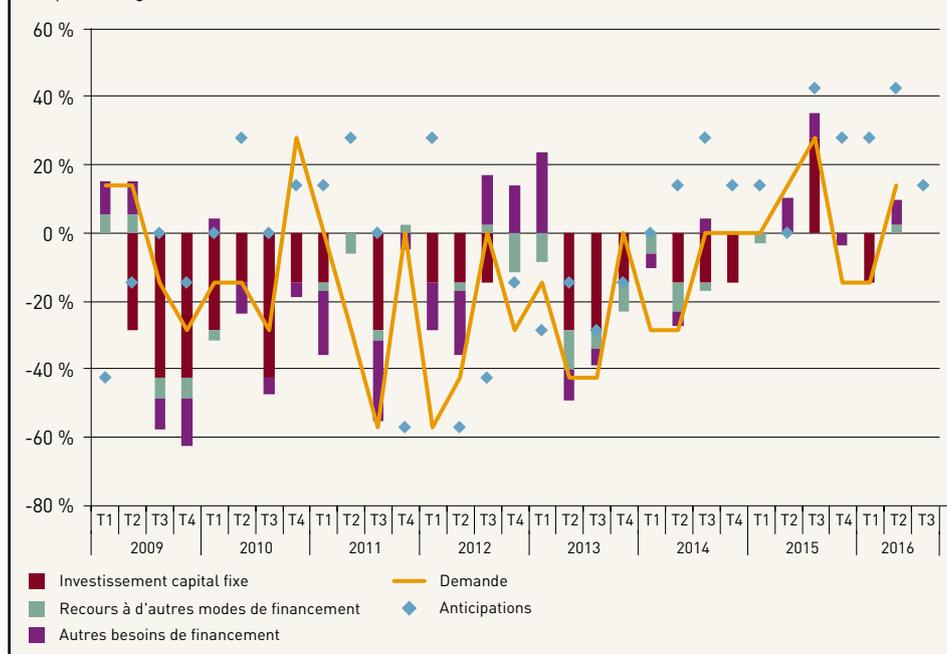
Source : BCL

14 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)

15 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent 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.

Graphique 24

Évolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets<sup>16</sup>)



Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Émission ou remboursement de titres de créances » et « Émission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Gestion des stocks et fonds de roulement », « Fusions/acquisitions et restructurations d'entreprise », « Niveau général des taux d'intérêt » et « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes ».

Source : BCL

Concernant les conditions d'octroi des crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une diminution de leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. En même temps, elles ont indiqué un assouplissement en termes de demandes de garanties. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué un assouplissement de leurs marges sur les prêts de risque moyen ainsi que d'autres conditions d'octroi de crédit. Elles ont toutefois noté une légère hausse de leurs marges sur les prêts plus risqués.

Les banques au Luxembourg ont rapporté une légère augmentation de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises. Selon ces banques, cette augmentation de la demande a principalement été causée par le bas niveau des taux d'intérêt et par un besoin accru en matière de fonds de roulement (voir graphique 24).

Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué une augmentation de la demande de crédits, en l'attribuant également au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation des besoins en fonds de roulement de la part des entreprises. En revanche, l'augmentation de la demande de crédits a été mitigée par le fait que ces entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement.

#### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont indiqué un léger assouplissement de leurs critères d'octroi (voir graphique 25). Cette évolution a été attribuée à une concurrence bancaire plus importante. Dans la zone euro, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi, sous l'effet, principalement, d'une augmentation de la concurrence bancaire, alors qu'une augmentation des coûts des ressources et des contraintes de bilan des banques a agi en sens inverse.

16 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que la demande a « diminué quelque peu » et « sensiblement diminué ». Quant aux facteurs affectant la demande de crédits, les pourcentages nets représentent 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.

Les banques au Luxembourg ont déclaré ne pas anticiper de changement en termes de critères d'octroi au cours du troisième trimestre 2016, mais, dans la zone euro dans son ensemble, les banques ont indiqué s'attendre à un resserrement des critères d'octroi.

En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une réduction des marges sur les prêts de risque moyen. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction de leurs marges sur les prêts de risque moyen ainsi que, dans une moindre mesure, sur les prêts plus risqués.

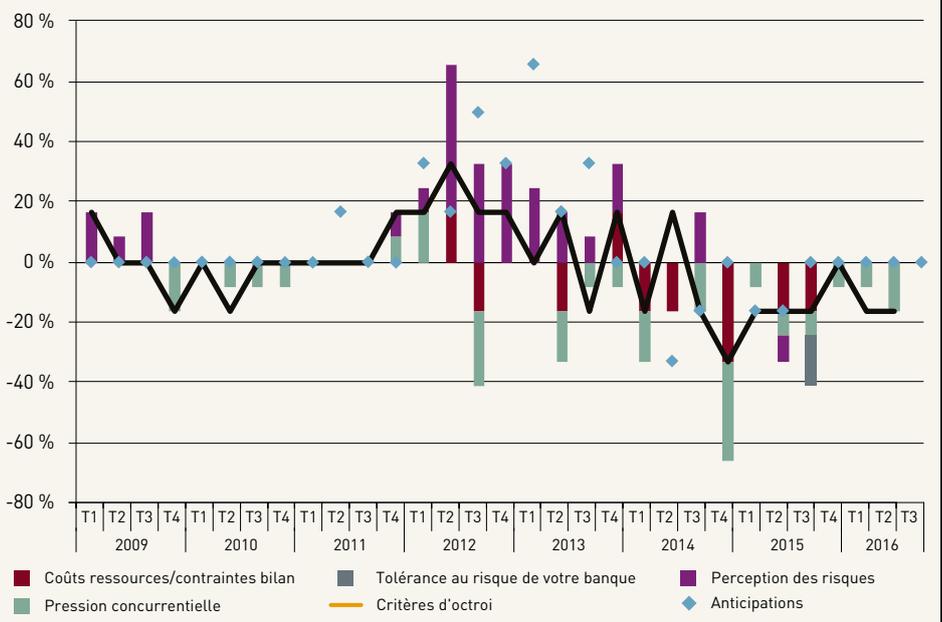
Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à l'habitat était restée inchangée au cours du deuxième trimestre 2016, cette demande ayant été soutenue par le faible niveau des taux d'intérêt (voir graphique 26). Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de la demande, principalement attribuée au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de la confiance des consommateurs.

*Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages*

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques au Luxembourg, ainsi que celles de la zone euro, ont indiqué un léger assouplissement de leurs critères d'octroi. Celui-ci a été favorisé par une augmentation de la pression concurrentielle.

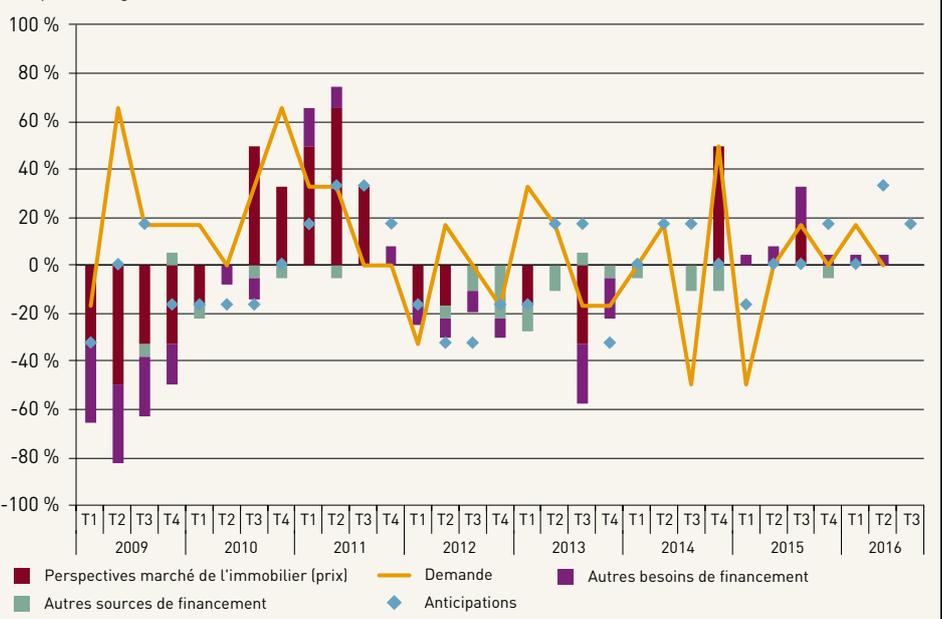
Au niveau des conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ainsi

Graphique 25  
Évolution des critères d'octroi des crédits à l'habitat accordés aux ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, y compris en matière de prix » et « Solvabilité de l'emprunteur ».  
Source : BCL

Graphique 26  
Évolution de la demande de crédits à l'habitat provenant des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



Note : « Autres sources de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financement propre d'un achat de bien immobilier résidentiel par recours à l'épargne ou à l'apport personnel », « Prêts d'autres banques » et « Autres sources de financement externe ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Confiance des consommateurs », « Niveau général des taux d'intérêt », « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes » et « Régime réglementaire et fiscal applicable au marché immobilier résidentiel ».  
Source : BCL



qu'au niveau de la zone euro ont déclaré avoir légèrement diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen. Par ailleurs, les marges sur les crédits plus risqués ont légèrement augmenté au niveau de la zone euro.

La demande de crédits à la consommation et d'autres prêts a diminué au Luxembourg durant le deuxième trimestre. Cette diminution a principalement été attribuée à un recours des ménages à d'autres modes de financement. Au niveau de la zone euro, les banques ont toutefois noté une augmentation de la demande, attribuée à une hausse des dépenses en biens durables, à une amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

#### *Questions ad hoc*

Outre les questions régulières, le questionnaire de juillet comprenait six questions ad hoc. 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 au Luxembourg n'ont pas indiqué de changement dans leur accès au financement de détail et au refinancement interbancaire au cours du 2<sup>e</sup> trimestre 2016. Au niveau de la zone euro, les banques ont enregistré une amélioration de leurs conditions d'accès au financement par les dépôts et au financement par titres de créance. En revanche, ces banques ont fait part d'une détérioration de leurs conditions d'accès au marché monétaire au cours du 2<sup>e</sup> trimestre 2016.

Deux autres questions portaient sur l'impact des nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres des banques, de même que d'autres mesures réglementaires ou prudentielles sur la politique de distribution du crédit des banques. Dans le cadre des nouvelles mesures, les banques au Luxembourg ont déclaré une légère augmentation de leurs actifs liquides ainsi que de leurs actifs totaux, de leurs crédits de risque moyen et de leurs fonds propres au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2016. Dans la zone euro les banques ont indiqué une augmentation de leurs fonds propres ainsi que de leurs actifs totaux. Selon les banques au Luxembourg, les nouvelles exigences en matière de fonds propres n'ont fondamentalement pas eu d'incidence sur les critères d'octroi de crédits au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2016. Pour la zone euro, les banques ont déclaré que les nouvelles mesures réglementaires ou prudentielles ont contribué à un léger assouplissement des critères d'octroi appliqués aux crédits aux PME et à un durcissement des critères d'octroi appliqués aux prêts demandés par les grandes entreprises ainsi qu'aux prêts immobiliers octroyés aux ménages.

Les trois dernières questions visaient à évaluer l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) programmées par l'Eurosystème. Au Luxembourg et dans la zone euro, les banques ayant participé ou envisageant de participer à ces opérations ont cité comme motivation principale le souci de rentabilité. Selon les banques participant à ces opérations, ces fonds sont destinés à l'octroi de crédits et, dans une moindre mesure, à des fins de refinancement et d'achat d'actifs. La raison la plus fréquemment invoquée par les banques n'ayant pas participé ou n'envisageant pas de participer à ces opérations est l'absence de contraintes de financement. Certaines banques luxembourgeoises ont de plus justifié ce choix par un possible ralentissement de la demande de crédits.

Encadré :

## L'ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT FINANCIER ET DE CONSOMMATION DES MÉNAGES – RÉSULTATS DE LA DEUXIÈME ENQUÊTE

### INTRODUCTION

En 2010, la Banque centrale du Luxembourg (BCL), en collaboration avec l'Institut luxembourgeois de recherche socio-économique (LISER) a lancé une nouvelle enquête auprès des ménages au Luxembourg, avec l'intention de la répéter à intervalles réguliers (LU-HFCS pour *Luxembourg Household Finance and Consumption Survey*). La LU-HFCS fait partie de l'enquête sur comportement financier et de consommation des ménages de l'Eurosystème (HFCS). L'objectif est d'obtenir des informations détaillées sur les bilans des ménages - leurs actifs, leurs passifs, leurs revenus, leurs consommations, etc. Avec ces données, la répartition des richesses et de ses diverses composantes peut être analysée. C'est la seule source de données disponible avec une telle richesse d'informations sur les bilans des ménages luxembourgeois. Au plan européen, les informations fournies par l'enquête ont, dans le passé, été largement discutées dans les médias. Les résultats pour le Luxembourg ont été publiés dans plusieurs bulletins et documents de travail BCL.<sup>17</sup>

Cet encadré présente les principales conclusions de la 2<sup>ème</sup> vague de la LU-HFCS menée en 2014 auprès d'un échantillon représentatif des ménages privés du Luxembourg. Des interviews avec 1 601 ménages ont été réalisées via des entretiens personnels assistés par ordinateur (CAPI). Les estimations sont comparées aux résultats de la première enquête de 2010. Toutes les valeurs indiquées dans le texte sont arrondies à la centaine d'euros ; les pourcentages sont arrondis à la première décimale.

### COMPRENDRE LES CHANGEMENTS ENTRE LA 1<sup>ÈRE</sup> ET LA 2<sup>ÈME</sup> VAGUE

La LU-HFCS est une enquête transversale. Chaque vague doit être représentative de la population des ménages de l'année de référence en question. Ainsi, les vagues ne suivent pas les mêmes ménages au cours du temps et les échantillons ne sont donc pas nécessairement les mêmes d'une vague à l'autre. Par conséquent, pour la comparaison des actifs ou des dettes d'un sous-groupe particulier entre les deux vagues, il convient de garder à l'esprit que l'identité des ménages dans le groupe a pu changer d'un échantillon à l'autre.

Les valeurs présentées dans les tableaux et les chiffres sont des estimations basées sur 5 imputations et pondérées avec 1 000 répliques (voir Girshina, Mathä et Ziegelmeyer, 2016) pour tenir compte de l'imputation multiple de l'ensemble des données et des caractéristiques d'échantillonnage. Nos estimations sont accompagnées d'écarts type et de bandes de confiance, qui en indiquent la précision. Si, par exemple, une valeur particulière augmente de 10 % entre 2010 et 2014, l'écart type permet de comparer cette variation à la volatilité historique de la variable sous-jacente et aide ainsi à savoir si le changement est statistiquement significatif. La bande de confiance fournit les bornes inférieure et supérieure de l'estimation et donc indique l'intervalle au sein duquel nous nous attendons à trouver la vraie valeur pour un niveau de confiance de 95 %. La confiance à attacher à une valeur estimée dépend en général de la variabilité d'échantillonnage des résultats et de la taille de l'échantillon.

### L'AJUSTEMENT POUR L'INFLATION

Les valeurs pour 2010 sont ajustées de l'inflation entre les années 2010 et 2014. Nous utilisons l'indicateur IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) spécifique au pays (source Eurostat). En pratique, nous ajustons à la fois les

17 Voir par exemple « Quel est le niveau de culture financière au Luxembourg ? » *Bulletin BCL* 2016/01, pages 56-59, « Actifs financiers nets des ménages : Le Luxembourg est-il plus riche que les autres pays de la zone euro ? », *Bulletin BCL* 2013/02, pages 85-87, « La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière », *Bulletin BCL* 2013/02, pages 76-81, « L'accès à la propriété : Résultats de l'enquête LU-HFCS », *Bulletin BCL* 2012/03, pages 73-78 ou « L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages : Introduction et premiers résultats », *Bulletin BCL* 2012/01, pages 76-79.

revenus, les actifs et les dettes de la 1<sup>ère</sup> vague avec le facteur 1,093 (l'indice IPCH, base 100 pour l'année 2005, est de 113,10 pour la vague 1 et de 123,62 pour la vague 2). Les tableaux et les figures ci-dessous rapportent la valeur nominale pour 2014, la valeur ajustée de l'inflation pour 2010 (valeurs de 2010 en EUR de 2014) et la valeur pour 2010. Cet ajustement assure la comparabilité des résultats entre les deux vagues.

## ACTIFS DES MÉNAGES

### Actifs réels

Les actifs des ménages peuvent être divisés en actifs réels et actifs financiers. Les actifs réels sont les types d'actifs les plus importants des ménages (voir par exemple HFCN, 2013 ; Arrondel et al, 2016). Au Luxembourg, ils représentent 84,7 % de tous les actifs bruts détenus par les ménages.<sup>18</sup> En 2014, les véhicules (88,0 %), la résidence principale (67,6 %), les autres biens immobiliers (26,3 %) et les objets de valeur (25,7 %) constituaient les types d'actifs réels les plus souvent détenus par les ménages luxembourgeois. Malgré de petits changements, ces statistiques sont proches de celles de 2010 (tableau 1). Au contraire, la participation des indépendants était significativement plus faible en 2014 qu'en 2010, passant de 5,2 % à 3,9 %.

En 2014, la moyenne des actifs réels bruts des ménages atteignait € 733 300. Une simple comparaison avec le montant correspondant de 2010, € 703 500, suggère une hausse de la valeur des actifs réels. Toutefois, lorsque l'effet de l'inflation est pris en compte, on assiste en fait à une légère baisse : exprimés en euros de 2014, les actifs réels bruts des ménages représentaient € 769 900 euros en 2010. La différence n'est cependant pas significative statistiquement. Avec € 438 000 et € 233 200, soit une part de 59,7 % et 31,8 % du total des actifs réels, la résidence principale et les autres biens immobiliers étaient les deux catégories d'actifs réels les plus importantes (tableau 2). La part de la résidence principale dans les actifs réels était légèrement plus grande qu'en 2010 et la part des autres biens immobiliers était légèrement inférieure. Les entreprises propres, les véhicules et les objets de valeur ne représentaient qu'une petite fraction de la richesse réelle moyenne des ménages, soit respectivement 4,7 %, 2,8 % et 1,0 % du total des actifs réels.

Tableau 1 :

#### Participation aux catégories des actifs réels (% des ménages)

CATÉGORIE D'ACTIFS	ENQUÊTE	PARTICIPATION EN %	ERREUR STANDARD	[INTERVALLE DE CONFIANCE A 95%]		P-VALEUR
Résidence principale du ménage	2010	67,1	1,5	64,1	70,1	0,806
	2014	67,6	1,3	65,0	70,2	
Autres biens immobiliers	2010	28,2	1,6	25,0	31,3	0,367
	2014	26,3	1,2	24,0	28,7	
Véhicules	2010	86,7	1,3	84,2	89,3	0,444
	2014	88,0	1,0	85,9	90,0	
Objets de valeur	2010	23,8	1,6	20,7	27,0	0,360
	2014	25,7	1,3	23,2	28,2	
Entreprises propres	2010	5,2	0,6	4,1	6,3	0,079*
	2014	3,9	0,5	3,0	4,8	
Richesse brute réelle	2010	93,6	0,9	91,8	95,5	0,865
	2014	93,9	0,8	92,2	95,5	

Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

18 Une différence mineure peut exister entre les chiffres fournis pour la 1<sup>ère</sup> vague dans cette analyse et les chiffres correspondants initialement présentés dans Mathä, Porgiglia et Ziegelmeyer (2012). Cette disparité reflète de légères modifications de données, telles que l'utilisation de la base de données anonymisées de la BCE de la 1<sup>ère</sup> vague.

Tableau 2 :

## Composition de la moyenne et de la médiane des actifs réels des ménages

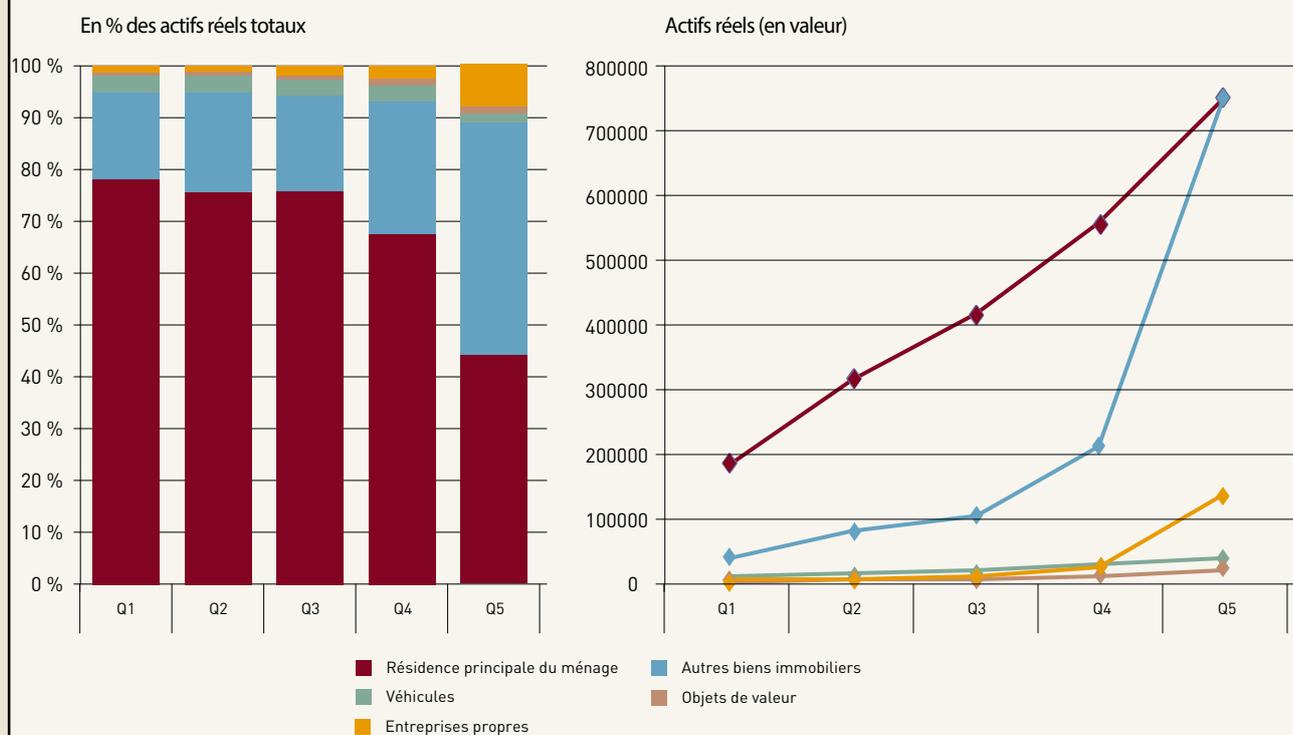
CATÉGORIE D'ACTIFS	ENQUÊTE	EN % DU TOTAL	MOYENNE	ERREUR STANDARD	MÉDIANE	ERREUR STANDARD	MOYENNE	ERREUR STANDARD	MÉDIANE	ERREUR STANDARD
Résidence principale du ménage	2010	58,4	410 615	31 007	357 307	18 688*	611 873	45 074	500 000	8 374**
	2010 en 2014 EUR		448 802	33 891	390 536	20 426	668 778	49 266	546 500	9 153
	2014	59,7	438 017	10 981	400 000	12 642	647 874	11 971	555 601	22 901
Autres biens immobiliers	2010	34,0	239 261	42 340	0	(omis)	849 590	145 720	300 000	28 191
	2010 en 2014 EUR		261 512	46 278	0	(omis)	928 602	159 272	327 900	30 813
	2014	31,8	233 209	37 484	0	(omis)	885 241	135 994	350 000	30 047
Véhicules	2010	3,0	20 878	1 177	14 000	979	24 078	1 355	16 071	902
	2010 en 2014 EUR		22 820	1 286*	15 302	1 070*	26 317	1 481*	17 565	986**
	2014	2,8	20 295	644	13 000	791	23 071	735	15 000	583
Objets de valeur	2010	1,3	9 193	1 276	0	(omis)	38 601	5 015	12 251	2 670
	2010 en 2014 EUR		10 048	1 394	0	(omis)	42 190	5 481**	13 391	2 919
	2014	1,0	7 390	1 059	0	(omis)	28 749	3 855	10 000	647
Entreprises propres	2010	3,3	23 506	6 456	0	(omis)	451 063	122 513	97 600	28 900
	2010 en 2014 EUR		25 692	7 056	0	(omis)	493 012	133 907	106 677	31 587
	2014	4,7	34 410	11 658	0	(omis)	882 864	288 274	161 288	51 725
Richesse brute réelle	2010	100,0	703 453	56 701	445 707	18 001	751 157	60 645	470 488	15 601*
	2010 en 2014 EUR		768 874	61 974	487 158	19 675	821 015	66 285	514 244	17 051
	2014	100,0	733 321	45 716	477 136	15 450	781 341	48 269	507 399	12 695

Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

Pour les ménages qui en détenaient, le montant moyen des objets de valeur et des véhicules était le même en 2014 qu'en 2010 : une fois l'inflation prise en compte, on constatait donc une baisse de la valeur réelle de ces actifs entre les deux vagues. La médiane conditionnelle du total des actifs réels était plus élevée en 2014 qu'en 2010, reflétant la hausse de la valeur de la résidence principale de +11,1 % en termes nominaux. En termes corrigés de l'inflation, cette augmentation n'était toutefois plus significative sur le plan statistique. La valeur médiane des autres biens immobiliers parmi les ménages qui possèdent ces actifs a augmenté de +16,7 %, en accord avec l'évolution de l'indice hédonique du STATEC des prix de l'immobilier résidentiel qui a augmenté de 13,7 % entre 2011Q4 et 2014Q4.

Les valeurs moyennes des différentes catégories d'actifs réels détenus ont augmenté avec le niveau du revenu brut du ménage, comme on pouvait s'y attendre. En particulier, la valeur de la résidence principale a augmenté régulièrement, tandis que les autres biens immobiliers ont montré une augmentation substantielle pour le dernier quintile du revenu brut. Dans une certaine mesure, cela est également le cas des entreprises propres, dont les mieux valorisées appartiennent à des ménages classés dans le dernier quintile de revenu brut. L'augmentation de la valeur moyenne des véhicules et des objets de valeur était moins forte en comparaison (Figure 1). En termes de contribution au total des actifs réels, la part de la résidence principale avait tendance à diminuer, alors que celles des autres biens immobiliers tendaient à augmenter avec le niveau du revenu brut.

Graphique 1  
Décomposition des actifs réels selon le quintile du revenu du ménage



Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples.

## Actifs financiers

Les actifs financiers représentaient 15,3 % de tous les actifs bruts détenus par les ménages luxembourgeois en 2014. Les actifs financiers se composent de dépôts (46,3 %), de pensions et assurances-vie privées (17,6 %), de fonds communs de placement (15,8 %), d'actions (5,4 %), d'obligations (2,0 %) et d'autres actifs financiers (10,7 %) (tableau 4). Les actifs financiers les plus détenus par les ménages luxembourgeois étaient le compte à vue et le compte d'épargne : avec un taux de participation de 96,7 %, presque tous les ménages disposaient de tels comptes. Cela s'explique notamment par l'importance croissante des transactions « cashless » au Luxembourg.

Entre 2010 et 2014, la valeur moyenne des actifs financiers a augmenté, passant de € 88 400 à € 132 400 (tableau 4). Cela reflète principalement la croissance de la valeur des dépôts (comptes à vue et comptes d'épargne) de plus de € 20 000, pour atteindre € 60 000 en moyenne. Moins de ménages détenaient des fonds communs de placement (on passe de 19,0 % des ménages en 2010 à 14,6 % en 2014) et des obligations (passage de 4,4 % à 2,6 %) (voir tableau 3). Toutefois, les ménages qui détenaient des fonds communs de placement ou des actions négociées en bourse ont vu leurs valeurs moyennes augmenter fortement grâce à la hausse du marché boursier (l'indice Dow Jones Eurostoxx a augmenté de 16 % entre décembre 2010 et décembre 2014). Les données suggèrent une réallocation de portefeuille vers des actifs financiers plus sûrs et liquides aux dépens des actifs plus risqués. Toutefois, ces changements ont résulté principalement de décisions prises par les ménages riches, car la valeur médiane des actifs financiers est passée d'environ € 26 700 à € 30 100 (environ +13 %) et la valeur médiane des dépôts (parmi les 97,1 % des ménages qui en possèdent) a augmenté d'environ € 14 300 à € 15 400 (environ +8 %) (tableau 4).

Tableau 3 :

**Participation aux catégories des actifs financiers  
 (% des ménages)**

CATÉGORIE	ENQUÊTE	PARTICIPATION EN %	ERREUR STANDARD	[INTERVALLE DE CONFIANCE A 95%]	P-VALEUR
Dépôts (comptes à vue et d'épargne)	2010	98,0	0,5	96,9 - 99,0	0,104
	2014	96,7	0,6	95,6 - 97,8	
Titres d'OPC	2010	19,0	1,3	16,4 - 21,6	0,006***
	2014	14,6	1,0	12,7 - 16,5	
Obligations	2010	4,4	0,7	3,0 - 5,9	0,053*
	2014	2,6	0,5	1,7 - 3,6	
Actions de sociétés cotées en bourse	2010	10,0	1,0	7,9 - 12,0	0,433
	2014	9,0	0,8	7,4 - 10,5	
Sommes dues au ménage	2010	7,1	0,9	5,3 - 9,0	0,839
	2014	7,4	0,8	5,9 - 8,9	
Epargne pension privée	2010	34,3	1,6	31,1 - 37,5	0,255
	2014	32,0	1,3	29,5 - 34,5	
Autres actifs financiers	2010	2,2	0,4	1,3 - 3,1	0,003***
	2014	4,4	0,6	3,2 - 5,6	
Actifs financiers totaux	2010	98,4	0,5	97,4 - 99,3	0,074*
	2014	97,1	0,5	96,0 - 98,1	

Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative : \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

Tableau 4 :

**Moyenne et médiane des actifs financiers, par catégorie d'actifs financiers**

ACTIFS FINANCIERS	ENQUÊTE	EN % DU TOTAL	INCONDITIONNEL				CONDITIONNEL			
			MOYENNE	ERREUR STANDARD	MÉDIANE	ERREUR STANDARD	MOYENNE	ERREUR STANDARD	MÉDIANE	ERREUR STANDARD
Dépôts (comptes à vue et d'épargne)	2010	43,7	38 655	2 766***	13 641	1 426	39 455	2 828***	14 278	1 385
	2010 en 2014 EUR		42 250	3 024***	14 910	1 559	43 124	3 091***	15 606	1 514
	2014		61 336	3 669	14 537	1 079	63 444	3 802	15 441	1 047
Titres d'OPC	2010	20,5	18 143	3 358	0	[omis]	95 301	16 069*	26 870	6 399
	2010 en 2014 EUR		19 830	3 670	0	[omis]	104 164	17 564	29 369	6 995
	2014		20 916	3 265	0	[omis]	142 985	20 873	44 467	14 581
Obligations	2010	6,1	5 431	2 569	0	[omis]	122 984	52 208	45 773	13 082
	2010 en 2014 EUR		5 936	2 807	0	[omis]	134 421	57 064	50 029	14 299
	2014		2 643	745	0	[omis]	100 142	19 912	55 663	35 015
Actions de sociétés cotées en bourse	2010	7,2	6 365	2 045	0	[omis]	63 874	18 502	10 800	3 934
	2010 en 2014 EUR		6 957	2 235	0	[omis]	69 814	20 222	11 804	4 300
	2014		7 202	1 463	0	[omis]	80 367	15 081	15 254	3 873
Sommes dues au ménage	2010	2,2	1 945	781	0	[omis]	27 287	11 096	3 572	1 442
	2010 en 2014 EUR		2 126	853	0	[omis]	29 824	12 128	3 904	1 576
	2014		2 743	669	0	[omis]	37 165	8 413	8 000	2 160
Epargne pension privée	2010	19,1	16 845	2 341	0	[omis]	49 124	6 429	27 831	3 278
	2010 en 2014 EUR		18 412	2 559	0	[omis]	53 692	7 027	30 419	3 583
	2014		23 357	6 615	0	[omis]	73 054	20 634	24 480	2 888
Autres actifs financiers	2010	1,2	1 039	318*	0	[omis]	47 578	14 786*	16 460	11 790
	2010 en 2014 EUR		1 136	348*	0	[omis]	52 003	16 161*	17 991	12 887
	2014		14 202	7 043	0	[omis]	319 925	154 061	30 258	11 391
Actifs financiers totaux	2010	100,0	88 424	7 745**	26 653	3 170	89 881	7 888**	27 910	3 341
	2010 en 2014 EUR		96 647	8 465**	29 132	3 465	98 240	8 622**	30 506	3 652
	2014		132 399	16 507	30 133	2 302	136 414	16 976	32 073	2 903

Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative : \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

Les « pensions et assurances vie privées », subventionnées par l'Etat car partiellement fiscalement déductibles, constituaient le deuxième type d'actif financier le plus important en termes de participation, avec une fréquence de 32 %, et le troisième en termes de valeur. Leur montant moyen est de € 23 400 en 2014, à comparer à une valeur de € 16 800 en 2010. La catégorie « autres types d'actifs financiers » a sensiblement augmenté entre 2010 et 2014, passant de € 1 000 à € 14 200. Cette hausse devait beaucoup à la croissance de la valeur des actifs commerciaux des non-indépendants, mais aussi à un taux de participation significativement plus élevé en 2014 (2,1 %, contre 0,7 % en 2010). La hausse de la valeur pour ce type d'actif peut également, dans une certaine mesure, refléter l'augmentation de la taille de l'échantillon dans la deuxième vague et donc la présence accrue de ménages (très) riches. Cela semble bien confirmé par la médiane conditionnelle de la valeur des comptes gérés, plus élevée en 2014 qu'en 2010. Cette argumentation s'appliquait également, au moins en partie, aux changements rapportés pour les dépôts.

## L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES

En 2014, 45,4 % des ménages luxembourgeois n'étaient pas endettés, les 54,6 % restants détenant au moins un type de dette. 35,2 % des ménages ont ainsi souscrit un crédit hypothécaire, tandis que 33,9 % d'entre eux détenaient des crédits non-hypothécaires (tableau 5). Pour les ménages endettés, la valeur médiane de la dette hypothécaire (€ 200 000) dépassait la valeur médiane de la dette non-hypothécaire (€ 10 100) (tableau 6). La dette moyenne sur l'ensemble des ménages a augmenté de manière significative depuis 2010, de € 81 800 à € 97 300 (tableau 6), principalement à cause de l'évolution de la dette hypothécaire dont la part du passif total est passée de 90,2 % à 91,1 % entre 2010 et 2014. Globalement, en termes de prêts hypothécaires, le ménage moyen était environ 20 % plus endetté en 2014 qu'en 2010. Cette différence est significative pour les valeurs nominales, mais ne l'est plus une fois les chiffres de 2010 corrigés de l'inflation. L'encours des prêts pour l'achat de biens immobiliers au Luxembourg a augmenté d'environ 31 % entre 2011 et 2014 (statistiques BCL, BSI). La différence entre les statistiques agrégées officielles et les statistiques sur la base LU-HFCS reflète en partie la croissance de la population d'environ 7,5 % sur cette période. En outre, reflétant la hausse du prix de l'immobilier au Luxembourg entre 2010 et 2014, le montant moyen des nouveaux prêts hypothécaires a augmenté.

Tableau 5 :

### Participation aux catégories de dettes (% des ménages)

CATÉGORIE DE DETTES	ENQUÊTE	PARTICIPATION EN %	ERREUR STANDARD	[INTERVALLE DE CONFIANCE A 95%]		P-VALEUR
Dette totale	2010	58,3	1,6	55,1	61,6	0,083*
	2014	54,6	1,4	51,8	57,3	
Dettes hypothécaires	2010	38,8	1,6	35,7	41,8	0,085*
	2014	35,2	1,3	32,7	37,7	
Dettes hypothécaires <i>résidence principale</i>	2010	32,8	1,5	29,8	35,8	0,059*
	2014	29,1	1,2	26,7	31,5	
Dettes hypothécaires <i>autres biens immobiliers</i>	2010	8,4	0,9	6,5	10,2	0,416
	2014	9,4	0,8	7,8	10,9	
Dettes non-hypothécaires	2010	36,9	1,8	33,4	40,5	0,180
	2014	33,9	1,3	31,2	36,5	
<i>Découverts bancaires</i>	2010	7,4	0,9	5,6	9,2	0,275
	2014	8,8	0,9	7,1	10,5	
<i>Dettes cartes des crédits</i>	2010	6,3	0,9	4,5	8,0	0,511
	2014	5,5	0,7	4,2	6,9	
<i>Crédits privés</i>	2010		pas demandé			
	2014	3,5	0,6	2,4	4,6	
<i>Crédits à la consommation</i>	2010	30,8	1,7	27,5	34,2	0,021**
	2014	25,9	1,3	23,4	28,4	

Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative : \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

La part des ménages endettés a diminué, passant de 58,3 % en 2010 à 54,6 % en 2014, tandis que la valeur de la dette de l'ensemble des ménages a augmenté de 19 % sur la même période, de € 81 800 à € 97 300. Le montant des dettes dues par les seuls ménages endettés a donc augmenté : +27 % par rapport à 2010. La diminution de la part de ces ménages endettés, malgré le niveau actuellement très favorable des taux d'intérêt, était également observée dans les autres pays de la zone euro, comme en Allemagne (Deutsche Bundesbank, 2016) ou en Autriche (Fessler et al., 2016). Dans le cas du Luxembourg, cela peut suggérer que les besoins financiers en vue d'acquies une résidence principale ou d'autres biens immobiliers sont devenus si élevés qu'un sous-ensemble de ménages ne parvient pas à lever les fonds nécessaires pour acquies ou doit épargner plus longtemps avant d'accéder à la propriété. De même, la part des ménages ayant contracté des prêts à la consommation était nettement plus faible (-4,9 %) en 2014.

Tableau 6 :

**Moyenne et médiane des dettes par catégorie de dettes**

CATÉGORIE DE DETTES	ENQUÊTE	EN % DU TOTAL	INCONDITIONNEL				CONDITIONNEL			
			MOYENNE	ERREUR STANDARD	MÉDIANE	ERREUR STANDARD	MOYENNE	ERREUR STANDARD	MÉDIANE	ERREUR STANDARD
Dette totale	2010	100,0	81 785	5 053**	7 006	1 760*	140 182	8 352***	73 440	8 801
	2010 en 2014 EUR		89 391	5 523	7 658	1 924*	153 219	9 129**	80 270	9 619
	2014		97 316	4 942	3 089	1 323	178 379	8 487	89 800	9 410
Dettes hypothécaires	2010	90,2	73 736	4 915**	0	(omis)	190 232	10 833***	127 326	10 943***
	2010 en 2014 EUR		80 593	5 372	0	(omis)	207 924	11 841***	139 167	11 961***
	2014		91,1	88 638	4 907	0	(omis)	251 861	11 316	200 000
Dettes hypothécaires <i>résidence principale</i>	2010	67,6	55 301	3 540**	0	(omis)	168 678	8 084***	121 519	9 825***
	2010 en 2014 EUR		60 444	3 869	0	(omis)	184 365	8 836***	132 820	10 738***
	2014		68,6	66 742	3 961	0	(omis)	229 553	10 208	190 000
Dettes hypothécaires <i>autres biens immobiliers</i>	2010	22,5	18 435	3 508	0	(omis)	220 203	36 907	116 395	19 502
	2010 en 2014 EUR		20 149	3 835	0	(omis)	240 682	40 339	127 220	21 316
	2014		22,5	21 896	2 599	0	(omis)	233 950	21 735	150 000
Dettes non-hypothécaires	2010	9,8	8 049	937	0	(omis)	21 784	2 423	10 019	1 003
	2010 en 2014 EUR		8 797	1 024	0	(omis)	23 810	2 648	10 951	1 096
	2014		8,9	8 678	953	0	(omis)	25 620	2 694	10 146
<i>Découverts bancaires</i>	2010	0,6	505	165	0	(omis)	6 800	2 162*	1 560	446
	2010 en 2014 EUR		552	181	0	(omis)	7 432	2 363*	1 705	487
	2014		0,3	254	48	0	(omis)	2 892	490	1 000
<i>Dettes cartes des crédits</i>	2010	0,1	93	21	0	(omis)	1 490	264	1 000	160
	2010 en 2014 EUR		102	23*	0	(omis)	1 629	288*	1 093	175*
	2014		0,1	58	12	0	(omis)	1 057	179	640
<i>Crédits privés</i>	2010	0,0	pas demandé		pas demandé		pas demandé		pas demandé	
	2010 en 2014 EUR		pas demandé		pas demandé		pas demandé		pas demandé	
	2014		1,7	1 642	614	0	(omis)	47 001	16 889	8 902
<i>Crédits à la consommation</i>	2010	9,1	7 451	918	0	(omis)	24 158	2 824	12 441	1 120
	2010 en 2014 EUR		8 144	1 003	0	(omis)	26 405	3 087	13 598	1 225
	2014		6,9	6 724	739	0	(omis)	25 983	2 639	13 800

Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative : \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

**LA RICHESSE NETTE DES MÉNAGES**

La richesse nette totale moyenne des ménages a augmenté de € 710 100 en 2010 à € 768 400 en 2014, soit une hausse d'environ 8 %. Exprimant la valeur de 2010 dans les prix de 2014, la richesse nette totale en 2010 était de € 776 100, ce qui suggère

une légère réduction de 1 % de la richesse moyenne entre 2010 et 2014. La richesse nette médiane a augmenté de 10 %, passant d'environ € 397 800 à € 437 500. Exprimant la valeur de 2010 dans les prix de 2014, la richesse nette totale médiane en 2010 était de € 434 800, ce qui suggère une augmentation marginale d'environ 1 % entre 2010 et 2014. Les changements dans les richesses nettes totales moyenne et médiane entre 2010 et 2014 étaient, cependant, trop faibles pour être statistiquement significatifs, que les valeurs soient exprimées en prix de 2010 ou de 2014. Il convient de noter que les variations de la richesse nette étaient également affectées par les changements de population entre 2010 et 2014, avec notamment l'arrivée supplémentaire de nouveaux immigrants au Luxembourg. Comme en 2010, le patrimoine brut total moyen en 2014 était principalement composé de la richesse totale réelle (€ 733 300) et, dans une moindre mesure, de la richesse financière (€ 132 400).

L'augmentation de la richesse nette totale moyenne entre 2010 et 2014 était principalement attribuable à la hausse de la valeur des actifs financiers moyens, qui reflétait elle-même principalement la croissance des dépôts. La valeur moyenne de la résidence principale a également augmenté, mais c'est aussi le cas du montant des dettes hypothécaires : il en a résulté une augmentation moyenne, mais statistiquement non significative, de la valeur nette de la résidence principale de € 16 000. La dette totale moyenne était, quant à elle, passée de € 81 800 à € 97 300 (+ 18,9 %), en écho à la hausse de la valeur moyenne de la dette hypothécaire pour la résidence principale.

Tableau 7 :

**La composition de la richesse nette totale**

CATÉGORIE	ENQUÊTE	MOYENNE	ERREUR STANDARD	[INTERVALLE DE CONFIANCE A 95%]		P-VALEUR	MÉDIANE	ERREUR STANDARD	[INTERVALLE DE CONFIANCE A 95%]		P-VALEUR
Actifs réels (AR)	2010	703 453	56 701	592 320	814 586	0,685	445 707	18 001	410 177	481 238	0,176
	2010 en 2014 EUR	768 874	61 974	647 405	890 342	0,647	487 158	19 675	448 323	525 993	0,683
	2014	733 321	45 716	643 710	822 932		477 136	15 450	446 766	507 507	
Actifs financiers (AF)	2010	88 424	7 745	73 240	103 607	0,014**	26 653	3 170	20 182	33 125	0,392
	2010 en 2014 EUR	96 647	8 465	80 051	113 243	0,048**	29 132	3 465	22 059	36 205	0,816
	2014	132 399	16 507	100 045	164 753		30 133	2 302	25 617	34 650	
Richesse brute (RL=AR+AF)	2010	791 876	59 093	676 056	907 697	0,360	494 407	19 941	454 863	533 951	0,082*
	2010 en 2014 EUR	865 521	64 588	738 929	992 112	0,998	540 387	21 795	497 165	583 608	0,950
	2014	865 720	54 201	759 478	971 961		538 714	16 994	505 338	572 091	
Dette totale (D)	2010	81 785	5 053	71 881	91 688	0,024**	7 006	1 760	3 556	10 456	0,076*
	2010 en 2014 EUR	89 391	5 523	78 566	100 216	0,271	7 658	1 924	3 886	11 429	0,051*
	2014	97 316	4 942	87 630	107 002		3 089	1 323	495	5 683	
Richesse nette (RN=RL-D)	2010	710 092	58 197	596 027	824 156	0,465	397 841	17 099	364 325	431 357	0,113
	2010 en 2014 EUR	776 130	63 610	651 458	900 803	0,927	434 840	18 690	398 207	471 473	0,919
	2014	768 404	53 392	663 747	873 061		437 510	17 529	403 068	471 953	

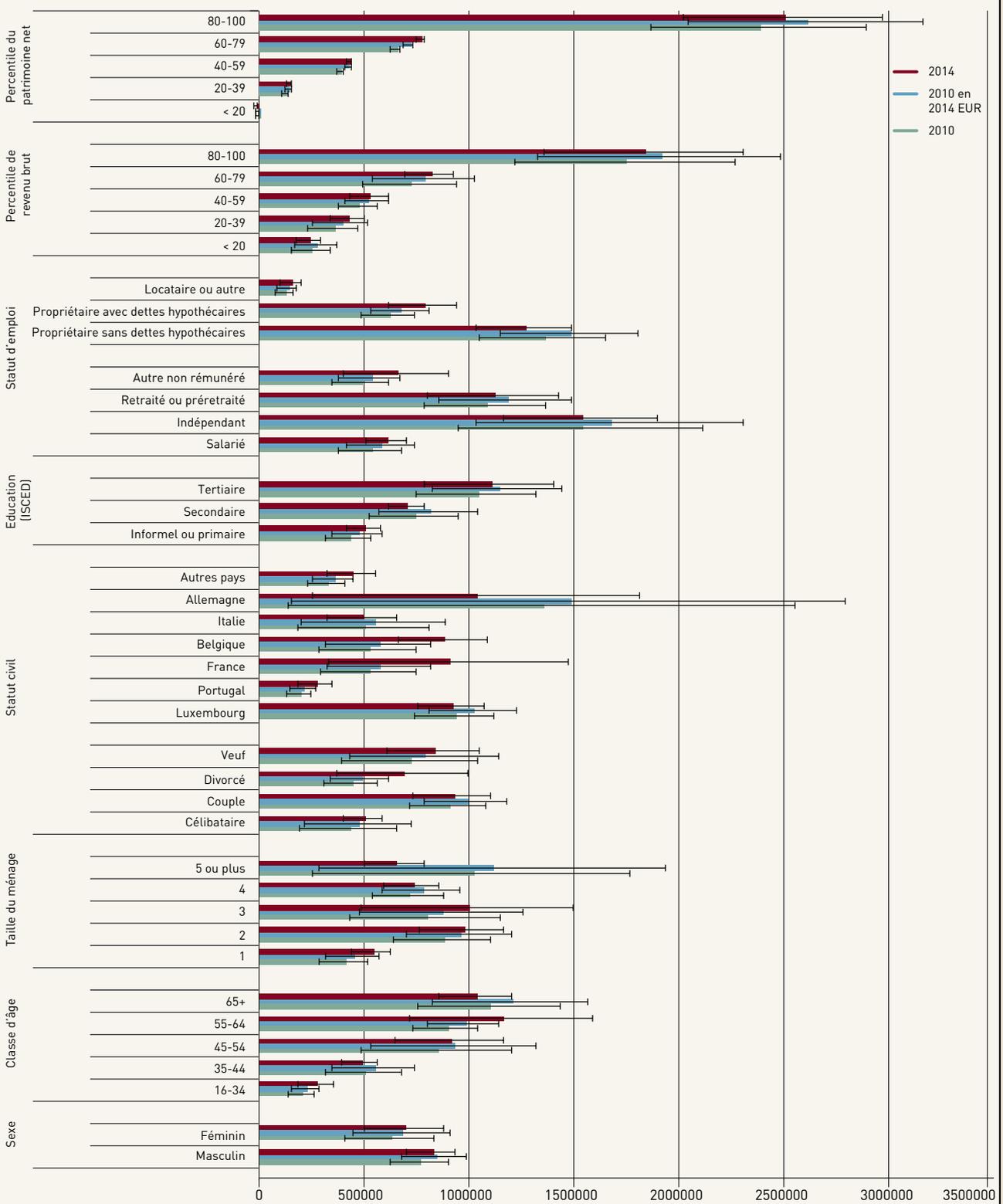
Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples. Les P-valeurs indiquent si la différence entre 2010 et 2014 est significative : \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

La variation de la richesse nette médiane, de € 445 700 à € 477 100 (+7,1 %), reflétait principalement l'augmentation des actifs réels totaux. Parmi les actifs réels, les principaux contributeurs de la hausse étaient la résidence principale et les autres biens immobiliers. La valeur médiane des résidences principales est passée de € 357 300 à € 400 000 (+11,9 %). Pour les propriétaires qui occupent leur bien, la valeur médiane est passée de € 500 000 à € 555 600, soit une hausse de 11,1 %, tandis que la valeur médiane des autres biens immobiliers a augmenté de € 300 000 à € 350 000.

Les richesses nettes moyenne et médiane varient de manière substantielle selon les groupes de population. La figure 2 décrit la richesse nette moyenne pour différents groupes en 2014 et 2010 (et dans les prix de 2014 et 2010). L'incertitude des valeurs estimées est quantifiée par les intervalles de confiance à 95 %. Ces indicateurs permettent une visualisation rapide de l'incertitude des estimations et aident le lecteur à vérifier si les différences mesurées sont statistiquement significatives.

Graphique 2

Moyenne et médiane de la richesse nette selon les caractéristiques démographiques et socio-économiques



Source : Calculs BCL basés sur la 1<sup>ère</sup> et la 2<sup>ème</sup> vagues de la LU-HFCS, les données sont pondérées et à imputations multiples.

La richesse moyenne augmente généralement avec l'âge. Cette hausse est particulièrement importante entre les classes d'âge de 16 à 34 ans et de 35 à 44 ans. Les ménages dont la personne bien informée financièrement est masculine ont tendance à être plus riches que les ménages dont la personne bien informée est féminine. Sans surprise, la richesse nette moyenne est la plus faible pour les ménages d'une seule personne. Il n'y a pas de tendance générale indiquant une plus grande richesse nette moyenne pour les familles plus nombreuses. La figure suggère par contre une forte association entre le niveau de scolarité et la richesse nette moyenne. Comme attendu, la richesse nette moyenne augmente aussi avec le revenu brut du ménage. L'incertitude des estimations du revenu brut moyen est relativement faible pour les quintiles 1 à 4, mais très grande pour le quintile 5. De même, l'incertitude de la richesse nette moyenne dans les quintiles 1 à 4 est très faible, alors qu'elle est grande dans le quintile 5. Cette différence reflète l'hétérogénéité dans le cinquième quintile, à la fois par rapport au revenu brut et à la richesse nette moyenne. En outre, la richesse nette moyenne est corrélée au choix de logements : elle est la plus élevée pour les ménages qui possèdent leur résidence principale, suivis par les ménages dont la propriété est grevée d'un emprunt hypothécaire ; elle est la plus faible pour les ménages qui louent leur résidence. Ce résultat s'étend à d'autres pays (voir par exemple HFCN, 2013). La richesse nette moyenne varie enfin en fonction du pays d'origine. Elle apparaît la plus élevée pour les ménages allemands résidant au Luxembourg, suivie par celles des Luxembourgeois et des ménages nés français et belges. Les ménages d'origines italienne et portugaise ont la plus faible richesse nette moyenne. Même si ces estimations sont très incertaines, les résultats suggèrent néanmoins que des différences significatives sont présentes entre les ménages portugais et ceux originaires d'autres pays : notamment, les ménages portugais ont une richesse nette moyenne inférieure à celle des ménages d'origines luxembourgeoise et belge.

## REMARQUES FINALES

Cet encadré présente les principales conclusions de la 2<sup>ème</sup> vague de la LU-HFCS, menée en 2014, et les compare avec les résultats de la première vague de 2010. Par rapport aux résultats de la première enquête, la structure et la composition du bilan des ménages sont restés très stables. Les actifs réels constituaient la majeure partie de la richesse brute et la résidence principale des ménages en représente la part du lion. Par rapport à 2010, la valeur moyenne des actifs financiers a augmenté sensiblement, reflétant principalement la forte croissance des dépôts, tandis qu'un nombre inférieur de ménages détenaient des fonds communs de placement et des obligations. Cela suggère une réallocation des actifs les plus risqués vers des actifs financiers plus sûrs et plus liquides.

Par rapport à 2010, un nombre inférieur de ménages luxembourgeois étaient endettés en 2014. Un peu plus d'un tiers des ménages avaient un crédit hypothécaire, tandis que près d'un tiers ont des crédits non hypothécaires. Toutefois, la moyenne et la valeur médiane de ces dettes ont augmenté entre 2010 et 2014, en écho notamment à la hausse des prix de l'immobilier au Luxembourg.

La richesse nette du ménage moyen a augmenté en termes nominaux entre 2010 et 2014, mais baissé de 1 % en termes réels. La richesse nette médiane a, quant à elle, augmenté de 10 % en termes nominaux, et de 1 % en termes réels.

## LISTE DE RÉFÉRENCES

Arrondel, L., L. Bartiloro, P. Fessler, P. Lindner, T.Y. Mathä, F. Savignac, C. Rampazzi, T. Schmidt, M. Schürz and P. Vermeulen (2016): How do Households Allocate their Assets? Some Stylized Facts Derived from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, *International Journal of Central Banking* 12(2):129-220.

BCL (2012a) L'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages : Introduction et premiers résultats, *BCL Bulletin* 2012/01, pages 76-79.

BCL (2012b): L'accès à la propriété : Résultats de l'enquête LU-HFCS, *BCL Bulletin* 2012/03, pages 73-78.

BCL (2013a): La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière, *BCL Bulletin* 2013/02, pages 76-81.

BCL (2013b): Actifs financiers nets ménages : Le Luxembourg est-il plus riche que les autres pays de la zone euro, *BCL Bulletin* 2013/02, pages 85-87.

BCL (2016): Quel est le niveau de culture financière au Luxembourg? *BCL Bulletin* 2016/01, pages 56-59.

Deutsche Bundesbank (2016): Household wealth and finances in Germany: Results of the 2014 survey, in *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, March 2016: 57-82.

Fessler, P., P. Lindner, M. Schürz (2016): Eurosystem Household Finance and Consumption Survey 2014: First results for Austria (second wave), in *Monetary Policy & the Economy* Q2/16. OeNB.

Girshina, A., T.Y. Mathä and M. Ziegelmeier (2016): The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2nd wave. BCL forthcoming.

HFCN (2013): "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the first wave", *ECB Statistics Paper 2*, Frankfurt: European Central Bank.

Mathä, T.Y., A. Porpiglia and M. Ziegelmeier (2012): The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey (LU-HFCS): Introduction and Results. *BCL Working Paper 73*.

### Comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat net avant provisions et dépréciations des établissements de crédit s'est établi à 3 048 millions d'euros au premier semestre 2016 contre 3 071 millions d'euros l'année précédente. Marqué par une évolution contrastée des principales sources de revenus, le produit bancaire est demeuré relativement stable en comparaison annuelle tandis que, du côté des charges, les frais d'exploitation se sont de nouveaux inscrits à la hausse.

Tableau 12 :

**Comptes de résultats agrégés en cours d'année des établissements de crédit, y compris les résultats des succursales étrangères des établissements luxembourgeois (en millions d'euros, sauf indication contraire)<sup>1</sup>**

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	201506	201606	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	5 810	5 427	- 383	-6,6
2	Intérêts bonifiés	3 589	3 070	- 519	-14,5
3	Marge sur intérêts (1-2)	2 221	2 357	136	6,1
4	Revenus nets sur commissions	2 415	2 253	- 162	-6,7
5	Revenus sur opérations de change	175	179	4	2,3
6	Dividendes reçus	681	743	62	9,1
7	Autres revenus nets	500	469	- 31	-6,1
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	3 771	3 643	- 128	-3,4
9	Produit bancaire (3+8)	5 993	6 000	7	0,1
10	Frais de personnel	1 546	1 523	- 23	-1,5
11	Frais d'exploitation	1 225	1 280	55	4,5
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 771	2 803	32	1,2
13	Amortissements sur immobilisé non financier	151	148	- 3	-2,0
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 071	3 048	- 23	-0,7

<sup>1</sup> Des écarts entre les chiffres publiés par la CSSF et les calculs BCL s'expliquent par des différences méthodologiques qui peuvent être liées notamment au périmètre de consolidation ainsi qu'aux ajustements pour les banques ne clôturant pas en fin d'année.

Source : CSSF, calculs BCL



Fin juin 2016, les revenus des activités génératrices d'intérêts se sont élevés à 5 427 millions d'euros tandis que les intérêts bonifiés ont atteint 3 070 millions d'euros pour porter la marge sur intérêts à 2 357 millions d'euros. En comparaison annuelle avec le mois de juin 2015, la marge sur intérêts a progressé de 6,1 % ou 136 millions d'euros.

Il convient cependant d'interpréter ces résultats avec précaution. En effet, l'agrégat est fortement marqué par les évolutions d'un nombre très limité d'établissements de crédit engagés dans des activités spécifiques. Ainsi, la marge sur intérêts était en recul pour plus de la moitié des banques en activité durant la période de comparaison. Soulignons également que l'allongement de la somme des bilans en 2016 est caractérisé, du côté de l'actif, par une hausse significative des dépôts auprès de la BCL. Or, le taux négatif sur la facilité marginale de dépôt est une source de coûts pour les banques. A titre d'exemple, 30,5 milliards d'euros de réserves excédentaires étaient placées par les banques de la place financière auprès de la BCL pour la période de constitution prenant fin le 28 juillet 2016 (contre 8,6 milliards pour la période de constitution prenant fin le 21 juillet 2015).

La baisse des revenus nets de commissions observée au premier trimestre est confirmée par les derniers chiffres. Par rapport à une année 2015 qui a été particulièrement favorable, les commissions nettes ont baissé de 6,7 % en rythme annuel (soit 162 millions d'euros) pour s'élever à 2 253 millions d'euros fin juin 2016.

Concernant les revenus non récurrents, les revenus sur opérations de change sont demeurés relativement stables tandis que les dividendes perçus ont augmenté de 62 millions d'euros ou 9,1 % en comparaison annuelle. Enfin, les autres revenus nets affichent une baisse de 31 millions d'euros sur un an et contribuent à hauteur de 469 millions d'euros au produit bancaire.

Par conséquent, le produit bancaire s'est élevé à 6 000 millions d'euros au second trimestre 2016, soit un niveau comparable au niveau affiché l'année précédente.

Au niveau des frais généraux, on note une évolution contrastée entre la baisse des frais de personnel (baisse de 1,5 % entre juin 2015 et juin 2016) et la progression soutenue des frais d'exploitation (hausse de 4,5 % durant la période de comparaison). De par la nature des comptes de profits et pertes, il convient d'interpréter avec précaution l'évolution des frais de personnel en lien avec l'emploi bancaire de la place financière. En effet, le périmètre de ces comptes couvre également les succursales à l'étranger et ne permet donc pas de tisser un lien direct avec les chiffres de l'effectif bancaire au Luxembourg.

En conclusion, les développements précités ont porté le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit à Luxembourg (y compris leurs succursales à l'étranger) à 3 048 millions d'euros fin juin 2016 contre 3 071 millions d'euros l'année précédente.

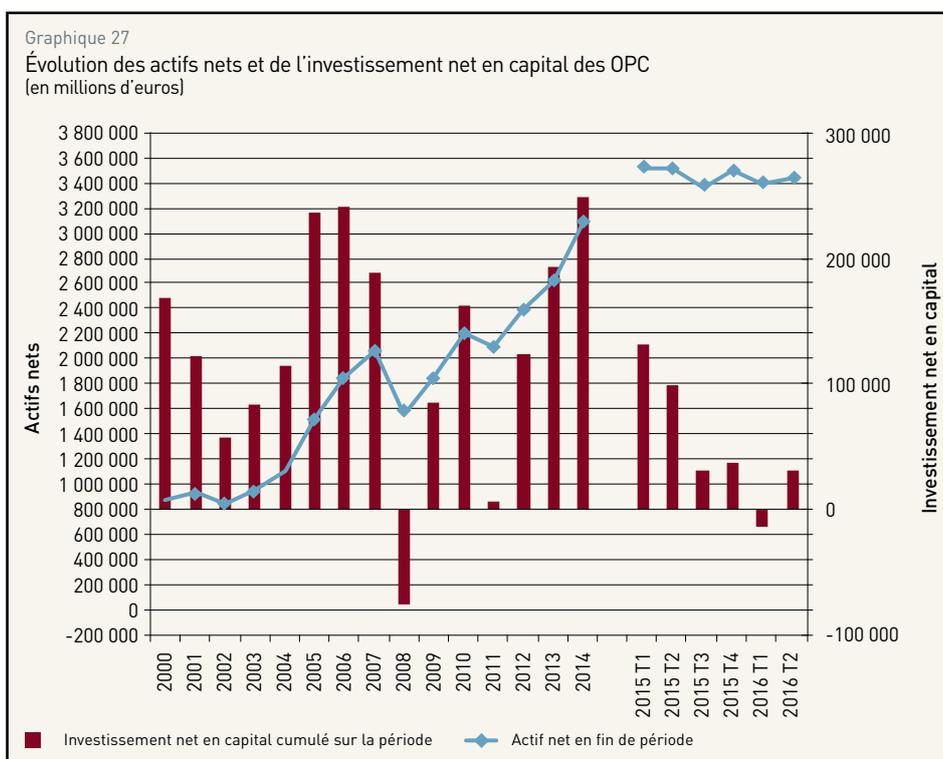
#### 1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

##### **L'évolution en nombre**

Depuis la fin du mois mars 2016, le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 8 unités, pour s'établir à un total de 3 887 à la fin du mois de juin 2016. Le nombre de compartiments a, quant à lui, augmenté de 29 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 179 à 14 208 compartiments.

## 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 augmenté de 1,96 % pour s'établir, à la fin du mois de juin, à 3 461,9 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (+36,3 milliards d'euros) et les investissements nets ont continué à alimenter de manière significative la hausse des actifs sous gestion (+30 145 millions d'euros).



Source : CSSF

Tableau 13 :

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

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. 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		
2015	3 878	14 108	171	3 506 201	16 032	-99 502	411 214	13,3		
2016										
jan	3 877	14 125	170	3 370 999	-20 779	-114 423	93 986	2,9	-135 202	-3,9
fév	3 869	14 137	167	3 358 484	-1 383	-11 132	-45 382	-1,3	-12 515	-0,4
mars	3 879	14 179	166	3 395 404	6 852	30 068	-129 389	-3,7	36 920	1,1
avril	3 880	14 165	165	3 442 080	24 499	22 177	-96 506	-2,7	46 676	1,4
mai	3 882	14 164	166	3 487 980	4 599	41 301	-113 545	-3,2	45 900	1,3
juin	3 887	14 208	165	3 461 904	1 047	-27 123	-66 227	-1,9	-26 076	-0,7

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

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.

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

Source : CSSF

Tableau 14 :

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

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

	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	1 186 401	1 033 491	810 225	52 285	33 577	92 900
2015	1 289 616	1 189 578	973 342	61 688	35 995	101 608
2016						
janvier	1 268 001	1 116 307	950 677	62 712	36 096	101 503
février	1 265 183	1 112 209	954 965	63 117	36 230	102 183
mars	1 271 582	1 143 557	975 422	62 764	37 108	104 725
avril	1 311 544	1 163 855	980 174	63 385	36 518	109 371
mai	1 304 715	1 168 609	983 736	64 006	37 476	109 356
juin	1 332 415	1 147 348	983 203	65 999	36 586	113 707

Source : BCL

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

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

Le tableau 14 reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie 'autres fonds' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a eu pour effet d'augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 39 milliards d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 4,78 % par rapport à la fin du premier trimestre 2016. Le bilan des fonds investis principalement en actions a, quant à lui, augmenté de 0,33 % sur la même période pour atteindre un encours de 1,1 milliards d'euros à la fin du mois de juin 2016. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 0,8 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de respectivement 5,15 %, -1,41 % et 8,58 %.

**Les OPC monétaires***Le nombre de compartiments*

Fin juin 2016, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 165 unités, un effectif en diminution de 1 unité par rapport au mois de mars 2016.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition<sup>19</sup>.

#### La somme des bilans

Entre la fin du premier trimestre de 2016 et la fin du deuxième trimestre de 2016, la somme des bilans a augmenté de 1,29 %, passant de 242 milliards d'euros à 246 milliards d'euros. Cette hausse était principalement due à une augmentation des émissions nettes de parts.

#### La politique d'investissement

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

Fin juin 2016, le portefeuille de titres représentait 77,8 % de l'actif, soit 191,4 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 20,9 %, soit 51,4 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression de l'activité des OPC monétaires s'est concrétisée par une augmentation du portefeuille de titres de 2,8 %.

Tableau 15 :

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

(encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	2015/06	2016/03	2016/06	2015/06-2016/06		2016/03-2016/06		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2016/06
Créances	38 643	41 944	51 444	12801	32,1	9 500	22,6	20,9
Portefeuille titres	201 025	186 219	191 409	-9616	-6,9	5 190	2,8	77,8
Autres actifs	3 228	3 239	3 208	-20	-5,8	-31	-1,0	1,3
<b>Total de l'actif</b>	<b>242 896</b>	<b>231 402</b>	<b>246 061</b>	<b>3165</b>	<b>-0,8</b>	<b>14 659</b>	<b>6,3</b>	<b>100,0</b>

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

Source : BCL

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 (93,9 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (40,1 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (46,8 milliards d'euros).

Entre la fin du deuxième trimestre de 2015 et la fin du deuxième trimestre de 2016, le volume total des titres en portefeuille a diminué de -6,9 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a évolué de respectivement -24 %, -4,6 % et 9,5 %.

<sup>19</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Tableau 16 :

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

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	2015/06	2016/03	2016/06	2015/06-2016/06		2016/03-2016/06		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2016/06
Etablissements de crédit	98 417	92 842	93 890	-4 527	-4,6	1 048	1,1	51,9
Administrations publiques	52 720	42 706	40 055	-12 665	-24,0	-2 651	-6,2	22,2
Autres secteurs	42 765	44 819	46 837	4 072	9,5	2 018	4,5	25,9
<b>Total</b>	<b>193 902</b>	<b>180 367</b>	<b>180 782</b>	<b>-13 120</b>	<b>-6,8</b>	<b>415</b>	<b>0,2</b>	<b>100,0</b>

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits

Source : BCL

**1.2.3.3 Le commerce et les autres services non financiers**

Les ventes dans le secteur du commerce ont affiché des évolutions contrastées suivant les secteurs (voir tableau). Dans le secteur du commerce de gros, le chiffre d'affaires (CA) en valeur a enregistré des variations annuelles négatives de manière quasi-continue depuis le début de l'année 2014. Dans le commerce de détail, comprenant la vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et la vente par correspondance (VPC), les statistiques indiquent au contraire que les nettes hausses du CA en moyenne annuelle en 2014 et 2015 se sont poursuivies jusqu'au premier trimestre de cette année. Le CA dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles a pour sa part sensiblement progressé au premier trimestre 2016, après un léger recul en 2015. Les données disponibles pour deuxième trimestre 2016 indiquent une poursuite des tendances passées, à savoir une baisse du CA dans le commerce de gros (-15,2 %), une hausse des ventes dans le commerce de détail (+4,3 %) et le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles (+2,9 %).

Typiquement, la croissance des ventes dans le commerce de détail apparaît nettement plus modeste une fois corrigée des VCMS et VPC (le premier semestre 2015 faisant figure d'exception, du fait notamment de la forte baisse du CA des VPC suite à l'entrée en vigueur de nouvelles législations relatives à la TVA sur le commerce électronique). Parallèlement, la hausse du CA des VCMS a été relativement régulière entre le troisième trimestre 2015 et le premier trimestre 2016 avant de tomber à -10,2 % au deuxième trimestre 2016.

Les immatriculations automobiles ont pour leur part sensiblement accéléré au second trimestre 2016, avant de s'inscrire en retrait en juillet 2016 (-4,5 % sur un an). Au total, sur les sept premiers mois de l'année 2016, elles ont affiché une hausse de 8,1 % par rapport à la même période de l'année 2015. Dans l'Union européenne, les immatriculations automobiles ont progressé de 9,4 % sur les six premiers mois de l'année. Tous les pays ont vu le nombre d'immatriculations augmenter au premier semestre 2016, à l'exception des Pays-Bas (-3,6 %). Les progressions ont été particulièrement fortes dans plusieurs pays dont Chypre (+40,3 %), l'Irlande (+23,1 %) et le Portugal (+17,9 %).

L'évolution du CA en valeur a été globalement positive dans le secteur des transports (services auxiliaires des transports<sup>20</sup>, transport par eau<sup>21</sup>, transport terrestre et transport aérien) en 2015. Au

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

21 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.

premier trimestre 2016, le CA dans le transport aérien a fortement reculé, contrairement aux autres sous-secteurs du transport. Ensuite, au deuxième trimestre 2016, le CA a progressé favorablement dans les secteurs des transports terrestre et aérien (respectivement +5,5 % et +2,3 %) et négativement dans le transport par eau et le secteur des services auxiliaires des transports (respectivement -11,7 % et -3,9 %). Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du CA a été en moyenne contenue depuis le début de l'année 2015.

Tableau 17 :

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

(en taux de variation annuel)

	2014	2015	2015-T1	2015-T2	2015-T3	2015-T4	2016-T1	2016-T2
Immatriculations de voitures	6,8	-6,7	-3,7	-6,8	-6,0	-10,3	0,9	11,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	7,7	-1,1	-4,5	-0,5	3,6	-2,6	14,0	2,9
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-0,7	-9,3	-4,4	-3,6	-12,4	-16,6	-14,1	-15,2
Commerce de détail	9,2	8,5	0,5	2,2	14,1	15,3	18,7	4,3
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	-4,1	-7,1	-16,2	5,9	4,4	5,7	6,7	10,2
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	1,8	1,8	2,6	3,4	1,9	-0,4	1,6	0,0
Hôtels et restaurants	2,8	2,1	1,9	2,3	2,6	1,6	2,1	2,3
Transports aériens	8,6	4,3	14,3	0,8	-1,8	5,4	-18,7	2,3
Transports par eau	-23,3	28,5	23,7	16,5	28,7	42,2	6,5	-11,7
Transports terrestres	4,2	4,3	2,8	4,5	1,6	8,1	0,9	5,5
Services auxiliaires des transports	0,7	1,4	-0,9	2,6	2,0	1,8	1,3	-3,9

\* En valeur

Source : Statec, calculs BCL

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 (détaillés 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 2014 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 a rebondi en août 2016. Toutes les composantes de l'indicateur ont évolué de manière favorable ce mois-ci, à l'exception de celle relative à la situation économique générale au Luxembourg qui s'est sensiblement détériorée. En août, l'inquiétude des ménages face au chômage a fortement baissé. Les ménages ont par ailleurs nettement révisé à la hausse leurs anticipations relatives à leur situation financière et celles relatives à leur capacité d'épargner. Au final, l'indicateur de confiance des consommateurs – qui résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes<sup>22</sup> – s'est inscrit en hausse en août 2016.

Entre novembre 2015 et mars 2016, l'indicateur de confiance des consommateurs a progressé de manière ininterrompue avant d'osciller autour de valeurs relativement élevées par rapport à la moyenne historique. Toutes les composantes de l'indicateur ont montré une certaine volatilité au cours de ces derniers mois. Deux composantes évoluent néanmoins depuis plusieurs mois à des niveaux proches de respectivement leurs maximum et minimum historiques : il s'agit, d'une part, des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale qui évoluent proches de leur niveau maximum et, d'autre part, des anticipations relatives au chômage qui, au contraire, évoluent proches de leur niveau minimum.

22 Les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs sont corrigées des variations saisonnières.

Tableau 18 :

**Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes**

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSUMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2014	août	-7	-18	38	-7	36
	septembre	-8	-19	41	-8	35
	octobre	-3	-16	33	-7	43
	novembre	-6	-21	31	-8	37
	décembre	-4	-25	28	-5	41
2015	janvier	-3	-23	24	-7	41
	février	0	-15	21	-4	42
	mars	-2	-17	24	-4	36
	avril	1	-7	24	-2	35
	mai	2	-7	20	0	36
	juin	1	-8	23	-2	36
	juillet	2	-10	24	-2	45
	août	1	-9	26	0	41
	septembre	0	-10	27	-2	41
	octobre	-1	-12	28	0	35
	novembre	1	-10	21	-1	38
	décembre	5	-10	12	-1	43
2016	janvier	6	-4	10	0	38
	février	8	-6	11	1	46
	mars	10	-3	7	5	45
	avril	7	-5	1	3	32
	mai	8	-1	8	1	41
	juin	10	-1	6	2	45
	juillet	7	0	12	1	41
	août	10	-3	5	5	44

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.

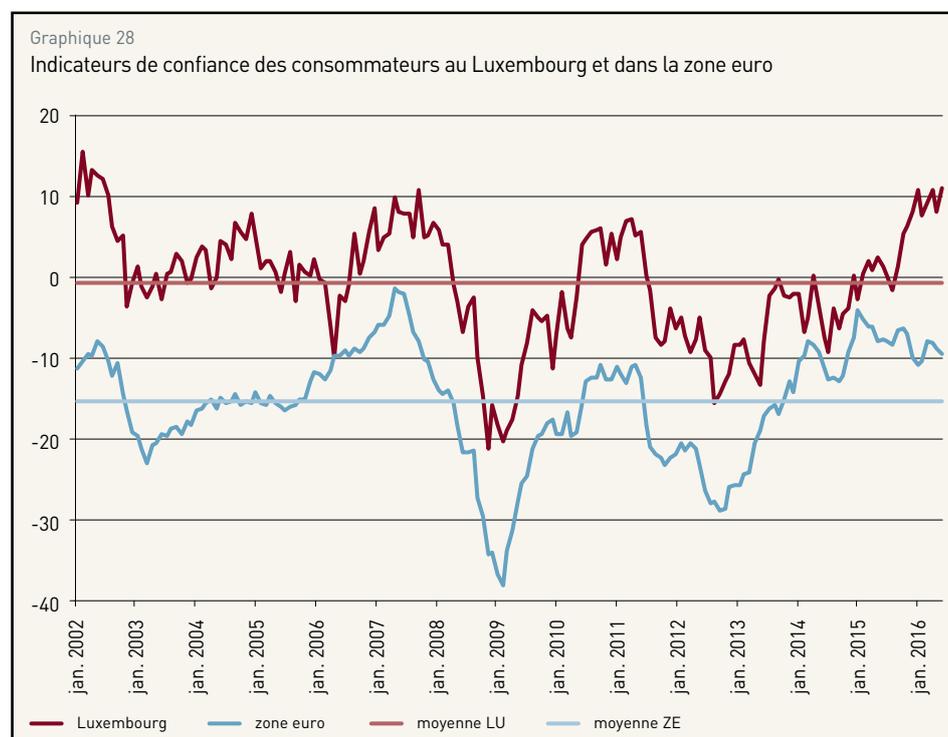
L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

Dans la zone euro, les résultats d'enquêtes apparaissent relativement moins favorables qu'au Luxembourg. La confiance des consommateurs s'est inscrite en retrait sur les trois premiers mois de l'année 2016. Elle s'est ensuite redressée en avril et mai 2016 avant de se replier à nouveau au cours des trois mois suivants. Cette confiance reste cependant supérieure à sa moyenne historique.

### 1.2.5 La croissance économique

#### Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en juin 2016 n'a apporté aucune révision aux données publiées en mars 2016.



Source : BCL, Commission européenne

Rappelons que la progression du PIB réel avait été estimée à 4,8 % en 2015, après une hausse de 4,1 % l'année précédente. Plus précisément et d'après ces comptes nationaux, en 2015, les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 0,1 % et 2,7 %. Après une hausse de 9,9 % en 2014, la formation brute de capital fixe s'est inscrite en baisse de 2,9 % en 2015 (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). De leur côté, les exportations ont progressé de 7,0 %, tandis que les importations ont augmenté de 6,5 %, dans les deux cas, essentiellement via le commerce extérieur de services.

En 2015, le secteur financier a été le principal contributeur à la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels. Par ailleurs, la hausse de la valeur ajoutée dans le secteur commercial au sens large s'est exclusivement expliquée par la hausse de l'activité dans les sous-secteurs des transports et de l'information et communication. Au contraire, le commerce et l'horeca ont connu une baisse de leur valeur ajoutée, sans doute en contrecoup à l'adaptation des taux de TVA en janvier 2015 et des achats « anticipés » des consommateurs en fin d'année 2014.

#### Comptes trimestriels

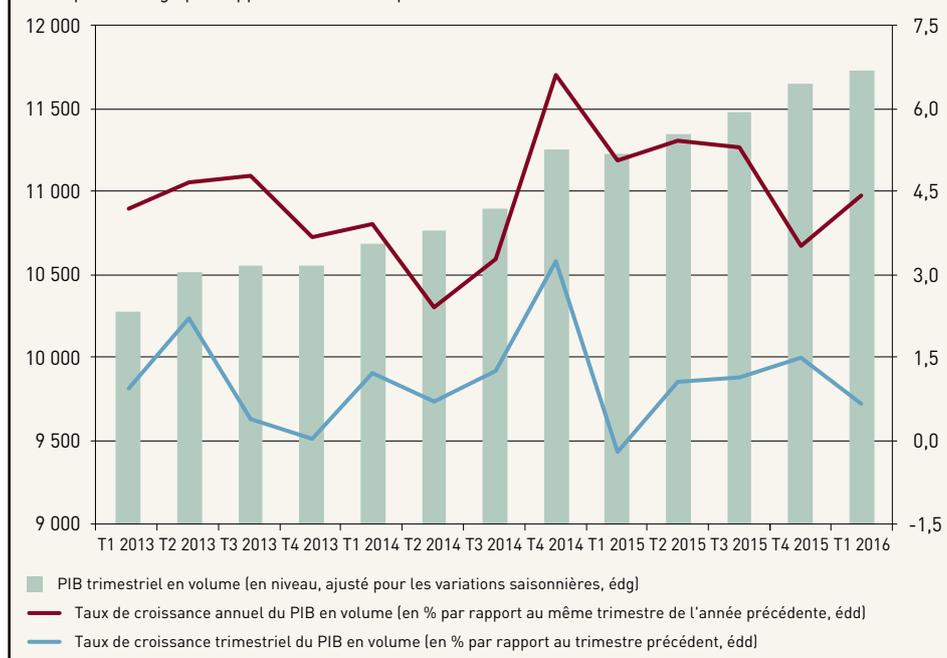
La première estimation de la croissance pour le premier trimestre 2016, a indiqué une hausse du PIB réel de 0,7 % par rapport au quatrième trimestre 2015, ce qui constitue une décélération importante par rapport au rythme de croissance trimestriel des trimestres précédents. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 4,4 %. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2016 aurait atteint 2,6 % à l'issue du premier trimestre 2016<sup>23</sup>.

<sup>23</sup> Rappelons que l'acquis de croissance « d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu » (Source : Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité.). Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2016 (N) et par rapport à 2015 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) observé au premier trimestre 2016 (soit 11 744 millions d'euros) sur les trois trimestres restants de 2016.

Graphique 29

## Niveau et progression du PIB réel

(en millions d'euros respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Source : STATEC, calculs BCL

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au premier trimestre 2016 et en glissement annuel, la consommation publique aurait progressé de 0,5 % alors que la consommation privée aurait diminué de 0,1 %. La formation brute de capital fixe se serait contractée de 15,0 % (après la baisse de 16,1 % le trimestre précédent). Les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 2,7 % au cours du trimestre sous revue alors que les importations auraient progressé de 1,7 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes du PIB se seraient accrues au premier trimestre 2016, à l'exception de la consommation privée qui aurait diminué de 0,7 %.

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute

Tableau 19 :

## 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				
	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016
Consommation privée	-1,7	1,1	-0,6	0,0	-0,7	0,4	1,2	0,2	-1,2	-0,1
Consommation publique	2,0	-1,0	0,8	-0,3	1,1	5,8	1,7	1,9	1,4	0,5
Formation brute de capital fixe	0,5	-13,8	5,1	-7,8	1,8	6,8	1,3	-0,5	-16,1	-15,0
Exportations	2,3	0,3	0,6	0,4	1,4	10,8	8,0	6,1	3,6	2,7
Importations	1,3	-0,6	0,8	0,4	1,1	10,1	9,0	5,5	1,9	1,7
<b>PIB réel</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>

Source : STATEC, calculs BCL

aurait sensiblement augmenté dans les services aux entreprises (+13,5 %), la construction (+8,8 %) et le secteur financier (+4,6 %). La progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, dans le secteur financier peut paraître quelque peu surprenante au regard d'autres indicateurs. Rappelons en effet que l'environnement international et l'évolution sur les marchés financiers ont été peu favorables au premier trimestre de l'année sous revue. Cette période s'est soldée par un repli du patrimoine net des fonds d'investissement [-4,6 % par rapport au dernier trimestre 2015 et -0,8 % par rapport au premier trimestre 2015], avec des répercussions négatives sur les revenus sur commissions des banques (qui se sont repliés de 3,6 % en glissement trimestriel et de 8,5 % en base annuelle). Selon la plus récente version de la comptabilité nationale, ces développements négatifs se seraient traduits par une baisse de la valeur ajoutée exprimée en termes nominaux. Aussi, on constate que la valeur ajoutée nominale du secteur financier aurait

Tableau 20 :

**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				
	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T1 2016
Agriculture, sylviculture et pêche	2,7	-1,4	2,6	3,8	-6,7	14,4	3,1	5,0	8,0	-1,9
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-2,1	2,6	-0,9	6,1	-9,4	-3,2	2,4	0,9	5,6	-2,3
Construction	-5,2	3,0	1,5	2,2	1,8	-5,0	1,5	5,3	1,3	8,8
Commerce, transports, hébergement et restauration	3,2	-2,0	2,6	1,8	-1,6	4,3	0,6	3,8	5,5	0,7
Information et communication	12,1	-2,2	-0,9	-0,5	0,2	28,3	18,3	10,9	8,1	-3,3
Activités financières et d'assurance	-1,8	1,9	1,4	0,1	1,0	9,3	9,9	6,3	1,6	4,6
Activités immobilières	1,0	0,6	-0,1	0,5	0,1	4,0	3,2	2,4	2,1	1,2
Services aux entreprises et location	-3,5	3,4	2,1	0,9	6,5	0,7	4,6	10,4	2,8	13,5
Administrations publiques, éducation et santé	1,6	0,4	1,0	-0,4	0,7	4,8	4,5	4,8	2,7	1,8
Autres activités de services	1,7	-0,9	-0,1	0,7	0,5	3,8	1,1	0,6	1,3	0,1
<b>Valeur ajoutée totale</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>
<b>PIB réel</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>

Source : STATEC, calculs BCL

diminué au premier trimestre 2016 de 3,2 % par rapport au dernier trimestre 2015 et de 5,1 % en rythme annuel. La hausse concomitante de la valeur ajoutée exprimée en termes réels traduirait une baisse des prix implicites (déflateurs), elle-même reflétant le recul des cours sur les marchés financiers. Rappelons cependant qu'il n'est pas exclu que les comptes nationaux soient révisés lors d'une prochaine publication.

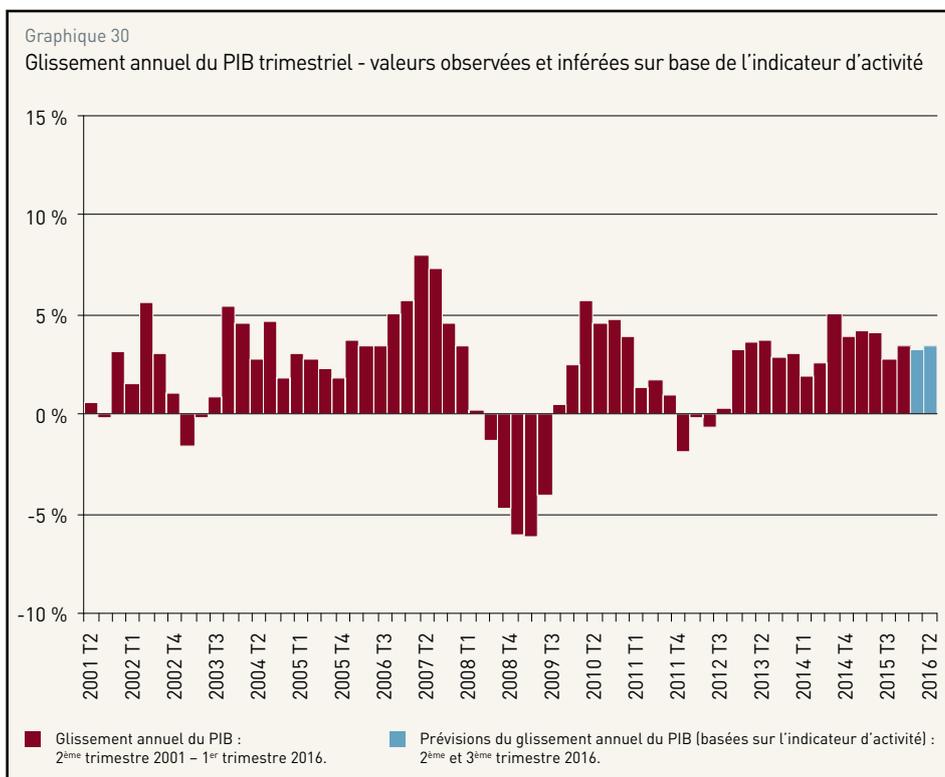
En glissement trimestriel, la valeur ajoutée se serait inscrite en baisse dans l'industrie (-9,4 %), le secteur primaire (-6,7 %) et le secteur commercial au sens large (-1,6 %).

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la version plus récente des comptes nationaux trimestriels, publiée en juin 2016, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 5,1 % au lieu de 4,9 % pour le premier trimestre 2015, 5,5 % au lieu de 6,0 % pour le deuxième et 5,3 % au lieu de 5,7 % pour le troisième. Au quatrième trimestre 2015, le PIB en volume aurait connu une progression de 3,6 % (au lieu de 3,0 %) en rythme annuel<sup>24</sup>.

**1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2016**

Les plus récentes projections de la BCL, de juin 2016, laissaient augurer une progression du PIB réel se situant aux alentours de 3,4 % en 2016. Lors de l'élaboration des projections, les comptes nationaux pour le premier trimestre 2016 n'étaient pas encore disponibles. Or, ceux-ci se sont avérés plus positifs qu'attendu : la croissance au premier trimestre se serait établie à 0,7 % en rythme trimestriel et l'acquis de croissance pour 2016 à l'issue de ce trimestre serait de 2,6 %.

<sup>24</sup> Il convient de noter qu'en ce qui concerne le quatrième trimestre 2015, les révisions les plus importantes (à la hausse ou à la baisse) ont été enregistrées au niveau de la formation brute de capital fixe et du commerce extérieur. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans le secteur commercial au sens large et la construction.



Source : BCL

serait de 4,2 % au deuxième trimestre et de 4,5 % au troisième trimestre. Cela est compatible avec des taux de croissance trimestriels de respectivement 0,8 % et 1,4 %. L'acquis de croissance pour 2016, à l'issue du troisième trimestre, serait dès lors de 4,0 %. Nous restons cependant prudents quant à une révision à la hausse de nos projections macroéconomiques car ces prévisions sont basées sur la première estimation du PIB au premier trimestre 2016, qui est susceptible d'être révisée.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Par rapport au premier semestre de l'année 2015, les exportations de biens ont ralenti leur taux de croissance au premier semestre 2016, avec une hausse de 1,5 % pour s'établir à 6 milliards d'euros. Les exportations avaient, en effet, enregistré un taux de croissance annuel de 3 % sur toute l'année 2015 pour atteindre 11,8 milliards d'euros. De leur côté, les importations ont chuté de 5 % au premier semestre 2016, en s'établissant à 8,4 milliards d'euros. Elles s'étaient déjà contractées de 3 % à 17,6 milliards d'euros sur toute l'année 2015. En conséquence, le déficit du commerce extérieur a poursuivi sa résorption au premier semestre 2016 (-18 %) en atteignant 2,4 milliards d'euros. Le déficit commercial du Luxembourg était déjà en recul successif depuis trois ans (-6 % à 7,6 milliards en 2013, -12 % à 6,8 milliards en 2014 et -13 % à 5,8 milliards en 2015, voir le tableau ci-dessous). Les indices des valeurs unitaires montrent une baisse des prix à l'importation depuis trois ans (-2,6 % en 2013, -2,3 % en 2014, -4 % en 2015 et -1,6 % au premier trimestre 2016) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation ont de leur côté affiché des baisses inférieures à celles des importations (à l'exception du premier trimestre 2016), occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange, ce qui a contribué au recul du déficit du commerce extérieur.

Cette tendance positive ne semble pourtant pas refléter les évolutions conjoncturelles de la première moitié de l'année, notamment dans le secteur financier. La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a reculé de 4,6 % au premier trimestre avant de progresser de 2,6 % au deuxième trimestre. Néanmoins, l'acquis de croissance de la VNI pour 2016, à l'issue de ce trimestre, est négatif (-1,4 %). De même, le produit bancaire a fortement reculé au premier trimestre.

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui prend comme point de départ les données de comptabilité nationale disponibles pour le premier trimestre et qui intègre ensuite les informations conjoncturelles les plus récentes), le taux de croissance en glissement annuel

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont baissé de 5 % en 2015 et de 9 % au premier semestre 2016 par rapport au premier semestre 2015. Toutes les autres catégories de biens exportés se sont toutefois bien portées, à l'exception des produits alimentaires qui ont reculé de 13 % au premier semestre 2016. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont progressé de 3 % en 2015 et de 3,6 % au premier semestre 2016. Les ventes vers les autres pays d'Europe (5 % du total) ont largement baissé (-28 %) en 2015 mais sont reparties à la hausse (+9 %) au premier semestre 2016. Les exportations à destination des Etats-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, ont progressé de 3 % en 2015 et de 34 % au premier semestre 2016. Les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont beaucoup progressé en 2015 (+39 %) avant de chuter fortement (-20 %) au premier semestre 2016.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers étaient déjà en recul de 9 % en 2013 et de 13 % en 2014. Alors que la baisse a atteint 28 % en 2015 et 31 % au premier semestre 2016, ces importantes contractions s'expliquent par la chute du prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés au niveau des autres matières premières. Par ailleurs, alors qu'elles avaient stagné en 2014, les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations) ont chuté de 6 % en 2015 et de 3 % au premier semestre 2016. Les livraisons des Etats-Unis (4 % de toutes les importations) qui ont fortement augmenté en 2015 suite à l'acquisition d'avions, se sont largement contractées au premier semestre 2016. Les importations en provenance d'Asie ont, en revanche, poursuivi leur forte progression en 2015 (+20 %) et au premier semestre 2016 (+52 %).

Tableau 21 :

**Commerce extérieur du Luxembourg**

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

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2005	10 177,6	4,0	14 399,4	5,3	-4 221,8	8,5
2006	11 144,1	9,5	15 714,7	9,1	-4 570,6	8,3
2007	11 945,9	7,2	16 470,5	4,8	-4 524,6	-1,0
2008	11 987,5	0,3	17 515,7	6,3	-5 528,2	22,2
2009	9 250,2	-22,8	13 799,2	-21,2	-4 549,0	-17,7
2010	10 785,4	16,6	16 421,9	19,0	-5 636,5	23,9
2011	12 091,1	12,1	18 902,3	15,1	-6 811,2	20,8
2012	10 950,6	-9,4	19 056,5	0,8	-8 105,8	19,0
2013	10 613,2	-3,1	18 213,0	-4,4	-7 599,7	-6,2
2014	11 469,5	8,1	18 142,3	-0,4	-6 672,7	-12,2
2015	11 784,3	2,7	17 597,2	-3,0	-5 812,9	-12,9
2016						
1 <sup>er</sup> trim.	2 911,6	0,4	4 118,9	-9,3	-1 207,3	-26,5
2 <sup>ème</sup> trim.	3 103,3	2,6	4 317,2	-0,6	-1 213,9	-7,9

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

Sur base des données mensuelles provisoires, l'excédent courant du Luxembourg s'est contracté de 30 % pour s'établir à 1 milliard d'euros au premier semestre 2016, contre 1,5 milliard d'euros au même semestre de l'année 2015. Cette contraction provient en grande partie d'une détérioration de la balance des marchandises dont le déficit a atteint 1,5 milliard d'euros au premier semestre 2016, comparé à un déficit de 603 millions d'euros sur la même période en 2015<sup>25</sup>. Cette aggravation du déficit des biens s'explique par une importante réduction (-55 %) du surplus du négoce international, suite à un changement de mode opérationnel dans les activités d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. Cette entreprise réalise désormais ses activités commerciales à travers des succursales établies à l'étranger qui sont propriétaires des biens vendus. Cette réorganisation a également entraîné une redistribution entre flux de biens et services. Ainsi, les importations de certains services ont baissé (notamment le transport), ce qui a occasionné, en partie, une hausse du surplus des échanges internationaux de services.

Le creusement du déficit des biens a été partiellement compensé par une amélioration du surplus des services qui s'est accru de 5 % pour s'établir à 10 milliards d'euros au premier semestre 2016. Parmi les catégories de services qui ont enregistré une importante hausse de leurs excédents, citons les services de télécommunication, d'informatique et d'information, les autres services aux entreprises (conseil, audit, leasing, etc) ainsi que les voyages et le transport. Ce dernier a dégagé un important excédent notamment suite à une forte baisse des importations liées au commerce électronique (voir paragraphe ci-dessus). La baisse des cours boursiers et les émissions nettes négatives des parts d'OPC, observées au début de l'année 2016, ont en revanche occasionné une baisse de 5 % de l'excédent des services financiers, qui s'est établi à 7 milliards d'euros au premier semestre 2016.

Le solde négatif du revenu primaire s'est, pour sa part, stabilisé à 7,6 milliards au premier semestre 2016. La hausse (+3 %) du solde négatif de la rémunération des frontaliers a, en effet, été compensée par une baisse de 4 % du déficit du revenu des investissements.

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

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont enregistré des sorties nettes de 20,6 milliards d'euros au premier semestre de l'année 2016. Ces sorties nettes s'expliquent par des opérations d'octroi et de remboursement des prêts intra-groupes. Les flux investissements de portefeuille ont de leur côté enregistré des entrées nettes de 17,7 milliards d'euros au premier semestre 2016, comparées aux entrées nettes de 37 milliards d'euros au premier semestre 2015. La volatilité accrue des marchés financiers au début de l'année 2016 a en effet occasionné une forte baisse des placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie), qui ont atteint 29 milliards d'euros au premier semestre 2016, contre 205 milliards sur la même période en 2015. Les achats de titres de créance par les non-résidents ont, de leur côté, progressé en atteignant 14 milliards d'euros au premier semestre 2016, contre 11 milliards sur la même période en 2015. Les transactions sur titres luxembourgeois se sont ainsi traduites globalement par des entrées en forte baisse à 43 milliards d'euros au premier semestre 2016, contre 216 milliards sur la même période de 2015.

25 L'évolution divergente observée entre le solde du commerce extérieur et le solde des biens de la balance des paiements provient surtout du négoce international mais aussi des transactions sur or non monétaire et de l'avitaillement qui ne sont pas inclus dans les statistiques du commerce extérieur.

En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont également fortement réduit leurs placements qui ont totalisé 26 milliards d'euros (dont 2 milliards en actions) au premier semestre 2016, contre 178 milliards d'euros sur la même période en 2015.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 11 milliards d'euros au premier semestre 2016 s'expliquent par la hausse des engagements des autres secteurs (autres que les institutions financières monétaires).

Tableau 22 :

**Balance des paiements du Luxembourg**

(en millions d'euros)

	JANVIER - JUIN 2015			JANVIER - JUIN 2016		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>150 178</b>	<b>148 681</b>	<b>1 497</b>	<b>146 496</b>	<b>145 444</b>	<b>1 051</b>
Biens	8 707	9 309	-603	7 339	8 829	-1 490
Marchandises générales [y compris «or non monétaire»]	6 650	9 309	-2 659	6 403	8 829	-2 426
Négoce international (exportations nettes)			2 057			937
Services	41 174	31 637	9 537	41 294	31 286	10 008
Revenu primaire	96 247	103 852	-7 605	93 593	101 205	-7 612
Revenu secondaire	4 050	3 883	167	4 269	4 124	145
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>5</b>	<b>339</b>	<b>-334</b>	<b>11</b>	<b>338</b>	<b>-327</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>1 164</b>			<b>707</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	192 153	181 378	10 775	1 125	-19 525	20 651
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	141 852	50 143	91 709	-12 264	3 913	-16 176
Autres capitaux	50 301	131 235	-80 934	13 389	-23 438	36 827
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	178 942	216 387	-37 445	25 811	43 492	-17 681
Titres de participation	84 048	205 219	-121 171	-2 647	29 198	-31 845
Titres de créance	94 894	11 168	83 726	28 458	14 294	14 164
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			-1 041			9 067
AUTRES INVESTISSEMENTS	-5 940	-34 858	28 917	24 194	35 756	-11 563
AVOIRS DE RÉSERVE			-42			234
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>0</b>			<b>-17</b>

Source : BCL/STATEC

**1.2.9 La position extérieure globale**

Par rapport au quatrième trimestre 2015, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont baissé de 65 milliards d'euros (-0,7 %) pour atteindre 9 405 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2016. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté baissé de 66 milliards en s'établissant à 9 389 milliards d'euros fin mars 2016. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 1 milliard en atteignant 17 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2016. Cette amélioration résultait en grande partie d'un effet-flux positif.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 17 milliards à 485 milliards d'euros fin mars 2016. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) et celui des produits dérivés se sont

par contre accrus respectivement de 29 milliards et de 10 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est pour sa part creusé de 21 milliards à 789 milliards d'euros fin mars 2016.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 4 622 milliards d'euros fin mars 2016, après avoir subi un effet positif de valorisation (+35 milliards d'euros) auquel s'est ajouté un modeste effet-flux positif (investissements de 4 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 137 milliards d'euros fin mars 2016, soit une hausse de 56 milliards d'euros, résultant uniquement d'un effet positif de valorisation. Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se sont concentrés à plus de 90 % sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne d'entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 21 milliards à 789 milliards d'euros fin mars 2016. Dans l'ensemble, l'effet-flux positif (16 milliards d'euros) a été compensé totalement par un effet négatif de valorisation (-38 milliards d'euros). L'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est établi à 3 336 milliards d'euros fin mars 2016, soit une baisse de 160 milliards d'euros, dont 152 milliards correspondent aux effets négatifs de valorisation. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille a atteint, pour sa part, 4 125 milliards fin mars 2016, soit une baisse de 138 milliards d'euros (dont 114 milliards d'euros d'effets négatifs de valorisation). La baisse des cours boursiers observée au premier trimestre 2016 s'est par conséquent traduite par de faibles rapatriements de capitaux et surtout par d'importantes pertes de valeur sur les avoirs et les engagements de portefeuille.

Tableau 23 :

#### Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg

(en milliards d'euros)

	ENCOURS FIN 2015Q4 <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 FIN 2016Q1 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>16</b>	<b>0,33</b>	<b>0,14</b>	<b>17</b>
Avoirs extérieurs bruts	9 470	16	-81	9 405
Engagements extérieurs bruts	9 454	15	-81	9 389
<b>Investissements directs</b>	<b>502</b>	<b>4</b>	<b>-22</b>	<b>485</b>
Avoirs	4 583	4	35	4 622
Engagements	4 081	-1	56	4 137
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-768</b>	<b>16</b>	<b>-38</b>	<b>-789</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>3 495</b>	<b>-8</b>	<b>-152</b>	<b>3 336</b>
Titres de participation	1 662	-1	-109	1 552
Titres de créance	1 833	-7	-42	1 784
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>4 263</b>	<b>-24</b>	<b>-114</b>	<b>4 125</b>
Titres de participation	3 294	-14	-116	3 164
Titres de créance	969	-10	1	961
<b>Produits dérivés nets</b>	<b>4</b>	<b>5,46</b>	<b>4</b>	<b>14</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>278</b>	<b>-26</b>	<b>55</b>	<b>307</b>
Avoirs	1 202	14	42	1 258
Engagements	925	40	-13	951
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,71</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,95</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

L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir) a progressé de 29 milliards à 307 milliards d'euros fin mars 2016. L'encours de créances, qui a atteint 1 258 milliards d'euros fin mars 2016, s'est accru globalement de 56 milliards d'euros après une revalorisation positive de 42 milliards d'euros et un effet- flux positif (14 milliards). En atteignant 951 milliards d'euros fin mars 2016, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 27 milliards suite à un effet- flux positif (40 milliards d'euros) partiellement compensé par un effet négatif de valorisation (-13 milliards d'euros).

### 1.2.10 Les finances publiques

Le Ministre des Finances a présenté le 15 juillet 2016 un état des lieux de l'évolution des finances de l'administration centrale au cours du premier semestre de 2016. Cet état des lieux, élaboré par les autorités en conformité avec le système comptable européen SEC 2010, est synthétisé dans le tableau 24.

Ce tableau suggère que le solde budgétaire de l'administration centrale s'est amélioré au cours des six premiers mois de 2016 par rapport à la période correspondante de 2015. Cette amélioration s'explique par une croissance des recettes de 6,1 % par rapport au premier semestre de 2015, d'une ampleur supérieure à celle de 4,1 % affichée par les dépenses. Il en a résulté un déficit de l'administration centrale de 47,5 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2016, à comparer avec un déficit de 188 millions d'euros au cours de la même période en 2015.

Tableau 24 :

#### Evolution des dépenses et des recettes de l'administration centrale (SEC 2010)

	SITUATION FIN JUIN			
	2015	2016	VARIATION	
			EN MILLIONS	EN %
<b>Dépenses</b>				
1. Consommation intermédiaire	551,8	585,6	33,8	6,1 %
2. Formation de capital fixe	625,8	800,0	174,1	27,8 %
3. Rémunération des salariés	1 684,4	1 725,5	41,1	2,4 %
4. Subventions (Services publics d'autobus, logement,...)	293,4	269,3	-24,1	-8,2 %
5. Revenus de la propriété (intérêts débiteurs)	-18,8	-15,2	3,6	-19,3 %
6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...)	774,3	769,9	-4,4	-0,6 %
7. Prestations sociales en nature	18,2	25,2	7,1	39,0 %
8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	3 708,7	3 809,6	100,9	2,7 %
9. Transferts en capital	172,4	171,1	-1,3	-0,7 %
10. Corrections sur actifs non financiers non produits	0,5	-9,1	-9,7	-1 915,2 %
<b>Dépenses totales</b>	<b>7 810,6</b>	<b>8 132,0</b>	<b>321,4</b>	<b>4,1 %</b>
<b>Recettes</b>				
11. Impôts sur la production	2 924,1	3 008,0	83,9	2,9 %
12. Impôts courants sur le revenu	3 401,6	3 662,5	260,9	7,7 %
13. Autres recettes	1 296,9	1 414,0	117,1	9,0 %
<b>Recettes totales</b>	<b>7 622,6</b>	<b>8 084,5</b>	<b>461,9</b>	<b>6,1 %</b>
<b>Solde</b>	<b>-188,0</b>	<b>-47,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Source : Ministère des Finances

Note : Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros

Plusieurs remarques peuvent être faites à la lumière de ces chiffres.



Les dépenses de l'administration centrale ont augmenté de quelque 4,1 % au premier semestre par rapport à la période correspondante de 2015, soit à un rythme moins élevé qu'annoncé lors de l'établissement du budget 2016 (prévision d'une hausse de 4,8 % en 2016 par rapport à 2015). La formation de capital fixe a enregistré une croissance de 27,8 %, faisant suite à une croissance déjà élevée (15 %) en 2015, une évolution qui résulte des nombreux projets d'investissement en cours, tels que la construction du tramway dans la ville de Luxembourg. Les autres transferts courants ont, en revanche, affiché un taux de croissance de seulement 2,7 %. Les dépenses liées à la rémunération des salariés ont, avec un taux de 2,4 %, également connu une croissance moins importante qu'en 2015, expliquée notamment par le caractère temporaire de la hausse des salaires en 2015, résultant du paiement de la prime unique de 0,9 % décidée dans le cadre de l'accord salarial dans la fonction publique, ainsi que par l'environnement de faible inflation. Selon les dernières estimations de la BCL, la prochaine tranche indiciaire devrait tomber au tournant 2016-2017. Les prestations sociales autres qu'en nature ont affiché une évolution légèrement négative, de -0,6 %, en raison de la bonne conjoncture économique qui a eu, entre autres, un effet à la baisse sur les dépenses de chômage.

Si la croissance des dépenses se poursuivait au même rythme durant le deuxième semestre 2016, elle serait alors inférieure à la hausse de 4,8 % prévue dans le budget 2016.

Les recettes ont progressé de 6,1 % par rapport au premier semestre 2015, à comparer aux 5,4 % contenus dans le budget 2016. Les recettes provenant des impôts courants sur le revenu (incluant l'impôt sur le revenu des personnes physiques, l'impôt sur le revenu des collectivités et l'impôt commercial communal) ont affiché une hausse de 7,7 % par rapport à la même période de 2015. Cette croissance peut être attribuable à la bonne conjoncture économique, qui a notamment eu un impact favorable sur la masse salariale et donc sur les recettes d'impôts sur le revenu des personnes physiques. Notons également qu'une croissance de 28,8 % de l'impôt sur la fortune (inclus dans les impôts courants sur le revenu) a été observée au cours du premier semestre de 2016 ; celle-ci résulte du fait que l'impôt minimum est imputé, depuis cette année, non plus aux impôts sur le revenu des collectivités mais à l'impôt sur la fortune. En ce qui concerne les impôts sur la production, ceux-ci ont affiché une hausse de +2,9 % par rapport à la même période de 2015. Celle-ci est la résultante d'évolutions opposées de certaines recettes. D'une part, les recettes de douanes et accises ont affiché un taux de croissance élevé de 21 %, qui peut s'expliquer par un effet de base positif lié à la baisse de ces recettes observée en 2015 (-15 % entre les premiers semestres de 2015 et 2014). D'autre part, après une forte hausse observée en 2015, en raison notamment du dynamisme des marchés boursiers, les recettes liées à la taxe d'abonnement ont affiché une croissance quasi nulle. Celle-ci peut s'expliquer par une évolution perturbée des marchés boursiers, survenant après une année 2015 particulièrement porteuse et qui avait permis une croissance de 23 % de la taxe d'abonnement entre les premiers semestres de 2015 et 2014. Les recettes de TVA ont, quant à elles, affiché une légère baisse (-0,7 %), à mettre en relation avec la faible croissance de la consommation privée des ménages durant les premiers mois de l'année. L'évolution de ces dernières recettes est en ligne avec les estimations budgétaires du gouvernement pour 2016.

Si la croissance des recettes de l'administration centrale devait afficher une ampleur similaire durant le deuxième semestre 2016, elle serait alors supérieure à la croissance de 5,4 % prévue dans le budget 2016.

A ce stade, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions concernant l'exercice budgétaire 2016. Cependant, si la tendance observée dans l'évolution des recettes et des dépenses de l'administration centrale au premier semestre devait se confirmer sur le reste de l'année, le déficit de l'administration centrale serait inférieur à celui prévu dans le budget 2016, à savoir 630 millions d'euros ou 1,2 % du PIB. Rappelons que les dernières estimations du gouvernement, contenues dans le Programme de Stabilité du Luxembourg d'avril 2016, tablaient sur un déficit de l'administration centrale en 2016 de

0,8 % et sur un surplus de 0,8 % du PIB pour les administrations publiques prises dans leur ensemble. La BCL tablait, quant à elle, dans ses dernières projections de juin 2016, sur un déficit de 0,6 % pour l'administration centrale et un surplus de 0,9 % du PIB pour les administrations publiques.

Finalement, dans le cadre de la réforme fiscale prévue par le gouvernement, un ensemble de mesures ayant trait à l'imposition des personnes morales et personnes physiques sera introduit début 2017. Un projet de loi portant sur la mise en œuvre de cette réforme fiscale a été déposé à la Chambre des Députés le 26 juillet 2016. Dans ce contexte, la BCL procédera, dans son avis sur le projet de budget 2017, à une analyse détaillée du projet de loi ainsi que de ses implications sur les soldes de finances publiques et sur la dynamique de la dette publique.



**2 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	72
2	Circulaires de la BCL	72
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	72
1	Statistiques de politique monétaire	72
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	72
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	72
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	73
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	73
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	73
7	Balance des paiements du Luxembourg	73
8	Commerce extérieur	73
9	Position extérieure globale	73
10	Avoirs de réserve	74
11	Établissements de crédit	74
12	Véhicules de titrisation	74
13	Fonds d'investissement	74
14	Professionnels du secteur financier	75
15	Sociétés de gestion	75
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	75
17	Indicateurs de solidité financière	75
18	Statistiques de paiement	75
4	Publications de la BCL	75
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	77
6	Liste des abréviations	78

## 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2016/N°21 du 15 janvier 2016

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2016/N°21 du 15 janvier 2016 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

2015/N°20 du 24 août 2015

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2015/N°20 du 24 août 2015 modifiant le 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

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

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

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 - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change
- 3.7 Statistiques sur les émissions de titres - encours

#### **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 MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG**

- 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
- 7.8 Balance des paiements - données mensuelles

#### **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

## 10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 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 ÉTABLISSEMENTS 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 de créance détenus - par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres de créance 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 Titres de créance détenus par les établissements de crédit - par contreparties et pays

## 12 VÉHICULES DE TITRISATION

- 12.1 Bilan agrégé des véhicules de titrisation

## 13 FONDS D'INVESTISSEMENT

- 13.1 Évolution du nombre des fonds d'investissement
- 13.2 Évolution de la situation globale des fonds d'investissement
- 13.3 Bilan agrégé des fonds d'investissement monétaires
- 13.4 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires - par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires - par devises
- 13.6 Bilan des fonds d'investissement non monétaires - par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les fonds d'investissement d'actions
- 13.8 Titres détenus par les fonds d'investissement d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les fonds d'investissement mixtes
- 13.10 Titres détenus par les fonds d'investissement immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les fonds d'investissement alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres fonds d'investissement
- 13.13 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires - par contreparties et pays
- 13.14 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement non-monétaires - par contreparties et pays
- 13.15 Titres de participation (autres que les parts de fonds d'investissement) détenus par les fonds d'investissement non monétaires - par 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 SOCIÉTÉS D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

- 16.1 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et fonds de pension

## 17 INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

- 17.1 Tableau des indicateurs de solidité financière

## 18 STATISTIQUES DE PAIEMENT

## 4 PUBLICATIONS DE LA BCL

### 4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2016/1, juillet 2016

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 2016, juin 2016

### 4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual report 2015, September 2016
- Rapport annuel 2015, juillet 2016

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°100, novembre 2015  
LOLA 3.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis Introduction of a financial sector in LOLA, par Luca MARCHIORI et Olivier PIERRARD
- Cahier d'études N° 99, août 2015  
Other Real Estate Property in Selected Euro Area Countries, par Michael ZIEGELMEYER

- Cahier d'études N°98, juillet 2015  
The interest rate sensitivity of Luxembourg bond funds : Results from a time-varying model, par Raphaël JANSSEN et Romuald MOHRS
- Cahier d'études N°97, juillet 2015  
Is the financial sector Luxembourg's engine of growth?, par Paolo GUARDA et Abdelaziz ROUABAH
- Cahier d'études N°96, juillet 2015  
Immigration, occupational choice and public employment, par Luca MARCHIORI, Patrice PIERETTI et Benteng ZOU
- Cahier d'études N°95, juillet 2015  
Investment Funds' Vulnerabilities : A Tail-risk Dynamic CIMDO Approach, par Xisong JIN et Francisco NADAL DE SIMONE

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

- Chronique de l'immeuble Monterey, édition 2016
- Brochure de jeux "Les aventuriers du trésor perdu", septembre 2016
- Brochure de jeux "Die Jäger des verlorenen Euro-Schatzes", mars 2016
- Brochure des produits numismatiques, édition 2016

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

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

Arrondel, L., Bartiloro, L., Fessler, P., Lindner, P., Mathä, T.Y., Savignac, F., Rampazzi, C., Schmidt, T., Schürz, M. and Vermeulen, P. (2016) "How Do Households Allocate Their Assets? Some Stylized Facts Derived from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey", *International Journal of Central Banking* 12(2): 129-220.

Ehrmann, M. and Ziegelmeier, M. (2016) "Mortgage Choice in the Euro Area - Macroeconomic Determinants and the Effect of Monetary Policy on Debt" *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming.

Giordana, G. (2016) "Welfare and Stochastic Dominance for the Measurement of Banks' Domestic Systemic Importance: Analytical Framework and Application", *International Journal of Finance & Economics* 21(2):192-208, April.

Le Blanc, J., Porpiglia, A., Teppa, F., Zhu, J. and Ziegelmeier, M. (2016) "Household Saving Behavior in the Euro Area", *International Journal of Central Banking* 12(2): 15-69.

Lodigiani, E., Marchiori, L. and Shen, I-L. (2016) "Revisiting the Brain Drain Literature with Insights from a Dynamic General Equilibrium World Model", *The World Economy*, in press, doi:10.1111/twec.12269.

Mathä, T.Y. and Shwachman Kaminaga, A. (2016) "Regional Wages and Market Potential in the Enlarged EU: An Empirical Investigation", *Applied Economics*, in press, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1197372>

Mathä, T.Y., Porpiglia, A. and Ziegelmeier, M. (2016) "Cross-border commuting and consuming: An empirical investigation", *Applied Economics*, in press, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1231902>

Necker, S. and Ziegelmeier, M. (2016) "Household Risk Taking after the Financial Crisis", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 59: 141-160.

#### 4.6.2 Présentations externes

4<sup>th</sup> Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Luxembourg, juin 2016.

EUI-nomics 2016: Debating the economic conditions in the euro area and beyond, Florence, Italie, avril 2016.

## 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>AFN</b>	Avoirs financiers nets
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CPI</b>	Consumer Price Index
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux
<b>ECB</b>	European Central Bank
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
<b>EIB</b>	European Investment Bank
<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>EU</b>	European Union
<b>EUR</b>	euro
<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés Européennes
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices

<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>IML</b>	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs
<b>OLS</b>	Ordinary least squares
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier
<b>RTGS SYSTEM</b>	Real-Time Gross Settlement system
<b>SYSTÈME RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel
<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.
<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>TARGET SYSTEM</b>	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
<b>SYSTÈME TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>USD</b>	Dollar des États-Unis d'Amérique
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire



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)