



BULLETIN
2017

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
Luxembourg, le 6 octobre 2017

Achévé de rédiger le 11 septembre 2017

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique et financière 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	Les projections de la zone euro	15
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	16
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.1.1	Les prix à la consommation	18
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	20
1.2.1.3	Les coûts salariaux	21
1.2.2	Le marché du travail	22
1.2.2.1	L'emploi	22
1.2.2.2	Le chômage	25
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.3.1	L'industrie et la construction	27
1.2.3.2	Le secteur financier	29
1.2.3.2.1	Les établissements de crédits	29
1.2.3.2.2	Les organismes de placement collectif	42
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	46
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	47
1.2.5	La croissance économique	49
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2017	51
1.2.7	Le commerce extérieur	52
1.2.8	La balance des paiements	54
1.2.8.1	Le compte courant	54
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	54
1.2.9	La position extérieure globale	55
1.2.10	Les finances publiques	57

2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	62
2	Circulaires de la BCL	62
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	62
1	Statistiques de politique monétaire	62
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	62
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	62
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	63
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	63
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	63
7	Balance des paiements du Luxembourg	63
8	Commerce extérieur	63
9	Position extérieure globale	63
10	Avoirs de réserve	64
11	Établissements de crédit	64
12	Véhicules de titrisation	64
13	Fonds d'investissement	64
14	Professionnels du secteur financier	65
15	Sociétés de gestion	65
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	65
17	Indicateurs de solidité financière	65
18	Statistiques de paiement	65
4	Publications de la BCL	65
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	67
6	Liste des abréviations	68

VUE D'ENSEMBLE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a communiqué une série de mesures de politique monétaire prises lors de sa réunion du 7 septembre 2017.

Il a d'abord décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée et allant 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 nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Ces achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Au cas où les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Finalement, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il déciderait, à l'automne, de la calibration des instruments monétaires pour la période allant au-delà de la fin de l'année 2017.

Les informations les plus récentes confirment des perspectives à moyen terme globalement inchangées pour la croissance économique et l'inflation dans la zone euro. Dans le même temps, selon l'appréciation du Conseil des gouverneurs, la volatilité récente du taux de change de l'euro constitue une source d'incertitudes du fait de ses potentielles répercussions sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Si l'expansion économique en cours laisse entrevoir avec confiance un retour progressif de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif de stabilité des prix, elle ne se traduit pas encore suffisamment par une dynamique d'inflation plus forte. Alors que les mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté légèrement ces derniers mois, elles restent, cependant, à des niveaux modérés. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a estimé qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire demeure indispensable pour aviver peu à peu les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation globale à moyen terme.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,6 % au deuxième trimestre 2017, après 0,5 % au trimestre précédent. Les données les plus récentes, en particulier les résultats des enquêtes de conjoncture, confirment que la croissance dans la période à venir devrait être solide et généralisée. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'expansion du PIB annuel en volume devrait s'élever à 2,2 % en 2017, 1,8 % en 2018 et à 1,7 % en 2019. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2017 en raison de la vigueur de la croissance récente et demeurent globalement inchangées au-delà. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques à la hausse et à la baisse qui pourraient influencer les perspectives de croissance de la zone euro demeurent dans l'ensemble équilibrés.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en août. Pour les mois à venir, les taux annuels d'inflation devraient diminuer



quelque peu vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro, qui, en parallèle, a augmenté modérément, devrait progresser graduellement à moyen terme, soutenue, en particulier, par les décisions de politique monétaire. Ainsi, selon les projections macroéconomiques de septembre 2017, l'IPCH devrait croître de 1,5 % en 2017, de 1,2 % en 2018 et de 1,5 % en 2019. En comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'appréciation récente du taux de change de l'euro.

Au Luxembourg, l'estimation des comptes nationaux annuels de juillet 2017 a confirmé les estimations publiées au printemps 2017. La progression du PIB en volume aurait été de 4,2 % en 2016, après une hausse de 4,0 % en 2015. La première estimation de la croissance pour le premier trimestre 2017 a fait ressortir une hausse, en glissement annuel, du PIB de 3,3 % ; par rapport au quatrième trimestre 2016, la hausse serait confinée à seulement 0,1 %. Ainsi, la croissance aurait donc quasiment marqué un temps d'arrêt au début de l'année 2017. 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 contrastées observées durant la première moitié de l'année 2017, qui laissent néanmoins présager une croissance positive dans la plupart des secteurs. Si les secteurs de l'industrie et de la construction semblent avoir fait preuve d'un ralentissement au cours du premier semestre, les évolutions ont été plus favorables au niveau du secteur financier. Contrairement aux comptes nationaux, qui ont fait état d'une activité affaiblie dans ce secteur en début d'année, d'autres indicateurs témoignent d'une progression du produit bancaire et de l'activité des fonds d'investissement. Quant au marché de l'emploi, celui-ci est resté bien orienté, affichant une croissance des effectifs supérieure à 3 % au premier semestre 2017.

Globalement, ces développements tendent à confirmer une situation économique plutôt favorable au Luxembourg. Il semble néanmoins prématuré, sur la base de ce seul diagnostic qualitatif, de réviser nos projections de croissance 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 accélération et s'est établi à 1,8 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2017 par rapport à la période équivalente de 2016. Cette progression de l'inflation a une assise assez large puisqu'elle est le résultat tant des prix de l'énergie que des prix des autres biens et services.

Les perspectives d'inflation n'ont guère évolué par rapport à nos dernières projections de juin 2017. L'inflation globale, qui avait connu un taux de croissance nul vers la mi-2016, s'est établie entre 1,5 % et 2,0 % lors des huit premiers mois de 2017. Elle devrait poursuivre son accélération à la fin de l'année 2017, avant de décélérer légèrement au début de l'année 2018. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN serait de 1,9 % en 2017, avant de passer à 1,7 % au premier semestre 2018. Sur cette base, le paiement de la prochaine tranche indiciaire aurait lieu au deuxième trimestre 2018, confirmant ainsi le scénario déjà esquissé lors de l'exercice de projection précédent.



En ce qui concerne les finances publiques, le solde budgétaire de l'administration centrale s'est détérioré au cours des six premiers mois de 2017 par rapport à la période correspondante de 2016. Cette détérioration s'explique par une croissance annuelle des dépenses de 8,2 %, supérieure à celle de 7,7 % affichée par les recettes. Il en a résulté un déficit de l'administration centrale de 91 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2017, à comparer avec un déficit de 47 millions d'euros au cours de la même période en 2016. Cependant, si la tendance ainsi observée devait se poursuivre au second semestre, le déficit de l'administration centrale serait de moindre ampleur que celui prévu dans le budget pour l'année 2017. Rappelons que les dernières estimations du gouvernement, contenues dans le Programme de Stabilité du Luxembourg d'avril 2017, tablaient sur un déficit de l'administration centrale en 2017 de 1,8 % du PIB et sur un surplus de 0,2 % du PIB pour les administrations publiques prises dans leur ensemble. La BCL procédera à une évaluation complète de la situation des finances publiques dans son avis sur le projet de budget 2018.

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	La situation économique et financière 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	Les projections de la zone euro	15
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	16
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	18
1.2.1	Les prix et les coûts	18
1.2.1.1	Les prix à la consommation	18
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	20
1.2.1.3	Les coûts salariaux	21
1.2.2	Le marché du travail	22
1.2.2.1	L'emploi	22
1.2.2.2	Le chômage	25
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.3.1	L'industrie et la construction	27
1.2.3.2	Le secteur financier	29
1.2.3.2.1	Les établissements de crédits	29
1.2.3.2.2	Les organismes de placement collectif	42
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	46
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	47
1.2.5	La croissance économique	49
1.2.6	Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2017	51
1.2.7	Le commerce extérieur	52
1.2.8	La balance des paiements	54
1.2.8.1	Le compte courant	54
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	54
1.2.9	La position extérieure globale	55
1.2.10	Les finances publiques	57

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE 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 7 septembre 2017, de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront à respectivement 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %. Ces taux devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP).

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Ces achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Au cas où les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs s'est déclaré prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Finalement, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il déciderait, à l'automne, de la calibration des instruments monétaires pour la période allant au-delà de la fin de l'année 2017.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, les valeurs moyennes des taux EONIA, EURIBOR 1 mois et EURIBOR 12 mois sont restées stables à respectivement - 0,36 %, - 0,38 % et - 0,16 % en août 2017. Le taux EURIBOR 3 mois a augmenté d'un point de base par rapport au mois précédent pour s'établir à - 0,33 %.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes ont indiqué un ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a été de 4,5 % en juillet 2017, contre 5,0 % en juin. L'expansion annuelle de M3 est restée soutenue principalement par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 9,1 % en juillet.

L'évolution des crédits octroyés au secteur privé a poursuivi son redressement 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 2,4 % en juillet 2017, après s'être établi à 2,0 % en juin. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté stable en juillet à 2,6 %.

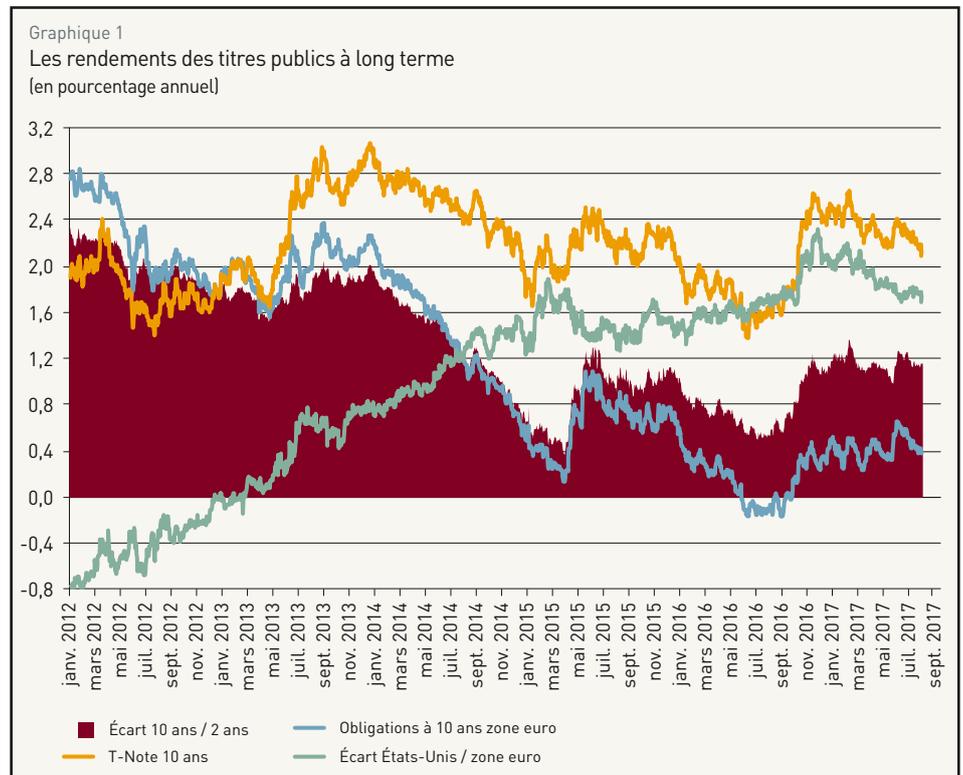
1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics à 2 ans et des titres publics à 10 ans sont restés quasiment inchangés, sur la période allant du 7 juin 2017 au 7 septembre 2017 pour se fixer respectivement à -0,8 % et à 0,4 % en fin de période. Cette évolution intervient dans un contexte d'amélioration des perspectives macroéconomiques dans la zone euro, qui a encouragé les intervenants de marché à revoir leurs attentes sur l'orientation future de la politique monétaire. Le différentiel de rendement entre le taux obligataire à 10 ans et celui à 2 ans a légèrement augmenté durant cette période.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a connu un léger repli pour s'établir à un niveau de 2,0 % au 7 septembre 2017. Alors que le Système fédéral de réserve américain a augmenté ses taux directeurs de 25 points de base à deux reprises en mars et en juin 2017, l'évolution du taux obligataire s'est inscrite à la baisse sur fond de publication de statistiques d'inflation inférieures aux anticipations. Ainsi, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est réduit de 15 points de base au cours de la période analysée.

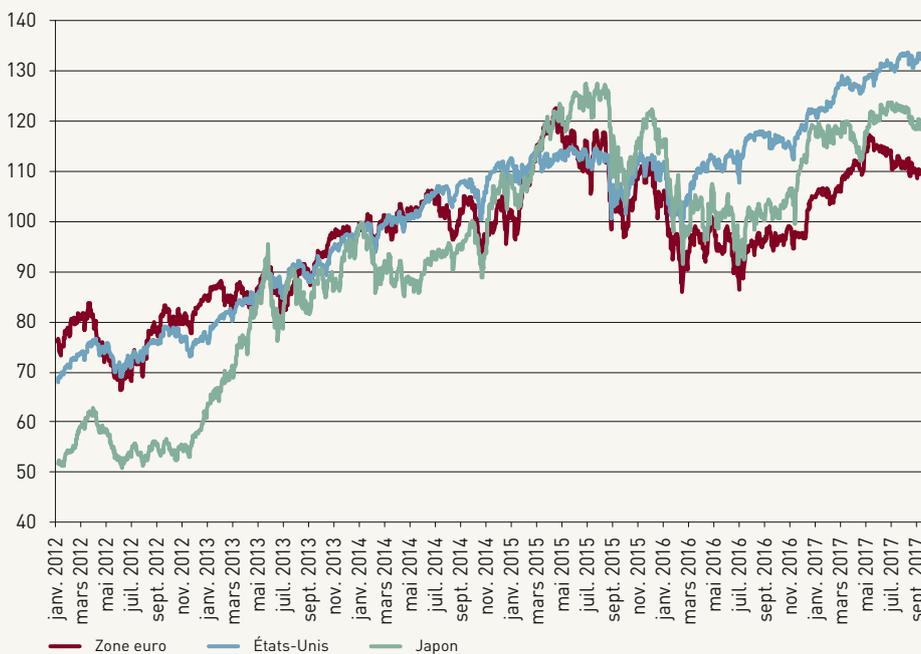
1.1.3 Les marchés d'actions

Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 était en légère hausse, avec une variation de 1,3 % entre le 7 juin et le 7 septembre 2017, soutenu par la publication de bons résultats des entreprises au deuxième trimestre. En parallèle, dans la zone euro l'indice Euro Stoxx 50 était en repli de 3 % dans un environnement d'appréciation continue de l'euro. Enfin, au Japon et sur la même période, l'indice boursier Nikkei 225 a connu une légère baisse de 2,9 %.



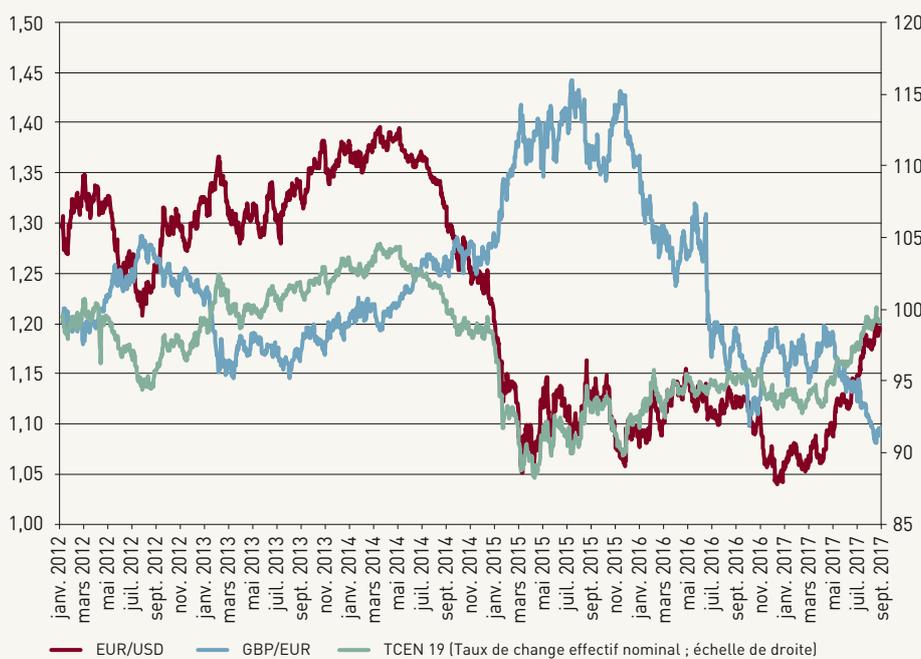
Source : BCE, Bloomberg

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

Le taux de change effectif nominal de l'euro¹ s'est apprécié de 3,2 % entre le 7 juin et le 7 septembre 2017. Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 6,1 % vis-à-vis du dollar américain. Avec un taux de change euro – dollar américain de 1,20 au 29 août 2017, l'euro évoluait à son plus haut niveau depuis janvier 2015. Cette situation est le résultat de la conjonction de plusieurs facteurs, à savoir l'amélioration de la conjoncture économique dans la zone euro, qui s'accompagne d'une révision des attentes en matière de politique monétaire, et la remontée du risque géopolitique. Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 5,4 % par rapport à la livre sterling, avec un taux de change oscillant autour de 92 pence pour un euro. Le cours de la monnaie unique européenne se trouvait à son niveau le plus élevé depuis huit ans, face à la devise britannique dans un contexte d'enclenchement du processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Concernant les autres principales devises mondiales, et sur la même période, l'euro s'est apprécié de 5,3 % vis-à-vis du yen japonais et de 5 % face au franc suisse. Enfin, il s'est apprécié de 1,5 % par rapport au renminbi chinois et de 6,2 % vis-à-vis du rouble russe. S'agissant des devises des autres États membres de l'UE, depuis juin l'euro s'est déprécié de 0,7 % face au forint hongrois et de 2,7 % face à la

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.

couronne suédoise. En revanche, il s'est apprécié de 0,8 % face au zloty polonais, et est demeuré stable face à la couronne danoise.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 0,2 % en 2016. Ce taux constitue une accélération par rapport au taux de 0,0 % observé en 2015, mais il reste néanmoins à un niveau historiquement bas. Cette évolution moyenne de faible ampleur cache cependant un profil ascendant de l'inflation au cours de l'année 2016. Cette accélération s'est encore accentuée au début de l'année 2017 avec un taux d'inflation qui a atteint 1,8 % au premier trimestre de 2017 avant de baisser à 1,5 % au deuxième trimestre. Au mois de juillet l'IPCH a reculé à 1,3 % avant de remonter à 1,5 % en août selon une estimation rapide.

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)

	2015	2016	2016 T4	2017 T1	2017 T2	JUILLET 2017	AOÛT 2017*
IPCH global	0,0	0,2	0,7	1,8	1,5	1,3	1,5
Produits alimentaires non transformés	1,6	1,4	1,0	4,0	1,6	0,6	0,6
Produits alimentaires transformés	0,6	0,6	0,6	0,9	1,4	1,9	2,0
Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
Énergie	6,8	5,1	0,2	8,2	4,6	2,2	4,0
Services	1,2	1,1	1,1	1,1	1,6	1,6	1,6
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,3	1,3

Source : Eurostat. *Estimation rapide.

En 2016, le taux d'inflation global de 0,2 % avait résulté de la combinaison d'un taux d'inflation négatif de 5,1 % pour les prix de l'énergie, d'un taux positif de 1,4 % pour les produits alimentaires non transformés et d'un taux positif mais faible de 0,8 % pour les composantes les plus stables. Cependant, l'inflation a commencé à progresser lors de la deuxième moitié de 2016 avant de s'accélérer nettement en 2017.

L'accélération de l'inflation globale s'explique principalement par les prix de l'énergie. Dans un premier temps, leur taux de variation est devenu moins négatif, avant de s'établir à un niveau proche de zéro en fin d'année 2016 et devenir nettement positif lors de la première moitié de l'année 2017. Conjugée à une inflation relativement stable des autres composantes, cette évolution s'est traduite par une forte hausse du taux d'inflation global qui a atteint 1,8 % au premier trimestre 2017. Notons également que les prix des biens alimentaires non traités ont connu une forte hausse lors de ce trimestre. Au deuxième trimestre, les prix de l'énergie ont progressé moins fortement, ce qui a entraîné une décélération de l'inflation globale qui s'établit à 1,5 %, et ce, malgré l'accélération observée dans les prix des services (1,6 %). La bonne tenue des prix des services a néanmoins permis de soutenir l'inflation sous-jacente², en accélération à 1,2 % contre 0,8 % lors des deux trimestres précédents.

Les mois de juillet et août (selon une estimation rapide) ont confirmé les tendances observées lors du deuxième trimestre. L'inflation sous-jacente a atteint 1,3 % toujours soutenue par les services dont

2 Inflation à l'exclusion des biens énergétiques et de biens alimentaires non transformés.

L'inflation s'est maintenue à 1,6 %. L'inflation globale a légèrement reculé en juillet avant de progresser à nouveau en août, suivant la dynamique des prix de l'énergie. Sur les huit premiers mois de 2017, l'inflation IPCH serait de 1,6 % par rapport au huit premiers mois de 2016. L'inflation sous-jacente s'établirait quant à elle à 1,1 %.

Le prix du pétrole a progressé de près de 67 % depuis le début de l'année 2016. Les autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, ont également connu une augmentation de leurs prix après leurs très bas niveaux de l'année dernière. Ces évolutions sont à l'origine d'une reprise de l'inflation des prix de l'énergie et de l'inflation des biens alimentaires transformés. Néanmoins, aussi bien le prix du pétrole que les prix des autres matières premières demeurent nettement inférieurs aux sommets qu'ils ont atteints durant les années précédentes, ce qui devrait contribuer à atténuer les effets indirects et de second tour de ces hausses de prix. Au premier trimestre 2017, la forte accélération de l'inflation des biens alimentaires non transformés, principalement les fruits frais et les légumes, s'explique probablement par des conditions météorologiques défavorables observées au tournant de l'année. Le deuxième trimestre a d'ailleurs vu une nette décélération de l'inflation de cette composante, confirmée lors des mois de juillet et août. La récente progression du taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui était resté globalement stable depuis janvier 2015, devrait sans doute empêcher une forte accélération 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 moyenne du PIB réel sur les deux premiers trimestres de 2017 s'est établie à environ 0,5 %. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande, ceci s'explique par une dynamique des salaires qui reste encore fort atténuée. Les prix des services, intensifs en main d'œuvre et donc sensibles à une variation de leur coût, se sont affichés quant à eux en nette hausse au deuxième trimestre 2017 et ont ainsi contribué à soutenir l'inflation sous-jacente.

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

Selon les premières estimations d'Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé de 0,6 % au cours du deuxième trimestre 2017 par rapport au trimestre précédent. Au cours du premier trimestre 2017, la hausse du PIB avait été de 0,5 %. Au deuxième trimestre 2017, la croissance a quelque peu décéléré en Belgique et en Allemagne, à respectivement 0,4 % (après 0,6 %) et 0,6 % (après 0,7 %). En France, la croissance a stagné à 0,5 % au deuxième trimestre 2017.

Les statistiques de l'emploi font état d'une croissance de l'emploi de 0,4 % au premier trimestre 2017 par rapport au quatrième trimestre 2016. Au cours du quatrième trimestre 2016, l'emploi avait également progressé de 0,4 % (par rapport au trimestre précédent). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans le secteur de la construction (0,8 %, après 0,4 % au quatrième trimestre 2016). L'emploi, a en revanche, reculé dans le secteur des activités financières et d'assurance (-0,4 %, après 0,1 % au quatrième trimestre 2016).

Dans la zone euro, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 9,1 % en juillet 2017, stable par rapport à juin 2017 et en baisse par rapport au taux de 10 % de juillet 2016. Il s'agit du taux le plus faible enregistré depuis février 2009. Selon Eurostat 14,860 millions d'hommes et de femmes étaient au chômage dans la zone euro en juillet 2017. Le nombre de chômeurs a augmenté de 73 000 personnes par rapport à juin. Comparé à juillet 2016, le chômage a baissé de 1,309 million de personnes.

1.1.7 Les projections de la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2017 de la BCE, la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 2,2 % en 2017, à 1,8 % en 2018 et à 1,7 % en 2019. En comparaison avec les projections de l'Eurosystème de juin 2017, les perspectives de croissance du PIB réel ont été revues à la hausse en 2017 et sont demeurées inchangées pour les années suivantes.

Selon les projections de la BCE, la croissance des dépenses de consommation privée devrait rester robuste sur l'ensemble de l'horizon de projection. En effet, la confiance des consommateurs de la zone euro continue d'évoluer nettement au-dessus de sa moyenne historique. À court terme, ces évolutions favorables de la confiance couplées aux améliorations en cours sur le marché du travail suggèrent une bonne tenue des dépenses de consommation privée. À moyen terme, la consommation des ménages devrait croître en ligne avec la croissance du revenu disponible réel.

La reprise de l'investissement résidentiel dans la zone euro devrait se poursuivre. Dans plusieurs pays de la zone euro, les dépenses d'investissement résidentiel ont fortement augmenté au cours des derniers trimestres du fait notamment de conditions de financement favorables ; des réallocations de portefeuilles en faveur d'investissements résidentiels dans un contexte marqué par le faible rendement des opportunités d'investissement de long terme alternatives ; et de l'amélioration en cours sur le marché du travail. L'investissement des entreprises devrait quant à lui poursuivre sa reprise sur l'horizon de projection, en raison de nombreux facteurs. Il s'agit notamment du niveau élevé des indices de confiance et de l'augmentation des capacités de production des entreprises ; des conditions de financement qui devraient rester très accommodantes sur l'horizon de projection ; du besoin de modernisation du stock de capital après plusieurs années d'investissement contenu ; et de l'accroissement des marges de profits dans un contexte où les sociétés non-financières détiennent toujours des liquidités en abondance. D'un autre côté, d'autres facteurs devraient au contraire peser sur les perspectives de croissance des investissements des entreprises. Il s'agit, entre autres, des anticipations d'une croissance potentielle plus faible que par le passé et des capacités d'intermédiation bancaire limitées dans certains pays.

Les exportations hors zone euro devraient quant à elles croître de manière dynamique sur l'horizon de projection, soutenues par le dynamisme de la demande étrangère en provenance des pays avancés et des économies émergentes. Néanmoins, elles devraient être affectées par les pertes de compétitivité dues au niveau plus élevé du taux de change de l'euro sur l'horizon de projection. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient de leur côté bénéficier des évolutions légèrement plus positives de la demande intérieure et d'un taux de change de l'euro plus élevé.

Concernant les finances publiques, les ratios de déficit budgétaire et de dette des administrations publiques devraient s'inscrire en baisse sur l'horizon de projection. La poursuite de la baisse des paiements d'intérêts ainsi que l'amélioration de la composante conjoncturelle expliquent la réduction du déficit budgétaire de 2017 à 2019. La réduction progressive de la dette publique sur l'horizon de projection serait principalement soutenue par l'écart favorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal de la dette ainsi que par une amélioration du solde budgétaire primaire.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont dans l'ensemble équilibrés. D'une part, la dynamique conjoncturelle positive constatée actuellement accroît la probabilité d'une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, des risques à la baisse subsistent, en lien essentiellement avec des facteurs mondiaux et les évolutions sur les marchés des changes.

En ce qui concerne l'inflation, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en août. Pour les mois à venir, les taux annuels d'inflation devraient diminuer quelque peu vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro qui, en parallèle, a progressé modérément, devrait augmenter progressivement à moyen terme, soutenue en particulier par les décisions de politique monétaire de l'Eurosystème. Ainsi, les projections macroéconomiques de septembre 2017 aboutissent à une hausse annuelle de l'IPCH de 1,5 % en 2017, de 1,2 % en 2018 et de 1,5 % en 2019. En comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2017, les perspectives de progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse, principalement en raison de l'appréciation récente du taux de change de l'euro.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques de la BCE pour la zone euro
(taux de variation annuels en pourcentages)

	PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2017				PROJECTIONS DE JUIN 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB réel	1,8	2,2 [2,1 - 2,3]	1,8 [1,0 - 2,6]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,7	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]
Consommation privée	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Consommation publique	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Investissement	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Exportations	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Importations	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Emploi	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Taux de chômage (en % de la population active)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
Solde budgétaire des administrations publiques (en % du PIB)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Dette brute des administrations publiques (en % du PIB)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
IPCH	0,2	1,5 [1,4 - 1,6]	1,2 [0,6 - 1,8]	1,5 [0,7 - 2,3]	0,2	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
IPCH ex énergie	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
Compte courant (en pourcentage du PIB)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

Source : BCE

1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Au premier semestre 2017, la zone euro a dégagé un excédent courant de 138 milliards d'euros (soit environ 2,6 % du PIB), comparé à un excédent de 169 milliards (3,2 % du PIB) au cours de la même période en 2016. Cette baisse est le reflet de la réduction du surplus des biens (voir graphique 4). En effet, l'excédent des marchandises, étant d'ordinaire la contribution positive la plus importante à la balance courante, a cessé de croître depuis le troisième trimestre 2016. Il s'est ainsi réduit à 157 milliards d'euros (3 % du PIB) au premier semestre 2017, comparé à un surplus de 190 milliards d'euros (3,6 % du PIB) au cours de la même période en 2016. Cette détérioration du surplus relatif aux biens s'explique par une croissance plus importante des importations (13 %) comparée aux exportations (7 %). Au premier semestre 2017, les importations de biens ont été soutenues notamment par le redressement des prix du pétrole et des autres matières premières qui avaient atteint des niveaux très bas au premier semestre 2016.

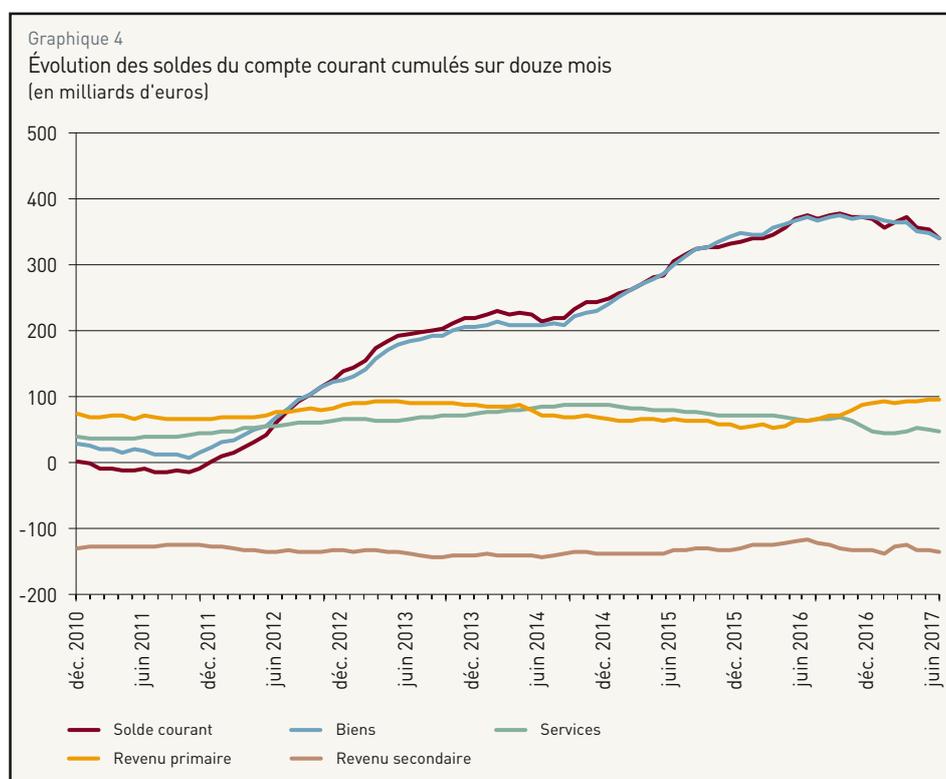
Concernant les autres composantes de la balance courante, la hausse de 15 % de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) a été compensée par une hausse du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.). De son côté, le surplus des services est resté stable au premier semestre 2017.

S'agissant du compte des transactions financières, au premier semestre 2017, les investisseurs non-résidents ont continué à réduire leurs placements en titres de dette à long terme émis par la zone euro. Ces titres ont ainsi subi des ventes nettes atteignant 53 milliards d'euros au premier semestre 2017, montant toutefois en net recul, comparé aux ventes nettes à hauteur de 114 milliards d'euros observées au cours du premier semestre 2016. Ce comportement s'explique notamment par la demande accrue de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de son programme d'achat d'actifs. Les titres de dette à court terme de la zone euro ont, quant à eux, fait l'objet d'achats nets à concurrence de 37 milliards d'euros au cours du premier semestre 2017.

Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents ont fortement accru leurs achats nets à 230 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 21 milliards au même semestre en 2016. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des entrées nettes de 214 milliards d'euros au premier semestre 2017, comparées à des sorties nettes de 23 milliards au cours du premier semestre 2016.

De leur côté, les résidents de la zone euro ont continué à investir dans les titres de participation et davantage dans les titres de dette étrangers. Au premier semestre 2017, les transactions sur titres de participation étrangers se sont soldées par des achats nets de 83 milliards d'euros comparés à des ventes nettes de 18 milliards au même semestre en 2016. Les achats de titres de dette étrangers sont restés à des niveaux élevés, atteignant 281 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 266 milliards au même semestre en 2016. Ainsi, les flux d'investissements de portefeuille se sont globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 150 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 270 milliards au cours de la même période en 2016.

Concernant les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont réduites à 20 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 28 milliards au cours du premier semestre 2016. De même, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont nettement réduits, en se soldant par des faibles entrées nettes au premier semestre 2017 (6 milliards d'euros) contre 141 milliards au cours de la même période en 2016.



Source : BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE 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 (IPC�) a reculé en 2016 pour la cinquième année consécutive. L'évolution de l'inflation au Luxembourg a ainsi été en phase avec celle de la zone euro (mesurée par l'IPCH). S'établissant à 0,3 % en 2016, le taux d'inflation IPC� au Luxembourg n'a que faiblement dépassé le taux d'inflation de l'IPCH dans la zone euro (0,2 %). Les facteurs déterminants ont été l'évolution du prix du pétrole et la dissipation des effets liés à la hausse de la taxation indirecte enregistrés en 2015 (effet de base négatif) qui ont ainsi contribué à ralentir 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 maintenant la taxation indirecte constante, le taux d'inflation aurait en effet nettement progressé en 2016 par rapport à sa moyenne de 2015 (1,2 %).

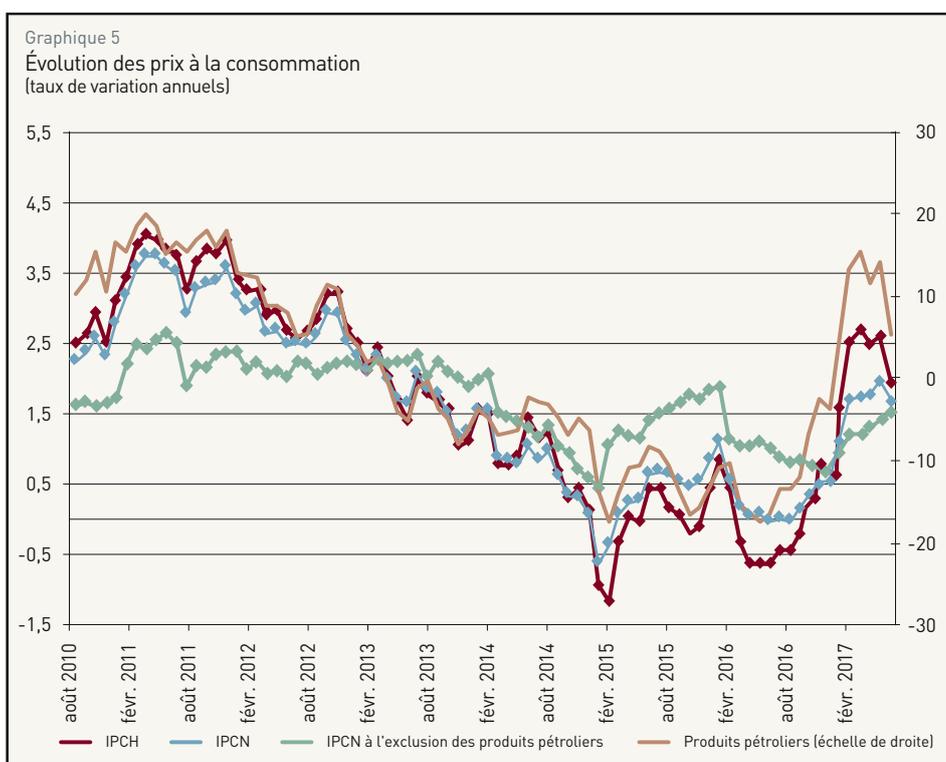
Le taux d'inflation aurait en effet nettement progressé en 2016 par rapport à sa moyenne de 2015 (1,2 %).

Au début de l'année 2017, l'inflation a fortement progressé au Luxembourg pour atteindre 2,0 % au mois de juillet (en variation annuelle) et présentant un taux d'inflation moyen de 1,8 % sur les huit premiers mois de l'année. Cette accélération est le résultat de la combinaison d'une forte progression du prix des produits pétroliers (+8,5 % en variation annuelle sur les huit premiers mois de 2017) avec un accroissement des salaires. Le paiement de la tranche indiciaire ainsi que l'augmentation du salaire minimum, qui ont eu lieu en janvier 2017 ont soutenu l'inflation des autres biens et services (1,4 % lors des sept premiers mois de 2017 contre 0,9 % en 2016).

Comme signalé ci-dessus, en 2016 l'inflation au Luxembourg a été

très proche de celle observée dans la zone euro³. Si le différentiel avec la zone euro a été nul lors du quatrième trimestre 2016 et du premier trimestre 2017, il a par contre été légèrement positif au deuxième trimestre. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a exceptionnellement été négatif et ceci à concurrence de -0,4 p.p. en 2016 et -0,2 p.p. au premier trimestre 2017. En revanche, le différentiel a été positif au deuxième trimestre (0,2 p.p.), comme cela a été le cas avec la zone euro. Les taux d'inflation observés en France et en Allemagne ont été proches du taux enregistré au Luxembourg. En Belgique par contre, le taux d'inflation qui avait déjà enregistré en 2016 une des plus fortes croissances au sein de la zone euro (1,8 %), a poursuivi cette tendance en 2017 (2,5 % en moyenne sur les deux premiers trimestres).

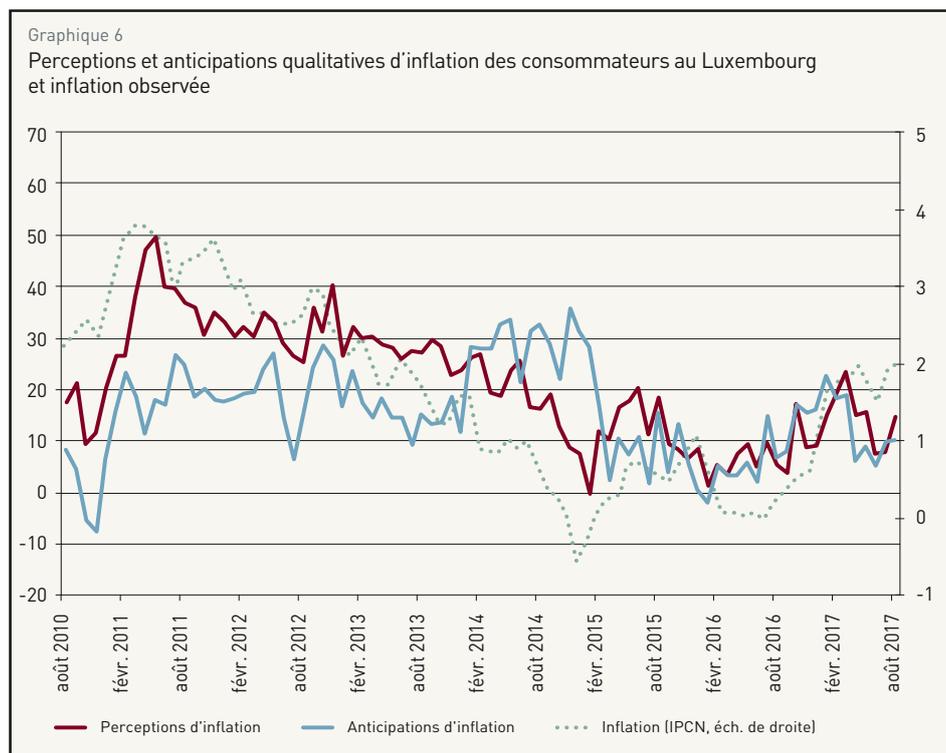
³ L'indice des prix à la consommation national (IPC�) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.



Source : STATEC

Les différentiels du Luxembourg cumulés depuis l'introduction de l'euro en 1999 jusqu'au deuxième trimestre 2017 ont atteint respectivement 10,5 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 6,6 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée par la BCL⁴, les perceptions d'inflation, qui avaient été en forte hausse au début de l'année 2017, ont nettement reculé lors du deuxième trimestre avant de progresser à nouveau légèrement en juillet, puis de manière plus marquée en août. Les anticipations d'inflation ont affiché une dynamique relativement similaire, atteignant un minimum en juin avant de rebondir en juillet et de se stabiliser en août. Rappelons que lors de l'année 2016, ces deux composantes se situaient à un niveau relativement bas (voir graphique 6).



Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

Au 31 août 2017, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar se situait aux environs de 1,19, un niveau bien supérieur à celui retenu dans les hypothèses sous-jacentes l'exercice de prévision de juin 2017 (fixé à 1,08). Le prix du Brent s'est quant à lui établi à un niveau d'environ 51,6 \$/bl fin août, proche des hypothèses de l'exercice de juin. Les marchés à terme anticipent une stabilisation des prix dans les prochains mois. Les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en dollar ayant peu évolué par rapport à l'exercice de prévision de juin 2017, la révision à la hausse du taux de change a donc eu pour effet une révision à la baisse des hypothèses sur le prix du pétrole exprimé en euro. Le prix du pétrole exprimé en euros, qui avait fléchi de 15,7 % en 2016, progresserait de 15,6 % en 2017 avant de reculer de 8 % lors du premier semestre 2018 par rapport au même semestre de l'année 2017. Ce recul s'explique donc par un effet de base lié aux hauts niveaux de prix observés durant les premiers mois de 2017. Le tableau 3 reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 :

Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2016	2017	2018 1 ^{ER} SEMESTRE	2017 -T3	2017-T4	2018-T1	2018-T2
Prix du pétrole (Brent) en \$	44	52	52	51	52	52	53
Taux de change \$/€	1,11	1,13	1,18	1,17	1,18	1,18	1,18
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-15,7	15,6	-8,0	5,9	-5,0	-12,8	-2,7

Source : BCL

4 Cette enquête s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.

Résultats

Le scénario d'inflation a peu évolué par rapport aux prévisions de juin 2017. L'effet direct de la révision à la hausse du taux de change est une progression moins importante des prix de l'énergie au deuxième semestre de 2017 et un recul plus marqué de ces derniers lors du premier semestre 2018. En revanche, nous n'anticipons pas d'effets indirects significatifs du changement des hypothèses faites sur le taux de change sur l'horizon de projection (juin 2018).

L'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) excluant les prix de l'énergie, a quant à elle été revue en légère hausse, essentiellement en raison de prix agricoles plus élevés qu'anticipé. L'inflation devrait donc poursuivre son accélération lors du second semestre 2017, notamment soutenue par le secteur des services qui connaît des taux d'inflation relativement élevés. Lors du premier semestre 2018, le taux de croissance de l'IPCN excluant les prix de l'énergie devrait se stabiliser aux alentours de 2,0 %, en légère accélération par rapport à la projection faite pour l'ensemble de l'année 2017 (1,8 %).

En 2017, l'inflation globale, mesurée par l'IPCN, serait proche de l'inflation hors énergie et s'établirait à 1,9 % pour l'ensemble de l'année. Lors du premier semestre 2018, l'inflation globale devrait baisser à 1,7 % sous l'effet du recul (en taux de variation annuel) du prix du pétrole.

En fonction de ces prévisions, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le deuxième trimestre de 2018.

Concernant l'IPCH, dans lequel les prix de l'énergie ont un poids plus important, les projections ont été revues à la baisse pour l'ensemble de l'horizon de projection.

Tableau 4 :

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

	2016	2017	1 ^{ER} SEMESTRE 2017	2 ^E SEMESTRE 2017	1 ^{ER} SEMESTRE 2018
IPCN	0,3 (-)	1,9 (0,1)	1,7 (-)	2,0 (0,1)	1,7 (-)
IPCN hors énergie	1,0 (-)	1,8 (0,1)	1,5 (-)	2,1 (0,2)	2,0 (0,2)
IPCH	0,0 (-)	2,1 (0,1)	2,3 (-)	1,9 (-0,1)	1,5 (-0,1)
IPCH énergie	-8,8 (-)	4,6 (-1,0)	8,7 (-0,1)	0,9 (-1,9)	-3,5 (-2,0)
IPCH hors énergie	1,3 (-)	1,8 (0,1)	1,5 (-)	2,1 (0,2)	2,1 (0,1)

Source : BCL

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient reculé de 1,3 % en 2016.

Au premier trimestre 2017, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont connu une dynamique positive (+1,5 %), portés par le secteur des biens intermédiaires alors que les prix à la production dans les autres secteurs étaient en recul. Le deuxième trimestre a confirmé l'embellie observée en début d'année. Si la progression des prix à la production pour l'ensemble des produits industriels a été moins importante qu'au premier trimestre (+0,8 %), elle a en revanche été observée dans tous les secteurs. Le secteur des biens intermédiaires a connu la plus forte accélération des prix à la production lors de ce trimestre.

Tableau 5 :

Prix à la production industrielle

(en variation par rapport à la période précédente)

	2015	2016	2016-T4	2017-T1	2017-T2
Ensemble des produits industriels	-1,1	-1,3	-1,1	1,5	0,8
Biens intermédiaires	-1,0	-2,6	-1,6	3,2	0,1
Biens d'équipement	-1,3	0,6	-0,6	-0,6	4,8
Biens de consommation	0,5	10,0	-0,2	-0,7	0,5
Biens énergétiques	-2,7	-9,3	-0,4	-0,6	0,0

Source : STATEC, calculs BCL

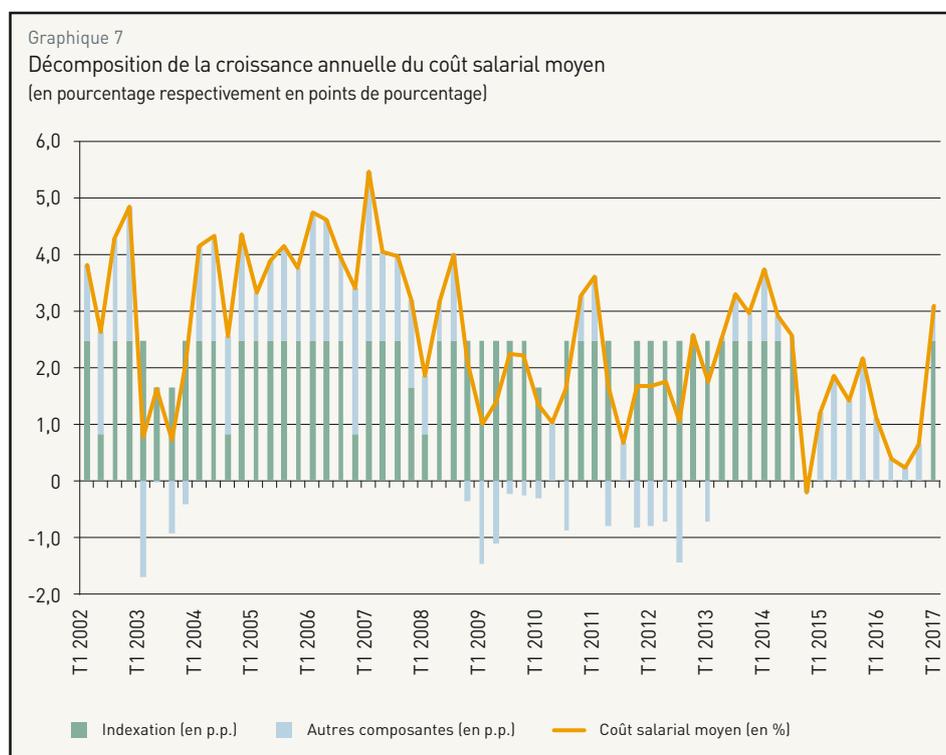
1.2.1.3 Les coûts salariaux

L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 3,1 % au premier trimestre 2017, après une hausse de 0,7 % observée au cours du trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression a été principalement imputable à la contribution de l'indexation des salaires aux prix (+2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes », qui incorporent les éléments « réels », telles que les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail, s'est établi à 0,6 p.p.

Notons que l'indicateur de court terme, calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale, a enregistré une progression moins 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 enregistré une progression annuelle d'environ 2,1 % pour le premier trimestre 2017 (après +0,8 % en moyenne au cours des trois trimestres précédents)⁵. 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 méthodologique⁶.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, révèle que le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques. Cette hausse a cependant été particulièrement



Source : STATEC, calculs BCL

5 Selon les données mensuelles de l'IGSS, cette accélération s'expliquerait principalement par une progression plus forte des salaires de base et des primes et gratifications distribuées.

6 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

importante dans les services aux entreprises (+4,6 %), l'industrie (+4,6 %), la branche « information et communication » (+3,9 %) et les autres activités de services (+3,7 %). En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a augmenté de 1,7 % au cours du trimestre sous revue.

Tableau 6 :

Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique
(en pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente)

	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017
Secteur primaire	6,2	-2,9	-1,2	-3,1	0,1
Industrie, y compris énergie	-0,2	2,1	-0,9	-0,9	4,6
Construction	1,8	1,4	0,8	-0,4	3,5
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration	1,5	0,8	0,6	0,1	2,5
Information et communication	1,2	2,9	1,6	1,2	3,9
Activités financières et d'assurance	2,2	-0,6	-0,5	4,0	2,8
Activités immobilières	-0,3	3,2	3,5	1,6	1,8
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	0,5	1,7	2,1	0,9	4,6
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,3	-1,6	-0,4	-0,5	2,0
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services	2,3	0,7	0,1	-0,3	3,7
Coût salarial moyen - économie totale	1,1	0,4	0,2	0,7	3,1

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

Source : Statec, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une accélération de la croissance du coût salarial moyen. La dynamique des salaires est principalement imputable au déclenchement de la tranche indiciaire, payée en janvier 2017. La contribution des composantes dites réelles s'est également révélée positive, en partie sous l'effet de l'ajustement du salaire social minimum (de +1,4 %) en janvier de l'année courante.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 3,4 % en avril 2017, en glissement annuel, une croissance en décélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations du STATEC⁷, la progression de l'emploi aurait atteint 3,5 % en moyenne au cours de la période de mai à juillet 2017.

L'emploi frontalier, qui a été particulièrement affecté par les effets du ralentissement conjoncturel antérieur en raison de sa répartition sectorielle, a continué de croître à un rythme plus soutenu que l'emploi résident. Cependant, l'accélération de l'emploi résident observée depuis l'été 2016 a réduit l'écart de croissance entre emploi résident et frontalier⁸.

7 À interpréter avec prudence au regard de leur caractère provisoire

8 Selon les données définitives disponibles, l'emploi national a progressé de 2,7 % au cours des quatre premiers mois de l'année 2017, en comparaison annuelle, soit à un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise (une croissance de 1,9 % en moyenne au cours de la période de janvier 1996 à août 2008).

Tableau 7 :

Évolution 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	1,7	2,0	1,8	1,8	2,3	2,0	1,8	15,1	2,8	6,9
2014	2,7	2,3	2,5	2,8	3,2	2,3	2,6	6,5	2,6	7,1
2015	3,2	2,1	2,6	2,0	2,6	2,1	2,6	-2,6	1,8	6,8
2016	4,1	2,2	3,0	1,5	2,1	2,1	3,0	-4,6	1,7	6,4
2016 T2	4,0	2,0	2,9	1,5	2,2	2,0	2,9	-4,8	1,5	6,4
2016 T3	3,9	2,3	3,0	1,7	2,3	2,3	3,0	-4,3	1,8	6,4
2016 T4	4,2	2,5	3,3	1,3	1,9	2,4	3,2	-4,2	2,0	6,2
2017 T1	4,0	2,7	3,3	1,0	1,7	2,5	3,2	-4,1	2,1	6,1
2017 T2	3,9	2,9	3,4	0,2	1,0	2,7	3,3	-5,2	2,2	6,0
Juil-16	3,8	2,3	3,0	1,9	2,4	2,3	3,0	-5,1	1,8	6,4
Août-16	3,9	2,3	3,0	1,7	2,3	2,2	3,0	-4,6	1,8	6,4
Sept-16	4,0	2,3	3,1	1,6	2,2	2,3	3,0	-3,1	1,9	6,3
Oct-16	3,9	2,4	3,1	1,1	1,8	2,3	3,0	-4,1	1,9	6,3
Nov-16	4,2	2,6	3,3	1,5	2,2	2,5	3,3	-4,9	2,0	6,2
Déc-16	4,3	2,6	3,4	1,2	1,9	2,5	3,3	-3,6	2,1	6,2
Janv-17	3,7	2,4	3,0	1,5	2,1	2,3	2,9	-3,1	1,9	6,2
Févr-17	4,0	2,7	3,3	0,7	1,4	2,5	3,2	-3,9	2,1	6,1
Mars-17	4,2	2,9	3,6	0,8	1,6	2,8	3,4	-5,3	2,2	6,0
Avr-17	4,0	2,9	3,4	0,4	1,3	2,7	3,3	-5,9	2,1	6,0
Mai-17	3,9	2,9	3,4	0,2	1,0	2,7	3,3	-5,3	2,2	6,0
Juin-17	3,8	3,0	3,4	-0,1	0,8	2,7	3,2	-4,5	2,3	6,0
Juil-17	4,3	3,0	3,6	0,0	0,9	2,8	3,5	-2,0	2,5	6,1

Remarque : les données relatives aux mois de mai à juillet 2017 sont des estimations.

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

L'emploi intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers, a progressé de 10,4 % en glissement annuel au cours du deuxième semestre 2016 avant de décélérer à 5,9 % sur les mois allant de janvier à avril 2017. Si ce mouvement venait à se confirmer, cela pourrait signaler une diminution de l'incertitude à laquelle font face les entreprises : en effet, dans un contexte d'incertitude réduite, les entreprises optent davantage pour des embauches définitives plutôt que de recourir au travail intérimaire.

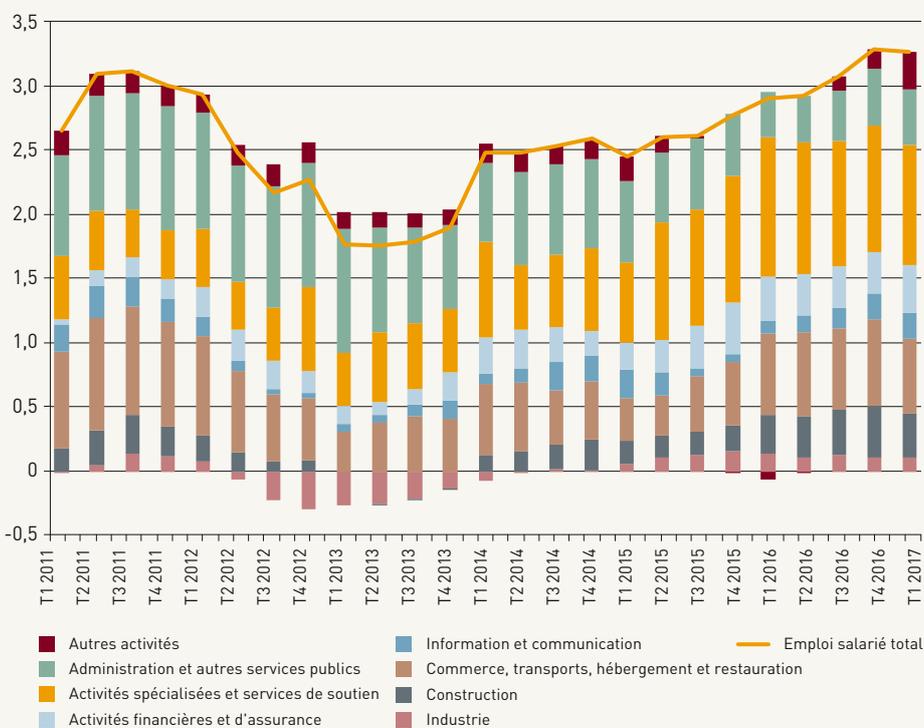
L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle que la progression annuelle de l'emploi salarié total (+3,3 % au premier trimestre 2017) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et horeca » et le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation). De son côté, le secteur financier au sens large a contribué à hauteur de 0,3 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié total⁹.

9 La hausse de l'emploi dans le secteur financier s'est principalement expliquée par la progression observée dans le sous-secteur des « Activités auxiliaires de services financiers et d'assurance » qui incluent par exemple les activités de gestion de fonds ou encore le courtage de valeurs mobilières et de marchandises.

Graphique 8

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)

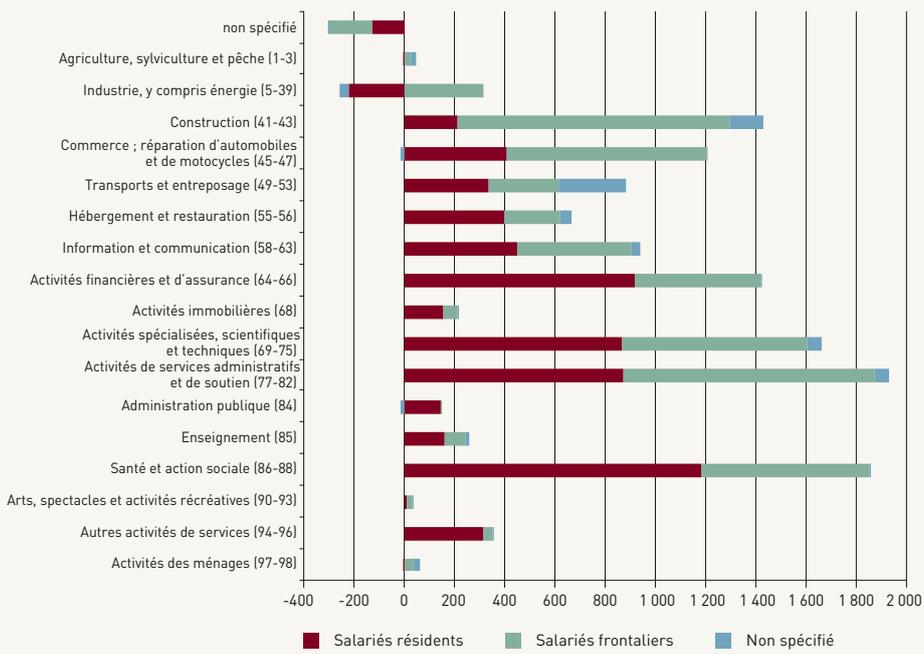


Source : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Graphique 9

Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au premier trimestre 2017

(évolution absolue par rapport au premier trimestre 2016)



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

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 résidence¹⁰. Sur l'année séparant les premiers trimestres 2016 et 2017, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 13 000 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit, en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec près de 3 650 emplois créés, et occupés à parts égales par des résidents et des non résidents. En second lieu, le secteur commercial au sens large (y compris transports et horeca), avec près de 2 800 emplois créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, le secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec environ 2 300 postes créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés résidents. À noter également la construction et le secteur financier au sens large, avec des hausses d'environ 1 450 emplois

10 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.

créés par chaque secteur, principalement occupés par des frontaliers dans le premier et par des résidents dans le deuxième.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent des anticipations favorables dans les services (non financiers), le commerce et la construction. Par contre, les anticipations d'évolution de l'emploi dans l'industrie se sont dégradées à partir du mois de mai 2017, après avoir affiché un redressement progressif en début d'année courante.

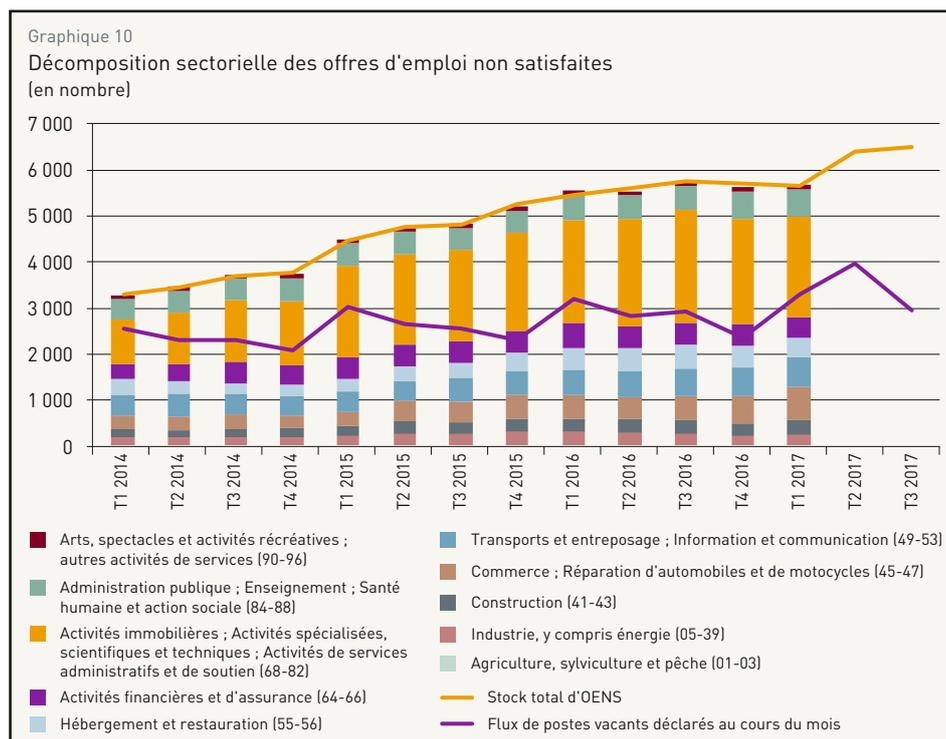
Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à environ 6 200 unités en moyenne au cours des sept premiers mois de l'année courante, soit une hausse de 6 % par rapport à la période correspondante de 2016. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, est 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 plus de 3 100 en moyenne au cours des mois de janvier à juillet 2017, en hausse de près de 8 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au premier trimestre 2017, près de 40 % des offres

d'emplois provenaient des services aux entreprises et des activités immobilières, incluant, entre autres, le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil. Les contributions de ces branches ont été suivies par celle du secteur commercial (+13 % des offres d'emplois), celle de la branche « transports et entreposage » (+12 %) et celle du secteur public au sens large (+11 %). Le secteur financier et l'horeca ont contribué chacun à 8 % des postes vacants à pourvoir.

1.2.2.2 Le chômage

Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 6,1 % en juillet 2017, un taux en hausse par rapport à celui observé au taux de juin 2017 mais en baisse par rapport au taux observé au cours du mois correspondant de l'année précédente (-0,3 p.p.). Le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a poursuivi sa diminution en juillet 2017 (-2 % en glissement annuel, soit l'équivalent d'environ 340 chômeurs de moins en une année).

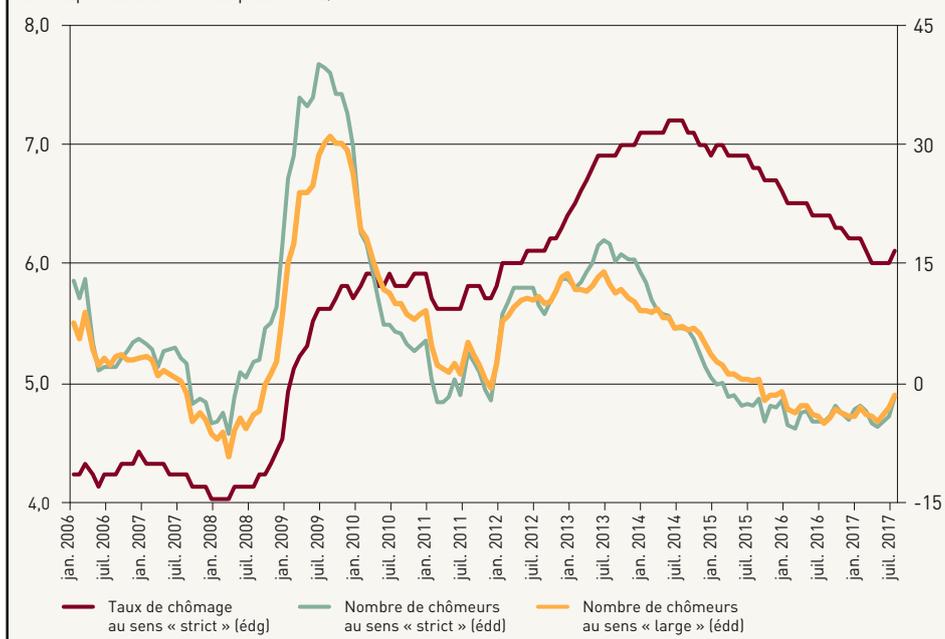
Il convient de remarquer, qu'après neutralisation des effets saisonniers, le nombre de demandeurs d'emploi a augmenté de 1,5 % en glissement mensuel (soit l'équivalent de +252 personnes) au mois



Remarque : les branches économiques sont 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 2017. Par ailleurs, les données relatives au troisième trimestre 2017 font uniquement référence au mois de juillet 2017.

Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 11
Évolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en pourcentage de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



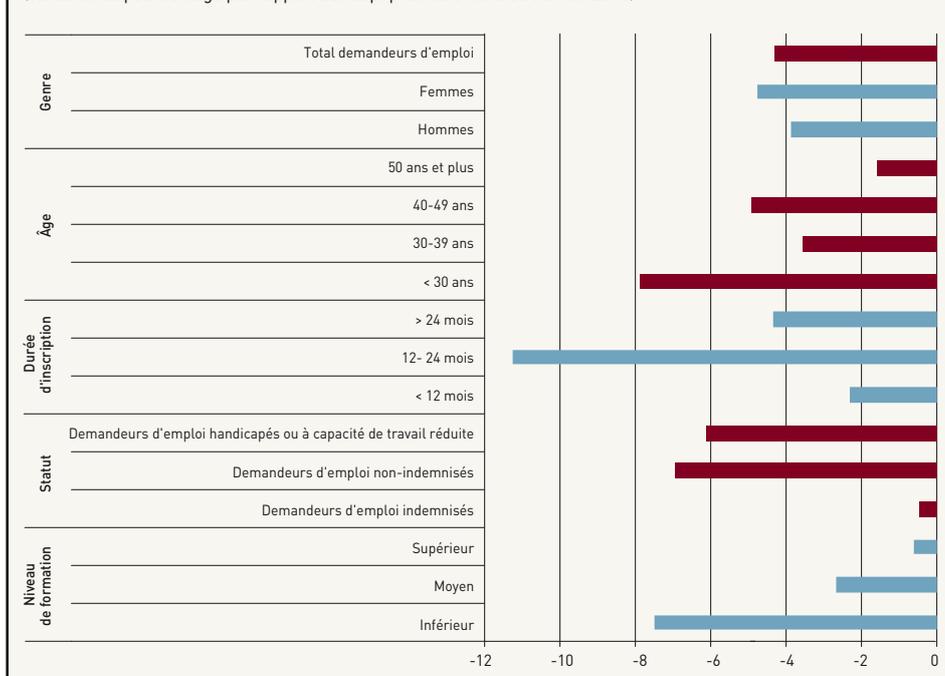
Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

de juillet 2017. Cette hausse s'explique en partie par la diminution du nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi, qui a poursuivi la trajectoire descendante entamée depuis le mois d'avril 2016, pour s'établir à 5 098 personnes en juillet 2017, soit 1,4 % de moins qu'il y a un an. Ce repli est partiellement attribuable à l'abolition, en janvier 2016, du « Stage de réinsertion professionnelle » qui a été remplacé par deux nouvelles mesures de soutien à l'emploi plus ciblées : le « Contrat de réinsertion-emploi », qui alterne formation pratique, et formation théorique et le « Stage de professionnalisation »¹¹.

Cependant, la diminution du nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant de mesures de soutien ne saurait à elle seule expliquer la récente hausse du chômage, étant donné que le nombre de nouvelles inscriptions au chômage a également augmenté en juillet 2017. Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent pas encore de déterminer si cette récente hausse reflète un trou d'air passager ou, au contraire, un revirement de tendance sur le marché du travail.

Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, qu'au cours des sept premiers mois de l'année en cours, la baisse du chômage au sens « strict » a bénéficié à toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque, en particulier, une diminution de près de 8 % du nombre de chômeurs disposant

Graphique 12
Évolution du nombre de chômeurs selon leurs caractéristiques
(variation de pourcentage par rapport aux sept premiers mois de l'année 2016)

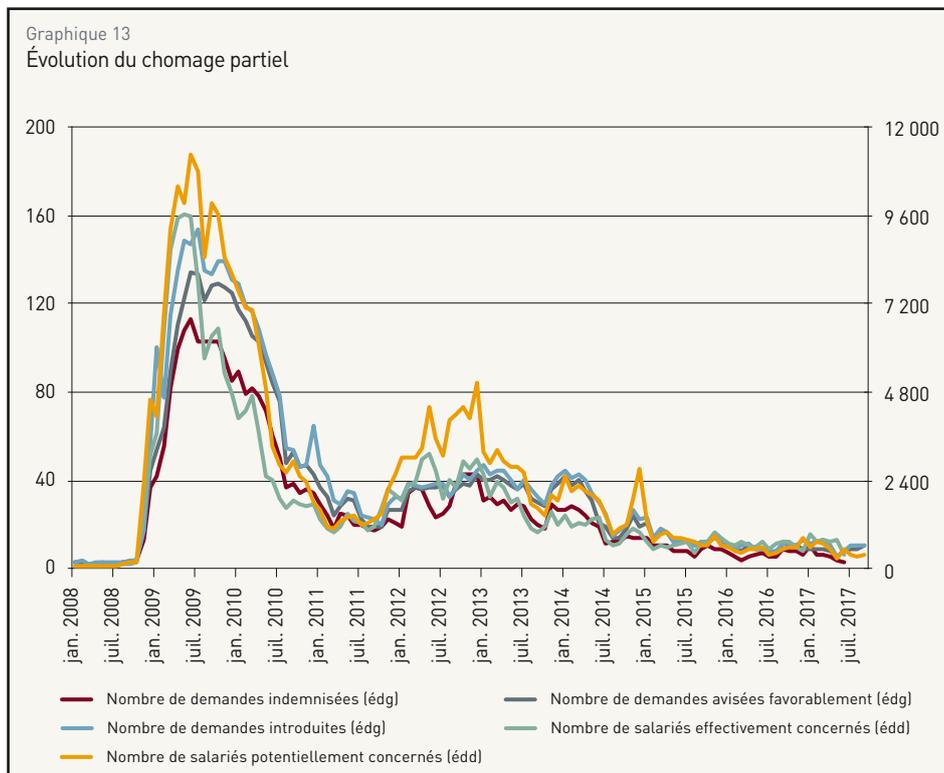


Source : ADEM, calculs BCL

11 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.

d'un niveau de formation inférieur et un recul de 6 % 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 ans¹². Le chômage de longue durée a sensiblement diminué en une année.

En ce qui concerne le chômage partiel, au cours des trois premiers trimestres de 2017, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit a eu tendance à se stabiliser en comparaison avec la même période de l'année précédente. En revanche, au premier semestre de l'année courante, le nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit s'est inscrit en hausse en comparaison annuelle. Le chômage partiel ne concerne désormais qu'un nombre réduit d'entreprises.



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour l'année 2017.

Source : Comité de conjoncture

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle** a baissé lors des six premiers mois de 2017. Cette évolution tend à confirmer la tendance observée lors de l'année 2016, durant laquelle un recul de la production s'était amorcé au troisième trimestre avant de se renforcer au quatrième trimestre, pour enregistrer une baisse de 0,1 % sur l'ensemble de l'année. Au premier trimestre de 2017, la production a baissé fortement, de 6,5 %. Si ce recul a été observé dans tous les secteurs de l'industrie, il a été plus marqué dans le secteur des biens d'équipement et le secteur des biens de consommation. La baisse de la production a été moins forte dans les secteurs de biens intermédiaires et de biens énergétiques. Au deuxième trimestre 2017, la contraction de la production dans l'ensemble de l'industrie a été moins importante (-0,9 %) et moins généralisée puisque la production de biens d'équipement a progressé nettement et que la production de biens intermédiaires est restée stable.

Dans le reste de la zone euro la production industrielle a globalement été sur une pente ascendante, si bien que les indices de la production industrielle au Luxembourg et dans la zone euro ont évolué de manière dissociée et ce, depuis plusieurs années. La production au Luxembourg avait nettement chuté à partir de 2011, cette baisse ayant perduré jusqu'au deuxième trimestre de 2013, alors que dans le même temps, la production dans la zone euro avait enregistré un recul de moindre ampleur. La production

¹² Cette baisse est probablement liée à la réforme de la loi sur le reclassement professionnel qui est entrée en vigueur en janvier 2016 et dont le principal objectif est de favoriser le reclassement des salariés à capacité réduite à l'intérieur des entreprises (et non via l'ADEM).

Tableau 8 :

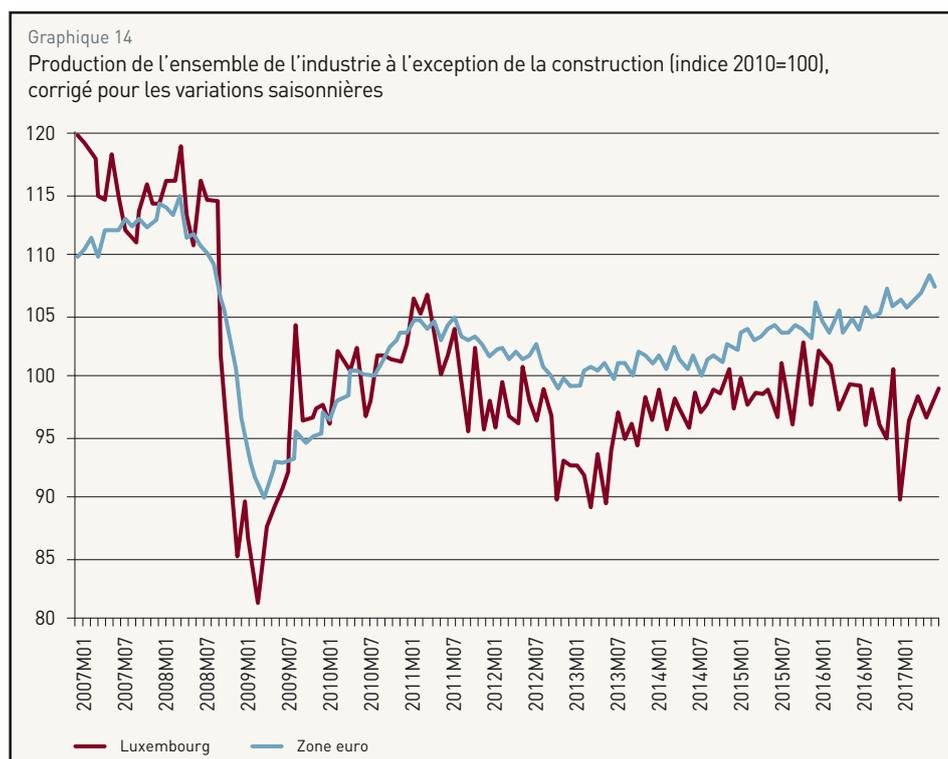
Indicateurs relatifs à l'industrie

(production par jour ouvrable en taux de variation annuel)

	2015	2016	2016-T4	2017-T1	2017-T2
Total Industrie	0,9	-0,1	-2,7	-6,5	-0,9
Industrie sidérurgique	-15,2	15,3	13,7	-11,3	-8,0
Total industrie hors sidérurgie	2,3	-1,2	-4,2	-6,1	-0,2
Biens intermédiaires	-1,9	5,5	3,6	-2,2	0,0
Biens d'équipement	4,4	-4,3	-10,6	-12,3	3,8
Biens de consommation	4,8	-5,4	-10,4	-13,7	-3,0
Biens énergétiques	-0,4	-5,0	2,6	-1,7	-7,6

Source : STATEC, calculs BCL

industrielle avait ensuite progressé de manière plus favorable au Luxembourg, comblant ainsi une partie de son retard sur la zone euro, avant de s'en écarter à nouveau à partir de 2016. Néanmoins depuis janvier 2017, moment où la production était à un niveau très faible au Luxembourg, la production a progressé (tout en restant à des niveaux relativement bas) et l'écart avec la zone euro s'est réduit.



Source : Eurostat, calculs BCL

Lors du mois d'août 2017, l'indicateur de confiance dans l'industrie s'est affiché en nette hausse et s'est établi à 3,9 (contre -0,8 en juillet). Il s'agit du plus haut niveau observé depuis février 2011. La tendance récente de la production est en très forte amélioration par rapport au mois de juillet. En effet, les entreprises ont été moins nombreuses à la juger en diminution. La même tendance a été observée au niveau du carnet de commandes et ce, tant au niveau du marché intérieur qu'au niveau du marché étranger. Les stocks ont également connu un développement positif du fait qu'un plus grand nombre d'entreprises ont considéré le niveau des stocks comme étant adéquat ou insuffisant. Les perspectives d'évolution de la production se sont aussi améliorées. Cette analyse prévaut également pour les perspectives

d'évolution relatives aux prix de vente. Les perspectives d'emploi se sont quant à elles légèrement améliorées. Par rapport au mois d'avril, l'enquête trimestrielle de juillet 2017 nuance quelque peu ce tableau optimiste, puisque moins d'entreprises ont considéré que l'activité n'était limitée par aucun facteur. Elles ont été plus nombreuses à estimer que l'insuffisance de la demande limitait leur activité. De même, un plus grand nombre d'entreprises a jugé que les capacités de production étaient plus que suffisantes. Paradoxalement, le degré d'utilisation des capacités de production a été quasiment stable, s'établissant à 80 % (après 81 % en avril).

Lors de l'année 2016, l'activité dans la **construction** avait été très dynamique, la production et le nombre d'heures travaillées ayant progressé respectivement de 3,7 % et 3,1 %. En revanche, lors des six premiers mois de 2017 l'activité dans la construction s'est contractée puisque la production a enregistré une baisse de 1,5 % et le nombre d'heures travaillées de 0,2 %. La décomposition trimestrielle fait néanmoins apparaître un deuxième trimestre en nette hausse après un premier trimestre fortement négatif. La chute de la production au premier trimestre est essentiellement due à un recul de près de 18 % enregistré au mois de janvier, caractérisé par des conditions météorologiques peu favorables. Il convient d'ajouter l'effet de 3 jours ouvrés en moins par rapport à janvier 2016 suite au décalage des congés du bâtiment.

Le nombre de permis de bâtir accordés avait nettement progressé en 2016. Si l'évolution au cours du premier trimestre de 2016 avait été modérée, la progression avait été très forte lors des deuxième et troisième trimestres et ce, par rapport aux mêmes trimestres de 2015. Rappelons toutefois que l'année 2015 avait enregistré une chute importante du nombre de permis de bâtir accordés par rapport au niveau spectaculaire atteint lors du dernier trimestre de 2014, dernière occasion pour profiter des avantages fiscaux accordés aux résidences secondaires. Enfin lors du quatrième trimestre 2016, le nombre de permis de bâtir avait aussi reculé de 24 %.

L'indicateur d'activité dans la construction a atteint 14 au mois d'août 2017, en recul par rapport au mois de juillet (14,9). Si l'évolution récente de l'activité s'est affichée en léger recul, beaucoup plus d'entreprises ont toutefois considéré qu'aucun facteur ne limitait l'activité. Elles ont été par exemple moins nombreuses à citer les contraintes financières comme facteur limitant. L'état du carnet de commandes a été quasiment stable alors que les perspectives d'emploi ont, quant à elles, légèrement baissé. Enfin, les perspectives d'évolution des prix ont indiqué une nette baisse.

Tableau 9 :

Indicateurs relatifs au secteur de la construction

(en taux de variation annuel)

	2015	2016	2016-T4	2017-T1	2017-T2
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	-1,6	3,7	5,1	-7,1	3,9
Heures travaillées	-0,4	3,1	3,2	-2,5	2,0
Permis de bâtir	-37,4	20,6	-24,1		

Source : STATEC, calculs BCL

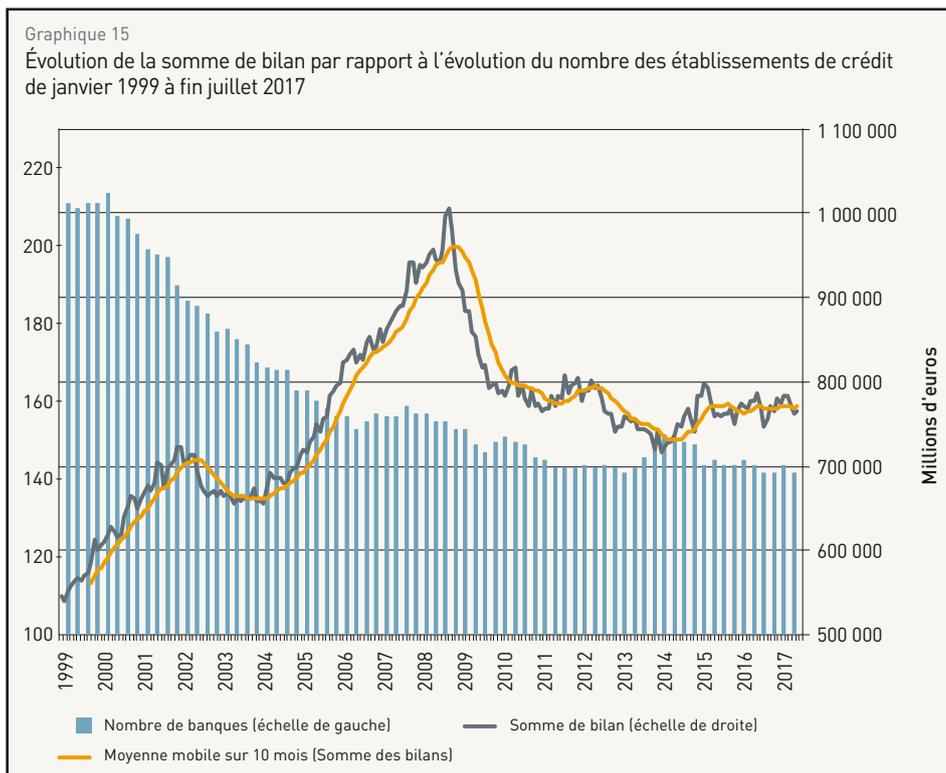
1.2.3.2 Le secteur financier**1.2.3.2.1 Les établissements de crédit****L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit**

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 133 personnes fin juin 2017, soit une baisse de 95 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 11 postes par rapport au 31 mars 2017.

La baisse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre juin 2016 et juin 2017 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 61 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 51 autres l'ont diminué. Parmi ces derniers, trois établissements de crédit ont diminué leur effectif suite à la mise en œuvre d'un plan social.

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 2017, soit 2 unités de moins qu'au mois de mars 2017. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 24 unités présentes. On a également dénombré 15 banques françaises, 12 banques chinoises, 11 banques suisses, 10 banques italiennes et six banques luxembourgeoises.



Source : BCL

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 juillet 2017, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 762 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une baisse annuelle de 21 milliards d'euros, soit 2,7 %, par rapport au 31 juillet 2016.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (50,3 %) du total de l'actif fin juillet 2017. Ces créances ont diminué de 3,7 milliards d'euros pour porter l'encours à 383 milliards d'euros, soit une baisse de 1 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 33,4 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 100,1 milliards d'euros fin juillet 2017. Ce montant se décompose en 51 milliards d'euros sur les comptes courants et 49,1 milliards dans les facilités de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans les facilités de dépôt, ont enregistré une hausse consécutive en rythme annuel par rapport au trimestre précédent et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur la période de juillet 2016 à juillet 2017. Effectivement, le taux de facilité de dépôt négatif, qui s'applique également aux réserves excédentaires, a été porté à -0,40 % lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 10 mars 2016 et est resté inchangé depuis lors. Pour la période de constitution des réserves obligatoires qui a pris fin le 25 juillet 2017, le montant de ces réserves a été de 4,7 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 44,2 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 2,8 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 1,3 %, pour atteindre un encours de 218,6 milliards d'euros fin juillet 2017. Une légère hausse de 0,1 % a été enregistrée par rapport au mois de juin 2017. Entre juillet 2016 et juillet 2017, les banques de la place ont diminué l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 1,1 milliard d'euros, soit une baisse

de 1,6 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 7,8 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 18,7 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 136,9 milliards d'euros fin juillet 2017, soit une baisse de 12 %. Ce portefeuille a représenté 18 % du total de l'actif en fin de période et est composé à 91,5 % de titres de créances à revenus fixes et à 8,5 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin juillet 2017, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 125,2 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 18,6 milliards d'euros ou de -12,9 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de détailler les effets de valorisation et de change afin de mieux expliquer cette évolution. Les effets de valorisation et de change ont contribué à une baisse du portefeuille de 1,3 et 1,6 milliard d'euros respectivement. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 15,7 milliards d'euros entre juillet 2016 et juillet 2017. À noter que le portefeuille de titres à revenus variables a diminué de 0,1 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1,8 milliard d'euros en rythme annuel, pour s'établir à 23,2 milliards d'euros fin juillet 2017, soit 3 % 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 ¹⁾
	07-2016	06-2017	07-2017	07-2016 - 07-2017		06-2017 - 07-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	386 727	382 212	382 998	-3 729	-1,0	786	0,2	50,3
Créances sur la clientèle	215 844	218 344	218 610	2 766	1,3	266	0,1	28,7
Portefeuille titres	155 604	138 800	136 897	-18 707	-12,0	-1 903	-1,4	18,0
Autres actifs	24 920	20 765	23 153	-1 767	-7,1	2 388	11,5	3,0
Total de l'actif	783 095	760 121	761 658	-21 437	-2,7	1 537	0,2	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a diminué de 32,8 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 256,2 milliards d'euros fin juillet 2017. Le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 0,9 milliard d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires à l'exclusion des activités auprès de la BCL ont diminué de 33,7 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire¹³ hors BCL a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 32,3 milliards d'euros fin juillet 2017.

13 Le solde interbancaire correspond à la différence entre les dettes interbancaires et les créances interbancaires.

Au 31 juillet 2017, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 5,2 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 360,5 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 47,3 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques. Les principaux postes, qui ont influencé l'évolution des dettes envers la clientèle, étaient les dépôts des autres intermédiaires financiers (21,4 milliards d'euros) et des ménages et ISBLM des pays de la zone euro (2,5 milliards d'euros), ainsi que les dépôts des sociétés financières du reste du monde (-4,9 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a diminué de 3,5 milliards d'euros par rapport à juillet 2016 et a représenté 58,1 milliards d'euros en fin de période, soit 7,6 % 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 diminué de 3,1 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 86,9 milliards d'euros fin juillet 2017, soit 11,4 % du passif.

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 ¹⁾
	07-2016	06-2017	07-2017	07-2016 - 07-2017		06-2017 - 07-2017		07-2017
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	289 002	256 127	256 205	-32 797	-11,3	78	0,0	33,6
Dettes envers la clientèle	342 528	359 898	360 479	17 951	5,2	581	0,2	47,3
Dettes représentées par un titre	61 579	59 238	58 051	-3 528	-5,7	-1 187	-2,0	7,6
Autres passifs	89 986	84 859	86 923	-3 063	-3,4	2 064	2,4	11,4
Total du passif	783 095	760 121	761 658	-21 437	-2,7	1 537	0,2	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

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 2017. Les données présentent les taux d'intérêt de détail pour les nouveaux contrats¹⁴ pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. Les nouveaux accords comprennent tous les contrats financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants. De plus, des informations sur les encours¹⁵ sont également fournies.

14 On entend par nouveau contrat tout nouvel accord passé entre le ménage ou la société non financière et l'agent déclarant.

15 On entend par encours, l'ensemble des dépôts placés par les ménages et les sociétés non financières auprès de l'établissement de crédit et l'ensemble des crédits octroyés par l'établissement de crédit aux ménages et aux sociétés non financières.

Taux d'intérêt des crédits accordés

Le taux d'intérêt variable¹⁶ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint 1,65 % durant le mois de juillet 2017, soit un niveau comparable avec celui affiché pendant le premier semestre de cette année. Cette relative stabilité tranche avec l'évolution haussière des périodes de fixation plus longues des taux immobiliers. En effet, les derniers chiffres disponibles confirment la progression des taux d'intérêt fixes¹⁷ sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages qui se sont inscrits à 1,87 % pendant la même période de référence.

Le graphique 16 offre une vue comparée de l'évolution historique des taux et des volumes pour ces deux types de contrats. L'échelle de gauche mesure le volume d'activité mensuelle, tandis que nous pouvons lire l'évolution des taux sur l'échelle de droite. Soulignons également que l'utilisation de données lissées (moyennes mobiles durant le dernier semestre) permet de mettre en exergue les tendances que suivent ces séries.

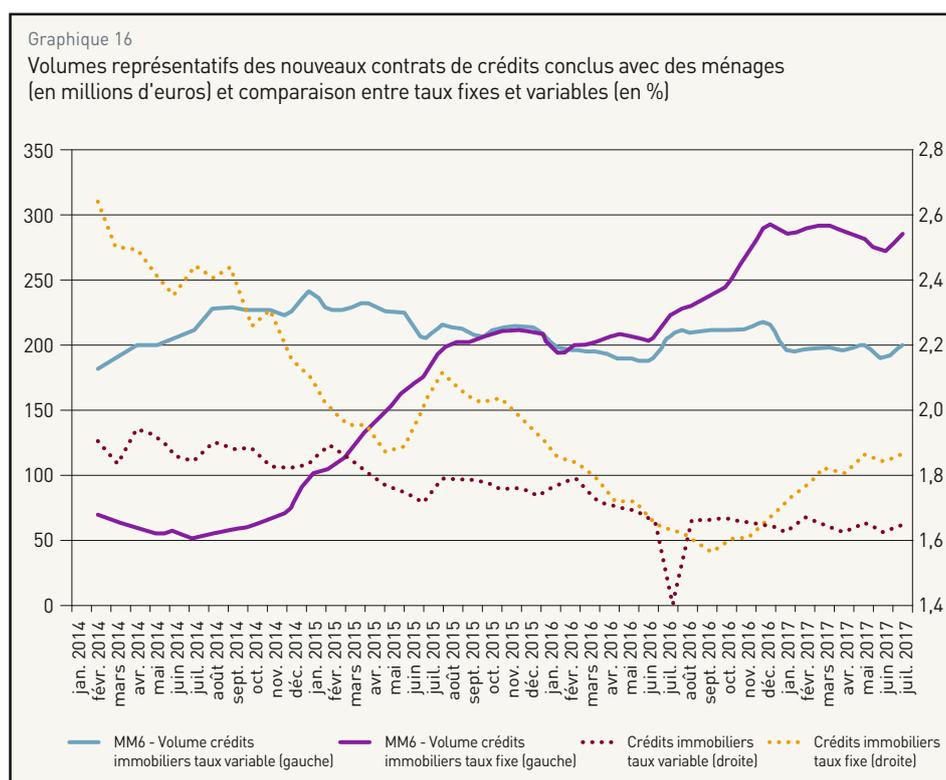
Les conclusions que nous pouvons tirer à la lecture de ce graphique sont multiples. Nous avons assisté depuis 2014 à un resserrement de l'écart entre les taux immobiliers fixes et variables, couplé à un rattrapage des volumes d'activité pour les contrats à taux fixe. Toutefois, depuis le mois de mars 2016, l'écart se creuse en faveur de ces derniers et le volume des

crédits immobiliers accordés à taux fixe par les banques de la Place atteint des niveaux historiquement élevés. Selon les derniers chiffres disponibles, le volume d'activité mensuel de ces produits s'est élevé à 327 millions d'euros en juillet 2017, soit une hausse de 29 millions d'euros en comparaison mensuelle ou 41 millions d'euros en un an. Il convient de noter que les ménages continuent à fixer les taux immobiliers sur des périodes supérieures à un an en dépit d'une hausse du coût relatif des contrats fixes par rapport aux contrats à taux variables, préférant bloquer leur position sur les conditions de marché actuelles.

En termes d'encours, les crédits immobiliers avec une échéance initiale de plus de cinq ans ont dépassé les 28 milliards d'euros en juillet 2017, représentant près de 4 % de la somme de bilan des établissements de crédit. Le taux d'intérêt de ces contrats, qui est influencé aussi bien par les créances existantes que celles nouvellement accordées, a atteint 1,90 % durant la dernière période d'observation.

¹⁶ Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

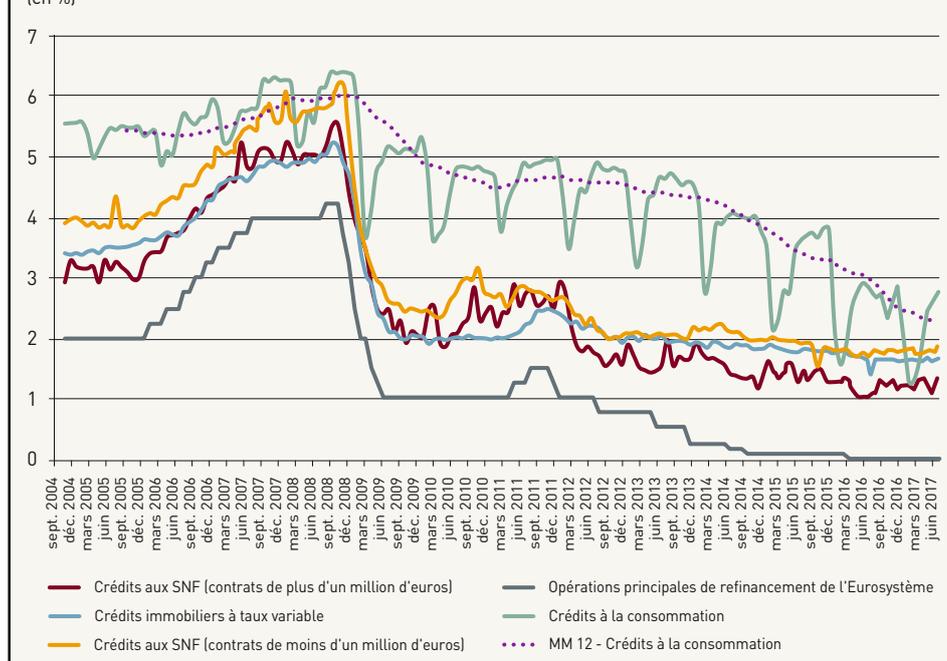
¹⁷ Taux d'intérêt fixe pondéré par les montants des contrats pour tous les crédits immobiliers accordés indépendamment de la durée de fixation initiale du taux (supérieure à un an). Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.



Source : BCL

Graphique 17

Évolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux ménages et sociétés non financières de la zone euro entre septembre 2004 et juillet 2017 (en %)



Source : BCL

Le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale est supérieure à un an et inférieure ou égale à 5 ans, s'est établi à 2,73 % en juillet 2017, en retrait de 14 points de base par rapport au mois de juillet 2016. Les méthodes de lissage s'avèrent particulièrement utiles pour l'analyse de cette série en raison de son comportement cyclique lié notamment au traditionnel festival de l'automobile. À cet effet, le graphique 17 illustre la tendance baissière de la moyenne mobile sur les 6 derniers mois du taux sur ces crédits. Cette tendance se reflète également sur l'évolution du taux sur les encours de crédit pour différentes tranches de maturité.

Concernant les autres crédits aux ménages, cette catégorie résiduelle regroupe diverses activités telles le financement de l'éducation,

des prêts professionnels ou encore des crédits destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, à la différence des deux autres catégories susmentionnées, les autres créances sont majoritairement offertes à une clientèle non résidente. En dépit de l'hétérogénéité sous-jacente, le taux variable sur les créances nouvellement accordées demeure relativement stable depuis le mois de juillet 2016 pour s'établir à 1,35 % en juillet 2017.

Enfin, s'agissant des sociétés non financières, le taux d'intérêt des nouveaux prêts s'est stabilisé pour toutes les catégories de montants. Le taux d'intérêt moyen pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros a atteint 1,78 % en juillet 2017, tandis que le taux d'intérêt pour les gros volumes s'est établi à 1,32 % durant la même période d'observation.

Taux d'intérêt des dépôts

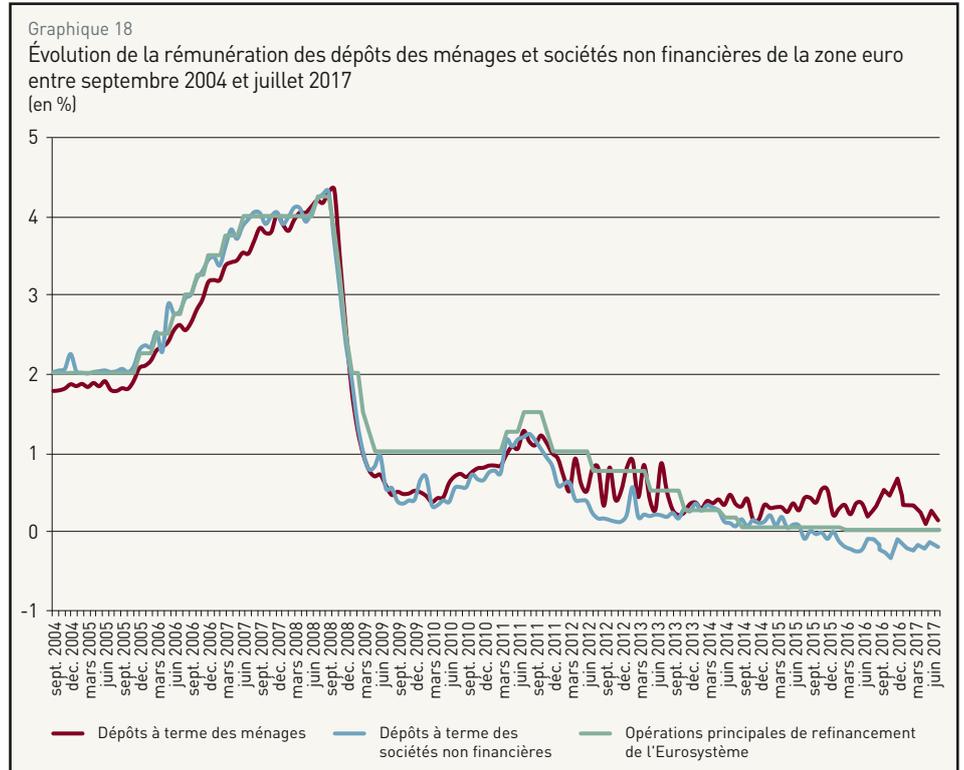
La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages d'une durée initiale inférieure ou égale à 1 an a diminué de 4 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,17 % en juillet 2016 à 0,13 % en juillet 2017. Le taux sur les dépôts à vue des ménages a atteint 0,14 % en juillet 2017, contre 0,17 % un an plus tôt. Néanmoins, il convient de noter que certaines banques chargent des intérêts négatifs sur les gros volumes déposés par les ménages sur leurs comptes courants qui sont classés comme dépôts à vue.

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 évolue toujours en terrain négatif pour atteindre -0,16 % en juillet 2017. Il convient toutefois d'interpréter cette évolution avec précaution car les pondérations des contrats individuels sont très volatiles pour cette catégorie d'instruments. Le taux sur les dépôts à vue des sociétés non financières était évalué à un point de base à la fin du mois de juillet 2017.

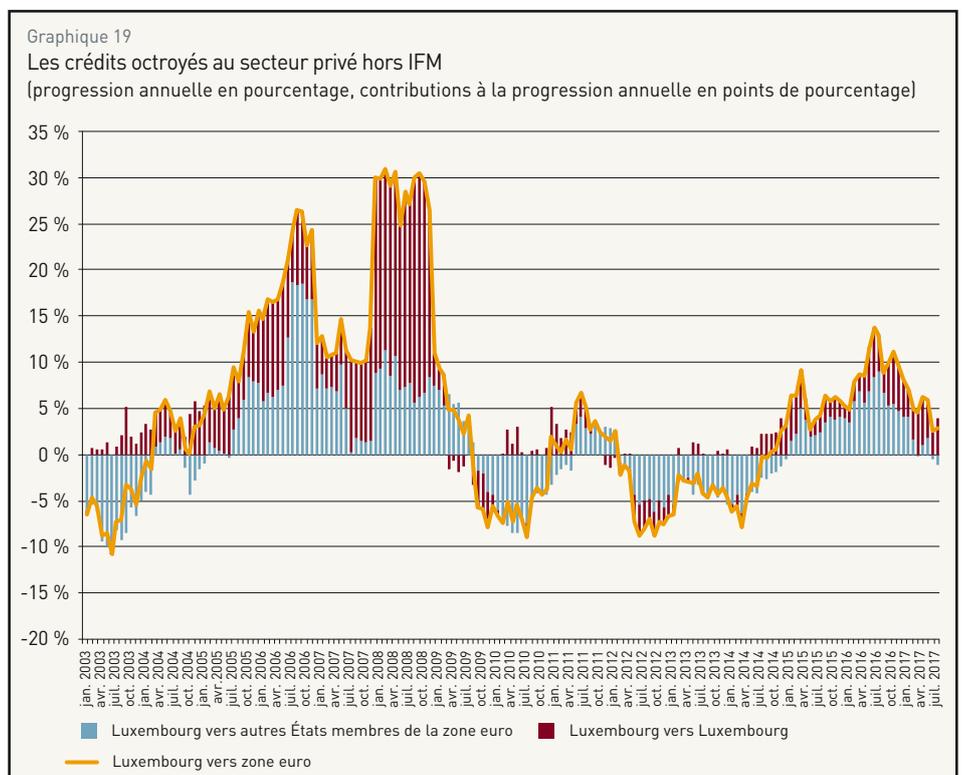
L'évolution des crédits au secteur privé

Les crédits octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de 2,8 % en juillet, soutenus par des contributions positives provenant majoritairement des crédits octroyés aux contreparties résidentes. La contribution des crédits octroyés aux contreparties non résidentes a diminué davantage sur le deuxième trimestre de l'année et est devenu négative en juin (voir graphique 19). Cette diminution est principalement due à un ralentissement des crédits octroyés aux sociétés non financières (SNF). Par contre, en 2016 les crédits aux SNF ont connu une croissance soutenue, avec un taux annuel dépassant 23 % en juillet. Ce phénomène était essentiellement attribuable aux activités d'un nombre limité de succursales étrangères, qui ont augmenté significativement leurs crédits envers des entreprises situées dans d'autres pays membres de la zone euro (notamment l'Allemagne). Début 2017, la stabilisation des encours dans ces instituts de crédits a conduit à un ralentissement de la croissance des crédits aux SNF non résidentes. Les crédits octroyés aux SNF résidentes continuent à augmenter à un rythme assez élevé (voir graphique 20). Les principales banques de détail au Luxembourg n'ont apporté qu'une légère contribution à cette forte croissance (13,8 % sur base annuelle en juillet), à nouveau attribuable principalement aux activités d'un nombre limité de succursales étrangères.

Selon les données de juillet 2017, la majeure partie des encours de



Source : BCL

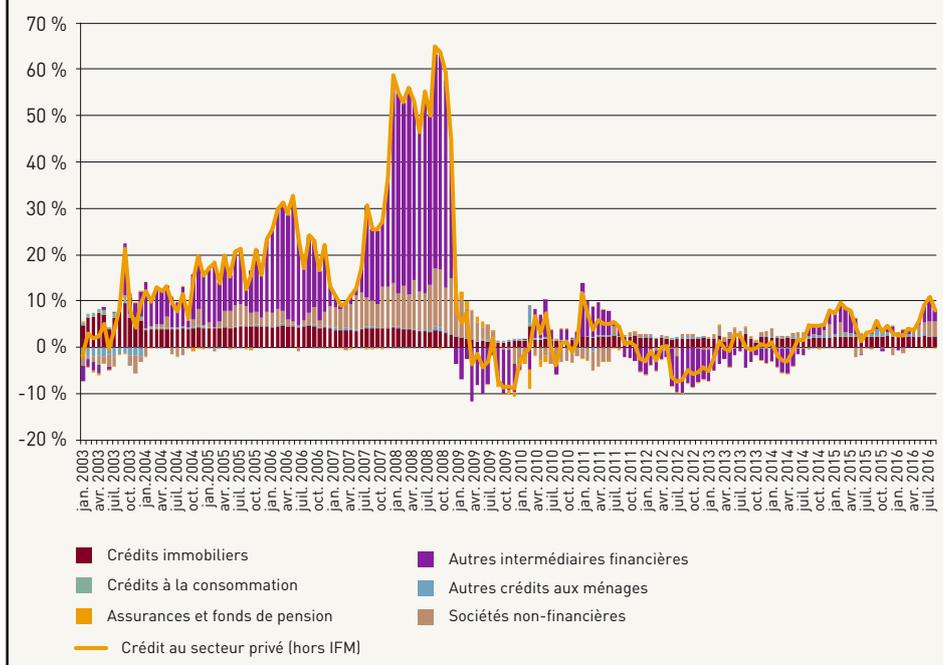


Source : BCL

Graphique 20

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

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



Source : BCL

crédits octroyés au secteur privé de la zone euro était destinée au secteur non financier : 44 % des encours étaient destinés aux entreprises, alors que 19 % 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. Dans le total des crédits au secteur privé, seulement une faible partie a été octroyée aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension. Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 8,1 % en juillet (voir graphique 20). Cette dynamique a été largement

attribuable à l'évolution des crédits aux SNF et aux crédits immobiliers octroyés aux ménages, qui ont contribué respectivement à hauteur de 3,8 et 2,8 points de pourcentage. La contribution des crédits octroyés aux AIF a été de 1,5 point de pourcentage.

S'agissant des crédits aux ménages résidents, les crédits immobiliers ont connu une croissance annuelle de 8 % en juillet, ce qui est assez stable par rapport aux mois précédents. Les crédits à la consommation ont progressé à un taux annuel de 4,8 % en juillet, en légère augmentation par rapport au trimestre précédent.

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 crédit 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 crédits¹⁸. Lors de l'édition de juillet 2017, 142 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

Pour l'édition de juillet 2017, les questions rétrospectives faisaient référence au deuxième trimestre 2017, tandis que les questions prospectives couvraient le troisième trimestre 2017.

18 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf

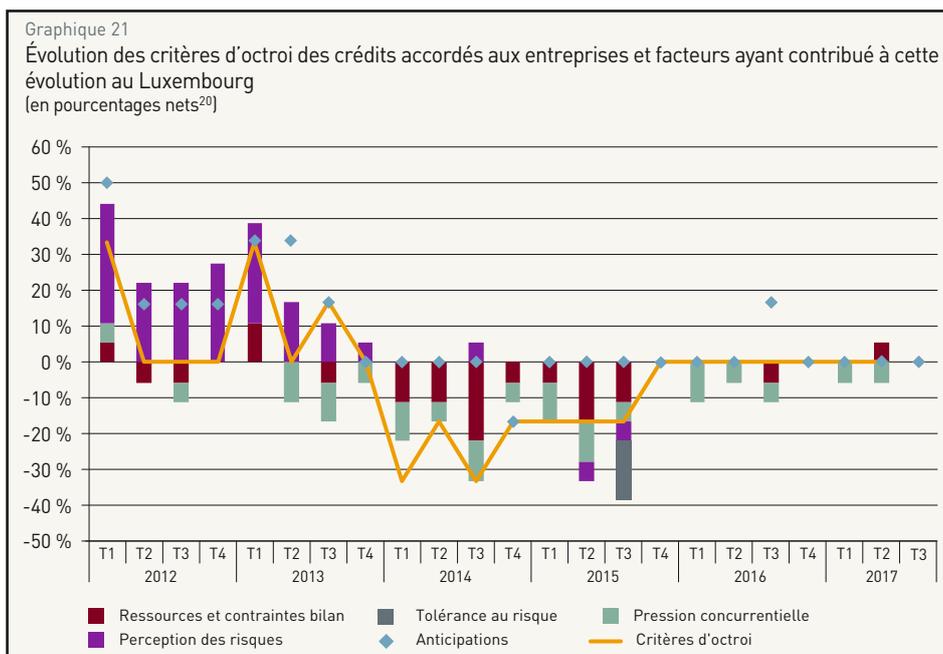
Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

Crédits accordés aux entreprises

Au deuxième trimestre 2017, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères d'octroi¹⁹ de crédits aux entreprises sont restés inchangés en termes nets (voir graphique 21), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Ces critères d'octroi ont connu un léger effet d'assouplissement émanant de la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières, tandis qu'une augmentation des coûts des fonds propres a eu un effet de durcissement. 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 a été citée comme le facteur principal contribuant à cet assouplissement.

Au Luxembourg, comme dans la zone euro, les banques s'attendent à un léger assouplissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises lors du troisième trimestre 2017.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi²¹, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère augmentation de leurs marges sur les prêts plus risqués, tandis qu'elles ont réduit leurs demandes de garanties et leurs frais autres que les intérêts. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une baisse de leurs marges



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

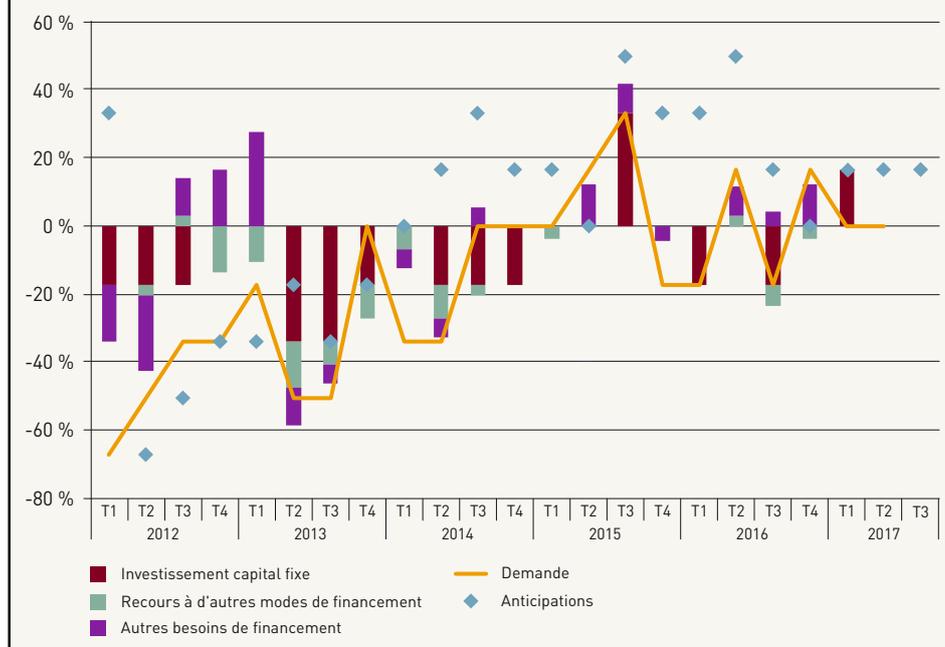
19 Les critères d'octroi des crédits sont définis comme étant « les directives ou les critères internes selon lesquels une banque octroie les crédits. Ils sont fixés préalablement à la négociation relative aux conditions du crédit et à la décision d'octroi ou de refus ».

20 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.

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

Graphique 22

Évolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets²²)



Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Emission 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

Investissement en capital fixe de la part des entreprises. En revanche, l'augmentation de la demande de crédits a été atténuée par le fait que les entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement, notamment au financement interne.

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont indiqué avoir assoupli, en termes nets, leurs critères d'octroi (voir graphique 23). Cet assouplissement est principalement attribué à une augmentation de la concurrence de la part d'autres banques. Dans la zone euro, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi. À nouveau, cet assouplissement a été principalement attribué à l'augmentation de la pression concurrentielle.

Les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à un nouvel assouplissement des critères d'octroi au cours du troisième trimestre 2017, tandis qu'un léger durcissement est attendu par les banques de la zone euro dans son ensemble.

sur les prêts de risque moyen et une stabilité de leurs marges sur les prêts plus risqués et des autres conditions d'octroi.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises est restée inchangée au deuxième trimestre 2017 (voir graphique 22). Seule la demande de la part des PME a légèrement augmenté. Une augmentation des besoins en fonds de roulement parmi les entreprises a eu un effet positif sur la demande de crédits. Par contre, la restructuration de la dette de certaines entreprises a eu un effet légèrement négatif sur la demande de crédit au Luxembourg.

Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de la demande de crédits, en l'attribuant principalement au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de l'investis-

22 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.

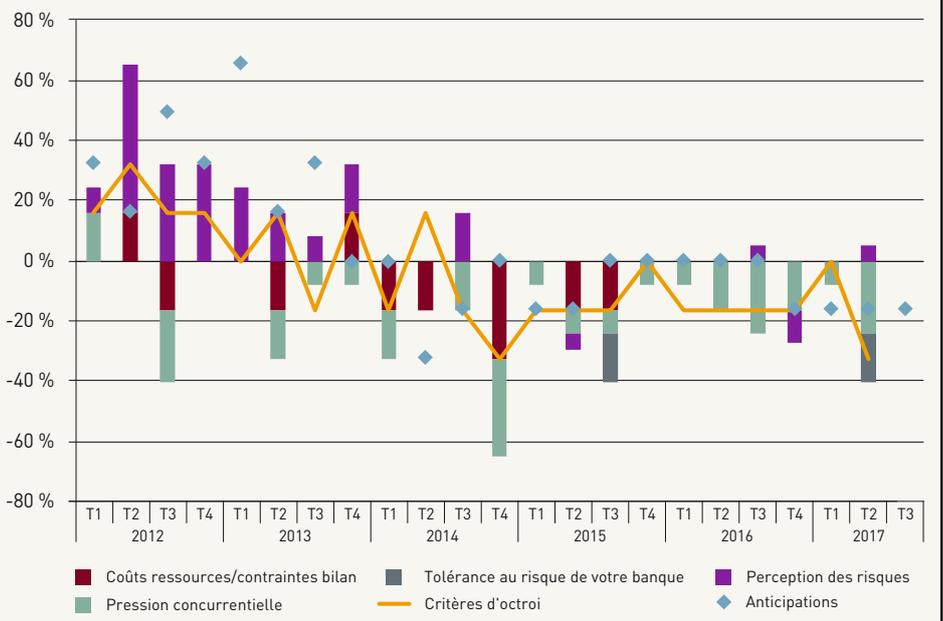
En ce qui concerne les conditions d'octroi pour les crédits à l'habitat, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère réduction nette des marges sur les prêts de risque moyen, combinée à une légère augmentation pour les prêts plus risqués. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction nette de leurs marges sur les prêts de risque moyen. Cependant, elles ont indiqué une diminution de leur ratio prêt-va-leur (quotité d'emprunt).

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a augmenté en termes nets au deuxième trimestre 2017 (voir graphique 24). Cette augmentation serait principalement attribuable au bas niveau des taux d'intérêt et à une amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel. Au niveau de la zone euro, les banques ont, elles aussi, indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, principalement attribuée au faible niveau des taux d'intérêt et aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages

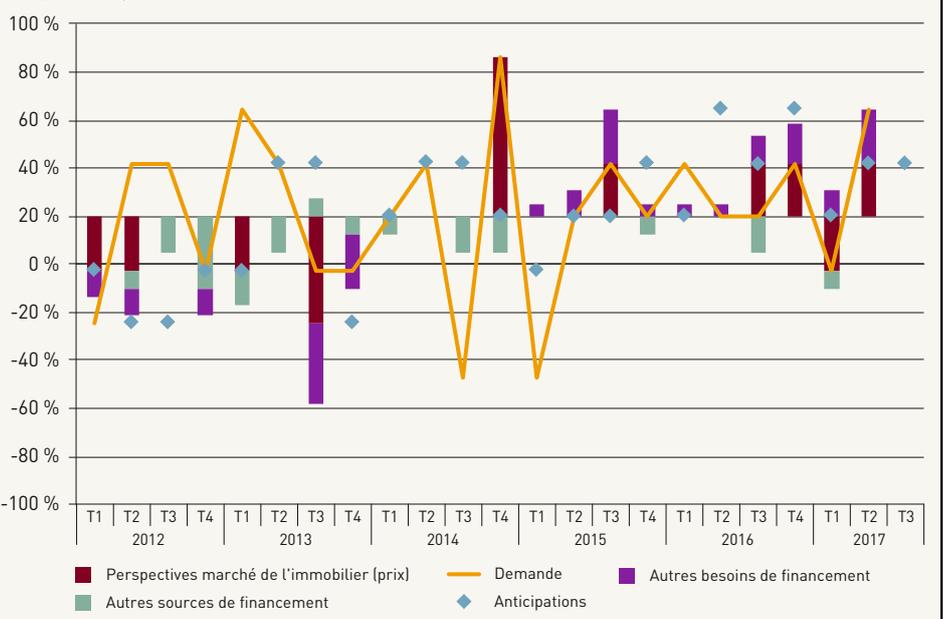
Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont indiqué ne pas avoir changé leurs critères d'octroi au cours du deuxième trimestre 2017. Les banques de la zone euro ont indiqué, quant à elles, un léger durcissement des critères d'octroi, principalement dû à une augmentation des coûts des ressources.

Graphique 23
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 24
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



Au niveau des conditions d'octroi pour les crédits à la consommation, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré une légère diminution nette de leurs marges, motivée par une augmentation de la pression concurrentielle. Les banques de la zone euro ont aussi déclaré avoir légèrement diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen.

Selon les banques luxembourgeoises, la demande pour ces crédits n'a pas subi de changement en termes nets durant le deuxième trimestre 2017. Par contre, au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, attribuée à la hausse des dépenses en biens durables, à l'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 s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions auxquelles les banques peuvent accéder aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Au deuxième trimestre, les banques au Luxembourg ont constaté une légère détérioration nette de leur accès au financement par dépôts à court terme. Les banques de la zone euro ont indiqué une amélioration de leur accès au financement de détail et aussi au financement de marché.

Deux autres questions portaient sur l'impact que des nouvelles exigences réglementaires en matière de fonds propres des banques ou d'autres mesures réglementaires ou prudentielles ont pu avoir sur la politique de distribution du crédit des banques.

Dans le cadre des nouvelles mesures, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir augmenté leurs actifs liquides et leurs fonds propres au cours du premier semestre 2017. Les banques ont aussi indiqué avoir augmenté leurs prêts de risque moyen, tout en diminuant leurs prêts plus risqués sur cette période. Dans la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de leurs fonds propres ainsi que de leurs actifs totaux. Au Luxembourg comme dans la zone euro, les banques ont estimé qu'au cours du premier semestre 2017 les nouvelles exigences en matière de fonds propres n'ont pas eu d'incidence fondamentale sur leurs critères d'octroi de crédits ou sur leurs marges de crédits.

Les trois dernières questions visaient à évaluer l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) conduites par l'Eurosystème. La majorité des banques au Luxembourg et dans la zone euro ont participé à la dernière TLTRO-II menée au mois de mars. Ces banques ont cité les conditions attractives des TLTRO comme raison la plus pertinente pour leur participation. Les banques n'ayant pas participé ont indiqué une absence de contraintes de financement comme raison principale pour leur non-participation.

Les banques ayant participé aux TLTRO ont indiqué que les fonds obtenus ont été utilisés principalement à des fins d'octroi de crédits au secteur non financier, mais aussi à des fins de refinancement. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué que les fonds obtenus ont été utilisés pour l'achat d'actifs (hors obligations souveraines de la zone euro).

Les banques au Luxembourg et dans la zone euro qui ont participé aux TLTRO ont aussi noté une légère amélioration de leur rentabilité, de leur position de liquidité et de leur accès au financement de marché. Elles ont déclaré que la participation aux précédentes TLTRO leur avait permis d'assouplir leurs critères et leurs conditions d'octroi sur les prêts aux entreprises et aux ménages.

Comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des banques de la Place (y compris leurs succursales à l'étranger) s'est établi à 3 milliards d'euros à la fin du premier semestre 2017. Les chiffres du second trimestre de 2017 confirment la bonne tenue des principales sources de revenus récurrents qui soutiennent le produit bancaire, en particulier la reprise des revenus nets sur commissions. Cette évolution favorable est cependant insuffisante face à la hausse des frais d'exploitation.

Tableau 12 :

Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit y compris les succursales à l'étranger²³

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	201606	201706	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	5 427	5 908	481	8,9
2	Intérêts bonifiés	3 070	3 432	362	11,8
3	Marge sur intérêts (1-2)	2 357	2 476	119	5,0
4	Revenus nets sur commissions	2 253	2 380	127	5,6
5	Revenus sur opérations de change	179	237	58	32,4
6	Dividendes reçus	743	581	-162	-21,8
7	Autres revenus nets	469	384	-85	-18,1
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	3 643	3 583	-60	-1,6
9	Produit bancaire (3+8)	6 000	6 059	59	1,0
10	Frais de personnel	1 523	1 535	12	0,8
11	Frais d'exploitation	1 280	1 360	80	6,3
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 803	2 895	92	3,3
13	Amortissements sur immobilisé non financier	148	154	6	4,1
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	3 048	3 010	-38	-1,2

Source : CSSF, calculs BCL

Les produits d'intérêts générés par le secteur bancaire ont augmenté de 481 millions d'euros en comparaison annuelle pour atteindre 5,9 milliards d'euros tandis que les intérêts bonifiés ont progressé de 362 millions d'euros durant cette période pour s'élever à 3,4 milliards d'euros au premier semestre 2017. Par conséquent, la marge sur intérêts a augmenté de 119 millions d'euros sur un an pour afficher un solde net de 2,5 milliards d'euros.

Les revenus nets sur commissions ont progressé de 5,6 % en rythme annuel pour s'établir à 2,4 milliards d'euros. Ces derniers ont profité d'un contexte boursier favorable et de la hausse des avoirs sous gestion des organismes de placement collectif (OPC) qui constituent l'assiette de calcul des commissions.

Les revenus non récurrents se sont orientés à la baisse en comparaison avec l'année précédente. Il convient d'interpréter cette évolution avec précaution car une grande banque de la Place avait perçu des dividendes élevés au deuxième trimestre 2016.

Le produit bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus précitées, est resté relativement stable en comparaison annuelle pour s'établir à 6,1 milliards d'euros au second trimestre 2017.

²³ Les données sont ajustées pour les banques ne clôturant pas en fin d'année.

Les frais généraux ont augmenté de 3,3 % sur un an sous l'impulsion des autres frais d'exploitation tandis que les charges liées au personnel sont restées relativement stables. Fin juin 2017, les frais généraux se sont élevés ainsi à 2,9 milliards d'euros et représentaient presque 50 % du produit net bancaire.

Par conséquent, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts s'est établi à 3 milliards pour le second semestre, en retrait de 1,2 % par rapport au niveau affiché l'année précédente.

1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin mars 2017, le nombre de fonds d'investissement a diminué de 9 unités, pour s'établir à un total de 4 130 unités à la fin juin 2017. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 88 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 586 à 14 674 unités.

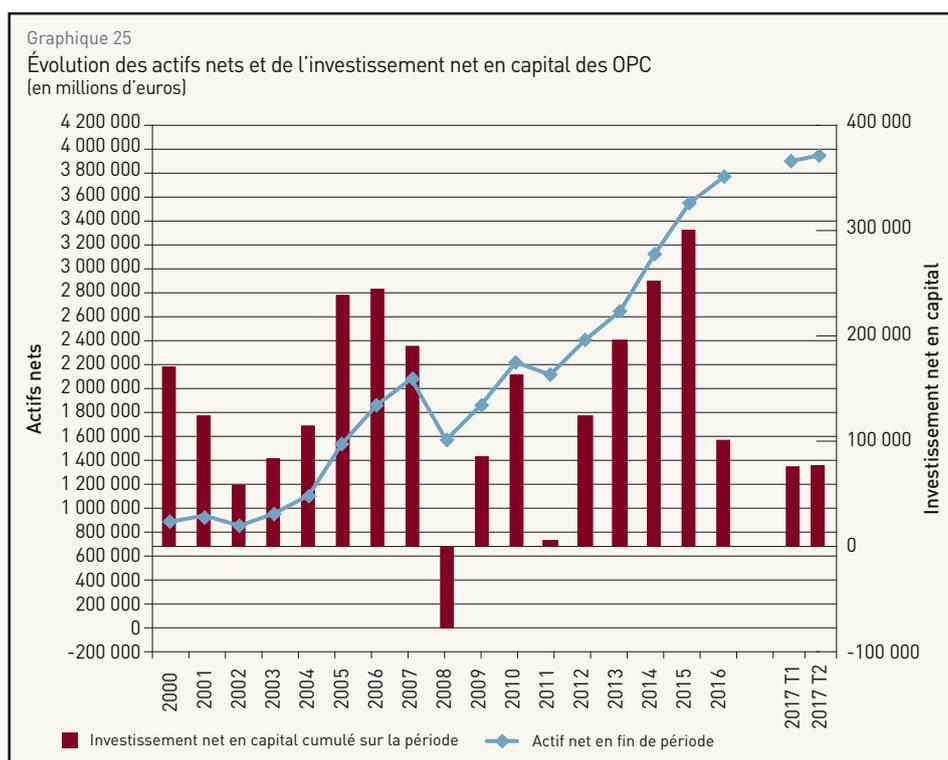
L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté

de 1,0 % pour s'établir, à la fin juin 2017, à 3 943,6 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation négatifs (-38,9 milliards d'euros). Les investissements nets ont quant à eux significativement contribué à la hausse des actifs sous gestion (+76,5 milliards d'euros).

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 suivant.



Source : CSSF

Tableau 13 :

Évolution 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 ¹⁾²⁾	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS ²⁾³⁾	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	409	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	413	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	402	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	414	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	409	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	412	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	403	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	407	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	381	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	331	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	197	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	170	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	161	3 506 201	16 032	-99 502	93 986	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	155	3 741 330	5 403	55 044	235 129	2,9		
2017										
jan	4 126	14 594	156	3 767 387	23 707	2 350	396 388	11,8	26 057	0,7
fév	4 130	14 553	154	3 860 317	19 505	73 425	501 833	14,9	92 930	2,5
mars	4 139	14 586	154	3 906 027	31 804	13 906	510 623	15,0	45 710	1,2
avril	4 129	14 583	153	3 937 907	31 731	149	495 827	14,4	31 880	0,8
mai	4 141	14 656	149	3 956 348	24 006	-5 547	468 368	13,4	18 459	0,5
juin	4 130	14 674	150	3 943 598	20 751	-33 519	481 694	13,9	-12 768	-0,3

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

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

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

⁴⁾ À partir de décembre 2016, les SICAR sont incluses dans le champ des statistiques des OPC.

Source : CSSF

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 augmenté artificiellement 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 1,1 % par rapport au premier trimestre de 2017. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 0,5 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 293,1 milliards d'euros à la fin du mois de juin 2017. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 2,7 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 5,0 %, 2,3 % et 8,4 %.

Tableau 14 :

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

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

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014 ¹⁾	1 177 685	1 052 676	664 579	53 608	180 589	39 167
2015	1 284 502	1 187 371	808 699	64 475	204 559	49 954
2016	1 370 093	1 214 652	883 150	72 099	212 330	66 924
2017						
janvier	1 374 189	1 229 809	891 582	74 556	213 680	68 302
février	1 413 829	1 275 589	919 664	75 353	216 722	71 649
mars	1 419 882	1 287 278	930 019	76 745	214 983	73 273
avril	1 426 987	1 299 619	958 539	79 636	224 184	77 043
mai	1 431 878	1 304 454	961 789	80 653	223 575	77 333
juin	1 436 165	1 293 144	955 543	80 614	219 998	79 448

1) Les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification des fonds par politique d'investissement à partir de décembre 2014. La classification actuelle des fonds domiciliés au Luxembourg est désormais davantage en ligne avec les recommandations publiées par la BCE dans le Manual on investment fund statistics. Cette reclassification s'est notamment traduite par une augmentation des actifs sous gestion des Hedge funds au détriment des fonds mixtes et des autres fonds.

Source : BCL

Les OPC monétaires*Le nombre de compartiments*

Fin juin 2017, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 150 unités, un effectif en légère baisse par rapport au mois de mars 2017.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 en raison d'un changement de définition²⁴.

La somme des bilans

Entre la fin du premier trimestre de 2017 et la fin du deuxième trimestre 2017, la somme des bilans a baissé de 5,7 %, passant de 307 milliards d'euros à 289,4 milliards d'euros. Cette baisse s'explique non seulement par les rachats nets de parts, mais également par l'appréciation du taux de change de l'euro par rapport au dollar américain.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne est relativement

24 Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

courte. De plus, ces titres de créance doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin juin 2017, le portefeuille de titres représentait 78,0 % de l'actif, soit 225,7 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 21,2 %, soit 61,2 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, la progression négative s'est principalement concrétisée par une baisse du portefeuille de titres (-6,8 %).

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 ¹⁾
	06-2016	03-2017	06-2017	06-2016 - 06-2017		03-2017 - 06-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	51 433	62 232	61 215	9 782	19,0	-1 017	-1,6	21,2
Portefeuille titres	191 368	242 167	225 676	34 308	17,9	-16 491	-6,8	78,0
Autres actifs	3 207	2 603	2 541	- 666	-20,8	- 62	-2,4	0,9
Total de l'actif	246 008	307 002	289 432	43 424	17,7	-17 570	-5,7	100,0

¹⁾ 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 (130,1 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (42,1 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (47,3 milliards d'euros).

Entre la fin du premier trimestre 2017 et la fin du deuxième trimestre de 2017, le volume total des titres en portefeuille a baissé de 6,8 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement baissé de 1,1 %, 5,5 % et 20,5 %.

Tableau 16 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties¹⁾

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

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	06-2016	03-2017	06-2017	06-2016 - 06-2017		03-2017 - 06-2017		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	99 356	131 480	130 073	30 717	30,9	-1 407	-1,1	59,3
Administrations publiques	41 657	44 592	42 126	469	1,1	-2 466	-5,5	19,2
Autres secteurs	45 163	59 476	47 260	2 097	4,6	-12 216	-20,5	21,5
Total	186 176	235 548	219 459	33 283	17,9	-16 089	-6,8	100,0

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

Source : BCL

1.2.3.3 Le commerce et les autres services non financiers

Les statistiques relatives au commerce indiquent pour les premiers mois de l'année 2017 des évolutions variées suivant les secteurs.

Concernant les statistiques du commerce de détail, il convient de noter que l'indice du chiffre d'affaires (CA) a été fortement révisé sur les trois dernières années suite à des révisions intervenues dans le secteur de la vente par correspondance (VPC). Plus précisément, une grande entreprise multinationale autrefois active dans la VPC a opté depuis août 2015 pour une restructuration de ses activités. Cette dernière est dorénavant enregistrée au Luxembourg dans le secteur des activités de sièges sociaux, tandis que les ventes à l'étranger sont désormais enregistrées à l'actif de ses filiales situées dans les pays importateurs. Par ailleurs, une seconde entreprise, qui était également un acteur majeur de la VPC au Luxembourg, a cessé ses activités commerciales au Luxembourg, ce qui a impliqué une révision du CA pour le mois d'octobre 2016 et les suivants. Aussi, selon les dernières données disponibles, le CA en valeur dans le commerce de détail a continué à reculer fortement sur les deux premiers trimestres de l'année 2017 (respectivement -26,2 % et -23,6 % aux premier et deuxième trimestres 2017), en raison d'effets de base défavorables faisant suite à la restructuration de l'année précédente décrite ci-dessus. Ces effets devraient néanmoins s'estomper à partir du mois d'octobre 2017. Les ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) ont de leur côté progressé de 11,6 % au premier trimestre 2017 et les statistiques disponibles pour les mois d'avril et mai 2017 indiquent une croissance moyenne de 13 %. La croissance du CA dans le commerce de détail hors VPC et VCMS a été modérée au premier trimestre 2017 (+1,1 %), et plus forte en avril-mai 2017 (+3,6 % en moyenne).

Concernant le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles, les statistiques indiquent une progression soutenue en avril-mai 2017 (+3,7 % en moyenne sur ces deux mois, après +1,8 % au premier trimestre 2017). Dans le commerce de gros, en revanche, les statistiques pour ces deux mois sont négatives (-3,5 % en avril-mai 2017, après +8,4 % au premier trimestre 2017).

Les immatriculations automobiles, qui avaient nettement progressé en 2016 en moyenne annuelle (+8,8 % au Luxembourg et + 6,8 % dans l'Union européenne), sont apparues moins dynamiques sur les six premiers mois de l'année 2017. Au premier semestre 2017, ces dernières ont en moyenne progressé de 2,2 % au Luxembourg et de 4,7 % dans l'UE. Les statistiques disponibles pour le mois de juillet indiquent une hausse de 9,4 % des immatriculations automobiles au Luxembourg.

Les évolutions des CAs dans les secteurs des transports et de l'hôtellerie-restauration ont été globalement décevantes pour l'année 2016. Les statistiques pour le premier trimestre de l'année 2017 indiquent une hausse du CA dans tous ces secteurs hormis le transport par eau. Les données disponibles pour les mois d'avril et mai 2017 indiquent en moyenne une baisse du CA dans le transport aérien (-3,9 %), le transport par eau (-11,2 %) et dans les services auxiliaires des transports (-3,1 %). Sur la même période, le CA a progressé dans le transport terrestre (+5,3 %) et l'hôtellerie-restauration (+4,0 %).

Tableau 17 :

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

(en taux de variation annuel)

	2015	2016	2016-T1	2016-T2	2016-T3	2016-T4	2017-T1	2017-T2
Immatriculations de voitures	-6,7	8,8	9,4	11,0	7,0	7,0	2,9	1,7
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-1,1	4,9	14,7	4,5	-2,9	3,3	1,8	--
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-9,3	-12,6	-15,7	-14,1	-16	-4,1	8,4	--
Commerce de détail	-28,5	-52,8	-63,2	-61,6	-38,4	-28,3	-26,2	-23,6
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	-2,5	-2,3	2,2	-9,3	-2,7	2,0	11,6	--
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	1,0	2,5	2,4	1,4	2,3	3,7	1,1	--
Hôtels et restaurants	2,1	2,4	2,3	2,1	3	2,2	4,8	--
Transports aériens	4,3	-4,3	-18,7	-0,3	-0,4	0,7	21	--
Transports par eau	28,5	-2,3	7,1	12,3	-8,8	-13,4	-1,3	--
Transports terrestres	4,3	3,8	0,9	6,1	2,6	5,3	3,0	--
Services auxiliaires des transports	1,4	-5,5	1,3	-4,8	-8,2	-9,3	0,0	--

* En valeur

Source : Statec, calculs BCL

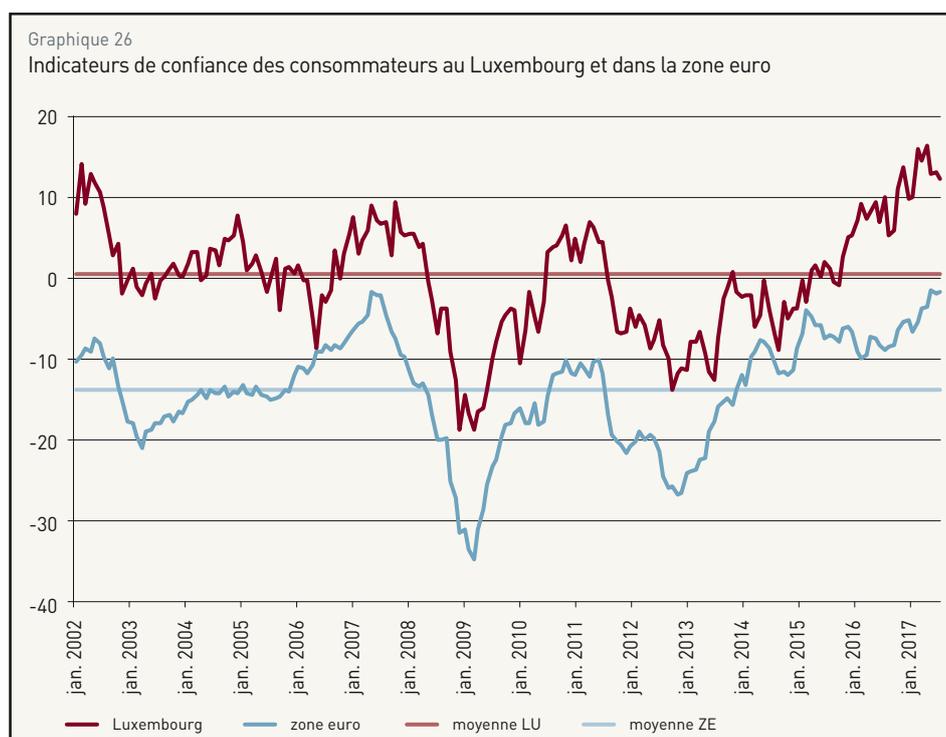
Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles.

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 2016 près de 30 % de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu plus que les 25 % du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Après avoir atteint un sommet historique en mai 2017, l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg a perdu de sa vigueur. Au mois d'août 2017, il s'est inscrit en baisse et a atteint un niveau sensiblement inférieur au point haut observé trois mois auparavant.

Trois composantes de l'indicateur de confiance ont également connu des évolutions défavorables au cours de ces derniers mois. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leurs capacités d'épargner ont chuté respectivement de 3 et 4 points entre mai et août 2017. L'inquiétude des ménages face au chômage s'est fortement aggravée sur la même période (+10 points entre mai et août 2017). Paradoxalement, cette dégradation continue des anticipations des ménages



Source : BCL, Commission européenne

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
2016	janvier	5	-3	11	0	35
	février	7	-5	11	1	45
	mars	9	-4	8	5	44
	avril	8	-4	3	3	34
	mai	8	-3	8	2	42
	juin	10	-3	7	2	46
	juillet	7	-3	11	1	41
	août	10	-4	5	5	45
	septembre	5	-5	10	1	35
	octobre	6	-3	10	7	31
	novembre	11	2	3	5	40
	décembre	14	4	3	5	50
2017	janvier	10	1	6	4	41
	février	10	1	3	3	38
	mars	16	3	-4	8	49
	avril	15	6	-1	3	49
	mai	17	7	-8	2	49
	juin	13	3	0	3	47
	juillet	13	6	1	3	45
	août	12	4	2	2	45

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.

relatives au chômage au Luxembourg s'inscrit dans un contexte de bonne tenue de l'emploi salarié national (voir section 1.2.2).

Dans la zone euro, où le taux de chômage est orienté à la baisse depuis 2013, les anticipations relatives au chômage ont été quelque peu volatiles au cours des derniers mois. Entre mai et août 2017, cette composante a évolué défavorablement, les inquiétudes des ménages relatives au chômage dans la zone euro s'étant légèrement accrues. Les anticipations des agents de la zone euro relatives à leur situation financière et à leur capacité d'épargne ont été quelque peu révisées à la hausse entre les mois de mai et d'août 2017. En revanche, les anticipations des agents relatives à la situation économique générale dans la zone

euro se sont sensiblement améliorées sur la même période. Au final, la confiance des consommateurs de la zone euro, qui a légèrement progressé en août 2017, apparaît clairement orientée à la hausse.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

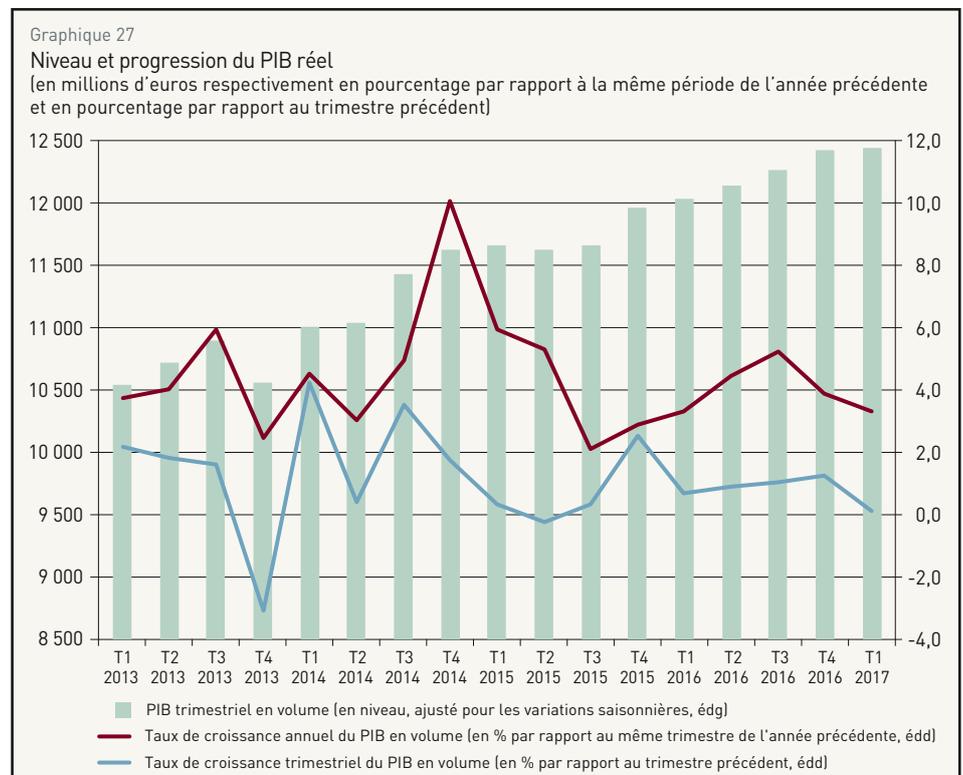
La plus récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en juillet 2017 n'a apporté aucune révision aux données publiées en mars 2017. Rappelons que la progression du PIB réel avait été estimée à 4,2 % en 2016, après une hausse de 4,0 % l'année précédente²⁵.

Plus précisément et d'après ces comptes nationaux, en 2016, les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 1,0 % et 3,2 %. La formation brute de capital fixe s'est inscrite en légère hausse de 0,2 %, après une baisse de 0,9 % 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 4,9 %, tandis que les importations ont augmenté de 4,0 %, dans les deux cas essentiellement via le commerce extérieur de services.

La performance de l'économie luxembourgeoise en 2016 a été par ailleurs principalement imputable aux exportations nettes, dont la contribution à la croissance économique s'est établie à hauteur de 3,5 p.p., après 2,0 p.p. seulement l'année précédente.

Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le premier trimestre 2017, a fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,1 % par rapport au quatrième trimestre 2016. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 3,3 %. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2017 aurait atteint 1,8 % à l'issue du premier trimestre 2017²⁶.



Source : STATEC, calculs BCL

25 Le PIB en volume a atteint 48 859 millions d'euros en 2016, après 46 899 millions d'euros l'année précédente.

26 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 Études Économiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité). Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2017 (N) et par rapport à 2016 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) observé au premier trimestre 2017 (soit 12 425 millions d'euros) sur les trois trimestres restants de 2017.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au premier trimestre 2017 et en glissement annuel, les consommations privée et publique ont progressé respectivement de 1,6 % et 1,7 %. La formation brute de capital fixe a augmenté de 11,3 % (après la hausse de 9,5 % le trimestre précédent). Les exportations ont pour leur part enregistré une augmentation de 3,2 % au cours du trimestre sous revue, alors que les importations ont progressé de 3,4 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes du PIB se sont accrues au premier trimestre 2017, à l'exception de la consommation privée qui s'est inscrite en légère baisse (-0,2 %).

Tableau 19 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(données en volume corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017
Consommation privée	0,3	0,6	-0,8	2,1	-0,2	0,9	0,9	0,1	2,0	1,6
Consommation publique	1,4	0,4	0,3	0,9	0,1	3,3	3,7	2,8	3,0	1,7
Formation brute de capital fixe	0,6	6,0	-2,3	5,1	2,3	-10,5	4,2	-1,2	9,5	11,3
Exportations	1,1	1,7	-0,9	1,9	0,5	3,6	5,0	4,5	3,8	3,2
Importations	0,7	0,8	-0,7	1,5	1,7	4,7	5,6	3,3	2,5	3,4
PIB réel	0,7	0,9	1,0	1,2	0,1	3,3	4,4	5,2	3,9	3,3

Source : STATEC

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute a sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+31,1 %) ²⁷ et dans une moindre mesure dans le commerce au sens large (y compris transports et horeca) (+5,4 %) et les services aux entreprises (+4,2 %). En revanche, dans l'industrie, la construction et les activités financières, la valeur ajoutée s'est inscrite en baisse de respectivement 4,4 %, 3,2 % et 1,4 % ²⁸.

27 Cette hausse pourrait éventuellement s'expliquer par les transactions sur avions ou satellites.

28 Le repli 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 le premier trimestre 2017 s'est soldé par une forte hausse de la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement (+13,9 % en base annuelle et +4,8 % par rapport au dernier trimestre 2016), avec des répercussions positives sur les revenus sur commissions des banques (qui ont progressé de 4,3 % en glissement annuel et 0,2 % en glissement trimestriel) au cours du trimestre sous revue.

Tableau 20 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique**[données en volume corrigées des variations saisonnières, en %]**

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-1,5	-1,0	-2,9	0,3	-0,7	1,0	0,0	-3,2	-5,1	-4,4
Construction	3,3	0,2	-0,4	2,4	-5,2	5,3	3,4	2,2	5,5	-3,2
Commerce, transports, hébergement et restauration	-0,7	1,0	-0,6	3,0	1,9	0,7	1,7	1,3	2,6	5,4
Information et communication	-5,0	11,7	6,0	4,3	6,1	8,3	19,6	26,3	17,3	31,1
Activités financières et d'assurance	0,2	2,7	0,2	3,4	-7,3	1,6	3,7	3,9	6,5	-1,4
Activités immobilières	0,3	0,1	1,7	2,0	-0,5	0,1	-0,7	1,7	4,2	3,3
Services aux entreprises et location	3,7	-1,2	-1,0	1,9	4,5	12,1	8,7	9,6	3,4	4,2
Administrations publiques, éducation et santé	1,3	0,9	0,5	1,2	-0,0	1,8	3,1	3,0	3,8	2,5
Autres activités de services	-2,2	-0,5	1,3	-1,2	2,9	2,8	2,0	1,6	-2,7	2,5
Valeur ajoutée totale	1,1	0,6	0,7	1,9	-0,8	3,5	4,2	4,7	4,5	2,5
PIB réel	0,7	0,9	1,0	1,2	0,1	3,3	4,4	5,2	3,9	3,3

Source : STATEC

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 plus récente version des comptes nationaux trimestriels, publiée en juillet 2017, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 4,4 % au lieu de 4,5 % pour le deuxième trimestre 2016, 5,2 % au lieu de 5,4 % pour le troisième et 3,9 % au lieu de 3,6 % pour le quatrième trimestre 2016²⁹. Aucune information n'était encore disponible pour le deuxième trimestre de l'année en cours lors de la rédaction de cette partie.

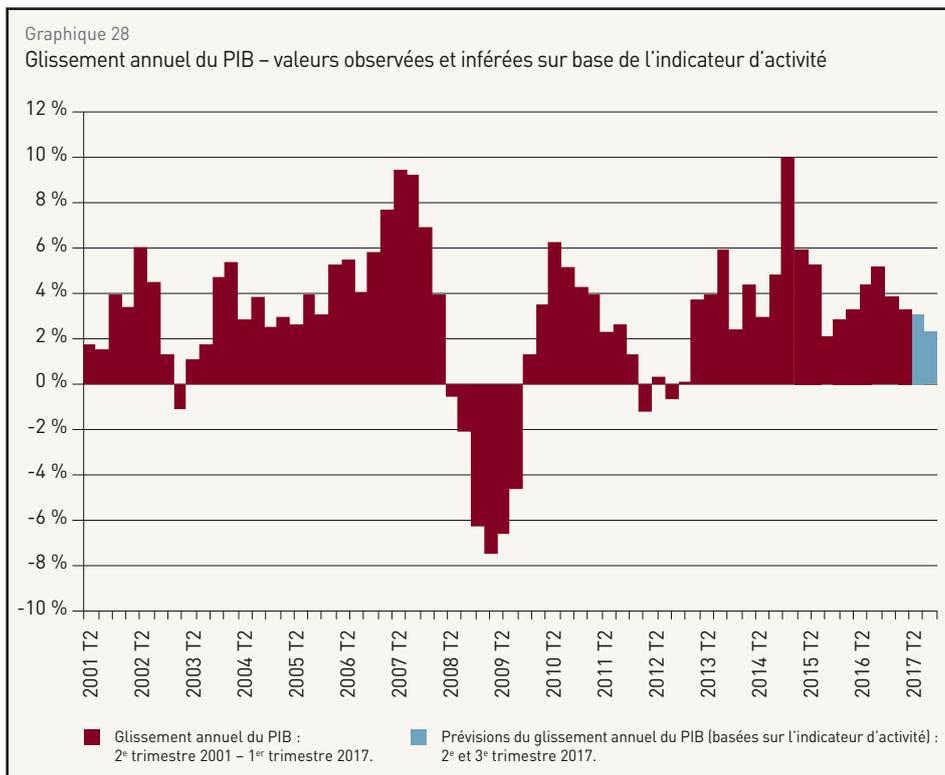
1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2017

Les plus récentes projections de la BCL, de juin 2017, laissaient augurer une progression du PIB réel se situant aux alentours de 4,6 % en 2017. Lors de l'élaboration des projections, les comptes nationaux pour le premier trimestre 2017 n'étaient pas encore disponibles. Or, ceux-ci se sont avérés étonnamment pessimistes puisque la croissance au premier trimestre se serait établie à seulement 0,1 % en rythme trimestriel et 3,3 % en taux de variation annuel. L'acquis de croissance pour 2017 à l'issue de ce trimestre serait de 1,8 %.

Cette tendance négative ne semble pourtant pas refléter les évolutions conjoncturelles du premier trimestre, notamment dans le secteur financier.

Lors du premier trimestre 2017, par rapport au premier trimestre 2016, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a augmenté de 4,8 % et le produit bancaire a progressé de 6,9 %. Le second trimestre affiche quant à lui une image plus mitigée puisque la VNI des OPC a progressé de 2,6 % seulement et le produit bancaire a reculé, quant à lui, de 3,9 %. L'acquis de croissance de la VNI pour 2017 à l'issue du deuxième trimestre reste néanmoins élevé puisqu'il s'établit à 11,1 %.

29 Il convient de noter qu'en ce qui concerne le dernier trimestre 2016, les révisions les plus importantes ont été enregistrées au niveau du commerce extérieur et de la formation brute de capital fixe. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans les services aux entreprises et la branche « information et communication ».



Source : BCL

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 serait de 3,1 % au deuxième trimestre et de 2,3 % au troisième trimestre. Cela est compatible avec des taux de croissance trimestriels de 0,7 % et 0,3 % respectivement. L'acquis de croissance pour 2017, à l'issue du troisième trimestre, serait dès lors de seulement 2,4 %. Nous restons cependant prudents quant à une révision à la baisse de nos projections macroéconomiques car ces prévisions sont basées sur la première estimation du PIB au premier trimestre 2017, qui est susceptible d'être révisée.

1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir ralenti leur progression au cours de l'année 2016 (1,5 % par rapport à l'année 2015), les exportations de biens ont accéléré leur rythme de croissance au premier semestre 2017 (7 % par rapport au même semestre de 2016). Les exportations ont ainsi atteint 6,4 milliards d'euros au premier semestre 2017, après avoir culminé à 11,9 milliards d'euros sur toute l'année 2016. De leur côté, après avoir légèrement baissé en 2016 (-0,3 % à 17,6 milliards d'euros), les importations de biens ont fortement progressé (10 %) au cours du premier semestre 2017 en s'établissant à 9,5 milliards d'euros. Le déficit du commerce extérieur est en conséquence reparti à la hausse au premier semestre 2017 (19 % à 3 milliards d'euros). Le déficit commercial était pourtant en recul successif depuis quatre ans (-6 % à 7,4 milliards d'euros en 2013, -9 % à 6,7 milliards en 2014, -12 % à 6 milliards d'euros en 2015 et -4 % à 5,7 milliards en 2016, voir le tableau 21).

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation depuis quatre ans (-2,5 % en 2013, -2,3 % en 2014, -4 % en 2015 et -1 % en 2016) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation avaient de leur côté affiché des baisses inférieures à celles des importations, occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange, ce qui avait largement contribué au recul du déficit du commerce extérieur sur les quatre dernières années. Cette tendance s'est inversée au premier trimestre 2017 car, soutenus par la remontée des prix du pétrole, les prix à l'importation ont affiché une hausse (3 %) légèrement supérieure à celle des prix à l'exportation (2,8 %). En conséquence, les termes de l'échange se sont légèrement détériorés au premier trimestre 2017.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont baissé de 5 % en valeur sur la quasi-totalité de l'année 2016, mais sont en constante hausse depuis novembre 2016. Au premier semestre 2017, elles ont progressé de 11 %. De même, toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement. 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 2016 et de 6 % au premier semestre 2017. Les ventes vers les autres pays d'Europe (9 % du total), qui avaient largement baissé (-29 %) en 2015, sont reparties à la hausse (27 %) en 2016 et ont presque doublé au premier semestre 2017. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, se sont réduites en 2016 (-3 %) et au premier semestre 2017 (-11 %). De même, les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont baissé en 2016 (-14 %) et au premier semestre 2017 (-10 %).

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers qui étaient en recul depuis 2013, suite à la chute du prix du pétrole, sont en hausse constante depuis décembre 2016. Cette hausse en valeur a atteint 25 % au premier semestre 2017. Par ailleurs, les importations de matériel de transport se sont accrues de 28 % au premier semestre 2017, sous l'effet d'acquisitions d'avions et d'un satellite. Les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations), qui avaient stagné en 2016, ont progressé de 10 % au premier semestre 2017. Les livraisons des États-Unis (6 % de toutes les importations), qui se sont largement contractées en 2016, ont augmenté de 24 % au premier semestre 2017 suite à l'acquisition d'avions. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont poursuivi leur forte progression en 2016 (37 %) et au premier semestre 2017 (17 %).

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	10 112,9	3,3	14 310,1	4,6	-4 197,2	7,8
2006	11 093,0	9,7	15 554,0	8,7	-4 460,9	6,3
2007	11 656,3	5,1	16 319,4	4,9	-4 663,1	4,5
2008	11 851,1	1,7	17 510,2	7,3	-5 659,2	21,4
2009	9 201,2	-22,4	13 862,9	-20,8	-4 661,7	-17,6
2010	10 637,6	15,6	16 301,7	17,6	-5 664,1	21,5
2011	11 999,4	12,8	18 785,7	15,2	-6 786,4	19,8
2012	10 953,4	-8,7	18 846,4	0,3	-7 893,0	16,3
2013	10 639,1	-2,9	18 040,8	-4,3	-7 401,7	-6,2
2014	11 389,3	7,1	18 128,7	0,5	-6 739,4	-8,9
2015	11 730,2	3,0	17 690,9	-2,4	-5 960,7	-11,6
2016	11 903,1	1,5	17 636,1	-0,3	-5 733,0	-3,8
2017						
1 ^{er} trim.	3 288,5	12,3	4 847,9	15,7	-1 559,4	23,7
2 ^{ème} trim.	3 160,1	1,4	4 661,3	5,4	-1 501,2	15,1

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

Sur base des données mensuelles provisoires, le compte courant s'est soldé par un excédent en forte hausse à 1,4 milliard d'euros au premier semestre 2017, comparé à un excédent de 610 millions d'euros au même semestre en 2016. Cette importante amélioration s'explique à la fois par la progression des exportations nettes de services financiers et par la contraction du déficit des marchandises. Ce dernier s'est en effet résorbé de 23 % au premier semestre 2017 sous l'effet d'une forte hausse (69 %) des exportations nettes du négoce international, notamment dans le segment des produits sidérurgiques. Cette résorption a toutefois été partiellement compensée par la dégradation du solde des marchandises du commerce général, dont le déficit s'est accru sous l'effet d'acquisitions d'avions et d'un satellite ainsi que sous l'effet de la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières (voir section 1.2.7).

Au premier semestre 2017, les échanges de services financiers ont connu une évolution favorable qui s'explique en grande partie par la croissance des actifs nets de l'industrie des fonds d'investissement. Le surplus des services financiers s'est ainsi accru de 12 % en atteignant 7,3 milliards d'euros au premier semestre 2017. De leur côté, les exportations de services non financiers ont reculé de 6 %, tout comme leur solde positif qui a baissé de 9 % pour atteindre 3 milliards d'euros au premier semestre 2017. Cette évolution défavorable s'explique notamment par le départ en septembre 2016 d'une société active dans le commerce électronique.

Pour sa part, la balance des revenus primaires (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) s'est soldée par un déficit presque stable à 7,8 milliards d'euros au premier semestre 2017.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) se sont poursuivis au premier semestre 2017 en atteignant 170 milliards d'euros, contre 33 milliards d'euros au même semestre en 2016. En revanche, les achats de titres de créance par les non-résidents ont baissé en atteignant 13 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 28 milliards au même semestre en 2016. Au total, les entrées nettes sur titres émis par le Luxembourg se sont ainsi établies à 183 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 60 milliards au même semestre en 2016.

En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont également accru leurs placements qui ont totalisé 125 milliards d'euros au premier semestre 2017, contre 14 milliards au premier semestre 2016.

Les entrées nettes au titre d'investissements de portefeuille ont été compensées par des sorties nettes dans les flux d'autres investissements (essentiellement sous forme des prêts et dépôts des institutions financières monétaires ainsi que des autres secteurs). Par ailleurs, les flux bruts d'investissements directs, qui s'étaient fortement réduits au cours de l'année 2016, ont largement repris au premier semestre 2017, suite notamment à une opération de restructuration des participations d'une grande entreprise multinationale.

Tableau 22 :

Balance des paiements du Luxembourg

(en millions d'euros)

	1 ^{ER} SEMESTRE 2016			1 ^{ER} SEMESTRE 2017		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	152 375	151 766	610	159 459	158 080	1 378
Biens	7 345	9 073	-1 728	8 103	9 426	-1 324
Marchandises générales (y compris «or non monétaire»)	6 579	9 073	-2 495	6 810	9 426	-2 616
Négoce international (exportations nettes)	766		766	1 293		1 293
Services	41 633	31 742	9 892	43 462	33 090	10 372
Services financiers	23 965	17 407	6 558	26 839	19 497	7 342
Services non financiers	17 668	14 335	3 334	16 623	13 593	3 029
Revenu primaire	98 972	106 893	-7 922	103 375	111 236	-7 861
Revenu secondaire	4 426	4 057	368	4 519	4 328	191
COMPTE DE CAPITAL	17	335	-318	8	401	-393
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			339			985
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-22 326	2 721	-25 047	263 154	260 228	2 925
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	7 505	-9 198	16 703	287 958	291 422	-3 464
Autres capitaux	-29 831	11 919	-41 749	-24 805	-31 194	6 389
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	14 374	60 845	-46 471	125 010	182 733	-57 723
Titres de participation	-7 930	33 096	-41 026	24 537	169 641	-145 104
Titres de créance	22 304	27 749	-5 445	100 473	13 091	87 381
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			-9 134			-4 814
AUTRES INVESTISSEMENTS	105 713	24 957	80 756	73 417	12 758	60 659
AVOIRS DE RÉSERVE			234			-62
ERREURS ET OMISSIONS			47			0

Source : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au quatrième trimestre 2016, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 180 milliards d'euros pour atteindre 10 487 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2017. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté progressé de 176 milliards d'euros en s'établissant à 10 471 milliards d'euros fin mars 2017. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 4 milliards en atteignant 16 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2017. Cette amélioration a résulté essentiellement d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 127 milliards à 695 milliards d'euros, fin mars 2017. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est amélioré de 28 milliards pour s'établir à 373 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est pour sa part accru de 148 milliards à 1 051 milliards d'euros, fin mars 2017.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 5 214 milliards d'euros, fin mars 2017, après avoir subi un effet positif de valorisation (111 milliards d'euros). Le stock d'engagements

d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 519 milliards d'euros fin mars 2017, soit une baisse de 39 milliards d'euros, résultant d'un effet négatif de valorisation (17 milliards) et d'un effet-flux négatif (désinvestissement de 22 milliards d'euros). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90 % sur les sociétés de participations financières (SOPARFI), dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 694 milliards d'euros fin mars 2017, soit une hausse de 40 milliards d'euros, résultant d'un effet-flux positif (achats nets de 64 milliards d'euros), compensé partiellement par un effet négatif de valorisation. L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 745 milliards d'euros fin mars 2017, soit une hausse de 189 milliards d'euros (dont la moitié correspond aux achats nets).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 376 milliards d'euros fin mars 2017, soit une hausse de 60 milliards d'euros résultant à la fois d'un effet-flux positif (50 milliards) et d'un effet positif de valorisation (10 milliards). De même, en atteignant 1 002 milliards d'euros fin mars 2017, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 31 milliards d'euros suite à des effets positifs de valorisation et d'effet-flux.

Tableau 23 :

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

	ENCOURS FIN 2016T4	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2017T1
Position extérieure nette	12,6	0,2	3,6	16,4
Avoirs extérieurs bruts	10 308	87	93	10 487
Engagements extérieurs bruts	10 295	87	89	10 471
Investissements directs nets	568	-2	129	695
Avoirs	5 127	-24	111	5 214
Engagements	4 559	-22	-17	4 519
Investissements de portefeuille nets	-903	-31	-117	-1 051
Avoirs	3 653	64	-24	3 694
Titres de participation	1 701	16	-13	1 704
Titres de créance	1 952	48	-11	1 989
Engagements	4 556	95	93	4 745
Titres de participation	3 488	82	52	3 621
Titres de créance	1 069	14	41	1 124
Produits dérivés nets	1,8	-2,8	-0,2	-1,2
Autres investissements nets	345	36	-8	373
Avoirs	1 316	50	10	1 376
Engagements	971	14	17	1 002
Avoirs de réserve	0,92	-0,05	0,00	0,88

Source : BCL

1.2.10 Les finances publiques

Le ministre des Finances a présenté le 20 juillet 2017 un état des lieux de l'évolution des finances de l'administration centrale au cours du premier semestre 2017. 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 montre que le solde budgétaire de l'administration centrale s'est détérioré au cours des six premiers mois de 2017 par rapport à la même période en 2016. Cette détérioration s'explique par une croissance des dépenses de 8,2 % par rapport au premier semestre de 2016, d'une ampleur supérieure à celle de 7,7 % affichée par les recettes. Il en a résulté un déficit de l'administration centrale de 91,5 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2017, à comparer avec un déficit de 47,4 millions d'euros au cours de la même période en 2016.

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

Tableau 24 :

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

	SITUATION FIN JUIN			
	2016	2017	VARIATION	
			EN MILLIONS	EN %
Dépenses				
1. Consommation intermédiaire	585,6	579,9	-5,7	-1,0%
2. Formation de capital fixe	800,0	973,8	173,8	21,7%
3. Rémunération des salariés	1725,5	1811,4	85,9	5,0%
4. Subventions (Services publics d'autobus, logement,...)	269,3	286,6	17,3	6,4%
5. Revenus de la propriété (Intérêts débiteurs)	-15,2	-3,7	11,5	-75,5%
6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...)	769,9	794,0	24,1	3,1%
7. Prestations sociales en nature	25,2	24,3	-0,9	-3,9%
8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	3809,6	4138,9	329,3	8,6%
9. Transferts en capital	171,1	197,8	26,7	15,6%
10. Corrections sur actifs non financiers non produits	-9,1	-3,0	6,1	-67,6%
Dépenses totales	8131,9	8800,0	668,1	8,2%
Recettes				
11. Impôts sur la production	3008,0	3112,9	104,9	3,5%
12. Impôts courants sur le revenu	3662,5	4168,7	506,2	13,8%
13. Autres recettes	1414,0	1426,9	12,9	0,9%
Recettes totales	8084,5	8708,5	624,0	7,7%
Solde	-47,4	-91,5	-44,1	-

Source : Ministère des Finances

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

Les dépenses de l'administration centrale ont augmenté d'environ 8,2 % au premier semestre par rapport à la même période en 2016, soit à un rythme légèrement moins élevé qu'annoncé lors de l'établissement du budget 2017 (prévision d'une hausse de 8,8 % en 2017 par rapport à 2016).

La formation de capital fixe a enregistré une croissance de 21,7 %, faisant suite à une année au cours de laquelle la croissance des investissements avait été quasiment nulle (+ 0,9 %). Cette évolution positive qui transparaît également au travers de la dynamique observée dans le chef des transferts en capitaux (+ 15,6 %) résulte des nombreux projets d'investissement actuellement en cours.



Les autres transferts courants ont affiché un taux de croissance de 8,6 %. Cette croissance, plus importante qu'au cours de l'année 2016 (+ 4,1 %) peut s'expliquer en partie par l'indexation des pensions au cours du premier semestre de l'année 2017. Les dépenses liées à la rémunération des salariés ont, avec un taux de croissance de 5 %, également connu une croissance plus importante qu'en 2016 (+ 2,1 %). Cette dynamique trouve sa source notamment dans le versement d'une tranche indiciaire et dans le paiement de la prime unique de 1 % du traitement barémique touché pendant l'année 2016 et décidé dans le cadre de l'accord salarial dans la fonction publique signé en décembre 2016.

Selon les dernières estimations de la BCL, la prochaine tranche indiciaire devrait tomber au deuxième trimestre 2018.

Les prestations sociales autres qu'en nature ont affiché une évolution légèrement positive, de 3 %, pouvant s'expliquer par des facteurs qui tendent à s'opposer. D'une part, la bonne conjoncture économique a eu, entre autres, un effet à la baisse sur les dépenses de chômage alors que d'autre part et comme dans le cas des dépenses relatives aux salaires et aux pensions, le versement d'une tranche indiciaire au cours du premier semestre 2017 a eu un effet à la hausse sur les dépenses relatives aux prestations sociales en espèces (allocations de chômage, RMG,...).

Si la croissance des dépenses se poursuivait au même rythme durant le deuxième semestre 2017, elle serait alors inférieure à la hausse de 8,8 % prévue dans le budget 2017 (pour l'année prise dans son ensemble).

Les recettes ont progressé de 7,7 % par rapport au premier semestre 2016, à comparer aux 5,4 % pour l'ensemble de l'année 2017 contenus dans le budget 2017. 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 13,8 % par rapport à la même période de 2016. Cette croissance peut être attribuable à la bonne conjoncture économique ainsi qu'au versement d'une tranche indiciaire, ces deux éléments ayant un impact favorable sur la masse salariale et donc sur les recettes d'impôts sur le revenu des personnes physiques.

En ce qui concerne les impôts sur la production, ceux-ci ont affiché une hausse de 3,5 % par rapport à la même période de 2016. 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 négatif de 10 %, qui peut s'expliquer par un effet de base négatif lié à la hausse de ces recettes observée en 2016 (+ 21,0 % entre les premiers semestres de 2015 et 2016). D'autre part, après le léger recul enregistré en 2016, en raison notamment de la faiblesse des marchés boursiers, les recettes liées à la taxe d'abonnement ont affiché une croissance de 6,5 % par rapport à la même période de 2016. Celle-ci peut s'expliquer par un rebond des marchés boursiers, survenant après une année 2016 particulièrement atone et qui avait provoqué une baisse de 1,1 % de la taxe d'abonnement entre les premiers semestres de 2015 et 2016. Les recettes de TVA ont, quant à elles, affiché une légère baisse (-2,6 %). Si les recettes de TVA hors commerce électronique ont affiché une hausse de l'ordre de 7 % qui peut s'expliquer par le dynamisme de la conjoncture économique, la baisse enregistrée et relative aux recettes de TVA prises dans leur globalité est à mettre en relation avec la forte baisse des recettes de TVA sur le commerce électronique (baisse de 75 % entre les premiers semestres de 2016 et 2017).

Si la croissance des recettes de l'administration centrale devait afficher une ampleur similaire durant le deuxième semestre 2017, elle serait alors supérieure à la croissance de 5,4 % prévue dans le budget 2017 (pour l'année prise dans son ensemble).

À ce stade, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions concernant l'exercice budgétaire 2017.

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 2017, à savoir 983 millions d'euros ou 1,7 % du PIB. Rappelons que les dernières estimations du gouvernement, contenues dans le Programme de Stabilité du Luxembourg d'avril 2017, tablaient sur un déficit de l'administration centrale en 2017 de 1,8 % et sur un surplus de 0,2 % du PIB pour les administrations publiques prises dans leur ensemble.

La BCL tablait, quant à elle, dans ses dernières projections de juin 2017, sur un déficit de 1,6 % pour l'administration centrale et sur un léger surplus de 0,1 % du PIB pour les administrations publiques.

La BCL, dans son avis sur le projet de budget 2018, procèdera 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. La BCL publiera également des projections de finances publiques actualisées pour la période 2017-2020.

2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	62
2	Circulaires de la BCL	62
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	62
1	Statistiques de politique monétaire	62
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	62
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	62
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	63
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	63
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	63
7	Balance des paiements du Luxembourg	63
8	Commerce extérieur	63
9	Position extérieure globale	63
10	Avoirs de réserve	64
11	Établissements de crédit	64
12	Véhicules de titrisation	64
13	Fonds d'investissement	64
14	Professionnels du secteur financier	65
15	Sociétés de gestion	65
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	65
17	Indicateurs de solidité financière	65
18	Statistiques de paiement	65
4	Publications de la BCL	65
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	67
6	Liste des abréviations	68

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2016/N°22 du 28 décembre 2016

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2016/N° 22 relatif à la modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation BCE/2014/31 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties et modifiant l'orientation BCE/2007/9.

Domaine : Politique monétaire

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

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire 2017/240 du 21 avril 2017

Objet : Introduction d'une collecte granulaire sur le crédit et le risque crédit.

Destinataires : tous les établissements de crédit.

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

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 2017/1, juin 2017

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

4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 2017, juin 2017

Pour une liste complète des Revues de stabilité financière publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual report 2016, September 2017
- Rapport annuel 2016, juillet 2017

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).

4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N° 113, septembre 2017
Household debt burden and financial vulnerability in Luxembourg, par Gaston GIORDANA et Michael ZIEGELMEYER

- Cahier d'études N° 112, août 2017
What Drives Gross Flows in Equity and Investment Fund Shares in Luxembourg?, par Gabriele Di Filippo
- Cahier d'études N° 112, juillet 2017
Financial Regulation and Shadow Banking: A Small-Scale DSGE Perspective, par Patrick Fève et Olivier Pierrard
- Cahier d'études N° 110, juin 2017
Active labour market policies and short-time work arrangements: Evidence from a survey of Luxembourg firms, par Konstantinos EFSTATHIOU, Thomas Y. MATHÄ, Cindy VEIGA et Ladislav WINTR
- Cahier d'études N° 109, juin 2017
Systemic Financial Sector and Sovereign Risks, par Xisong JIN et Francisco NADAL DE SIMONE
- Cahier d'études N° 108, mai 2017
Public debt, central bank and money: some clarifications, par Paul MERCIER
- Cahier d'études N° 107, mai 2017
Firm Growth in Europe: an Overview based on the CompNet Labour Module, par C. FERNANDEZ, R. GARCIA, P. LOPEZ-GARCIA, B. MARZINOTTO, R. SERAFINI, J. VANHALA et L. WINTR
- Cahier d'études N° 106, mai 2017
The Luxembourg Household Finance Consumption Survey: Results from the 2nd wave, par Anastasia GIRSHINA, Thomas Y. MATHÄ et Michael ZIEGELMEYER
- Cahier d'études N° 105, mars 2017
Investment Price Rigidity and Business Cycles, par Alban MOURA.

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).

4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Brochure de présentation de la BCL, édition septembre 2017

Pour une liste complète des autres publications publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Bouchet, M., **L. Marchiori** and **O. Pierrard** (2017) "Pension reform in a worst case scenario: public finance versus political feasibility", *Journal of Pension Economics and Finance*, **16**(2): 173-204, <http://dx.doi.org/10.1017/S1474747215000451>.

Ehrmann, M. and **M. Ziegelmeier** (2017) "Mortgage choice in the euro area - Macroeconomic determinants and the effect of monetary policy on debt", *Journal of Money, Credit and Banking* **49**(2-3): 469-494.

Giordana, G. and I. Schumacher (2017) "An empirical study on the impact of Basel III standards on banks' default risk: the case of Luxembourg", *Journal of Risk and Financial Management* **10**(2), 8; <http://dx.doi.org/10.3390/jrfm10020008>.

Marchiori, L. and **O. Pierrard** (2017) "How does global demand for financial services promote domestic growth in Luxembourg? A dynamic general equilibrium analysis", *Economic Modelling* **62**: 102-123.

Marchiori, L., O. Pierrard and H. Sneessens (2017), "The EU-US Unemployment Puzzle Revisited: Institutions, Demography and Capital Flows", forthcoming in *Journal of Demographic Economics*.

Mathä, T., A. Poriglia and **M. Ziegelmeier** (2017) "Cross-Border Commuting and Consuming: An Empirical Investigation", *Applied Economics* **49**(20): 2011-2026, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1231902>.

Mathä, T., A. Poriglia and **M. Ziegelmeier** (2017) "Household wealth in the euro area: The importance of intergenerational transfers, homeownership and house price dynamics", *Journal of Housing Economics* **35**: 1-12, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jhe.2016.12.001>.

Mathä, T. and A. Shwachman Kaminaga (2017) "Regional Wages and Market Potential in the Enlarged EU: An Empirical Investigation", *Applied Economics* **49**(4): 376-385, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1197372>.

4.6.2 Présentations externes

4th Research Workshop of the MPC Task Force on Banking Analysis for Monetary Policy, Vienne, Autriche, janvier 2017.

HFCS-CESEE Workshop on "How to use survey data for analyzing financial stability in CESEE countries", Vienna, Austria, 26-27 January 2017.

Royal Economic Society (RES) annual conference, Bristol, UK, 10-12 April 2017.

5th Workshop on Empirical Economics, Ghent University, Belgium, 15-16 May 2017.

IFC – National Bank of Belgium Workshop on "Data needs and Statistics compilation for macroprudential analysis", Brussels, Belgium, 18-19 May 2017.

5th Luxembourg Household Finance and Consumption Workshop, Banque centrale du Luxembourg, 29-30 juin 2017.

1st Research Conference of the CEPR Network on Macroeconomic Modelling, Goethe University Frankfurt, June 2017.

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.

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.

COMMANDE / ORDER

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



6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

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

IGF	Inspection générale des finances
IFM	Institution financière monétaire
IML	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MFI	Monetary Financial Institution
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLS	Ordinary least squares
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSF	Autres professionnels du secteur financier
RTGS SYSTEM	Real-Time Gross Settlement system
SYSTÈME RBTR	Système de règlement brut en temps réel
RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen de comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SME	Système monétaire européen



SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
TARGET SYSTEM	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
SYSTÈME TARGET	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des États-Unis d'Amérique
VNI	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 • sg@bcl.lu