

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>10</b>
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	La balance des paiements de la zone euro	15
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour 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 et les prix immobiliers	20
1.2.1.3	Les coûts salariaux	20
1.2.2	Le marché du travail	23
1.2.2.1	L'emploi	23
1.2.2.2	Le chômage	26
1.2.3	Les activités sectorielles	28
1.2.3.1	L'industrie et la construction	28
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	41
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	49
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	50
1.2.5	La croissance économique	52
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2018	54
1.2.6.1	Évolutions récentes	55
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	56
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	57
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	63
1.2.6.5	Prix à la consommation	64
1.2.6.6	Analyse des risques	65
1.2.7	Le commerce extérieur	67
1.2.8	La balance des paiements	68
1.2.8.1	Le compte courant	68
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	69
1.2.9	La position extérieure globale	70
<u>Encadré 1 :</u>		
	Aversion au risque des ménages au Luxembourg	45
<u>Encadré 2 :</u>		
	Croissance potentielle et écart de production	60

# 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

Lors de la réunion du 14 juin 2018, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris les décisions suivantes.

Premièrement, en ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé son intention de poursuivre les achats nets au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit qu'après septembre 2018, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets d'actifs sera réduit à 15 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2018, date à laquelle les achats nets arriveront à leur terme.

Deuxièmement, l'Eurosystème a l'intention de poursuivre sa politique de réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables ainsi qu'un degré élevé de soutien monétaire.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, 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 au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations actuelles d'un ajustement durable.

Ces décisions de politique monétaire ont été prises après un examen des progrès réalisés vers un ajustement durable de la trajectoire d'inflation. Elles tiennent compte notamment des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème ainsi que des mesures des tensions sur les prix et les salaires et des incertitudes entourant les perspectives d'inflation. Elles visent à préserver le degré élevé de soutien monétaire permettant la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

En ce qui concerne les taux d'intérêt du marché monétaire, le taux EONIA est resté stable par rapport à décembre 2017 pour s'établir à -0,37 % au 15 juin 2018. Les taux EURIBOR un mois et EURIBOR six mois sont restés inchangés à respectivement -0,37 % et -0,27 %. Enfin, les taux EURIBOR trois mois et EURIBOR douze mois ont enregistré une hausse d'un point de base par rapport à décembre 2017 pour se fixer à respectivement -0,32 % et -0,18 % au 15 juin 2018.

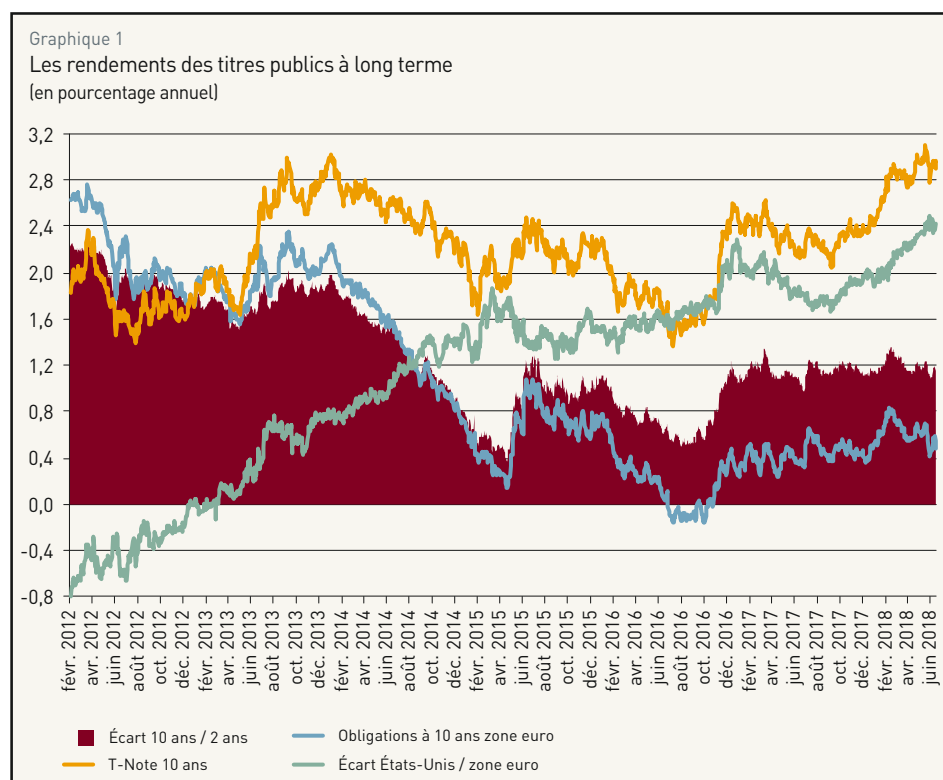
Au sujet de l'analyse monétaire, les données récentes ont montré que le taux de progression annuel de M3 a été de 3,9 % en avril 2018, par rapport à 3,7 % en mars 2018. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit M1 a ralenti en avril 2018 pour se fixer à 7,0 % après s'être établi à 7,5 % en mars 2018.

La croissance 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) est resté stable en avril 2018 par rapport au mois précédent à 3,3 %. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées

des cessions de prêts et de la titrisation) est resté inchangé en avril 2018 par rapport au mois précédent à 2,9 %.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics à deux ans et à dix ans ont légèrement augmenté sur la période allant de décembre 2017 au 15 juin 2018 pour se fixer respectivement à -0,64 % et à 0,48 %. Cette évolution reflète en particulier les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE d'étendre l'horizon d'achat d'actifs à fin décembre 2018 et de maintenir les taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019. Le différentiel de rendement entre le taux obligataire à dix ans et celui à deux ans est resté quasiment inchangé durant cette période.



Sources : BCE, Bloomberg

Aux États-Unis, le rendement obligataire à dix ans a enregistré une hausse de 55 points de base par rapport à décembre 2017 pour se situer à 2,9 % au 15 juin 2018. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a évolué autour de 3 % pour la première fois depuis début 2014. Cette augmentation traduit les anticipations des intervenants du marché concernant le relèvement des taux directeurs par le Système fédéral de réserve américain. Cette évolution intervient, d'une part, dans un contexte de conditions solides du marché de l'emploi dans la mesure où le taux de chômage était descendu à 3,8 % en mai 2018, enregistrant ainsi son plus bas niveau depuis 18 ans. D'autre part, cette évolution s'inscrit dans le cadre d'une progression de l'inflation globale proche de 2 % sur les douze derniers mois.

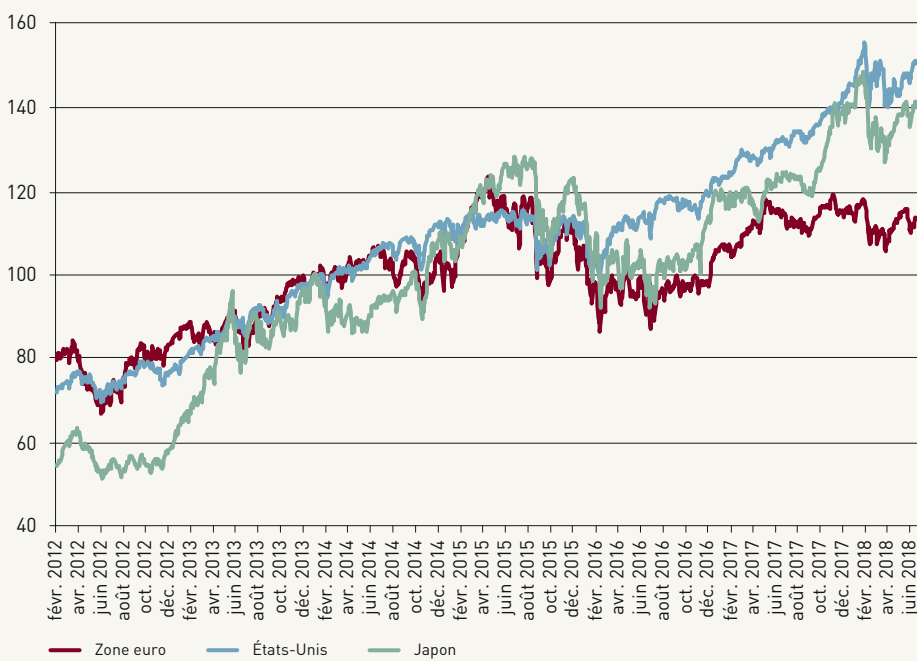
Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à dix ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est amplifié de 45 points de base au cours de la période analysée pour s'établir à 2,43 p.p. au 15 juin 2018.

### 1.1.3 Les marchés d'actions

Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a enregistré une hausse de 4 % entre décembre 2017 et le 15 juin 2018 sur fond notamment de bons chiffres américains de l'emploi. En mai 2018, le nombre de créations d'emplois non agricoles a été de 223 000 emplois, soit une augmentation de 64 000 emplois par rapport au mois d'avril 2018, dépassant ainsi les attentes des acteurs du marché.

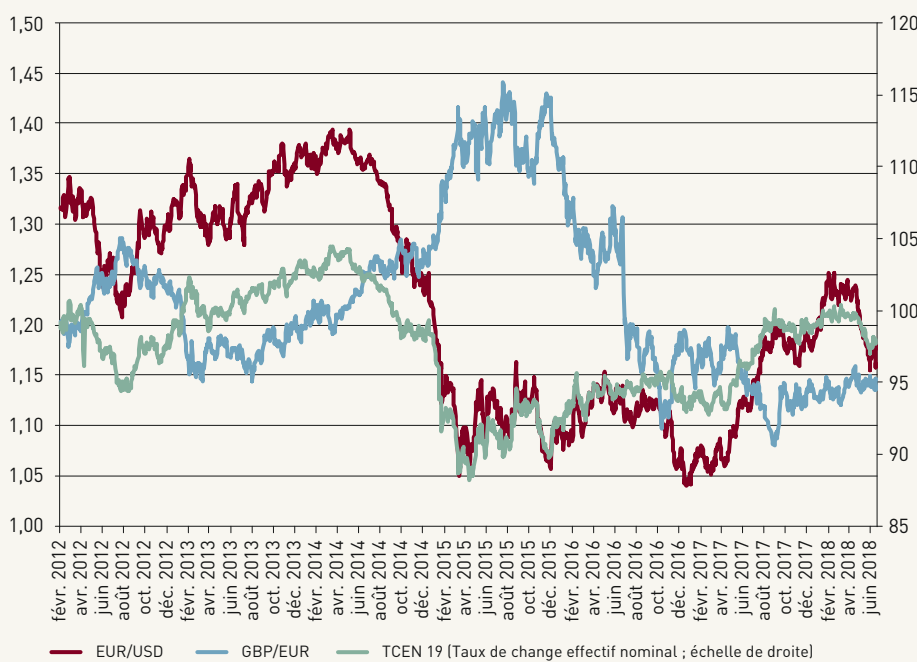
En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a diminué de 1,3 % sur fond de publications d'indicateurs économiques signalant un possible ralentissement de la croissance de l'activité dans la zone euro. En mai 2018, l'indice PMI (*Purchasing Managers' Index*) composite de l'activité dans

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

la zone euro a diminué d'un point par rapport au mois d'avril 2018 pour s'établir à 54,1, soit le niveau le plus bas depuis 18 mois. Néanmoins, le niveau de l'indice composite au sein de la zone euro témoigne toujours d'une expansion économique.

Enfin, au Japon et sur la même période, l'indice boursier Nikkei 225 a augmenté de 1,3 %.

### 1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant de décembre 2017 au 15 juin 2018, le taux de change effectif nominal de l'euro a connu une dépréciation de 1,1 %. Sur cette période, l'euro s'est déprécié de 0,9 % vis-à-vis de la livre sterling et de 1,2 % vis-à-vis du dollar américain. Cette dépréciation de l'euro face au dollar américain est attribuable à la hausse du différentiel des taux d'intérêt entre la zone euro et les États-Unis. Elle est également intervenue dans un contexte d'incertitudes politiques en Italie.

Concernant les autres principales devises mondiales, au cours de la période sous revue, l'euro s'est déprécié de 3,1 % vis-à-vis du yen japonais, de 0,7 % face au franc suisse et de 4,2 % par rapport au renminbi chinois. En revanche, l'euro s'est apprécié de 5,3 % vis-à-vis du rouble russe.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié de 2,9 % face au forint hongrois et de 2,2 % face à la couronne suédoise. En revanche, il est resté stable face à la couronne danoise et s'est apprécié de 1,8 % face au zloty polonais.

### 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), qui s'était établie à 0,2 % en 2016, a fortement accéléré en 2017, atteignant 1,5 % sur l'ensemble de l'année.

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)


	2016	2017	2017 T1	2017 T2	2017 T3	2017 T4	2018 T1	AVRIL 2018	MAI 2018
IPCH global	0,2	1,5	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,9
Produits alimentaires non transformés	1,4	2,2	4,0	1,6	0,9	2,3	0,3	1,5	2,4
Produits alimentaires transformés	0,6	1,6	0,9	1,4	2,0	2,1	2,6	3,0	2,6
Produits manufacturés hors énergie	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	0,3	0,3
Énergie	-5,1	4,9	8,2	4,6	3,4	3,5	2,1	2,6	6,1
Services	1,1	1,4	1,1	1,6	1,5	1,2	1,3	1,0	1,6
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	0,8	1,1	0,8	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,3

Source : Eurostat

La progression de l'inflation globale en 2017 se décompose en un taux d'inflation très élevé au premier trimestre, suivi de trois trimestres affichant une inflation plus modérée. Au premier trimestre l'inflation avait été principalement soutenue par la composante énergie et, dans une moindre mesure, par les prix des produits alimentaires non transformés. Lors des deux trimestres suivants, alors que la contribution de l'inflation des prix de l'énergie s'amoindrissait, le haut niveau d'inflation des services a permis de soutenir l'inflation sous-jacente et de limiter la décélération de l'inflation globale. L'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a en effet accéléré lors des deuxièmes et troisièmes trimestres avant de reculer au quatrième trimestre, en parallèle à l'inflation des services.

Au premier trimestre 2018, l'inflation globale a légèrement reculé, s'établissant à 1,3 %. Elle a été principalement influencée par la décélération des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, puisque l'inflation sous-jacente a légèrement accéléré lors de ce trimestre. Les niveaux de l'inflation en avril et en mai ont différé sensiblement, affichant un taux bas en avril et un taux nettement plus élevé en mai. Le haut niveau d'inflation globale atteint en mai (1,9 %) s'explique par une hausse de toutes les composantes de l'inflation (à l'exception des produits manufacturés hors énergie) et, plus particulièrement, de l'énergie et des services. Sur la base des cinq premiers mois de l'année, l'inflation globale a progressé en moyenne de 1,4 % par rapport à la même période en 2017.

Le prix du pétrole, qui a plus que doublé depuis le début de l'année 2016, a connu une décélération au premier trimestre de 2018, avant de repartir en nette hausse les mois suivants. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, se sont également redressés et ont continué leur progression par rapport aux niveaux très bas atteints en 2016. 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, le prix du pétrole et les prix des autres matières premières demeurent inférieurs à leurs sommets atteints durant les années précédentes, contribuant ainsi à atténuer les effets indirects et de second tour de ces hausses de prix.



En juin 2018, le taux de change de l'euro par rapport au dollar a été proche du niveau moyen du quatrième trimestre de 2017 et supérieur au niveau moyen observé en 2017. Cette appréciation du taux de change devrait sans doute empêcher une forte accélération de l'inflation des biens manufacturés hors énergie.

### 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 enregistré son 20<sup>ème</sup> trimestre consécutif de hausse, en progressant de 0,4 % au cours du premier trimestre 2018 par rapport au trimestre précédent. Au cours du quatrième trimestre 2017, la croissance du PIB avait été de 0,7 %. Ce ralentissement de la croissance économique n'avait pas été anticipé même si des facteurs temporaires peuvent expliquer en partie cette baisse de la croissance. Il s'agit, par exemple, des grèves dans les secteurs de la métallurgie et de l'électricité en Allemagne, de l'épidémie de grippe qui a fortement touché plusieurs pays de la zone euro ou encore du week-end de Pâques qui a débuté fin mars de l'année 2018 (alors qu'il tombait au deuxième trimestre en 2017).

Au premier trimestre 2018, le PIB réel a progressé dans tous les pays de la zone euro pour lesquels les données sont disponibles, les données relatives à plusieurs petits pays de la zone euro dont le Luxembourg n'ayant pas encore été publiées. La croissance s'est notamment établie en rythme trimestriel à 0,3 % en Allemagne et en France et à 0,4 % en Belgique. Dans tous les autres pays de la zone euro, la croissance a été également positive allant de 0,3 % en Italie à 1,1 % en Finlande. Ainsi, les écarts de croissance entre pays membres de la zone euro ont continué à s'estomper.

Les données sectorielles révèlent qu'au premier trimestre 2018, la valeur ajoutée a évolué favorablement dans tous les secteurs de l'économie, à l'exception de l'industrie qui a vu sa valeur ajoutée reculer de 0,3 % et des activités financières et d'assurance (-0,2 %).

Au premier trimestre 2018, l'investissement et les dépenses de consommation privée ont progressé de 0,5 %, tandis que les dépenses de consommation publique ont stagné. Les exportations et les importations ont de leur côté reculé de respectivement 0,4 % et 0,1 %.

Les statistiques du marché du travail dans la zone euro font état d'une croissance de l'emploi de 0,4 % au premier trimestre 2018 par rapport au trimestre précédent (après +0,3 % au quatrième trimestre 2017). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 1,4 % dans la zone euro (après respectivement +1,6 % et +1,7 % aux quatrième et troisième trimestres 2017). Selon les estimations d'Eurostat, 157 millions d'hommes et de femmes avaient ainsi un emploi au premier trimestre 2018, ce qui constitue un niveau record. Parmi les États membres pour lesquels les données du premier trimestre 2018 sont disponibles, Malte (+1,3 %), le Portugal et le Luxembourg (+1,0 % dans chacun de ces deux pays) ont affiché les taux de croissance les plus élevés par rapport au trimestre précédent. Les taux les plus faibles ont été observés en Estonie (-1,4 %), en Lituanie (0,0 %) et en Italie (+0,1 %).

Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs de l'information-communication et des activités spécialisées et services de soutien (+0,7 % au premier trimestre 2018 dans ces deux secteurs).

Dans la zone euro, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 8,5 % en avril 2018, en baisse par rapport aux taux de 8,6 % en mars 2018 et de 9,2 % en avril 2017. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis décembre 2008. Selon Eurostat, 13,9 millions de personnes étaient au chômage en avril 2018. Le nombre de chômeurs a diminué de 56 000 personnes par rapport à mars 2018 et de plus d'un million de personnes comparé à avril 2017.

Parmi les États membres, les taux de chômage les plus faibles en avril 2018 ont été enregistrés à Malte (3,0 %) et en Allemagne (3,4 %). Les taux de chômage les plus élevés ont été relevés en Grèce (20,8 % en février 2018) et en Espagne (15,9 %).

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

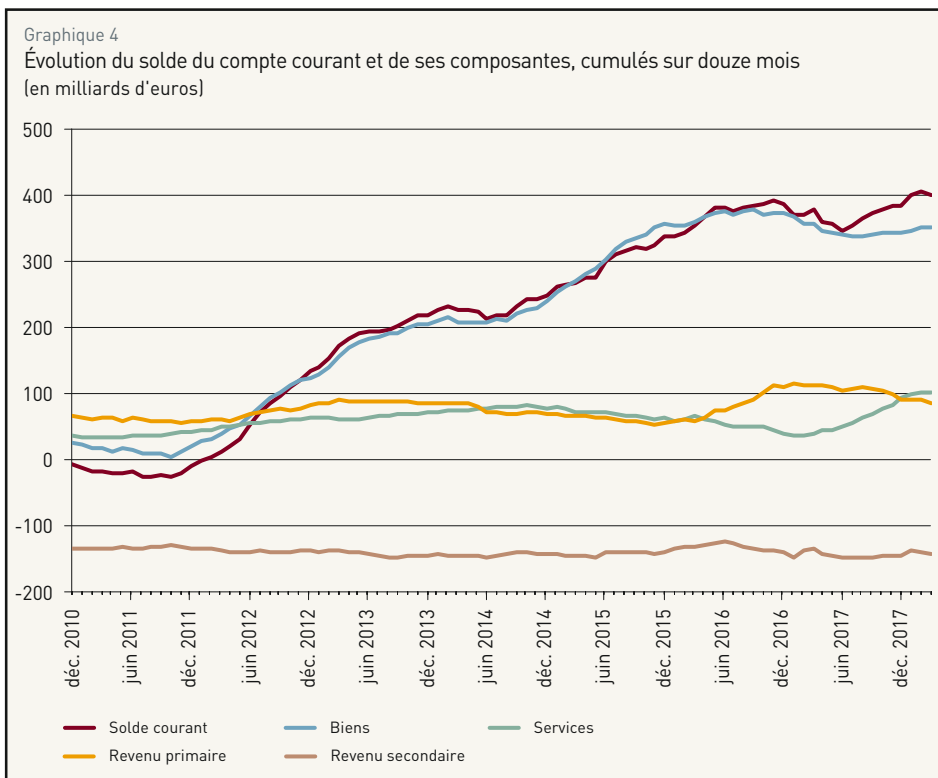
Au cours de l'année 2017, la zone euro a dégagé un excédent courant de 387 milliards d'euros (environ 3,5 % du PIB), soit un niveau stable comparé à l'année 2016. Cette stabilité masque des évolutions divergentes au niveau des principaux soldes partiels du solde courant (voir graphique 4). L'excédent des marchandises, d'ordinaire la contribution positive la plus importante à la balance courante, a cessé de croître depuis le troisième trimestre 2016. Il s'est en effet réduit à 345 milliards d'euros (3 % du PIB) au cours de l'année 2017, comparé à un surplus de 375 milliards d'euros (3,5 % du PIB) en 2016. Cette détérioration du surplus relatif aux biens s'explique par une croissance plus importante des importations (+10 %) comparée aux exportations (+7 %). Au cours de l'année 2017, les importations de biens ont été soutenues notamment par le redressement des prix du pétrole et des autres matières premières.

Concernant les autres composantes de la balance courante, le solde des échanges de services s'est largement amélioré, son surplus ayant atteint 95 milliards d'euros (0,8 % du PIB) au cours de l'année 2017, comparé à un surplus de 39 milliards (0,4 % du PIB) en 2016. En revanche, la balance des revenus s'est détériorée au cours de l'année 2017, sous l'effet d'une baisse de 1 % de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) accompagnée d'un léger creusement du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.).

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro s'est amélioré (+24 %) au premier trimestre 2018 en atteignant 78 milliards d'euros (2,7 % du PIB) contre 63 milliards (2,3 % du PIB) au premier trimestre 2017. Cette amélioration provient d'une évolution positive du surplus de biens (+13 %), les exportations ayant enregistré une croissance supérieure (+3 %) à celle des importations (+1 %). À cela s'ajoutent l'importante hausse du surplus des services (+82 %) ainsi que la résorption du déficit du revenu secondaire. Le surplus du revenu primaire s'est, pour sa part, contracté au premier trimestre 2018.

En ce qui concerne le compte des transactions financières, au cours des années 2016 et 2017, les investisseurs non-résidents ont réduit leurs placements en titres de dette à long terme émis par la zone euro. Ces titres ont, en effet, subi des ventes nettes atteignant 258 milliards d'euros en 2016 et 164 milliards d'euros en 2017. Ces évolutions s'expliquent notamment par la demande accrue de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de son programme d'achat d'actifs. Toutefois, au cours du premier trimestre 2018, les achats nets des titres de dette à long terme émis par la zone euro ont repris à concurrence de 51 milliards d'euros, achats nets qui n'avaient pas été observés depuis le second trimestre 2015. Les titres de dette à court terme de la zone euro ont fait l'objet d'achats nets pour un montant de 55 milliards d'euros en 2016 avant de subir de légères ventes nettes de 2 milliards d'euros en 2017. Au premier trimestre 2018, les transactions financières sur ce type d'instruments se sont à nouveau soldées par des achats nets de 17 milliards d'euros.

Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents ont fortement accru leurs achats nets qui sont passés de 98 milliards en 2016 à 478 milliards d'euros en 2017. Ces achats nets se sont poursuivis au premier trimestre 2018 à concurrence de 44 milliards d'euros, soit un niveau relativement faible comparé au dernier trimestre 2017 (129 milliards d'euros). Les transactions sur titres émis par la zone euro s'étaient soldées par des sorties nettes de 105 milliards d'euros en 2016, comparées à des entrées nettes respectives de 310 milliards en 2017 et de 113 milliards d'euros au premier trimestre 2018.



Source : BCE

Les résidents de la zone euro ont continué à investir dans les titres de participation et davantage dans les titres de dette étrangers. Au cours de l'année 2017, les transactions sur titres de participation étrangers se sont soldées par des achats nets de 176 milliards d'euros, contre 21 milliards en 2016. Au premier trimestre 2018, ces achats nets ont atteint 38 milliards d'euros. Les achats de titres de dette étrangers sont restés à des niveaux élevés, atteignant 462 milliards d'euros au cours de l'année 2017 (109 milliards d'euros au premier trimestre 2018), contre 373 milliards d'euros en 2016. Ainsi, les flux d'investissements de portefeuille se sont globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 328 milliards d'euros au cours de l'année 2017, contre 500 milliards d'euros en 2016.

Concernant les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs se sont réduits au cours de l'année 2017 en se soldant par des sorties nettes de 50 milliards d'euros, comparées à des sorties nettes de 169 milliards d'euros en 2016. De même, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont nettement réduits, en se soldant par de faibles sorties nettes de 33 milliards d'euros au cours de l'année 2017, contre des entrées nettes de 355 milliards d'euros en 2016.

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2018 de l'Eurosystème, l'expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro devrait s'élever à 2,1 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume, sur la base du ralentissement noté lors du premier trimestre, ont été révisées à la baisse pour 2018 et demeurent inchangées pour 2019 et 2020.

La consommation privée devrait être un facteur clé de la croissance sur l'horizon de projection. Au cours des prochains trimestres, elle serait soutenue par le niveau élevé de la confiance des consommateurs, les améliorations en cours sur le marché du travail et la hausse du salaire réel moyen par employé. Néanmoins, la croissance de la consommation privée devrait légèrement fléchir par rapport à la croissance réelle du revenu disponible sur l'horizon de projection, les ménages consacrant une part grandissante de leurs revenus à l'épargne.

La hausse de l'investissement résidentiel devrait se poursuivre, mais à un rythme plus lent que celui observé au cours des deux dernières années. L'investissement des entreprises devrait également continuer de progresser sur l'horizon de projection, mais à un rythme qui se réduit. Un certain



nombre de facteurs continueraient à soutenir l'investissement des entreprises. Il s'agit notamment de la confiance des entreprises qui reste très élevée ; des conditions de financement qui devraient demeurer très favorables pendant la période de projection ; et de l'accroissement des marges de profit dans un contexte où les sociétés non financières continuent à détenir des liquidités abondantes. De plus, la forte reprise des cours boursiers observée ces dernières années et la croissance modérée du financement par la dette ont ramené le ratio de levier (le ratio dette sur actifs totaux) des sociétés non financières à des niveaux proches des minima historiques. Cependant, l'endettement brut consolidé (le ratio dette sur revenus) a beaucoup moins diminué et il se situe actuellement à des niveaux proches de ceux observés avant la crise. Par ailleurs, la décélération de la demande, tant intérieure qu'étrangère, explique la diminution progressive de la dynamique des investissements des entreprises sur l'horizon de projection.

Les exportations hors zone euro devraient progresser plus lentement que la demande mondiale au cours des prochains trimestres en raison de l'appréciation passée de l'euro, ce qui implique – de manière limitée – des pertes supplémentaires sur les parts de marché à l'exportation. Les importations en provenance des pays hors zone euro devraient quant à elles profiter de l'évolution positive 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 baisse progressive du déficit budgétaire s'expliquerait par l'amélioration de sa composante conjoncturelle et la poursuite de la baisse des paiements d'intérêts, partiellement compensées par une légère dégradation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles. Le ratio de la dette publique par rapport au PIB devrait rester orienté à la baisse sur l'horizon de projection, soutenu 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 l'amélioration du solde budgétaire primaire.

Le Conseil des gouverneurs a estimé lors de sa réunion du 14 juin 2018 que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent globalement équilibrés ; alors que les incertitudes liées à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, se sont renforcées.

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 1,9 % en mai 2018, après 1,2 % en avril. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leur niveau actuel jusqu'à la fin de l'année. Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Les tensions d'origine interne sur les coûts de production devraient s'accroître dans un contexte de taux élevés d'utilisation des capacités de production, de tensions sur le marché du travail et de hausses des salaires.

L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer vers la fin de l'année 2018 et augmenter progressivement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, la poursuite de la croissance économique, des capacités productives davantage utilisées et l'accélération de la hausse des salaires. Ainsi, les projections macroéconomiques de juin 2018 établies par l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % pour les trois années 2018, 2019 et 2020. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été sensiblement révisées à la hausse pour 2018 et 2019, principalement en raison du renchérissement du pétrole.

Tableau 2 :

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

(taux de variation annuels en pourcentages, sauf mention contraire)

	PROJECTIONS DE JUIN 2018				PROJECTIONS DE MARS 2018		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
PIB réel	2,5	2,1	1,9	1,7	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4]	[0,9 - 2,9]	[0,6 - 2,8]	[2,1 - 2,7]	[0,9 - 2,9]	[0,7 - 2,7]
Consommation privée	1,7	1,6	1,7	1,5	1,7	1,7	1,5
Consommation publique	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1
Investissement	3,3	4,2	3,3	2,8	4,4	3,4	2,8
Exportations	5,4	4,2	4,4	3,8	5,3	4,1	3,8
Importations	4,6	4,1	4,7	4,0	5,1	4,5	4,0
Emploi	1,6	1,4	1,1	0,8	1,4	1,1	0,8
Taux de chômage <sup>1</sup>	9,1	8,4	7,8	7,3	8,3	7,7	7,2
IPCH	1,5	1,7	1,7	1,7	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8]	[1,0 - 2,4]	[0,9 - 2,5]	[1,1 - 1,7]	[0,6 - 2,2]	[0,8 - 2,6]
IPCH ex énergie	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,6	1,9
Solde budgétaire des administrations publiques <sup>2</sup>	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3
Dettes brutes des administrations publiques <sup>3</sup>	86,7	84,8	82,7	80,4	84,4	82,1	79,7

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**

Après avoir reculé pendant cinq années consécutives, l'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a fortement rebondi en 2017 pour atteindre 1,7 %. Cette accélération est le résultat de la combinaison d'une forte progression du prix des produits pétroliers (+7,6 % en moyenne annuelle) et d'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. Leur taux d'inflation a augmenté pour passer de 0,9 % en 2016 à 1,5 % en 2017.

En ce qui concerne le profil intra-annuel, le taux d'inflation s'était inscrit en hausse entre la mi-2016 et août 2017 (voir le graphique 5). Il a ensuite baissé jusqu'en avril 2018, sous l'influence des prix de l'énergie et de l'inflation des services. En mai 2018, le taux d'inflation s'est légèrement redressé pour s'établir à 1,3 %. Pour rappel, une mesure du gouvernement modifiant les modalités des chèques-services accueil pour les crèches et les foyers de jour pour enfants avait impliqué un recul de 18,5 % de cette composante de l'IPCN en novembre 2017 (en rythme mensuel et annuel) et un impact de -0,9 p.p. sur l'inflation des prix des services et de -0,4 p.p. sur l'inflation globale. S'agissant

1 Pourcentages de la population active.

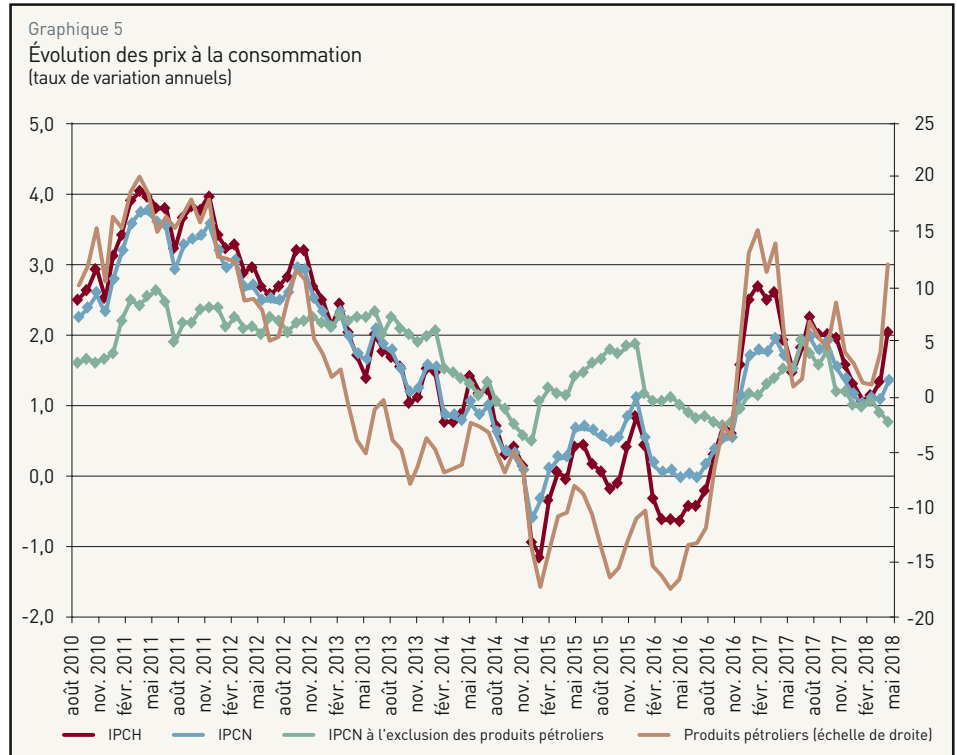
2 Pourcentages du PIB.

3 Pourcentages du PIB.

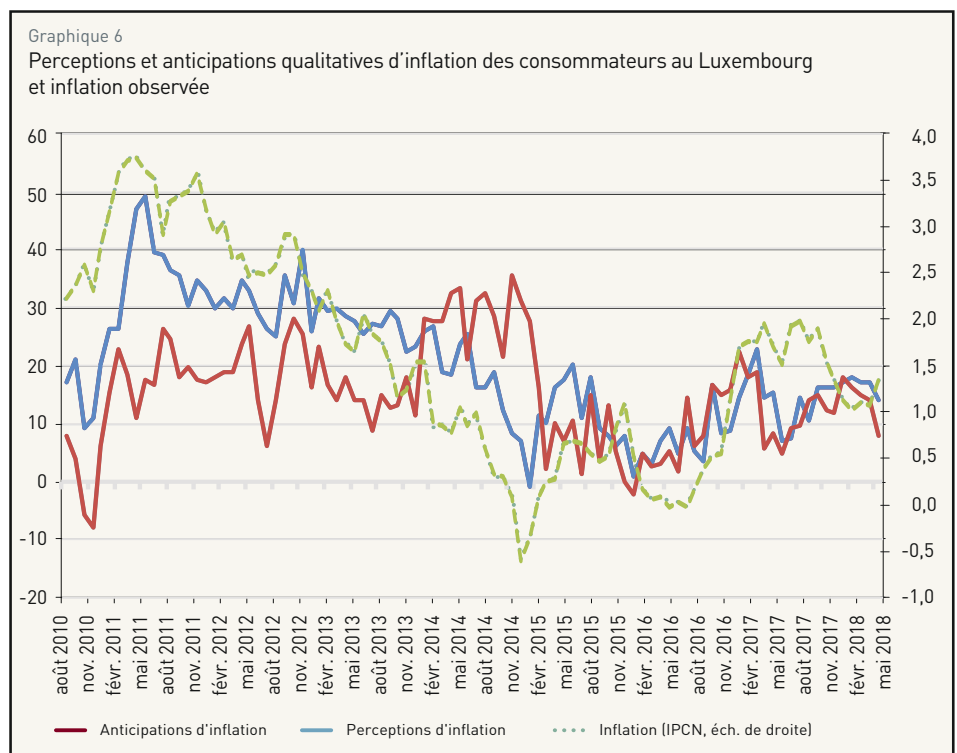
d'une baisse permanente du niveau des prix de ce service, l'effet sur les taux d'inflation devrait perdurer jusqu'au mois d'octobre 2018. L'impact de cette mesure ne permet toutefois pas d'expliquer l'intégralité du recul de l'inflation. Le taux d'inflation des prix des services, qui s'établissait à un niveau proche de 0,5 % sur les cinq premiers mois de 2018 par rapport à la même période en 2017, a été étonnamment bas dans un contexte de conjoncture favorable et de hausses salariales.

Le différentiel d'inflation avec la zone euro s'est établi à +0,2 p.p. en moyenne en 2017. Il a toutefois été négatif lors du premier trimestre 2018. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a été de +0,1 p.p. en 2017 et également négatif au premier trimestre 2018 (-0,4 p.p.). Le taux d'inflation en Allemagne a été proche du taux observé au Luxembourg. Comme c'est le cas depuis 2015, la Belgique a connu un taux d'inflation supérieur à celui observé au Luxembourg et dans la zone euro. En France, l'inflation a peiné à accélérer en 2017, présentant un taux inférieur à la zone euro et au Luxembourg ; celle-ci a toutefois fortement rebondi au premier trimestre de 2018. Les différentiels du Luxembourg cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au premier trimestre 2018 ont atteint respectivement +9,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +6,7 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de



Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : BCL, STATEC, calculs BCL

la BCL<sup>4</sup>, les anticipations et les perceptions d'inflation ont été en forte hausse au quatrième trimestre de 2017 et au premier trimestre de 2018. Les perceptions d'inflation ont ensuite reculé au mois de mai 2018, alors que les anticipations d'inflation ont connu une chute bien plus marquée.

### 1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels, qui avaient reculé de 1,2 % en 2016, ont connu une hausse en 2017 (+2,9 %).

Les prix à la production industrielle ont progressé sur l'ensemble de l'année 2017, à l'exception du troisième trimestre qui a été fortement pénalisé par les prix des biens énergétiques. Les biens intermédiaires ont soutenu la croissance des prix au premier et au quatrième trimestre, alors qu'au deuxième trimestre les prix à la production des biens d'équipement ont fortement progressé. Les prix à la production ont en général poursuivi leur évolution positive au premier trimestre de 2018, exception faite des prix des biens d'équipement lesquels enregistrent un léger recul.

Les prix à la construction, soutenus par le paiement de la tranche indiciaire et la hausse du salaire minimum qui ont eu lieu en janvier 2017, ont accéléré, pour atteindre une hausse de 2,0 % en 2017.

Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression. Après une hausse de 6 % sur base annuelle en 2016, la croissance des prix immobiliers a légèrement décéléré à 5,7 % en 2017. Ce taux reste néanmoins relativement élevé par rapport au taux moyen de 5,1 % observé sur les cinq dernières années.

Tableau 3 :

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

	2016	2017	2017-T1	2017-T2	2017-T3	2017-T4	2018-T1
Ensemble des produits industriels	-1,2	2,9	3,3	0,4	-1,8	2,2	1,1
Biens intermédiaires	-2,5	6,7	7,0	-1,7	-0,5	3,9	1,3
Biens d'équipement	0,7	4,6	-0,5	7,5	-0,1	0,0	-0,2
Biens de consommation	6,4	-0,6	-2,5	1,4	1,1	0,1	1,8
Biens énergétiques	-7,3	-10,1	-0,3	0,0	-14,8	0,0	0,5
Prix à la construction	1,0	2,0		1,5*		0,5*	
Prix immobiliers résidentiels	6,0	5,7	0,8	2,2	0,1	1,1	

\*Les prix à la construction sont disponibles pour le mois d'avril et d'octobre de chaque année, il s'agit donc ici d'une variation semestrielle.

Sources : STATEC, calculs BCL

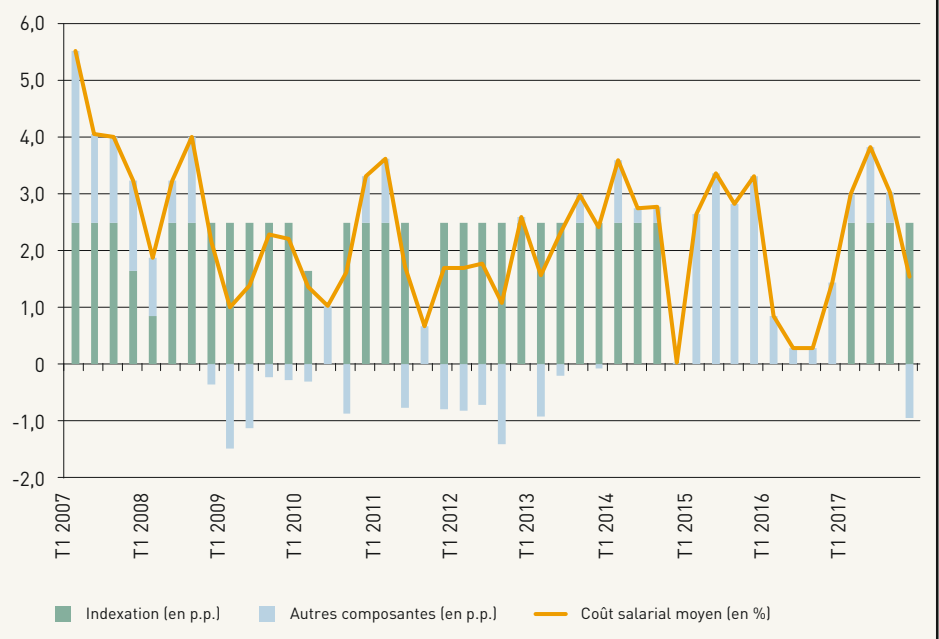
### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en mars 2018, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 1,5 % au quatrième trimestre 2017, après une hausse de 3 % au trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression s'explique exclusivement par la contribution de l'indexation des salaires aux prix (+2,5 p.p.). L'apport des « autres composantes », qui incorporent les éléments dits « réels », tels que les salaires négociés, les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail, s'est révélée négative à -1 p.p.

4 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, effectuée au Luxembourg par la BCL, s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.

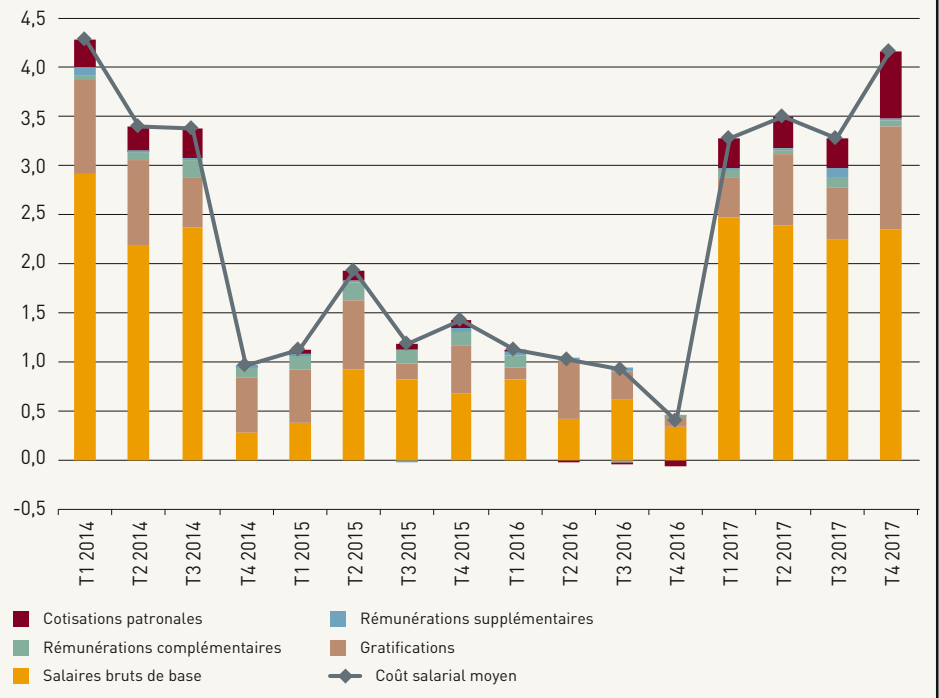
L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale a témoigné d'une évolution relativement plus forte du coût salarial moyen que celle retracée par la comptabilité nationale. Il est à rappeler que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique<sup>5</sup>. Abstraction faite de ces différences, les données administratives permettent néanmoins d'affiner l'analyse en décomposant le coût salarial moyen en divers éléments. Aussi, sur base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé de 4,2 % au quatrième trimestre 2017. Cette forte hausse s'expliquerait principalement par une progression plus forte des primes et gratifications distribuées. Cette progression serait en outre principalement imputable au secteur de la « santé et de l'action sociale ». Le coût salarial moyen y aurait progressé de 14,5 % au dernier trimestre 2017, sous l'effet notamment d'une forte hausse des salaires de base (+7,7 p.p.) et d'une augmentation sensible des primes et gratifications (+6,3 p.p.). Ces évolutions reflèteraient, en partie, le résultat des plus récentes conventions collectives signées dans les hôpitaux et dans le secteur des soins. Ces conventions incluent plusieurs éléments : une revalorisation générale de la plupart des carrières, une

Graphique 7  
Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen  
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 8  
Contributions des différents éléments de rémunération à la progression annuelle du coût salarial moyen  
(en points de pourcentage)



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

Source : IGSS, calculs BCL

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

hausse linéaire des salaires réels de 2,2 % au 1<sup>er</sup> janvier 2017 ainsi qu'une prime unique reflétant les accords salariaux qui ont été appliqués dans la fonction publique depuis 2012.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, révèle qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception des activités financières et d'assurance<sup>6</sup>. En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a diminué de 0,2 % au cours du trimestre sous revue.

Tableau 4 :

#### Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

(en pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente)

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

Sources : STATEC, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une forte décélération de la croissance du coût salarial moyen. La dynamique des salaires est principalement imputable au paiement d'une tranche indiciaire en janvier 2017. La contribution des composantes dites réelles s'est en revanche révélée négative. Eu égard au caractère encore provisoire de ces données et étant donné l'image foncièrement différente émanant des données mensuelles de la sécurité sociale, la prudence reste de mise quant à l'interprétation des comptes nationaux. Ces derniers sont susceptibles de faire l'objet de révisions à la hausse au cours de publications ultérieures.

<sup>6</sup> Cette forte baisse du coût salarial moyen dans la finance a eu un impact baissier important sur le coût salarial moyen global. En faisant abstraction du secteur financier, la rémunération par salarié aurait augmenté de 2,9 % (au lieu de 1,5 %). Il convient par ailleurs de noter que, l'évolution du coût salarial moyen dans le secteur financier (au sens large), telle que renseignée par la comptabilité nationale va à l'encontre de ce qui pourrait être inféré par les comptes de profits et pertes des établissements de crédits. En effet, ces derniers font état d'une hausse des frais de personnel par employé de 6,4 % au dernier trimestre 2017.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé en glissement annuel de 4 % en janvier 2018, une croissance en accélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations du STATEC<sup>7</sup>, la progression de l'emploi aurait ensuite décéléré à 3,8 % en moyenne au cours de la période allant de février à avril 2018.

Tableau 5 :

#### 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
2013	1,7	2,0	1,8	1,8	2,2	2,0	1,8	15,1	2,8	6,8
2014	2,7	2,3	2,5	2,9	3,2	2,3	2,6	6,5	2,6	7,1
2015	3,1	2,1	2,6	2,2	2,7	2,1	2,6	-2,6	1,8	6,8
2016	4,1	2,3	3,1	2,0	2,6	2,3	3,0	-4,7	1,8	6,4
2017	4,1	2,9	3,4	1,2	1,9	2,7	3,3	-4,5	2,3	5,9
2017 T1	3,9	2,7	3,3	1,4	2,3	2,6	3,2	-4,2	2,2	6,0
2017 T2	4,0	3,0	3,4	0,9	1,7	2,8	3,3	-5,3	2,3	5,9
2017 T3	4,0	2,8	3,3	1,0	1,7	2,7	3,2	-3,0	2,3	5,9
2017 T4	4,3	3,0	3,6	1,4	2,1	2,9	3,5	-5,3	2,4	5,8
2018 T1	4,6	3,2	3,8	1,1	1,8	3,0	3,7	-3,8	2,6	5,7
Avr-17	4,0	2,9	3,4	0,9	1,8	2,7	3,3	-6,1	2,2	6,0
Mai-17	4,0	3,0	3,5	1,0	1,8	2,9	3,4	-5,2	2,4	5,9
Jui-17	4,0	3,0	3,4	0,8	1,6	2,8	3,3	-4,7	2,4	5,9
Juil-17	3,5	2,7	3,0	1,1	1,8	2,6	3,0	-2,1	2,3	6,0
Aug-17	4,1	2,9	3,5	1,1	1,8	2,7	3,4	-3,2	2,4	5,9
Sep-17	4,3	2,9	3,5	0,8	1,5	2,7	3,4	-3,8	2,3	5,9
Oct-17	4,2	2,8	3,4	1,6	2,2	2,7	3,3	-5,9	2,2	5,8
Nov-17	4,4	3,2	3,7	1,3	2,0	3,0	3,6	-5,4	2,5	5,7
Déc-17	4,3	3,1	3,6	1,2	1,9	2,9	3,5	-4,6	2,4	5,8
Jan-18	4,9	3,3	4,0	1,2	2,0	3,1	3,9	-6,1	2,5	5,6
Fév-18	4,6	3,2	3,9	1,2	1,9	3,0	3,7	-2,9	2,7	5,7
Mar-18	4,2	3,1	3,6	0,9	1,7	3,0	3,5	-2,5	2,6	5,7
Avr-18	4,2	3,4	3,8	1,7	2,3	3,3	3,7	-3,5	2,9	5,6

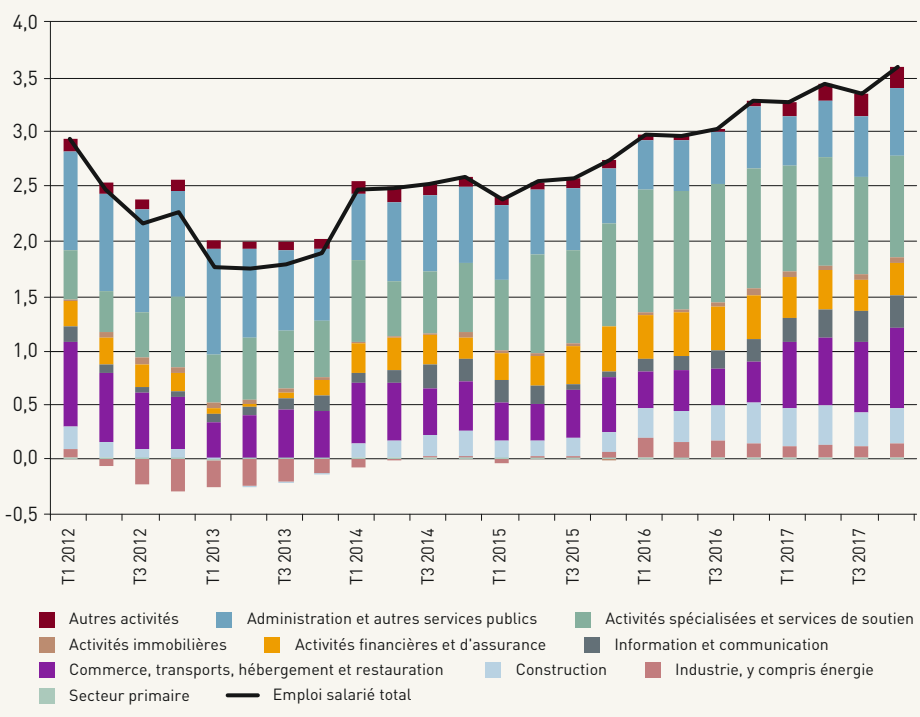
Remarque : les données relatives aux mois de février à avril 2018 sont des estimations.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

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. L'écart de croissance entre emploi résident et frontalier s'est, par ailleurs, à nouveau accru au cours du deuxième semestre 2017 et en début d'année courante. Néanmoins, l'emploi national a progressé de 3,3 % en janvier 2018, en comparaison annuelle, soit à un rythme supérieur

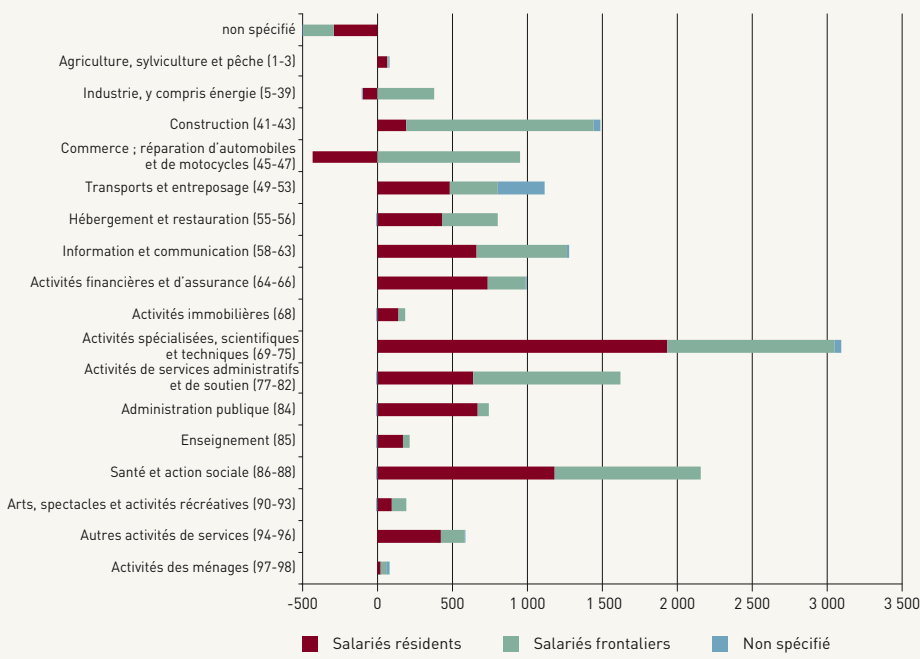
<sup>7</sup> À interpréter avec prudence au regard de leur caractère provisoire.

Graphique 9  
Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique  
(en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Graphique 10  
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au quatrième trimestre 2017  
(évolution absolue par rapport au quatrième trimestre 2016)



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

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

à sa moyenne historique d'avant-crise (une croissance de 1,9 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1996 à août 2008).

L'emploi intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation des salariés frontaliers, a progressé de 7,3 % en glissement annuel au dernier trimestre 2017<sup>8</sup>.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle que la progression annuelle de l'emploi salarié total (+3,6 % au quatrième 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 leurs côtés, le secteur financier au sens large et la construction ont contribué chacun à hauteur de 0,3 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié total<sup>9</sup>.

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

8 Selon les plus récentes données disponibles, cette hausse s'est même accélérée en janvier 2018 (+20 % en glissement annuel). Il est à rappeler que l'emploi intérimaire est, en général, perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi.

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 inclut par exemple les activités de gestion de fonds ou encore le courtage de valeurs mobilières et de marchandises. Cependant, l'emploi s'est également inscrit en très légère hausse dans le secteur bancaire.



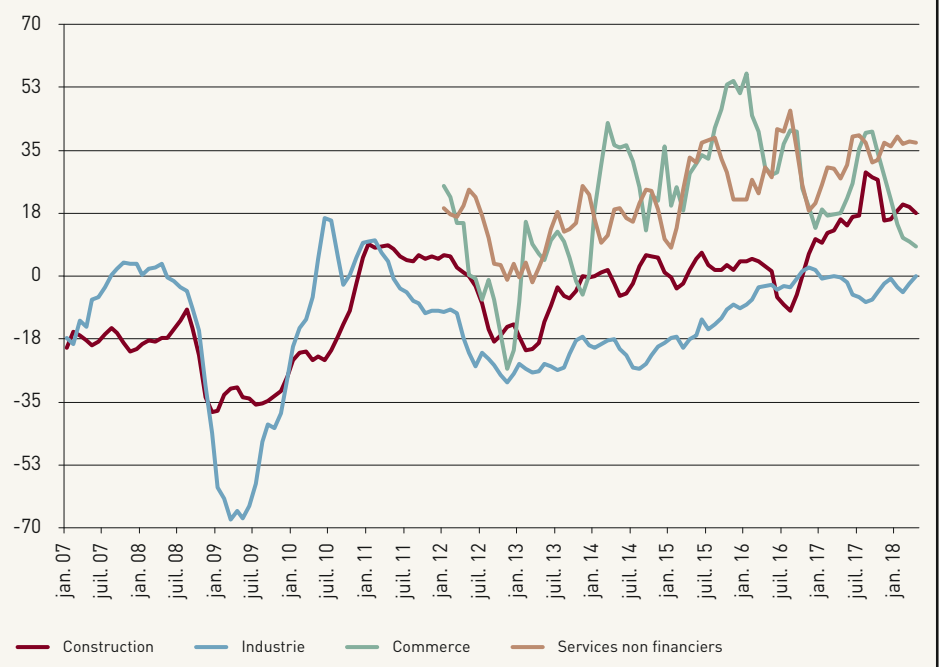
résidence<sup>10</sup>. Sur l'année séparant les quatrièmes trimestres 2016 et 2017, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 14 800 emplois. Selon ces données, trois secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit, en premier lieu, des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec 4 700 emplois créés et principalement occupés par des résidents. En second lieu, le secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec près de 3 100 postes créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés résidents. En dernier lieu, le secteur commercial au sens large (y compris transports et HORECA), avec environ 2 400 emplois créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. Il est à noter également la construction et le secteur financier au sens large, avec respectivement environ 1 500 et 1 000 emplois créés, principalement occupés par des frontaliers respectivement dans les premier et deuxième secteurs.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées

10 Bien que les comptes nationaux soient basés 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.

Graphique 11

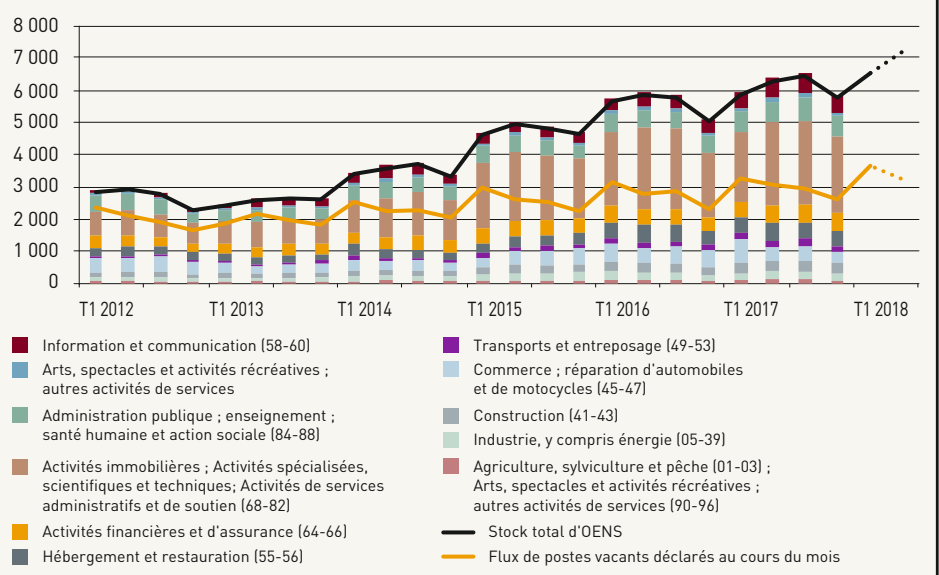
Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique  
(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

Graphique 12

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



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 pour les premier et deuxième trimestres 2018. Par ailleurs, les données relatives au deuxième trimestre 2018 font uniquement référence au mois d'avril 2018.

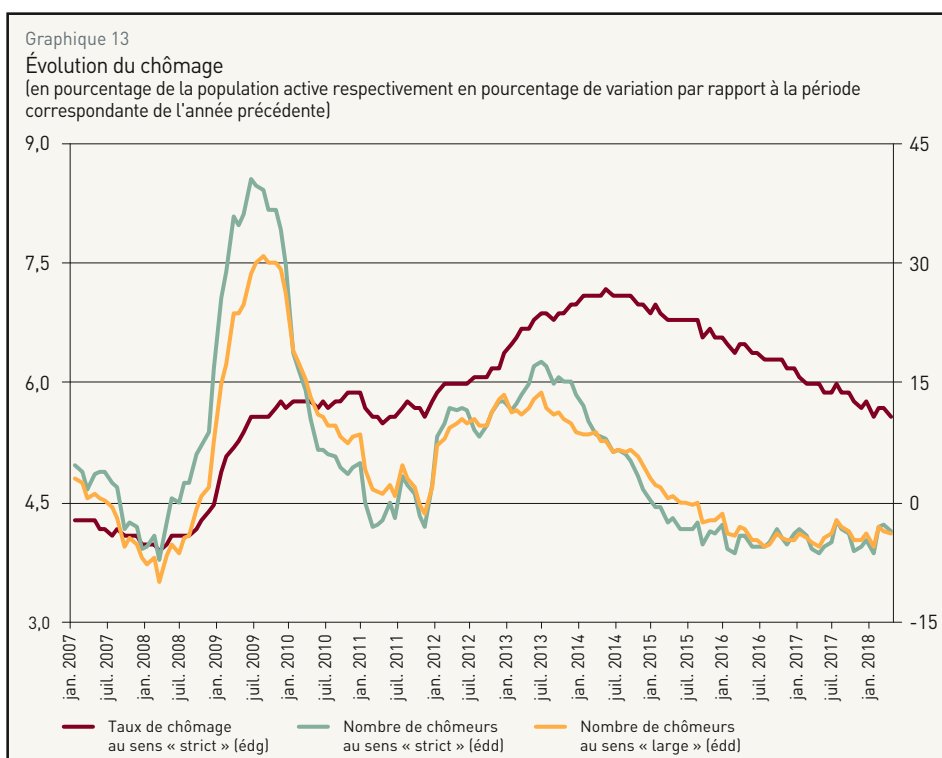
Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

par les enquêtes de conjoncture – ont révélé des anticipations favorables dans les services (non financiers) et la construction. Par ailleurs, les anticipations d'évolution de l'emploi se sont quelque peu détériorées dans le commerce depuis le troisième trimestre 2017, tout en demeurant positives.

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 6 700 unités en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année courante, soit une hausse de près de 11 % par rapport à la période correspondante en 2017. 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<sup>11</sup>. Le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à plus de 3 500 unités en moyenne au cours des mois de janvier à avril 2018, en hausse de 14 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au quatrième trimestre 2017, plus 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 celles du secteur public au sens large et du secteur financier, qui ont contribué chacun respectivement à 11 % et 10 % aux postes vacants. Les branches « information et communication » et HORECA ont chacune contribué à 9 % des postes vacants à pourvoir.

### 1.2.2.2 Le chômage

Après avoir connu une stagnation autour de 6 % entre les mois de mars et août 2017, le taux de chômage au sens « strict » s'est inscrit à nouveau en baisse à 5,7 % en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2018. Le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a poursuivi sa diminution en avril 2018 (-3,5 % en glissement annuel, soit l'équivalent d'environ 550 chômeurs de moins en une année).



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi a poursuivi la trajectoire descendante entamée depuis le mois d'avril 2016. Ce nombre s'est établi à 5 066 unités en avril 2018, soit 4,1 % 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

11 En effet, ce dernier s'est établi à 1,6 % en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année 2018, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008.

formation théorique et le « Stage de professionnalisation »<sup>12</sup>.

Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, qu'au cours des quatre premiers mois de l'année en cours, la baisse du chômage au sens « strict » affecte presque toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque, en particulier, une diminution d'environ 7 % du nombre de chômeurs disposant d'un niveau de formation inférieur et une baisse de 8 % du nombre de chômeurs âgés de moins de 30 ans. Le chômage de longue durée a aussi sensiblement diminué en une année. Il convient aussi de noter la baisse de 1,5 % en glissement annuel du nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap, un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis près de quinze ans<sup>13</sup>. En revanche, on remarque une hausse sensible (+6,2 %) du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation supérieur et ce, depuis le mois de juillet 2017<sup>14</sup>. De même, après plusieurs mois consécutifs de baisse, le

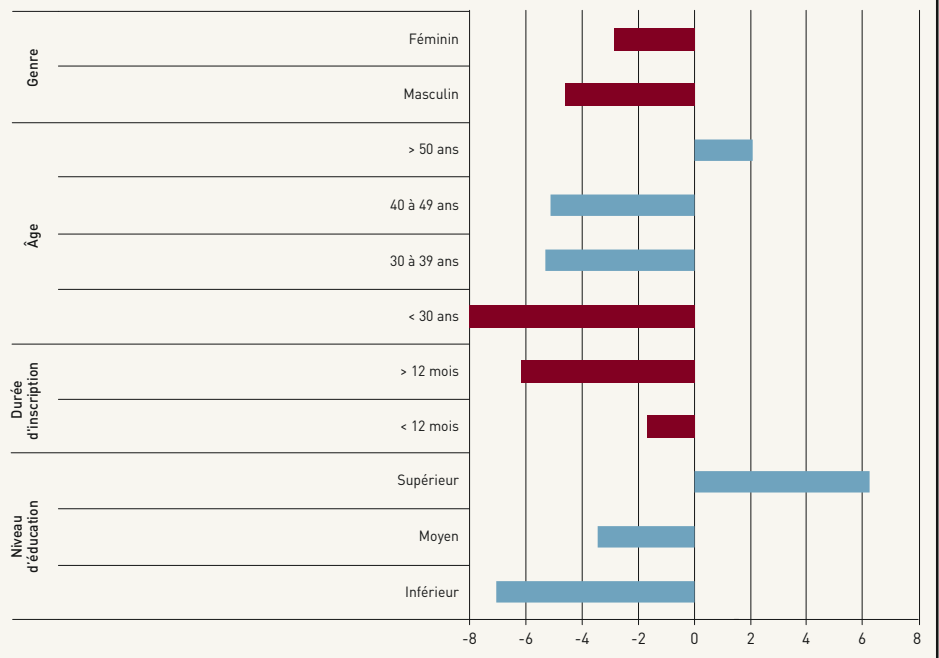
12 Ces deux mesures ont été spécialement conçues pour les demandeurs d'emploi âgés de 45 ans ou plus, les salariés à capacité de travail réduite et les salariés handicapés.

13 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).

14 La part des demandeurs disposant d'un niveau de formation supérieur dans le total des chômeurs s'est établie à environ 19 % en moyenne sur les quatre premiers mois de 2018, à comparer aux 14 % en 2014 et 11 % en 2008.

Graphique 14

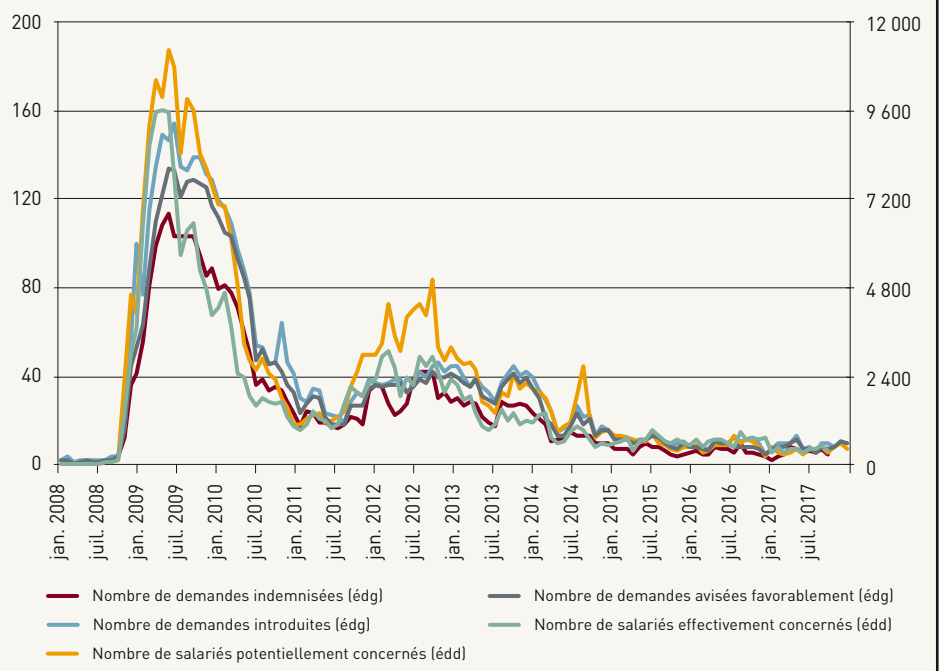
Évolution du nombre de chômeurs selon leurs caractéristiques  
(variation de pourcentage par rapport aux quatre premiers mois de l'année 2017)



Sources : ADEM, calculs BCL

Graphique 15

Évolution du chômage partiel  
(en nombre)



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

nombre de demandeurs d'emplois âgés de plus de 50 ans est reparti à la hausse en début d'année courante.

Du côté du chômage partiel, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est inscrit en baisse de 11 % au premier semestre 2018, en comparaison annuelle. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent provisoires mais suggèrent aussi une baisse du recours au chômage partiel.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 L'industrie et la construction

Après avoir peu progressé en 2016, la **production industrielle** a augmenté de 2,5 % en 2017. Cette augmentation s'est poursuivie au premier trimestre de 2018 qui a vu la croissance de la production accélérer pour atteindre 5,6 % par rapport à la même période en 2017. Lors de ce trimestre, l'évolution de la production a été positive dans tous les secteurs de l'industrie. La sidérurgie a été plus dynamique que le reste de l'industrie essentiellement suite au faible niveau d'activité dans ce secteur lors du premier trimestre de 2017 (effet de base).

L'indicateur de confiance dans l'industrie a en revanche reculé lors des quatre premiers mois de 2018. La confiance, qui s'était inscrite en forte hausse en 2017, reste toutefois à un niveau très élevé et l'optimisme reste de mise. Les perspectives d'évolution de la production ont par exemple été à la hausse en avril tout comme le nombre d'entreprises estimant qu'aucun facteur ne limitait l'activité.

Ces développements positifs se retrouvent également au sein de la zone euro où la production industrielle a progressé de 2,9 % en 2017 et a connu une croissance similaire au premier trimestre de 2018. La production industrielle dans la zone euro se situe désormais à des niveaux proches, voire supérieurs, aux niveaux d'avant-crise. En revanche, au Luxembourg, la production reste inférieure de plus de 10 % aux niveaux observés début 2007.

Tableau 6 :

**Indicateurs relatifs à l'industrie et à la construction (en taux de variation annuel)**

	2015	2016	2017	2018-T1
<b>Industrie</b>				
Production par jour ouvrable - Total	1,2	0,5	2,5	5,6
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	-14,9	9,3	1,2	13,6
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	2,5	0,2	2,6	4,3
<b>Construction</b>				
Production par jour ouvrable - Total	-0,8	3,3	1,3	6,3
Heures travaillées	-0,4	3,2	1,0	4,8
Permis de bâtir	-37,4	20,6	2,4	

Sources : STATEC, calculs BCL

Le secteur de la **construction**, qui avait rebondi en 2016, a continué de croître en 2017, bien qu'à un rythme moins soutenu. Cette décélération s'explique par un premier trimestre en net recul suite aux conditions climatiques difficiles en janvier et février, les autres trimestres confirmant l'embellie observée en 2016. Au premier trimestre de 2018, la météo relativement clémente a au contraire permis une forte progression, tant du nombre d'heures travaillées que de la production. Le nombre de permis de bâtir a peu augmenté en 2017, reflétant aussi une année 2016 en forte hausse.

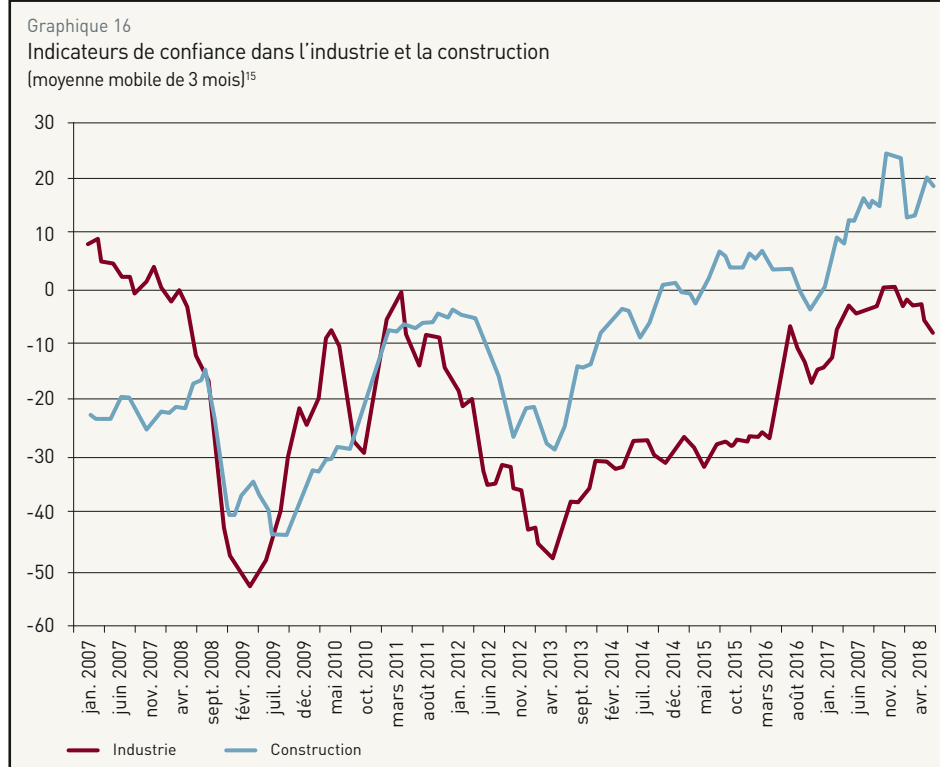
Au début de l'année 2018, la confiance dans ce secteur reste de mise et l'indicateur synthétique issu des enquêtes de conjoncture s'est maintenu à des niveaux historiquement élevés (voir graphique 16).

### 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 26 320 personnes fin mars 2018, soit une hausse de 176 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a augmenté de 209 postes par rapport au 31 décembre 2017.



La hausse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre mars 2017 et mars 2018 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 64 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 60 autres l'ont diminué.

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

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 140 unités au 30 avril 2018, soit une banque de moins par rapport à novembre 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, 13 banques chinoises, 11 banques suisses, 8 banques italiennes et six banques luxembourgeoises.

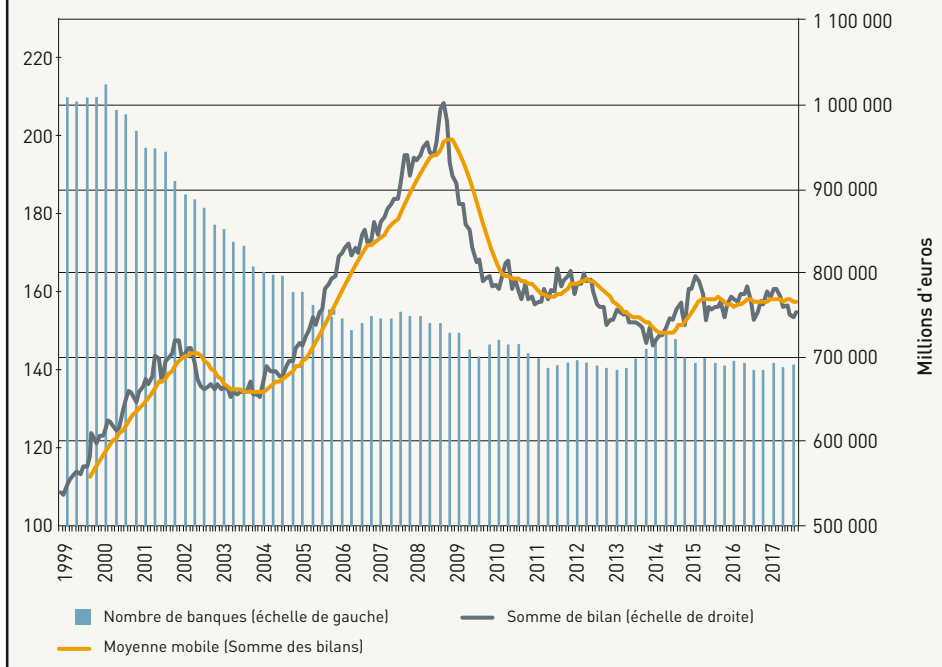
#### Le bilan des établissements de crédit

Au 30 avril 2018, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 758 milliards d'euros. Ce total bilantaire a enregistré une baisse annuelle de 22 milliards d'euros, soit -2,9 %, par rapport au 30 avril 2018.

15 Données corrigées pour les variations saisonnières.

Graphique 17

Évolution de la somme de bilan par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1999 à fin avril 2018



Source : BCL

## Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus que la moitié (51,8 %) du total de l'actif fin avril 2018. Ces créances ont augmenté de 342 millions d'euros pour porter l'encours à 392 milliards d'euros, soit une hausse de 0,1 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 16,9 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 117,8 milliards d'euros fin avril 2018. Ce montant se décompose en 59,6 milliards d'euros sur les comptes courants et 58,2 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 et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période. 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. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 02 mai 2018, le montant de ces réserves a été de 4,7 milliards d'euros auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires de 51,5 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont baissé de -2,9 milliards d'euros en glissement annuel, soit une baisse de -1,3 %, pour atteindre un encours de 219,2 milliards d'euros fin avril 2018. Une légère hausse de 0,2 % a été enregistrée par rapport au mois de mars 2018. Entre avril 2017 et avril 2018, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 68 millions d'euros, soit une hausse de 0,1 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2,2 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 8,2 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 18,4 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 125,6 milliards d'euros fin avril 2018, soit une baisse de -12,8 %. Ce portefeuille a représenté 16,6 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 90,6 % de titres de créances à revenus fixes et à 9,4 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2018, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 113,8 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 17,7 milliards d'euros ou de -13,5 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de détailler les effets sous-jacents afin de mieux expliquer cette évolution. Les effets de valorisation et de change ont contribué à la baisse du portefeuille de

respectivement 1,1 et 2,8 milliards d'euros. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 13,9 milliards d'euros entre avril 2017 et avril 2018. A noter que le portefeuille de titres à revenus variables a diminué de 0,7 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1,5 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 20,9 milliards d'euros fin avril 2018, soit 2,8 % de l'actif.

Tableau 7 :

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

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	2017 04	2018 03	2018 04	2017 04 - 2018 04		2018 03 - 2018 04		2018 04
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	392 255	381 569	392 597	342	0,1	11 028	2,9	51,8
Créances sur la clientèle	222 115	218 852	219 182	-2 933	-1,3	330	0,2	28,9
Portefeuille titres	144 035	123 089	125 634	-18 401	-12,8	2 545	2,1	16,6
Autres actifs	22 424	18 652	20 967	-1 457	-6,5	2 315	12,4	2,8
Total de l'actif	780 831	742 162	758 380	-22 451	-2,9	16 218	2,2	100,0

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

Source : BCL

**Évolution des principaux postes du passif**

Le financement interbancaire a diminué de 18,4 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 250,8 milliards d'euros fin avril 2018. A titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a baissé de 25 millions d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont diminué de 18,4 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoires interbancaires à concurrence de 29,0 milliards d'euros fin avril 2018.

Au 30 avril 2018, les dettes envers la clientèle non bancaire ont diminué de -0,8 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 358,2 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 47,2 % 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 (-2,5 milliards d'euros) et des ménages et ISBLM du reste du monde (-1,1 milliard d'euros) ainsi que les dépôts des sociétés non financières des autres pays de la zone euro et du reste du monde (-4,2 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres a augmenté de 2,9 milliards d'euros par rapport à Avril 2017 et a représenté 65,1 milliards d'euros en fin de période, soit 8,6 % 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 3,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 84,2 milliards d'euros fin avril 2018, soit 11,1 % du passif.

Tableau 8 :

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

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

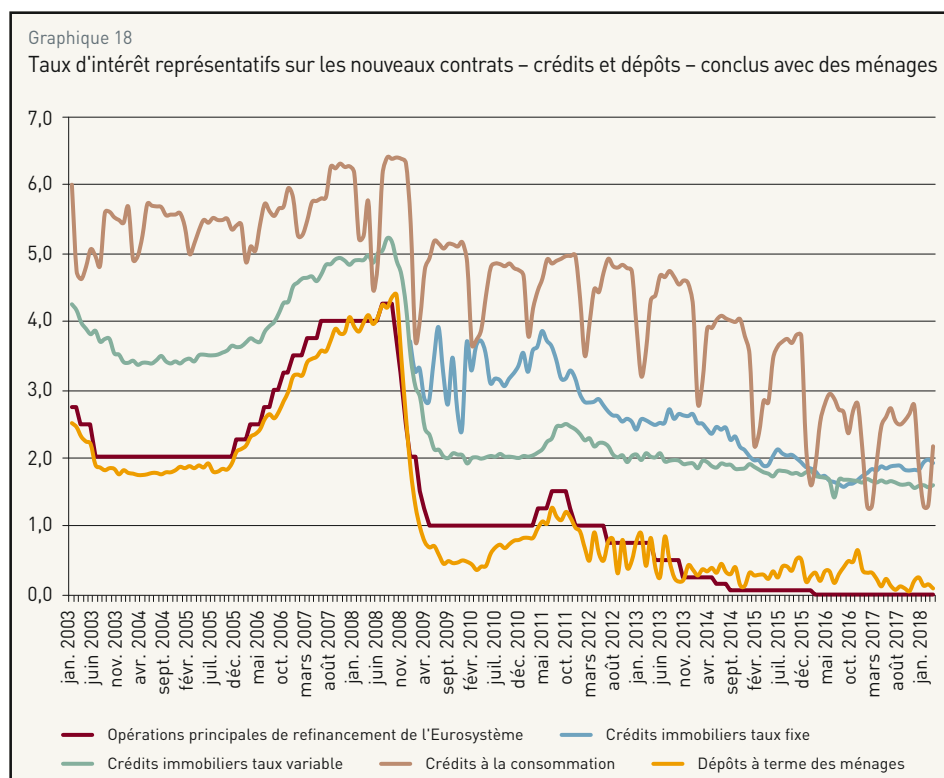
PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	2017 04	2018 03	2018 04	2017 04 - 2018 04		2018 03 - 2018 04		2018 04
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	269 213	237 416	250 798	-18 415	-6,8	13 382	5,6	33,1
Dettes envers la clientèle	361 133	358 009	358 213	-2 920	-0,8	204	0,1	47,2
Dettes représentées par un titre	62 258	63 813	65 120	2 862	4,6	1 307	2,0	8,6
Autres passifs	88 227	82 924	84 249	-3 978	-4,5	1 325	1,6	11,1
Total du passif	780 831	742 162	758 380	-22 451	-2,9	16 218	2,2	100,0

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

Source : BCL

**L'évolution des taux d'intérêt**

Sur base de chiffres provisoires, les principaux taux d'intérêt moyens sur les opérations de crédit et de dépôt appliqués par les établissements de crédit du Luxembourg aux ménages et aux sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont évolué comme suit au cours du mois d'avril 2018.



Source : calculs BCL

Le taux d'intérêt variable<sup>16</sup> des crédits immobiliers accordés aux ménages a augmenté de 3 points de base par rapport au mois de mars 2018 pour s'élever à 1,59 % au mois d'avril 2018. Le volume des crédits nouvellement accordés est resté relativement stable en comparaison mensuelle pour atteindre 254 millions d'euros durant la dernière période de référence. En comparaison annuelle, le taux a diminué de 4 points de base tandis que le volume des nouveaux contrats a augmenté de 73 millions d'euros.

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



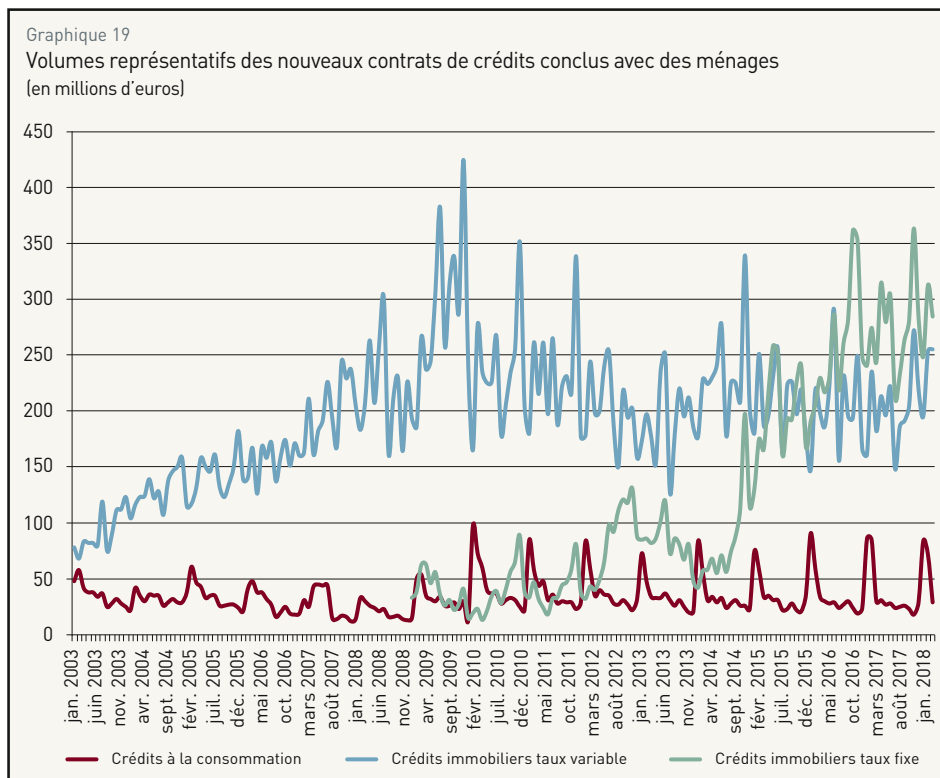
Le taux d'intérêt fixe<sup>17</sup> sur les crédits immobiliers accordés aux ménages a diminué de 5 points de base sur un mois pour s'inscrire à 1,92 % en avril 2018. Le volume des créances nouvellement accordées a diminué de 28 millions d'euros en rythme mensuel pour porter l'activité à 284 millions d'euros durant la dernière période de référence. En glissement annuel, le taux a progressé de 11 points de base et le montant des crédits accordés a augmenté de 41 millions d'euros.

Le taux d'intérêt sur les crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans, a augmenté de 86 points de base entre le mois de mars et le mois d'avril pour atteindre 2,17 %. Le volume d'activité a baissé de 43 millions d'euros en comparaison mensuelle pour s'élever à 28 millions d'euros durant la dernière période d'observation. En glissement annuel, le taux a augmenté de 25 points de base tandis que le volume des nouvelles créances est resté inchangé.

Le taux d'intérêt sur les dépôts à terme des ménages ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an a diminué de 6 points de base sur un mois pour s'élever à 9 points de base durant le mois d'avril 2018.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros accordés aux SNF a augmenté de 2 points de base sur un mois pour s'inscrire à 1,68 % en avril 2018. Le volume de ces crédits nouvellement accordés a diminué de 123 millions d'euros durant cette période pour s'établir à 795 millions d'euros durant le mois d'avril 2018. En comparaison annuelle, ce taux a baissé de 11 points de base tandis que le montant des crédits nouvellement accordés a augmenté de 20 millions d'euros.

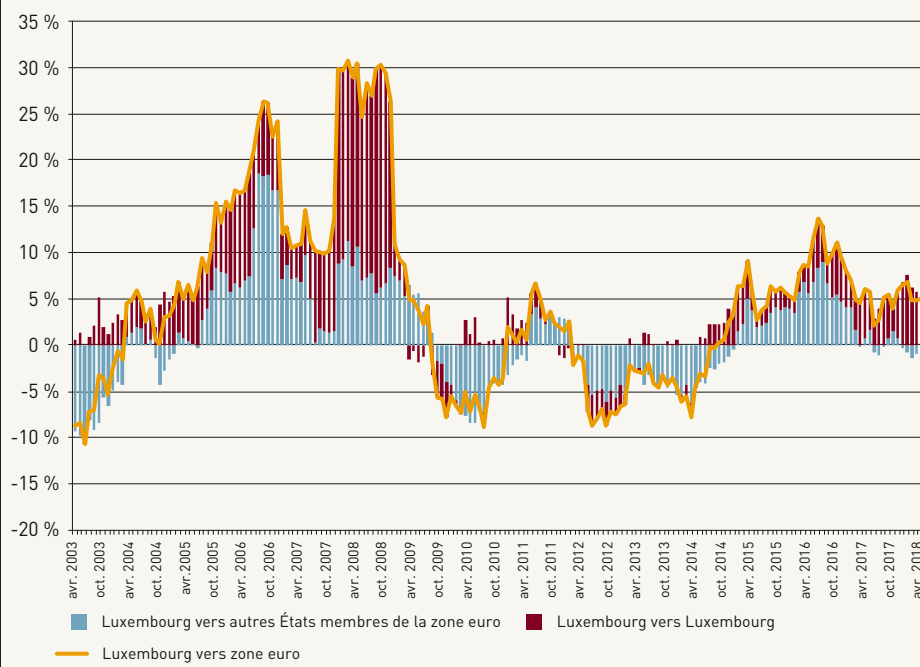
Le taux d'intérêt variable pour les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros a progressé de 10 points de base sur un mois pour atteindre 1,13 % en avril 2018. Le volume de ces crédits nouvellement accordés a diminué de 1 295 millions d'euros sur un mois pour porter l'activité à 4 949 millions d'euros durant la dernière période de référence. En comparaison annuelle, ce taux a diminué de 19 point de base et le montant des crédits accordés a augmenté de 115 millions d'euros.



Source : calculs BCL

<sup>17</sup> 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 1 an). Cette série n'est publiée par la BCL depuis février 2009 seulement pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

Graphique 20  
 Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM  
 (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



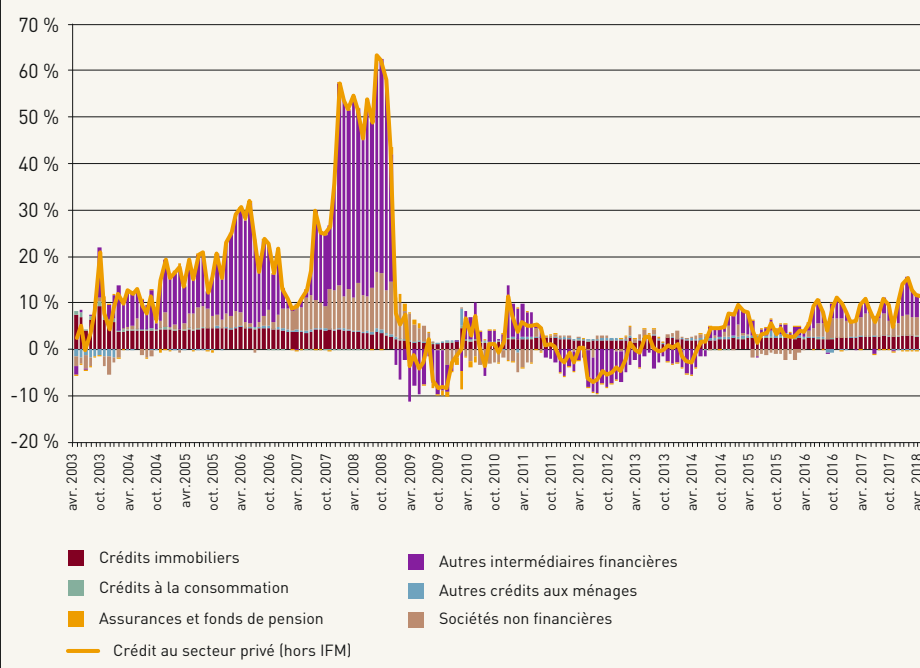
Source : BCL

Le taux d'intérêt sur les dépôts à terme des SNF ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an a augmenté de 4 points de base sur un mois pour atteindre -18 points de base en avril 2018.

### L'évolution des crédits au secteur privé

Les crédits octroyés par les banques luxembourgeoises au secteur privé non bancaire de la zone euro (y compris le Luxembourg) ont progressé à un rythme annuel de 5 % en avril 2018, soutenus par des contributions positives provenant des crédits octroyés aux contreparties résidentes (voir graphique 20). La contribution des crédits octroyés aux contreparties non résidentes a été faiblement négative au premier trimestre 2018 alors qu'elle était faiblement positive entre septembre et novembre 2017.

Graphique 21  
 Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes  
 (progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

Selon les données d'avril 2018, la majeure partie des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro est destinée au secteur non financier : 42 % des encours ont été attribués aux entreprises, 19 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 28 % aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financiers et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé de 11,6 % en avril 2018 (voir graphique 21). Cette dynamique est largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés aux AIF, qui ont contribué à hauteur de 5,1 p.p. à la croissance annuelle en avril. La contribution des crédits aux sociétés non financières (SNF) a été de 3,9 p.p., tandis que celle des crédits immobiliers octroyés aux ménages a été de 2,7 p.p..

Concernant les différents secteurs résidents, il est à relever une stabilité de la croissance annuelle des crédits immobiliers accordés aux ménages. Celle-ci a atteint un rythme annuel de 8,2 % en avril (par rapport à 8,3 % au premier trimestre). Les crédits à la consommation ont progressé à un taux annuel de 4,4 % en avril. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. Les crédits accordés aux SNF au Luxembourg ont connu une progression annuelle de 13,7 %. Cette forte croissance est attribuable aux activités d'un nombre limité de succursales étrangères<sup>18</sup>. Les crédits octroyés aux AIF résidents ont continué leur croissance à un rythme annuel de 16,8 % en avril.

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

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques. L'enquête contient aussi des questions sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits<sup>19</sup>. Lors de l'édition d'avril 2018, 149 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 7 au Luxembourg.

Pour l'édition d'avril 2018, les questions rétrospectives faisaient référence au premier trimestre 2018, tandis que les questions prospectives couvraient le deuxième trimestre 2018.

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 prudence.

#### *Crédits accordés aux entreprises*

Au premier trimestre 2018, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué un léger assouplissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises (voir graphique 22), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. La pression concurrentielle a eu un effet d'assouplissement sur les critères d'octroi, tandis qu'une augmentation du coût des fonds propres a eu un effet durcissant. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. La pression concurrentielle et une perception des risques plus favorable ont été citées comme les facteurs principaux contribuant à cet assouplissement.

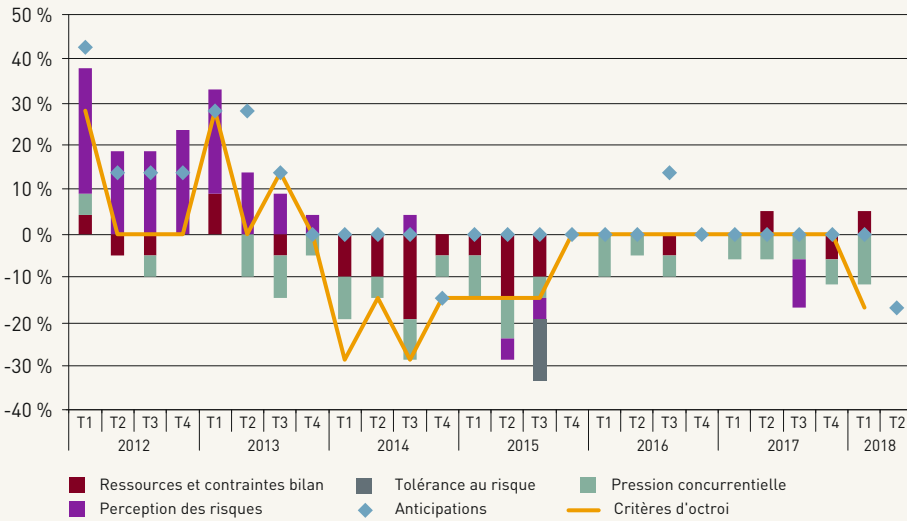
Les banques au Luxembourg et dans la zone euro ont indiqué s'attendre à un futur assouplissement de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises au cours du deuxième trimestre 2018.

<sup>18</sup> Voir aussi le Bulletin BCL 2017/2, page 35.

<sup>19</sup> Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : [https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201804.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf)

Graphique 22

Évolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets<sup>20</sup>)



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

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi<sup>21</sup>, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant ces conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère diminution de leurs demandes de garanties et de leurs frais autres que les intérêts. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen et, dans une moindre mesure, sur les prêts plus risqués. De plus, elles ont indiqué une légère baisse de leurs demandes de garanties et un léger assouplissement des autres conditions d'octroi.

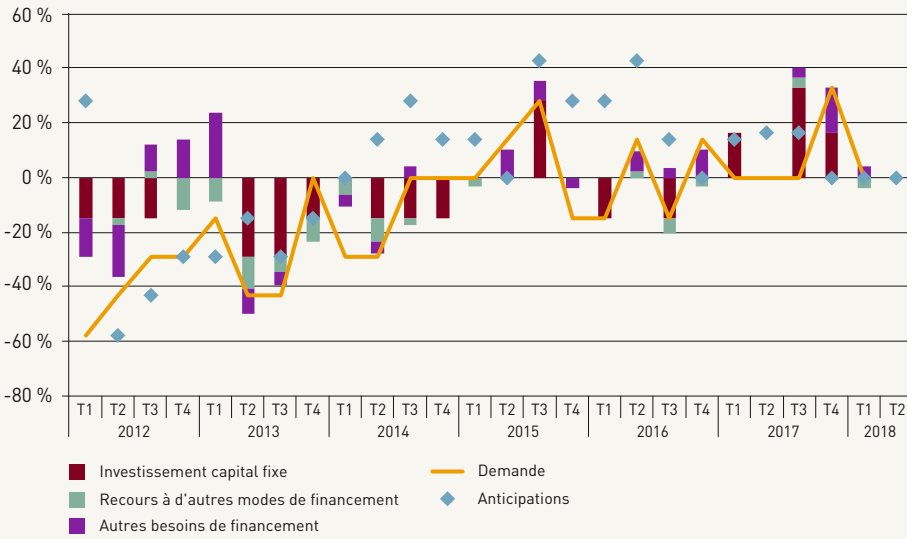
20 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » ou « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que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

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.

Graphique 23

Évolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets<sup>22</sup>)



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

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises est restée inchangée au premier trimestre 2018 (voir graphique 23). Seule la demande de la part des grandes entreprises a légèrement diminué. Les banques ont identifié un léger effet positif des restructurations internes parmi les entreprises et un effet négatif émanant d'un recours plus important au financement par des prêts non bancaires.

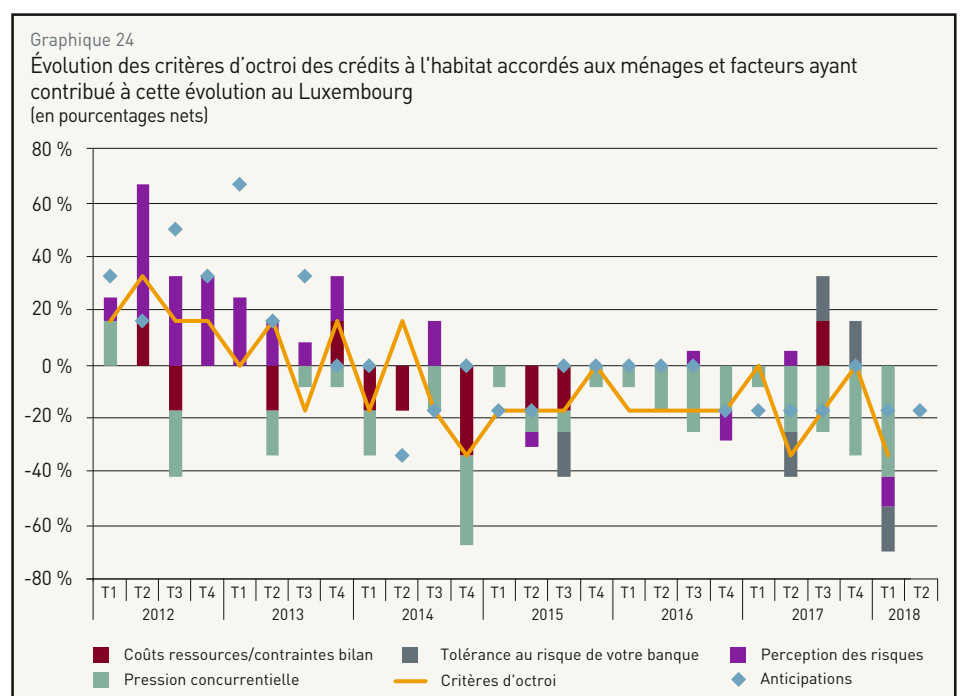
Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une progression nette de la demande de crédits provenant des entreprises, en l'attribuant principalement au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de l'investissement en capital fixe. En revanche, les banques ont aussi déclaré que les entreprises ont eu un plus grand recours à d'autres modes de financement, notamment au financement interne, ce qui a atténué leur demande de crédits bancaires.

### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont indiqué un assouplissement de leurs critères d'octroi (voir graphique 24). Une augmentation de la concurrence de la part d'autres banques et une perception plus favorable des risques liés au marché immobilier ont eu un effet d'assouplissement. Dans la zone euro, les banques ont aussi déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi. À nouveau, cet assouplissement a été principalement déterminé par une augmentation de la pression concurrentielle et par une amélioration de la perception des risques.

Au Luxembourg et dans la zone euro, les banques ont déclaré s'attendre à un nouvel assouplissement des critères d'octroi au cours du deuxième trimestre 2018.

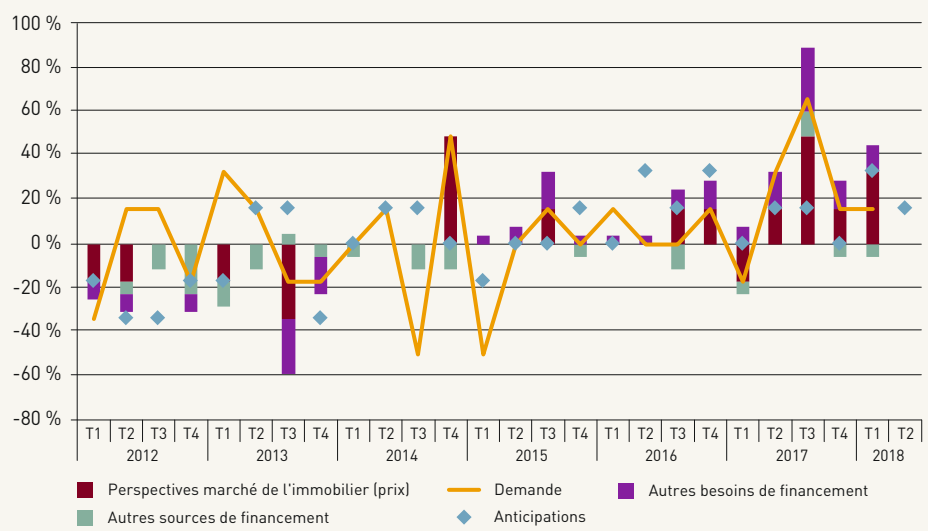
En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une réduction des marges sur les prêts de risque moyen, d'une augmentation de leur quotité d'emprunt (ratio prêt-valeur) et d'une réduction des frais autres que les intérêts. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction de leurs marges sur les prêts de risque moyen et, dans une moindre mesure, sur les prêts plus risqués. Elles ont cependant indiqué avoir légèrement diminué leur quotité d'emprunt.



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 25  
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 Luxembourg, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a augmenté au premier trimestre 2018 (voir graphique 25). Selon les banques interrogées, la demande de crédits a bénéficié d'une amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix), du niveau faible des taux d'intérêt, mais aussi d'une amélioration de la confiance des consommateurs. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant principalement au niveau faible 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 de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré un assouplissement net de leurs critères d'octroi au cours du premier trimestre 2018. Elles ont attribué cet assouplissement principalement à une augmentation de la concurrence bancaire. Les banques de la zone euro ont également indiqué un léger assouplissement des critères d'octroi, favorisé principalement par une augmentation de la pression concurrentielle et par une perception des risques plus favorable.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré que leurs marges et leurs autres conditions de crédit sont restées inchangées. Les banques de la zone euro ont déclaré que leurs marges sur les prêts de risque moyen ont légèrement diminué.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédit des ménages a légèrement diminué au cours du premier trimestre 2018, sous l'effet d'une diminution des dépenses en biens durables. Par contre, au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, principalement attribuée 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 d'avril 2018 comprenait cinq questions ad hoc. La première question portait sur l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions auxquelles les banques ont accès aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, les conditions d'accès au financement par dépôts à court terme se sont légèrement améliorées au premier trimestre 2018. Par contre, les conditions d'accès au financement de marché sont restées inchangées pendant cette période. Au niveau de la zone euro, les conditions d'accès au financement de détail et de marché n'ont globalement pas changé au premier trimestre.

La deuxième question comparait le niveau actuel des critères d'octroi à leur niveau au premier trimestre 2003 (début de l'enquête) et au deuxième trimestre 2010 (intensification de la crise des dettes souveraines). Pour les prêts aux entreprises, la plupart des banques de l'échantillon luxembourgeois a affirmé que leurs critères d'octroi étaient légèrement plus stricts qu'en 2003. Concernant les prêts à l'habitat accordés aux ménages, les banques luxembourgeoises ont signalé que leurs critères d'octroi étaient légèrement plus souples qu'en 2003. Dans les deux cas, la plupart des banques a déclaré que leurs critères d'octroi étaient légèrement plus souples que ceux appliqués au deuxième trimestre 2010.

Au niveau de la zone euro, les résultats sont assez hétérogènes. Pourtant, la majorité des banques a indiqué que leurs critères d'octroi pour ces deux catégories de prêts se trouvaient à des niveaux similaires à ceux appliqués en 2003 et en 2010.

La troisième question concernait l'effet que le programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème a pu avoir sur les actifs des banques. Au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, les banques ont noté qu'entre octobre 2017 et mars 2018 ce programme a eu un impact positif sur leurs actifs totaux, sur leur position de liquidité et sur leurs conditions de financement de marché. Toutefois, au Luxembourg, comme au niveau de la zone euro, les banques ont signalé une légère dégradation de leur niveau de rentabilité sur cette période, résultante d'une détérioration des marges nettes d'intérêt.

La quatrième question portait sur l'effet du programme étendu d'achat d'actifs sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques au Luxembourg ont indiqué qu'entre octobre 2017 et mars 2018, les critères et conditions d'octroi n'ont été que marginalement affectés par ce programme. Au niveau de la zone euro, les banques ont signalé que le programme d'achat d'actifs a eu un léger effet d'assouplissement sur les critères d'octroi, principalement pour les crédits aux entreprises. Les banques au Luxembourg comme dans la zone euro ont indiqué que ce programme les a menés à augmenter leurs volumes de prêts aux entreprises.

La dernière question s'intéressait à l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre octobre 2017 et mars 2018 cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. Le taux négatif a aussi quelque peu contribué à baisser à la fois les taux d'intérêt et les marges sur les prêts aux entreprises et aux ménages. D'autre part, le taux négatif de la facilité de dépôt a eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages au Luxembourg comme au niveau de la zone euro.

## L'évolution des comptes de profits et pertes

Sur la 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 1,3 milliard d'euros à la fin du premier trimestre 2018. La ventilation par rubrique des comptes de profits et pertes du tableau 9 ci-dessous montre des évolutions contrastées des principales sources de revenus. Au niveau des revenus récurrents, tant la marge sur intérêts que les commissions nettes ont progressé en comparaison annuelle. A contrario, les autres revenus nets se sont orientés à la baisse durant la même période. Le produit bancaire est ainsi demeuré relativement stable par rapport au premier trimestre de 2017, tandis que les frais généraux se sont inscrits à la hausse sous l'impulsion des frais d'exploitation.

Tableau 9 :

### Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit y compris les succursales à l'étranger<sup>23</sup>

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2017 03	2018 03	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	2 999	3 071	72	2,4
2	Intérêts bonifiés	1 765	1 765	0	0,0
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 234	1 306	72	5,8
4	Revenus nets sur commissions	1 173	1 259	86	7,3
5	Revenus sur opérations de change	86	110	24	27,9
6	Dividendes reçus	171	158	-13	-7,6
7	Autres revenus nets	228	69	-159	-69,7
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	1 657	1 597	-60	-3,6
9	Produit bancaire (3+8)	2 891	2 903	12	0,4
10	Frais de personnel	765	775	10	1,3
11	Frais d'exploitation	697	746	49	7,0
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 462	1 521	59	4,0
13	Amortissements sur immobilisé non financier	78	80	2	2,6
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 351	1 301	-50	-3,7

Sources : CSSF, calculs BCL

Les produits d'intérêts générés par le secteur bancaire ont augmenté de 72 million d'euros en comparaison annuelle pour atteindre 3,1 milliards d'euros, tandis que les intérêts bonifiés sont restés inchangés à 1,8 milliard d'euros. Par conséquent, la marge sur intérêts a été poussée à la hausse par les produits d'intérêts et s'est élevée à 1,3 milliard d'euros fin mars 2018. Cette progression est partagée par environ la moitié des banques, malgré le tassement de la somme des bilans au cours du premier trimestre 2018.

Au niveau des revenus hors intérêts, les commissions nettes ont progressé de 7,3 % en rythme annuel pour s'établir à 1,3 milliard d'euros fin mars 2018. Les revenus non récurrents ont globalement diminué par rapport à l'année précédente, en raison de la catégorie résiduelle des autres revenus nets qui se sont inscrits en forte baisse.

Le produit bancaire, qui regroupe les principales sources de revenus précitées, est resté relativement stable sur un an pour s'établir à 2,9 milliards d'euros au premier trimestre 2018.

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



Les frais généraux ont augmenté de 4 % sur un an sous l'effet conjugué d'une hausse des frais de personnel et surtout des frais d'exploitation. Fin mars 2018, les frais généraux se sont élevés à 1,5 milliard d'euros et représentaient plus de la moitié du produit net bancaire.

Par conséquent, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts s'est établi à 1,3 milliard pour le premier trimestre, en retrait de 3,7 % par rapport au niveau affiché l'année précédente.

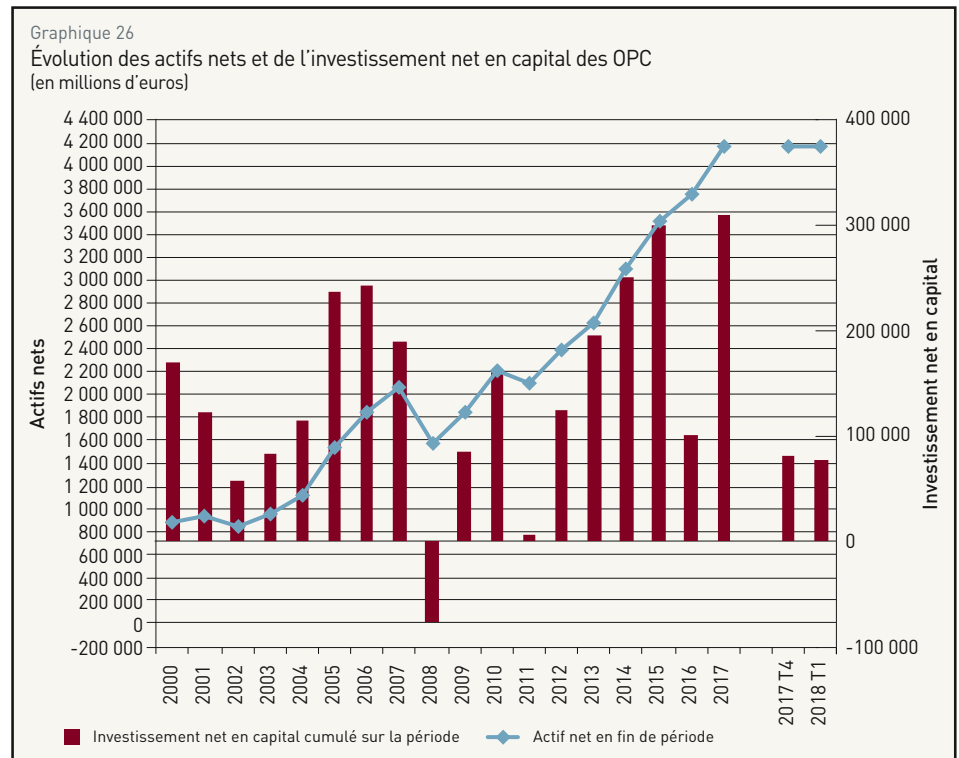
### 1.2.3.2.1 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de septembre 2017, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 114 unités, pour s'établir à un total de 3 996 unités à la fin mars 2018. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 15 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 712 à 14 727 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 2,8 % pour s'établir, à la fin mars 2018, à 4 149 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation négatifs (-9,4 milliards d'euros). Les investissements nets ont quant à eux significativement contribué à la hausse des actifs sous gestion (+171 milliards d'euros).



Source : CSSF

Tableau 10 :

**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 <sup>1)2)</sup>	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS <sup>2)3)</sup>	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	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 <sup>4)</sup>	4 144	14 595	155	3 741 330	5 403	55 044	235 129	2,9		
2017	4 044	14 728	145	4 159 614	20 998	2 817	418 284	11,2		
2018										
jan	4 030	14 763	141	4 214 030	41 728	12 688	446 643	11,9	54 416	1,3
fév	4 014	14 776	142	4 187 323	16 974	-43 681	327 006	8,5	-26 707	-0,6
mars	3 996	14 727	139	4 148 898	17 900	-56 325	242 871	6,2	-38 425	-0,9

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.<sup>4)</sup> À partir de décembre 2016, les SICAR sont incluses dans le champ des statistiques des OPC.

Source : CSSF

**L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée 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 11.

Tableau 11 :

**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 <sup>1)</sup>	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	1 464 043	1 383 064	993 523	89 128	218 991	102 196
2018						
janvier	1 464 106	1 427 231	1 023 274	95 761	226 949	106 070
février	1 468 029	1 407 183	1 021 226	96 551	230 151	107 095
mars	1 469 671	1 387 150	1 027 040	96 466	233 047	108 608

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

Le tableau 11 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 0,6 % par rapport au troisième trimestre de 2017. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 4,6 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 387,2 milliards d'euros à la fin du mois de mars 2018. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 5,3 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de 7,9 %, 6,0 % et 16,2 %.

## Les OPC monétaires

### *Le nombre de compartiments*

Fin mars 2018, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 139 unités, un effectif en baisse de 7 unités par rapport au mois de septembre 2017.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 unités en raison d'un changement de définition<sup>24</sup>.

### *La somme des bilans*

Entre la fin du troisième trimestre de 2017 et la fin du premier trimestre de 2018, la somme des bilans a baissé de -7,0 %, passant de 287,9 milliards d'euros à 267,6 milliards d'euros. Cette évolution s'explique principalement par les effets de revalorisation négatifs induits 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 courte. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin mars 2018, le portefeuille de titres représentait 79 % de l'actif, soit 211,3 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 19,8 %, soit 52,9 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, l'évolution du total bilantaire s'est accompagnée d'une baisse de l'encours du portefeuille de titres (-2,9 %).

Tableau 12 :

#### **Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution (encours en fin de période<sup>1</sup>)**

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	03-2017	09-2017	03-2018	03-2017 - 03-2018		09-2017 - 03-2018		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	60 674	67 037	52 936	-7 738	-12,8	-14 101	-21,0	19,8
Portefeuille titres	242 096	217 727	211 343	-30 753	-12,7	-6 384	-2,9	79,0
Autres actifs	2 603	3 111	3 339	736	28,3	228	7,3	1,2
Total de l'actif	305 373	287 875	267 618	-37 755	-12,4	-20 257	-7,0	100,0

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

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

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

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 (113,1 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (38,1 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (55,3 milliards d'euros).

Entre la fin du troisième trimestre de 2017 et la fin du premier trimestre de 2018, le volume total des titres en portefeuille autre que des actions et parts d'OPC a baissé de -2,5 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement évolué de -11,6 %, +4,8 % et +16,3 %.

Tableau 13 :

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

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

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	03-2017	09-2017	03-2018	03-2017 - 03-2018		09-2017 - 03-2018		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	139 596	128 021	113 139	-26 457	-19,0	-14 882	-11,6	54,8
Administrations publiques	45 317	36 350	38 085	-7 232	-16,0	1 735	4,8	18,4
Autres secteurs	50 564	47 552	55 304	4 740	9,4	7 752	16,3	26,8
<b>Total</b>	<b>235 477</b>	<b>211 923</b>	<b>206 528</b>	<b>-28 949</b>	<b>-12,3</b>	<b>-5 395</b>	<b>-2,5</b>	<b>100,0</b>

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

Source : BCL

## Encadré 1

**AVERSION AU RISQUE DES MÉNAGES AU LUXEMBOURG**

Cet encadré analyse l'attitude face au risque des ménages luxembourgeois. Depuis la crise financière, le terme de « risque » figure largement dans le débat économique, bien qu'il représente une notion complexe et aux définitions multiples. Deux caractéristiques clés sont nécessaires pour que le risque soit présent : une incertitude quantifiable et une pertinence. L'incertitude se réfère à la probabilité qu'un événement aléatoire se produise, tandis que la pertinence se réfère à la récompense ou à la perte générée lorsque cet événement se produit.<sup>25</sup> Ce lien entre le risque et la récompense est surtout évident dans le contexte des choix d'investissement. Il est probablement moins évident, mais tout aussi important, dans le contexte des choix d'éducation ou de carrière. Les individus diffèrent généralement dans leurs préférences et donc aussi dans leurs attitudes face au risque. Certains sont prêts à accepter des risques considérables pour atteindre leurs objectifs (et sont donc tolérants au risque), tandis que d'autres acceptent très peu de risques (et ont donc une aversion au risque). Les individus avec une aversion au risque sont disposés à renoncer à des rendements plus élevés afin de réduire la variabilité de leurs revenus. Par exemple, les ménages avec une aversion au risque préfèrent placer leur épargne dans des dépôts bancaires ou des obligations de haute qualité, dont les rendements sont généralement faibles mais moins risqués. Par contre, les ménages tolérants au risque sont plus susceptibles d'investir dans des actifs risqués, tels que les actions cotées en bourse ou les fonds d'investissement, dont les rendements sont généralement plus élevés, mais aussi plus volatiles.

25 Voir F.H. Knight, « Risk, Uncertainty and Profit », New York, Hart, Schaffner and Marx, 1921; G.A. Holton, « Defining Risk », Financial Analysts Journal, 60(6), p. 19-25.

Il est fréquent de supposer que les individus ont tous une aversion au risque, mais la réalité est bien plus complexe. Si des études empiriques ont confirmé que les agents ont généralement une aversion au risque, elles ont également souligné que l'ampleur de cette aversion diffère considérablement d'un individu à l'autre, selon des caractéristiques personnelles, mais aussi en fonction de l'enjeu liée à une décision donnée.<sup>26</sup>

Afin de mieux comprendre les choix financiers face à l'incertitude, cet encadré analyse les résultats de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (LU-HFCS).<sup>27</sup> Il s'agit d'une enquête harmonisée au sein de la zone euro, menée au Luxembourg par la BCL en coopération avec le Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER). Au Luxembourg, les deux premières vagues de cette enquête ont eu lieu en 2010 et 2014, tandis que la troisième vague est actuellement en cours, avec des résultats attendus à la mi-2019.<sup>28</sup>

Les ménages participant à l'enquête ont répondu à la question suivante :

*Laquelle des propositions suivantes décrit le mieux l'ampleur du risque financier que vous (et votre conjoint) êtes prêts à prendre lorsque vous épargnez ou investissez ?*

- 1. Je prends des risques financiers importants dans l'espoir d'obtenir des rendements importants,*
- 2. Je prends des risques financiers au-dessus de la moyenne dans l'espoir d'obtenir des rendements au-dessus de la moyenne,*
- 3. Je prends des risques financiers moyens et m'attends à des rendements moyens,*
- 4. Je ne souhaite prendre aucun risque financier.*

Les ménages qui choisissent la réponse 4 sont considérés comme ayant une aversion au risque élevée, les autres étant classés comme tolérants au risque. Plus précisément, cette classification ne s'applique pas au ménage entier, mais uniquement à la « personne financièrement informée » (PFI) qui répond à l'enquête et dont les caractéristiques individuelles seront ensuite analysées. Au Luxembourg, les répondants ont majoritairement indiqué qu'ils avaient une aversion au risque (environ 74 %), bien qu'il y ait des différences entre ceux nés au Luxembourg (78 %) et ceux nés à l'étranger (69 %). Dans la zone euro, environ 75 % des ménages ont déclaré qu'ils avaient une aversion au risque. Selon les résultats du tableau 1, parmi les PFIs qui sont nées au Luxembourg, les femmes ont tendance à avoir une aversion au risque plus importante que les hommes (82 % contre 67 %). Les plus jeunes ont également tendance à être plus tolérants au risque. On constate aussi que l'aversion au risque augmente plus rapidement avec l'âge chez les personnes nées à l'étranger que chez celles nées au Luxembourg. Des tendances très similaires peuvent être observées dans d'autres pays de la zone euro, dans lesquels 80 % des femmes PFI déclarent avoir une aversion au risque (71 % des hommes PFI), l'aversion au risque augmente avec l'âge (de 68 % pour les moins de 35 ans à 84 % pour les plus de 65 ans) et diminue avec l'éducation (de 85 % pour les personnes n'ayant pas fini le cycle secondaire à 64 % pour celles ayant effectué des études universitaires). Ces résultats concordent avec les conclusions d'autres études empiriques qui ont révélé que les personnes plus âgées ont tendance à être plus réticentes à prendre des risques et que les femmes ont généralement une aversion au risque plus marquée que les hommes.<sup>29</sup>

26 Voir H.P. Binswanger, « Attitudes Towards Risk: Theoretical Implications of an Experiment in Rural India », *The Economic Journal*, 91(364), 1981; C.A. Holt, S.K. Laury, « Risk Aversion and Incentive Effects », *American Economic Review*, 92(5), p. 1644-55, 2002; S.J. Kachelmeier, M. Shehata, « Examining Risk Preferences Under High Monetary Incentives: Experimental Evidence from the People's Republic of China », *The American Economic Review*, 82(5), 1992.

27 Pour une analyse similaire sur les travailleurs frontaliers au Luxembourg, voir T.Y. Mathä, G., Pulina, M. Ziegelmeier, « The Cross-border Household Finance and Consumption Survey: Results from the second wave », BCL Working Paper 119, 2018.

28 Pour une description et un résumé des statistiques de base de cette enquête, voir A. Girshina, T.Y. Mathä, M. Ziegelmeier, « The Luxembourg Household Finance Consumption Survey: Results from the 2nd wave », BCL Working Paper 106, 2017.

29 L. Guiso, M. Paiella, « Risk Aversion, Wealth, and Background Risk », *Journal of the European Economic Association*, 6(6), p. 1109-1150, 2008; T. Dohmen, A. Falk, D. Huffman, U. Sunde, J. Schupp, G.G. Wagner, « Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants and Behavioural Consequences », *Journal of the European Economic Association*, 9(3), p. 522-550, 2011.

En pratique, le choix de prolonger ou d'arrêter ses études est également une décision d'investissement, car les qualifications de l'enseignement supérieur tendent à augmenter les salaires et à réduire la probabilité de chômage. Cependant, les rendements des investissements en éducation sont incertains, puisque les futures conditions du marché du travail sont inconnues. Par conséquent, il n'est pas surprenant que les ménages ayant un niveau d'éducation supérieur tendent à être plus tolérants au risque.<sup>30</sup> Ainsi, environ 90 % des ménages luxembourgeois les moins diplômés ont déclaré qu'ils étaient réticents à prendre des risques, tandis que cette proportion tombe à 55 % pour les ménages ayant un niveau d'éducation supérieur. L'impact du niveau d'instruction sur l'aversion au risque est beaucoup plus fort pour les résidents qui sont nés à l'étranger que pour ceux qui sont nés au Luxembourg.

Tableau 1 :

**Aversion au risque et caractéristiques de la personne financièrement informée (PFI) du ménage**  
(en pourcentage)

CARACTERISTIQUES	NÉE AU LUXEMBOURG	NÉE À L'ÉTRANGER	TOTAL
<b>Éducation</b>			
Primaire ou secondaire inférieur	92	89	90
Secondaire supérieur	77	74	76
Universitaire	64	47	55
<b>Âges</b>			
16-34	77	64	71
35-44	72	67	70
45-54	75	68	72
55-64	78	73	76
65+	83	76	81
<b>Sexe</b>			
Femme	86	77	82
Homme	71	63	67
<b>Total</b>	<b>78</b>	<b>69</b>	<b>74</b>

Source : calculs BCL basés sur la 2<sup>e</sup> vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

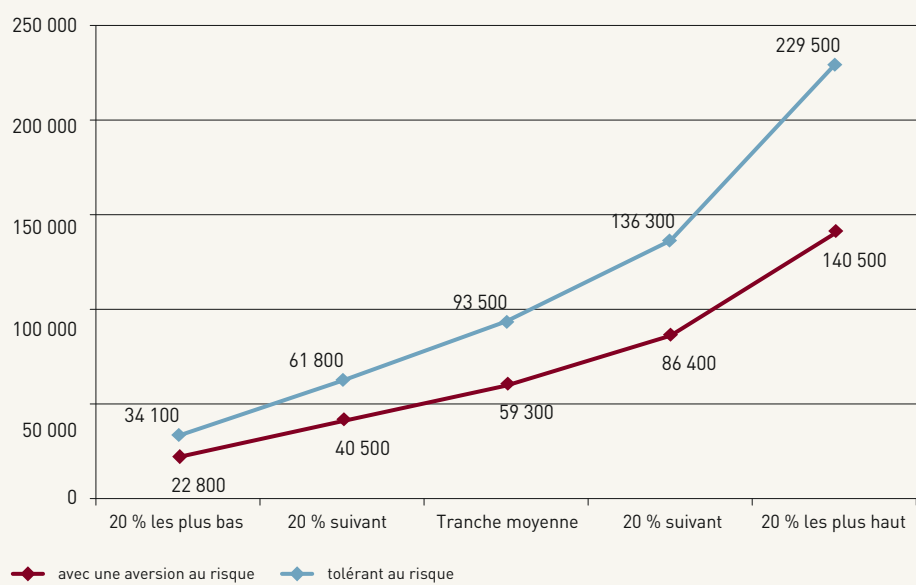
Le Graphique 1 compare la répartition du revenu brut des ménages au Luxembourg qui déclarent avoir une aversion au risque avec celle des ménages qui se déclarent tolérants au risque. Les ménages plus tolérants au risque ont tendance à gagner un revenu brut plus élevé. En comparant les 20 % des ménages aux revenus les plus faibles dans les deux catégories, les ménages tolérants au risque gagnent environ 50 % de plus que les ménages avec une aversion au risque. En comparant les 20 % aux revenus les plus élevés, les ménages tolérants au risque gagnent 60 % de plus. Ceci est comparable aux résultats pour la zone euro, dans laquelle la différence entre les ménages avec une aversion au risque et les ménages tolérants au risque passe de 47 % du revenu brut pour les revenus les plus faibles à 54 % pour les revenus les plus élevés. La structure est similaire pour la distribution du patrimoine net, en accord avec les études empiriques selon lesquelles les individus les plus fortunés sont moins réticents au risque.<sup>31</sup>

Enfin, l'attitude face au risque affecte les choix de portefeuille d'investissement. Certaines études établissent un lien important entre l'aversion au risque et la valeur du patrimoine net, les personnes les plus riches consacrant une part plus importante de

30 A. Vissing-Jørgensen, « Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures », NBER Working Paper 8884, 2002; R.B. Barsky, F.T. Juster, M.S. Kimball, M.D. Shapiro, « Preference Parameters and Behavioural Heterogeneity: An Experimental Approach », Quarterly Journal of Economics, 112(2), p. 537-579, 1997.

31 H. Levy, « Absolute and Relative Risk Aversion: An Experimental Study », Journal of Risk and Uncertainty, 8(3) (May), 289-307, 1994; L. Guiso, M. Paiella, « Risk Aversion, Wealth, and Background Risk », Journal of the European Economic Association, 6(6), p. 1109-1150, 2008.

Graphique 1  
Revenu brut par quintile  
(Médiane en euros ; arrondi à la centaine la plus proche)



Sources : calculs BCL, basés sur la 2e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

susceptibles d'investir dans des fonds d'investissement et dans des actions cotées en bourse. La part des ménages qui investissent dans des actifs risqués, soit directement dans des actions, soit indirectement via des fonds d'investissement, va de 10 % pour les ménages avec une aversion au risque à environ 45 % pour les ménages tolérants au risque. Parmi les ménages qui détenaient des actions (directement ou indirectement), la valeur médiane de l'investissement était d'environ 24 000 euros pour les ménages avec une aversion au risque, alors qu'elle était presque deux fois plus élevée (près de 43 000 euros) pour les ménages tolérants au risque. Dans les autres pays de la zone euro, environ 9 % des ménages avec une aversion au risque détenaient des actifs risqués, tandis que cette part passe à 30 % pour les ménages tolérants au risque.

Tableau 2 :

### Patrimoine financier et aversion au risque

(taux de participation et médiane en euros (arrondi à la centaine la plus proche))

CARACTÉRISTIQUES	AVEC UNE AVERSION AU RISQUE		TOLÉRANT AU RISQUE	
	%	médiane	%	médiane
<b>Actifs financiers</b>				
Comptes de dépôt et d'épargne	96	12 300	98	30 000
Fonds d'investissement	8	32 000	35	59 000
Obligations	2	25 000	5	70 000
Actions	4	9 900	24	20 000
Autres investissements	8	9 900	20	22 200
Plans de pension privés et assurance-vie	27	23 900	47	25 800
<b>Patrimoine financier total</b>	<b>97</b>	<b>22 600</b>	<b>98</b>	<b>88 800</b>
<b>Actifs risqués</b>	<b>10</b>	<b>24 200</b>	<b>45</b>	<b>42 900</b>

Source : calculs BCL basés sur la 2e vague de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

32 L.E. Calvet, P. Sodini, « Twin Picks: Disentangling the Determinants of Risk-Taking in Household Portfolios », *Journal of Finance*, 69(2), p. 876-906, 2014.

33 M.K. Brunnermeier, S. Nagel, « Do Wealth Fluctuations Generate Time-Varying Risk Aversion? Micro-Evidence On Individuals' Asset Allocation », *American Economic Review*, 98(3), p. 713-736, 2008.



En conclusion, cet encadré utilise les données recueillies par l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (LU-HFCS) afin de lier le degré d'aversion au risque des ménages luxembourgeois à leurs caractéristiques sociodémographiques et à la composition de leur portefeuille. Les résultats sont cohérents avec ceux de la littérature empirique et sont également comparables aux conclusions obtenues pour les autres pays de la zone euro pour lesquels les données HFCS sont disponibles.

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

À l'exception de la vente par correspondance (VPC), les statistiques relatives au commerce ont indiqué en moyenne pour l'année 2017 des évolutions favorables (voir tableau 11). Soulignons que le chiffre d'affaires (CA) en valeur dans le commerce de détail s'est redressé au quatrième trimestre 2017 (+5,2 %), après avoir fortement reculé sur les trois premiers trimestres de l'année 2017 en raison d'effets de base défavorables<sup>34</sup>. Au premier trimestre de l'année 2018, la hausse du CA dans le commerce de détail s'est poursuivie (+4,2 %). Les ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) ont de leur côté progressé de 8,0 % tandis que la croissance du CA dans le commerce de détail hors VPC et VCMS a enregistré une hausse plus modérée (+2,9 %). Dans le commerce de gros, les statistiques indiquent un léger recul des ventes au premier trimestre 2018. Le CA dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles a de son côté progressé à un taux annuel moyen de 5,0 % sur les trois premiers mois de l'année 2018.

La hausse des immatriculations automobiles s'est établie à 7,2 % au Luxembourg au cours du premier trimestre 2018. Sur la même période la progression des immatriculations a été de 4,0 % en Allemagne et de 2,9 % en France, tandis que des quasi-stabilisations étaient observées en Belgique (+0,5 %) et dans l'Union européenne (+0,7 %). Les dernières statistiques disponibles, qui concernent le mois d'avril 2018, ont indiqué une progression annuelle de 10,4 % des immatriculations automobiles au Luxembourg, de 6,8 % en Belgique, de 8,0 % en Allemagne, de 9,0 % en France et de 9,6 % dans l'Union européenne.

En ce qui concerne les services et les transports, l'évolution des affaires a été en moyenne très favorable au cours de l'année 2017 et sur les trois premiers mois de l'année 2018. La hausse du CA s'est établie à respectivement 16,4 % dans le transport aérien, 33,6 % dans le transport fluvial, 1,4 % dans le transport terrestre et 21,5 % dans le secteur entreposage et services auxiliaires aux transports<sup>35</sup>. Le CA dans le secteur de l'hôtellerie-restauration a progressé de 5,2 % sur la même période.

34 Plus précisément, une grande entreprise multinationale, qui était également un acteur majeur de la VPC au Luxembourg, a cessé ses activités commerciales au Luxembourg, ce qui a impliqué une baisse du CA pour le mois d'octobre 2016 et les mois suivants.

35 Le secteur entreposage et services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) : la manutention ; l'entreposage et stockage ; et les autres services auxiliaires des transports (messagerie, fret express et affrètement et organisation des transports).

Tableau 14 :

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

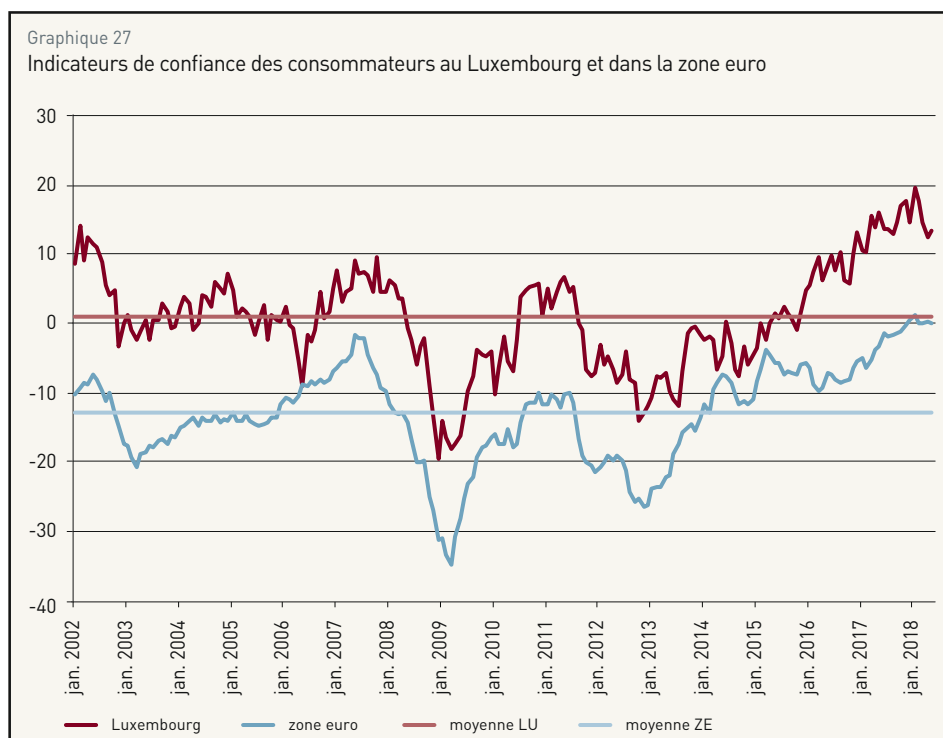
	2016	2017	2017-T1	2017-T2	2017-T3	2017-T4	2018-T1
Immatriculations de voitures	8,8	4,4	2,9	1,7	7,8	6,5	7,2
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	6,5	5,3	-0,3	5,3	11,7	5,6	5,0
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-26,5	11,2	22,9	12,5	9,8	1,9	-0,2
Commerce de détail	-55,7	-21,1	-28,9	-26,6	-28,1	5,2	4,2
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	-2,3	9,5	11,9	11,4	7,1	7,9	8,0
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	2,8	3,5	3,5	4,2	3,0	3,5	2,9
Hôtels et restaurants	2,9	5,2	4,8	6,0	6,3	4,0	5,2
Transports aériens	-4,5	17,9	20,1	7,6	18,2	24,7	16,4
Transports par eau	10,7	1,1	-5,7	2,0	11,3	-1,7	33,6
Transports terrestres	8,2	7,3	9,8	1,1	5,4	13,6	1,4
Entreposage et services auxiliaires des transports	-4,5	12,0	-4,7	10,7	16,7	24,7	21,5

\* En valeur

Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (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 2017 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 et santé.

Sources : STATEC, calculs BCL

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



Sources : BCL, Commission européenne

L'indicateur de confiance des consommateurs s'est légèrement redressé en mai 2018 après trois mois consécutifs de baisse. Toutes les composantes<sup>36</sup> de l'indicateur ont évolué de manière favorable ce mois-ci à l'exception de celle relative au chômage au Luxembourg qui s'est fortement dégradée. En mai, les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg et à leur situation financière se sont quelque peu améliorées tandis que celles relatives à leur capacité d'épargner ont été fortement revues à la hausse.

Les résultats de cette dernière enquête suggèrent qu'après avoir atteint un sommet historique en janvier 2018, la confiance des consommateurs du Luxembourg s'est retournée à la baisse, du fait

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

Dans la zone euro, l'indicateur de confiance avait fortement progressé en janvier 2018, atteignant ainsi son niveau le plus élevé depuis janvier 2001, avant de reculer fortement en février 2018 et de se stabiliser quelque peu par la suite (voir graphique). Cette forte hausse de la confiance observée en janvier dernier, suivie d'une baisse conséquente le mois suivant, a aussi été observée au Luxembourg, en Belgique, en Allemagne et, de manière moins marquée, en Italie. Dans tous ces pays, les anticipations des ménages concernant l'évolution future du chômage au cours des prochains mois ont expliqué en grande partie les fortes amplitudes dans les variations de l'indice de confiance observées en janvier et février 2018. L'inquiétude des ménages face au chômage a aussi fortement baissé en France, en Espagne, en Autriche et en Lettonie en janvier 2018, avant de rebondir le mois suivant. Dans ces derniers pays, cependant, les variations de la confiance au cours des deux premiers mois de l'année sont restées relativement modérées. En mai 2018, trois mois après ces fortes variations, il apparaît néanmoins que le niveau d'inquiétude des consommateurs concernant le chômage a été en moyenne – dans la zone euro – sensiblement inférieur à celui qui avait été observé en janvier dernier. Cette évolution est contraire à celle qui s'est dégagée au Luxembourg. Paradoxalement, les anticipations des ménages relatives à la situation économique dans la zone euro se sont, de leur côté, fortement dégradées depuis janvier 2018. Ce constat concerne tous les pays de la zone euro, à l'exception du Portugal. Enfin, les anticipations des consommateurs relatives à leur situation financière et à leur capacité d'épargner n'ont que modérément évolué entre janvier et mai derniers (+0,3 point pour ces deux composantes sur l'intervalle de ces cinq mois).

Tableau 15 :

## Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS
2016	mai	8	-1	9	3	41
	juin	10	-1	7	2	45
	juillet	8	0	11	1	41
	août	10	-3	4	4	44
	septembre	6	-2	9	2	34
	octobre	6	-5	9	6	31
	novembre	10	1	3	5	38
	décembre	13	-1	3	5	52
2017	janvier	11	0	5	5	44
	février	10	1	3	3	40
	mars	16	2	-3	8	49
	avril	14	6	-1	2	47
	mai	16	8	-6	2	48
	juin	14	6	0	4	46
	juillet	14	9	0	3	44
	août	13	7	2	3	44
	septembre	15	11	3	6	45
	octobre	17	11	-3	3	51
	novembre	18	10	-4	6	52
	décembre	15	4	-5	2	47
2018	janvier	20	15	-8	6	49
	février	18	10	-7	3	51
	mars	15	4	-5	6	44
	avril	13	4	-5	3	38
	mai	14	6	1	5	44

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

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

Source : BCL

## 1.2.5 La croissance économique

### Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2017 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 2,3 % en 2017, après une hausse de 3,1 % l'année précédente<sup>37</sup>. En outre, en 2017, les consommations privée et publique auraient progressé de respectivement 2,6 % et 1,8 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en hausse de 1,9 %, après une hausse de 0,5 % en 2016. De leur côté, les exportations et les importations auraient progressé de respectivement 3,9 %. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2017 a été par ailleurs principalement imputable aux exportations nettes qui auraient progressé de 4,0 % en 2017 et dont la contribution à la croissance économique s'est établie à hauteur de 1,4 p.p., après 2 p.p. l'année précédente.

De manière générale, la croissance économique en 2017 peut paraître quelque peu surprenante au regard d'autres indicateurs qui ont témoigné d'une évolution bien plus favorable de l'économie luxembourgeoise en 2017 (voir aussi la partie 1.2.6).

Tableau 16 :

#### Croissance du PIB réel et des composantes de la demande et révisions (en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consommation privée	2,9	2,0	2,3	3,3	2,4	2,6
Consommation publique	3,5	3,8	2,0	2,6	2,0	1,8
Formation brute de capital fixe	6,1	1,2	4,3	-8,0	0,5	1,9
Exportations	2,8	5,3	14,0	6,9	2,7	3,9
Importations	4,8	5,1	14,6	7,1	2,1	3,9
Exportations nettes	-6,2	6,1	11,1	5,7	5,8	4,0
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

En 2017, la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, serait expliquée principalement par la bonne performance de la branche « information et communication » et le secteur commercial au sens large (y compris transports et HORECA). En revanche, le secteur financier aurait contribué négativement à la croissance économique en 2017.

<sup>37</sup> Le PIB en volume a atteint 48 821 millions d'euros en 2017, après 47 724 millions d'euros en 2016. Le PIB nominal a atteint 55 378 millions d'euros en 2017, après 53 005 millions d'euros l'année précédente, enregistrant ainsi une hausse de 4,5 % en comparaison annuelle.

## Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2017, a fait ressortir une légère baisse du PIB réel de 0,1 % par rapport au troisième trimestre 2017. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une progression de 1,6 %<sup>38</sup>.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au quatrième trimestre 2017 et en glissement annuel, les consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 2,7 % et 1,8 %. La formation brute de capital fixe aurait diminué de 13,5 % (après la baisse de 5,9 % le trimestre précédent) et les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 4,9 %, alors que les importations auraient progressé de 4 %. En glissement trimestriel, la formation brute de capital fixe et les exportations se seraient inscrites en baisse de respectivement 1 % et 0,4 %.

Tableau 17 :

### 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				
	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017
Consommation privée	2,3	-0,2	0,8	0,8	1,2	3,1	2,3	1,9	3,8	2,7
Consommation publique	0,5	0,4	0,6	0,4	0,5	1,4	1,7	1,8	1,9	1,8
Formation brute de capital fixe	7,7	0,3	3,3	-15,7	-1,0	15,7	14,4	15,2	-5,9	-13,5
Exportations	1,7	-0,2	2,0	3,5	-0,4	3,4	3,4	2,7	7,1	4,9
Importations	1,5	0,9	0,9	1,5	0,7	1,9	4,3	2,6	4,8	4,0
<b>PIB réel</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans la branche « information et communication » (+14,3 %)<sup>39</sup> et dans une moindre mesure dans l'industrie (+7,1 %). En revanche, dans les activités financières, la valeur ajoutée se serait inscrite en baisse de 3,6 %<sup>40</sup>. En glissement trimestriel, la valeur ajoutée aurait augmenté dans l'ensemble des secteurs économiques, à l'exception du commerce au sens large (-0,4 %).

38 Il convient de remarquer que les données relatives au premier trimestre 2018 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce bulletin.

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

40 Il convient de rappeler que d'autres indicateurs de court terme témoignent d'une évolution relativement plus favorable dans le secteur financier. À titre d'exemple, rappelons que la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement a poursuivi sa hausse au quatrième trimestre 2017 : +12,9 % en glissement annuel et +4,9 % en base trimestrielle. Dans le secteur bancaire, bien que le produit bancaire des établissements de crédit se soit inscrit en nette baisse (principalement sous l'effet d'une baisse de revenus non-récurrents), les revenus sur commissions et la marge sur intérêts ont, pour leur part, poursuivi leur hausse.

Tableau 18 :

**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				
	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	0,8	1,7	2,7	2,3	0,3	-5,8	-1,1	3,0	7,6	7,1
Construction	2,3	-6,3	6,0	-1,9	0,5	4,2	-5,2	1,9	-0,2	-2,0
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,7	4,3	-1,2	1,0	-0,4	0,2	7,5	4,1	5,8	3,6
Information et communication	6,6	3,5	4,9	4,3	0,9	21,7	35,8	21,0	20,7	14,3
Activités financières et d'assurance	2,8	-9,0	4,4	0,9	0,6	5,2	-5,5	-2,7	-1,5	-3,6
Activités immobilières	-0,0	-0,2	0,7	1,1	1,5	5,6	0,7	1,3	1,5	3,1
Services aux entreprises et location	2,4	2,3	-1,2	2,9	1,1	-4,4	0,6	-2,5	6,5	5,1
Administrations publiques, éducation et santé	0,6	0,1	0,5	0,8	1,4	2,0	1,5	1,3	2,0	2,8
Autres activités de services	-0,8	5,6	-2,0	1,9	0,0	-9,7	-1,4	1,4	4,6	5,5
<b>Valeur ajoutée totale</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>3,7</b>	<b>2,4</b>
<b>PIB réel</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

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 mars 2018, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance sur douze mois : +3,1 % au lieu de +3,2 % pour le troisième trimestre 2017<sup>41</sup>, +1,4 % au lieu de +1,9 % pour le deuxième et +3,2 % au lieu de +3,8 % pour le premier trimestre 2017. Aucune information n'était encore disponible pour le premier trimestre de l'année en cours lors de la rédaction de ce bulletin.

**1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2018**

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel favorable, datent de décembre 2017<sup>42</sup>. L'activité économique dans la zone euro était positivement orientée et le PIB réel avait progressé de 0,6 % en moyenne sur la deuxième moitié de l'année, soit à un rythme plus élevé que lors des dix trimestres précédents. Au Luxembourg, l'évolution très favorable des marchés boursiers et les indicateurs d'activité suggéraient une reprise dans le secteur financier, après une année 2016 marquée par une quasi-stagnation des chiffres d'affaires. La bonne portée du marché du travail semblait témoigner d'une expansion dans la plupart des autres secteurs de l'économie. Dans ce contexte, la BCL prévoyait une accélération de la croissance du PIB réel de 3,1 % en 2016 à 4,0 % en 2017 et une poursuite de la croissance proche de 3,7 % en 2018.

41 Il convient de noter qu'en ce qui concerne le troisième trimestre 2017, les révisions les plus importantes ont été enregistrées au niveau de la formation brute de capital fixe et de la consommation publique. Au niveau sectoriel, les plus fortes révisions de croissance ont été observées dans la construction, l'industrie, les autres activités de services et le commerce au sens large.

42 Voir BCL, Bulletin 2017/3, pp. 57-65.

### 1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de décembre 2017, le diagnostic conjoncturel a connu une évolution mitigée. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2017, publiés en mars 2018, la croissance du PIB réel aurait été seulement de 2,3 %, soit son niveau le plus bas depuis 2012 et 1,7 p.p. de moins que projeté. Le niveau de la croissance de 2017 serait d'ailleurs proche de celui de la zone euro alors qu'en général, la croissance au Luxembourg dépasse régulièrement et largement celle de la zone euro. De même, le ralentissement de la croissance, de 3,1 % en 2016 à 2,3 % en 2017 serait à contre-courant de l'accélération de l'activité économique dans la zone euro.

Ce ralentissement proviendrait en premier lieu d'une contribution négative du secteur financier. Le repli de la valeur ajoutée en volume du secteur financier (-3,3 %) serait le plus important depuis 2012 qui était une année marquée par un recul du produit bancaire, une contraction des marchés boursiers et une évolution plutôt morose de l'industrie des fonds d'investissement. En 2017 par contre, les évolutions sur les marchés financiers ont été très favorables. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, ont fortement augmenté (+17 %). La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de presque 13 %. En outre, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, les revenus nets sur commissions ont progressé de 4,1 % et la marge d'intérêt des banques a augmenté de 2,2 %.

Il est cependant important de mentionner que le calcul de la valeur ajoutée dans le secteur financier selon la méthodologie du SEC 2010<sup>43</sup> est un exercice complexe. La présentation précédente des quelques indicateurs-phares ne peut donner qu'une image partielle de la situation du secteur financier. Une transmission mécanique et directe de ces évolutions dans une estimation d'un agrégat de la comptabilité nationale n'est pas réalisable. Néanmoins, il se pourrait aussi que ces développements favorables en 2017 ne soient pas encore entièrement reflétés dans les comptes nationaux tels que publiés et que la croissance de l'activité économique soit révisée à la hausse lors d'une prochaine mise à jour.

La bonne tenue du marché de l'emploi en 2017 contraste également avec la décélération du PIB réel. L'emploi a connu une évolution positive dans tous les secteurs de l'économie. Au total, l'emploi salarié a progressé de 3,4 % en 2017. Conjugué à la décélération du PIB réel en 2017, cela entraîne une baisse importante de la productivité (-1,0 %) en 2017, ce qui contraste avec la progression moyenne de la productivité au-delà de 1,0 % depuis 2013.

L'évolution de l'activité au quatrième trimestre de l'année 2017, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels publiés, aurait aussi montré des signes de ralentissement par rapport au deux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation trimestriel aurait été de -0,1 %. L'acquis de croissance pour l'année 2018, tel qu'enregistré à la fin du quatrième trimestre 2017 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 1,0 % seulement.

S'agissant du premier trimestre de l'année 2018, les évolutions sur les marchés financiers ont été marquées par le retour d'une volatilité élevée. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, se sont inscrits en baisse par rapport au quatrième trimestre de l'année 2017. Fin mars 2018, ils n'avaient pas encore dépassé leur niveau de septembre 2017. Malgré cette évolution moins favorable, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 1,0 % au premier trimestre 2018, de sorte que l'acquis de croissance de la VNI fin mars pour l'année 2018 se chiffre à 4,4 %. L'industrie des fonds d'investissement, qui avait connu une année très favorable

43 Voir BCL, Bulletin 2018/1, pp. 68-78 « Calcul de la valeur ajoutée dans le secteur financier » et STATEC, Note de conjoncture 2018-1, pp. 55-63, « Pourquoi la valeur ajoutée du secteur financier ne repart-elle pas à la hausse ? ».

en 2017, devrait donc progresser à nouveau en 2018, mais vraisemblablement en-deçà du rythme de 2017. La continuation du dynamisme dans le secteur financier, qui reste le moteur de la croissance au Luxembourg, devrait soutenir la progression du PIB réel.

En ce qui concerne le secteur non financier, la poursuite de la croissance au premier trimestre 2018 dans la zone euro à hauteur de 0,4 % du PIB réel devrait *a priori* avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie se sont légèrement détériorés ces derniers mois, tout en se maintenant à des niveaux historiquement élevés. La bonne santé du marché du travail dans son ensemble et la forte progression de l'emploi en particulier, suggèrent une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

Au total, malgré une image plutôt négative pour 2017 sur la base des seuls comptes nationaux, il n'y a pas d'indications qui suggèrent un affaiblissement important et durable de la croissance au Luxembourg sur la base des constats relevés ci-dessus. Le contexte conjoncturel favorable dans la zone euro, la continuation du dynamisme dans le secteur financier et la bonne santé du marché de travail suggèrent une croissance robuste de l'activité économique en 2018. La croissance devrait rester proche de, voire dépasser, la croissance tendancielle par la suite.

#### 1.2.6.2 Hypothèses techniques et environnement international

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 19.

Entre juin 2016 et juin 2017, le prix du pétrole n'a que relativement très peu fluctué autour de 50 dollars environ le baril. Ensuite, le prix du pétrole s'est orienté à la hausse et il s'est établi à 76 dollars en moyenne en mai 2018. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait continuer à monter en juin 2018, avant de diminuer progressivement jusqu'en décembre 2020. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 74 dollars en 2018 et 2019 et à 69 dollars en 2020. Par rapport aux prévisions de décembre 2017, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été sensiblement révisées à la hausse pour 2018, 2019 et de manière moins marquée pour 2020.

La croissance du commerce mondial devrait légèrement baisser en 2018, puis nettement ralentir jusqu'en 2020. Parallèlement, la croissance du PIB mondial (hors zone euro) devrait accélérer en 2018 avant de fléchir quelque peu en 2019 et 2020. Elle s'établirait à 3,7 % en 2020, ce qui est nettement inférieur au taux observé en moyenne sur les cinq années précédant la crise (soit +4,9 % en moyenne entre 2003 et 2007).

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, ralentir en 2018, accélérer en 2019 et sensiblement reculer en 2020. Rappelons que la demande internationale adressée au Luxembourg est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Cette demande externe a été révisée à la baisse en 2018 et à la hausse en 2019 et 2020 par rapport à nos projections de décembre de l'année passée.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx large, devraient progresser en moyenne de 3,3 % en 2018, avant de reculer par la suite. Les évolutions anticipées de cet indice ont été quelque peu révisées à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de prévision.



Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro, qui reflètent entièrement les données observées, ont été revues marginalement à la hausse par rapport à décembre 2017 : l'euro devrait ainsi s'établir à 1,20 dollar en moyenne annuelle en 2018, puis à 1,18 dollar jusqu'à la fin de l'horizon de projection. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois et à 10 ans n'ont que peu varié depuis décembre 2017.

Par rapport à l'exercice de décembre 2017, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, quelque peu moins favorables pour les années 2018 à 2020.

Tableau 19 :

#### Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques

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

	2017	2018	2019	2020
Prix du pétrole en \$/bl	54,4 (+0,1)	74,5 (+12,9)	73,5 (+14,6)	68,7 (+11,4)
Taux de change \$/€	1,13 (0,0)	1,20 (+0,03)	1,18 (+0,01)	1,18 (+0,01)
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,3 (0,0)	-0,3 (0,0)	-0,2 (-0,1)	0,2 (+0,1)
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,0 (-0,1)	1,2 (+0,1)	1,5 (+0,1)	1,7 (0,0)
Eurostoxx (évolution en %)	17,3 (+0,3)	3,3 (+2,2)	-1,7 (+1,2)	-2,5 (+0,2)
Commerce mondial (hors zone euro)	5,2 (-0,4)	5,1 (+0,6)	4,6 (-0,1)	4,0 (+0,3)
PIB mondial (hors zone euro)	3,8 (+0,1)	4,0 (+0,1)	3,9 (+0,1)	3,7 (0,0)
PIB zone euro	2,5 (+0,1)	2,1 (-0,2)	1,9 (0,0)	1,7 (0,0)
Demande internationale adressée au Luxembourg	5,1 (0,0)	4,2 (-0,7)	4,6 (+0,4)	3,9 (+0,1)

Source : BCE

Au-delà de ces hypothèses purement techniques, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail dans la section 1.1.8 de ce bulletin. Il prévoit une expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro, qui devrait s'élever à 2,1 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020, et une hausse de l'IPCH de 1,7 % pour les trois années 2018, 2019 et 2020.

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

Les projections de la BCL de juin 2018 confirment pour l'essentiel celles de décembre 2017 et font état d'une progression du PIB réel en 2018 de l'ordre de 3,9 %, soit seulement 0,2 p.p. de plus qu'anticipé auparavant. Cependant, en combinaison avec le ralentissement surprenant contenu dans la première estimation du PIB pour l'année 2017, cela aboutit à une accélération assez forte de l'activité économique au Luxembourg. Néanmoins, le niveau de la croissance est proche de la moyenne historique et aussi quasiment inchangé par rapport à l'exercice de décembre 2017.

Pour l'année 2019, la croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait décélérer à environ 3,6 % dans le contexte d'une stabilisation de la croissance mondiale et d'une impulsion plus réduite des marchés boursiers. Compte tenu des hypothèses techniques et de l'expansion soutenue attendue dans la zone euro, des effets positifs sur la croissance au Luxembourg devraient se manifester au cours de la période de projection. Ceci explique la continuation d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et à la croissance luxembourgeoise post-crise.

<sup>44</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2017. Celles-ci sont calculées en différence pour le prix du pétrole et les taux de croissance, en pourcentage pour les variables en niveau et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

En début d'année 2017, une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales ont pris effet. Selon les estimations de la BCL, le coût budgétaire de ces mesures se chiffrerait autour de 1,7 % du PIB en 2018<sup>45</sup>, dont approximativement les deux tiers bénéficieraient aux personnes physiques. Ces allègements fiscaux augmentent le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera épargnée et n'aura donc pas d'incidence sur l'activité économique. De plus, étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, des parts importantes de la consommation et de l'investissement privés sont importées, ce qui tend à réduire leur impact sur le PIB national. Compte tenu de l'importance de ces « fuites » et selon nos estimations, les allègements fiscaux pourraient avoir un impact cumulé sur la progression du PIB réel d'environ 0,6 p.p., ce qui correspond à un multiplicateur implicite d'environ un tiers. Dans nos projections, cet impact se concrétise à parts égales de 0,25 p.p. en 2017 et en 2018 avec un effet supplémentaire de 0,1 p.p. en 2019. Dans une petite économie largement ouverte comme celle du Luxembourg, la demande domestique ne pourra en effet être le moteur d'une croissance pérenne, mais elle pourra exercer une impulsion additionnelle de croissance.

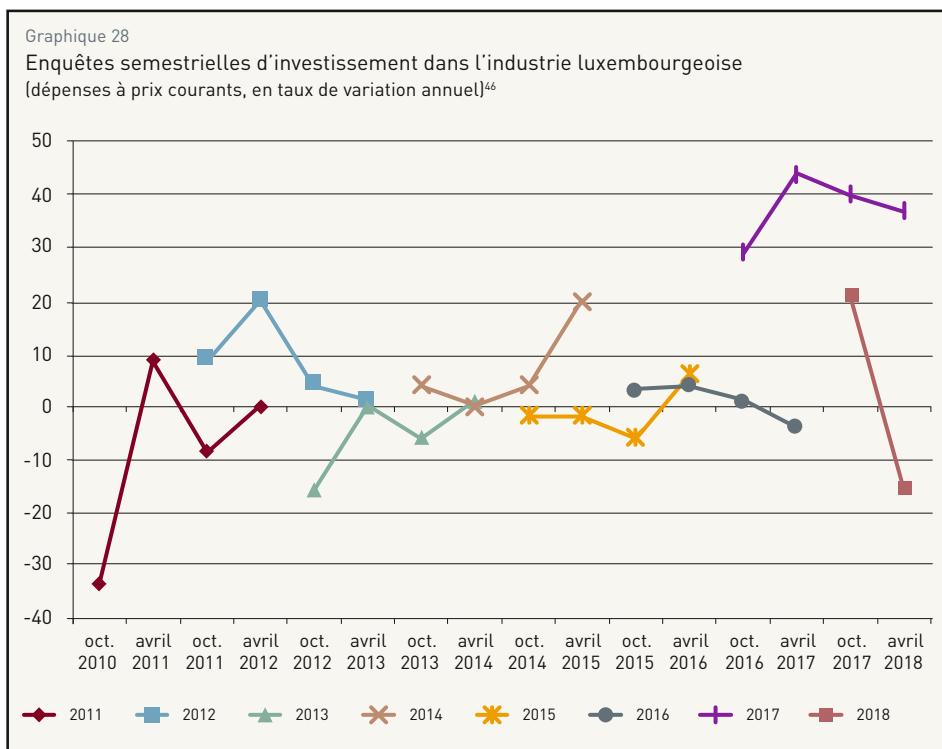
Selon les données de la comptabilité nationale, la croissance de 2,3 % du PIB réel en 2017 a été largement imputable aux exportations nettes de biens et services. La demande domestique n'aurait que faiblement progressé et ceci pour la troisième année consécutive. L'année 2018 devrait être marquée par une accélération de la croissance économique et par une composition plus équilibrée : la croissance devrait avoir une assise large, puisque toutes les composantes de la demande hormis les investissements publics afficheraient des taux de progression positifs et en accélération en 2018.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril 2018, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus plus pessimistes en matière d'investissements. Après une forte progression des dépenses d'investissement en 2017, ils ont revu à la baisse leurs anticipations pour l'année en cours. Les dépenses pourraient aussi reculer en 2018 par rapport à 2017. Cependant, la reprise de la demande européenne et la hausse depuis 2015 du taux d'utilisation des capacités de production, atteignant désormais un niveau historiquement élevé, devraient créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production. De plus, les

demande européenne et la hausse depuis 2015 du taux d'utilisation des capacités de production, atteignant désormais un niveau historiquement élevé, devraient créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production. De plus, les

45 Pour plus de détails, voir avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3. Cette estimation du coût a été confirmée dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2018.

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



Source : Commission européenne

conditions de financement de ces dépenses demeurent avantageuses. Ainsi, les conditions d'octroi de crédits aux entreprises sont restées favorables au cours des derniers trimestres, sous l'impact des mesures de politique monétaire non conventionnelles de l'Eurosystème. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt officiels s'est également répercuté sur les taux des crédits bancaires. Étant donné que les crédits existants avaient pour la plupart été octroyés à taux variable, les emprunteurs bénéficient de la faiblesse des taux tant sur les nouveaux crédits conclus, que sur l'encours existant. La baisse des taux ainsi que sa persistance à des niveaux bas impliquent que les débiteurs, tant entreprises que consommateurs, ont bénéficié d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible grâce à une charge d'intérêts amoindrie. La mise en œuvre de la réforme fiscale pour les entreprises constitue aussi une incitation supplémentaire à investir dans des capacités de production au Luxembourg. Au-delà de l'abaissement du taux d'imposition global, le régime de la bonification d'impôt pour investissements est devenu notamment plus avantageux à partir de l'année 2017<sup>47</sup>.

Tableau 20 :

**Projections macroéconomiques générales de juin 2018 par rapport à décembre 2017**

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

	PROJECTIONS DE JUIN 2018				RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB réel	2,3	3,9	3,6	3,5	-1,7	0,2	0,1	0,0
IPCH	2,1	1,9	1,9	1,7	-	0,4	0,1	-0,3
IPCN	1,7	1,4	1,8	1,8	-0,1	0,1	-0,1	-0,2
IPCN excluant l'énergie	1,6	0,9	1,9	2,0	-	-0,3	-0,1	-0,2
IPCN énergie	4,3	7,8	1,2	-1,6	-	6,0	2,0	-0,9
Échelle mobile des salaires	2,5	1,0	1,4	2,5	-	-	-	-
Coût salarial moyen	2,8	2,4	2,7	3,7	-1,0	-	-0,1	-
Emploi salarié	3,4	3,6	3,2	3,0	0,1	0,6	0,3	0,3
Taux de chômage	5,9	5,5	5,4	5,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2

Source : BCL

Par rapport à d'autres économies de la zone euro qui continuent à faire face à des besoins d'ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent relativement favorables. À la fin de l'année 2017, la Commission européenne a ainsi conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ». Elle a néanmoins retenu que deux indicateurs du tableau de bord de la Commission dépassaient leur seuil d'alerte. Il s'agit de la dette du secteur privé<sup>48</sup> ainsi que du taux de chômage des jeunes. La Commission a aussi relevé que les hausses conjointes et ininterrompues des prix immobiliers et de l'endettement des ménages constituent un risque pour l'économie, mais qui lui semble encore contenu à l'heure actuelle. Le Comité européen du risque systémique (CERS) a pour sa part jugé que la conjugaison de la forte hausse des prix immobiliers à l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois<sup>49</sup>.

47 Pour les détails, voir chapitre 2.2.5.2 de l'avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3.

48 La dette (consolidée) du secteur privé correspond aux encours des passifs des secteurs des sociétés non financières ainsi que des ménages et des instituts sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM). Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.

49 Voir aussi la section 1.2.6.6 relative à l'analyse de risque.

## CROISSANCE POTENTIELLE ET ÉCART DE PRODUCTION

Au Luxembourg, les estimations de la production potentielle et de l'écart de production (séparant le PIB observé de son niveau potentiel) ont subi de profondes révisions suite au ralentissement de la croissance qui aurait été observé d'après la première estimation du PIB en 2017. Selon les six différentes méthodes d'estimation employées par la BCL<sup>50</sup>, le PIB en 2017 était inférieur à son niveau potentiel. Il en résulte que l'écart de production est resté négatif entre 2009 et 2017, soit sur une période assez longue. En se basant sur les projections de la BCL, les estimations de l'écart devraient devenir (faiblement) positives en 2018 et augmenter graduellement jusqu'en 2020. Les projections anticipent une croissance du PIB supérieure à 3,5 %, dépassant la croissance potentielle qui se situerait autour de 3 %. En 2020, l'écart entre le PIB observé et son niveau potentiel pourrait ainsi atteindre +2 % du PIB potentiel.

Le tableau 1 présente les estimations selon les différentes méthodes. A des fins de comparaison, la première colonne rapporte des informations concernant le PIB observé. La méthode de la tendance linéaire, dont les estimations figurent à la colonne 2, est la seule à postuler un taux constant de la croissance potentielle. Afin d'éviter des estimations peu plausibles, cette méthode incorpore un changement structurel en 2009 destiné à capturer l'impact de la crise<sup>51</sup>. La tendance linéaire ainsi modifiée fournit une estimation de la croissance potentielle de presque 5 % entre 1980 et 2008, mais de seulement 3,2 % entre 2010 et 2019.

Tableau 1 :

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

	PIB RÉEL (mia €)	TENDANCE LINÉAIRE	HODRICK- PRESCOTT	HARVEY- JAEGER	KUTTNER	APEL- JANSSON	FONCTION PRODUCTION
<b>ESTIMATIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION</b>							
2013	42,55	-1,9 %	-2,9 %	-3,2 %	-3,4 %	-3,3 %	-3,5 %
2014	45,01	0,6 %	0,0 %	-0,4 %	-0,6 %	-0,6 %	-1,3 %
2015	46,23	0,2 %	0,1 %	-0,3 %	-0,4 %	-0,5 %	-1,2 %
2016	47,72	0,1 %	0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %	-1,1 %
2017	48,82	-0,7 %	-0,5 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,5 %	-1,0 %
2018	50,72	0,0 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,6 %
2019	52,57	0,4 %	0,8 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,5 %
2020	54,42	0,7 %	1,2 %	1,2 %	1,5 %	1,5 %	2,2 %
<b>RÉVISIONS CROISSANCE</b>		<b>RÉVISIONS DE L'ÉCART DE PRODUCTION PAR RAPPORT AUX ESTIMATIONS EN DÉCEMBRE</b>					
2013	0,0 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,6 %	-0,2 %
2014	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	-0,3 %
2015	0,0 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,7 %	0,3 %
2016	0,0 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,1 %
2017	-1,7 %	-0,8 %	-0,8 %	-0,9 %	-0,9 %	-0,8 %	-1,2 %
<b>CROISSANCE DU PIB RÉEL</b>		<b>ESTIMATIONS DE LA CROISSANCE POTENTIELLE</b>					
2013	3,7 %	3,2 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,8 %	2,5 %
2014	5,8 %	3,2 %	2,7 %	2,8 %	2,7 %	2,9 %	3,4 %
2015	2,9 %	3,2 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
2016	3,1 %	3,2 %	2,9 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %	3,0 %
2017	2,3 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	2,7 %	2,7 %	2,3 %
2018	3,9 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %	2,2 %
2019	3,6 %	3,2 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	2,7 %
2020	3,5 %	3,2 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %	2,9 %

Sources : calculs BCL, données STATEC

50 Pour des explications détaillées sur les différentes méthodes, voir le Cahier d'études N° 4 de la BCL.

51 Le test de Quandt et Andrews identifie un changement structurel en 2009, ce qui modifie la constante (baisse du niveau du PIB potentiel), mais également la pente (baisse de la croissance potentielle).

La deuxième partie du tableau 1 indique les révisions de l'écart de production par rapport aux estimations élaborées lors de l'exercice de projection en décembre 2017. L'ampleur de ces révisions illustre la fragilité de toutes les méthodes d'estimation et la nécessité d'interpréter les résultats avec précaution. Selon les données publiées par le Statec en mars 2018, la croissance du PIB aurait fortement ralenti en 2017, baissant la composante tendancielle estimée par la plupart des méthodes, non seulement pour l'année 2017 mais aussi pour les années qui précèdent et qui suivent.

Quant à la croissance potentielle (troisième partie du tableau 1), selon la méthode employée elle se situait entre 2,3 % et 3,2 % en 2017. Sur la base des projections de la BCL, la croissance potentielle devrait connaître une légère accélération jusqu'en 2020. Ces résultats sont cohérents avec les estimations publiées par d'autres institutions pour le Luxembourg, comme rapporté dans le tableau 2. Pour l'année 2017, l'estimation du FMI (3,8 %) est la seule à ne pas être comprise dans la fourchette mentionnée plus haut, sans doute parce que les calculs du FMI se basaient sur des données qui n'intégraient pas encore la faible estimation de la croissance en 2017. Sur la période 2017-2020, la croissance potentielle suit des profils assez différents selon l'institution. Par exemple, le FMI envisage un ralentissement graduel de la croissance potentielle, tandis que le programme de stabilité et croissance publié par le Ministère des Finances se base sur l'hypothèse d'une accélération de la croissance potentielle.

Tableau 2 :

#### Estimations de la croissance potentielle au Luxembourg (en %)

	2017	2018	2019	2020
FMI (Article IV Luxembourg, avril 2018)	3,8	3,7	3,5	3,5
Programme de stabilité et croissance (avril 2018)	2,9	3,4	3,5	3,6
OCDE (Economic Outlook 103, mai 2018)	2,6	2,3	2,2	
Commission européenne (Prévisions, mai 2018)	2,6	2,7	2,8	
Statec (Note de conjoncture 1-18, mai 2017)	3,2	3,3	3,3	

Sources : FMI, Ministère des Finances, OCDE, Commission européenne, STATEC

#### Décomposition de la croissance potentielle

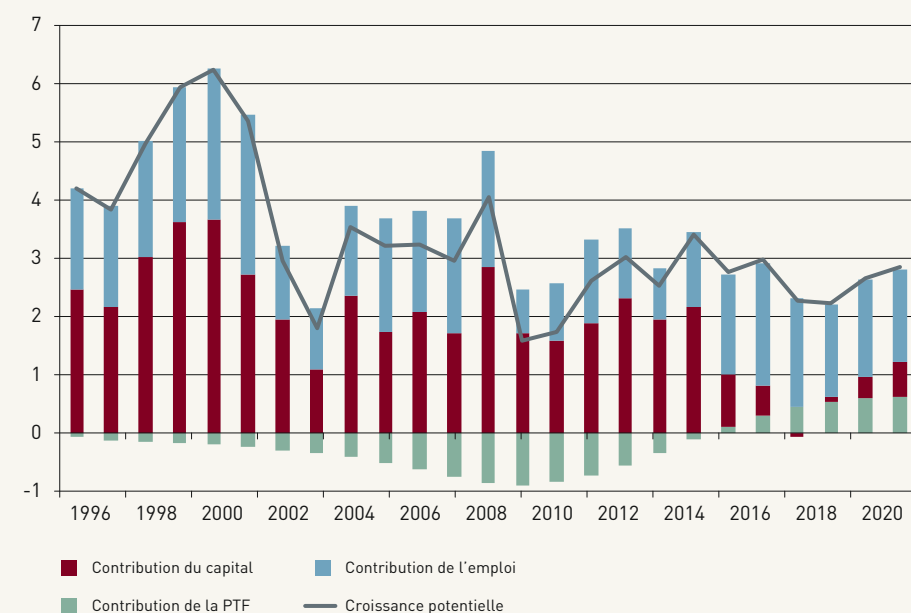
L'approche par la fonction de production permet de décomposer la croissance potentielle en trois contributions : du capital, de l'emploi et de la productivité totale des facteurs (PTF). Cette dernière est égale au « résidu de Solow », calculé à travers un exercice de comptabilité de la croissance<sup>52</sup>. Historiquement, la croissance potentielle au Luxembourg est principalement due aux contributions des facteurs emploi et capital, puisque la contribution de la PTF a été négative depuis 1996.

Cependant, les données les plus récentes confirment une reprise de la PTF, dont la contribution est devenue positive en 2015 (0,11 point de pourcentage) et a atteint 0,44 p.p. en 2017. Selon les projections, cette contribution devrait continuer à se renforcer pour dépasser 0,7 p.p. à long terme.

Par contre, la contribution du capital a connu un déclin depuis un pic à 2,3 p.p. en 2012, s'établissant à une valeur proche de zéro en 2017 (-0,07 p.p.) sous les effets combinés d'un faible investissement en capital et d'une augmentation du taux de dépréciation. Selon les projections, la reprise de la formation brute de capital fixe devrait permettre une augmentation graduelle de la contribution du stock de capital. Enfin, la contribution de l'emploi, qui a dépassé 2 p.p. en 2016, s'est établie à 1,8 p.p. en 2017, notamment grâce à l'afflux continu des travailleurs frontaliers et à l'immigration. Sur l'horizon de projection, elle devrait diminuer légèrement.

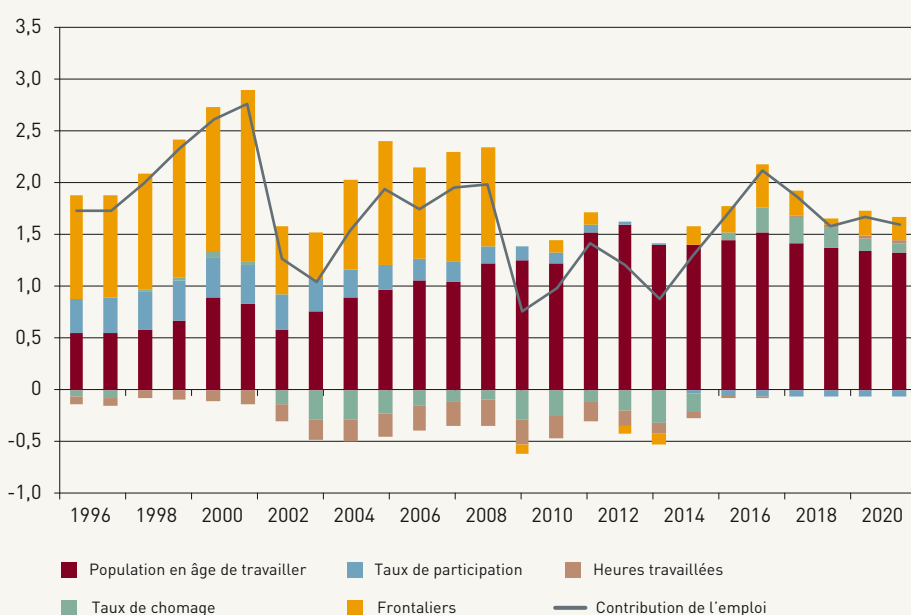
52 Les résultats de la BCL divergent de ceux de la base AMECO parce que la méthode harmonisée appliquée par la Commission européenne ignore la contribution des travailleurs frontaliers, contaminant l'estimation de la PTF pour le Luxembourg. De plus, la Commission européenne utilise ses propres estimations du stock de capital, tandis que la BCL préfère les estimations publiées récemment par Eurostat au sein des données de comptabilité nationale SEC 2010.

Graphique 1  
Croissance potentielle et ses composantes  
(en %)



Sources : calculs BCL, données STATEC

Graphique 2  
Ventilation de la contribution de l'emploi  
(en %)



Sources : calculs BCL, données STATEC

La contribution de l'emploi à la croissance potentielle peut être analysée en détail à partir des évolutions de ses différentes composantes : la population en âge de travailler, les taux de participation et de chômage (limités à la population résidente), les heures travaillées par personne employée, et le travail fourni par les non-résidents. Entre 1995 et 2001, la contribution de l'emploi à la croissance potentielle dépendait fortement de l'afflux des frontaliers. Lors de la crise, la contribution des frontaliers était devenue négative pour la première fois, passant de 1,1 p.p. en 2007 à -0,1 p.p. en 2009. En 2016, elle a atteint 0,4 p.p. avant de fléchir en 2017. Sur l'horizon de projection, elle devrait se situer autour de 0,2 p.p.

La contribution de l'emploi à la croissance potentielle dépend également de la croissance de la population en âge de travailler. Suite à une forte poussée de l'immigration, cette contribution a atteint un pic en 2012, s'établissant à près de 1,6 p.p., niveau presque atteint en 2016. Sur l'horizon de projection, la contribution de la population en âge de travailler devrait s'atténuer légèrement avec le vieillissement démographique.

Les autres composantes de la contribution de l'emploi ont des impacts plus limités. Le taux de participation au marché de l'emploi a fourni une contribution faible mais

positive jusqu'en 2012 ; depuis lors, elle est devenue faiblement négative. Par contre, le taux de chômage a fourni une contribution faiblement négative depuis 2002, en raison d'une tendance haussière du chômage structurel<sup>53</sup>, mais est devenue faiblement positive depuis le retournement du chômage en 2015. La contribution du chômage a été proche de 0,3 p.p. en 2017 et devrait baisser légèrement sur l'horizon de projection. Enfin, la contribution des heures travaillées par personne a été faiblement négative depuis des décennies, reflet d'un recours croissant au temps partiel et au travail intérimaire. Elle devrait être proche de zéro sur l'horizon de projection.

#### 1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le marché du travail luxembourgeois a poursuivi son redressement à un rythme soutenu. La progression annuelle de l'emploi s'est établie à 3,5 % au dernier trimestre 2017 et aurait encore accéléré en début d'année courante, selon des estimations. Les services aux entreprises, le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et les branches « commerce, transports et HORECA » demeurent les principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Le taux de vacance d'emplois s'est encore amélioré et s'est maintenu au-dessus de sa moyenne historique, ce qui témoigne d'une forte demande de travail. De même, les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises, demeurent orientées à la hausse dans le commerce, les services non financiers et la construction. Elles sont orientées à la baisse dans l'industrie, tout en demeurant au-dessus de leur moyenne de long terme. L'inquiétude des ménages face au chômage s'est également maintenue à des niveaux bas. De même, la poursuite de la hausse du travail intérimaire et la stabilisation du recours au dispositif de chômage partiel constituent d'autres signaux positifs. Dans une optique prospective, l'emploi devrait encore s'accélérer en 2018, avant de décélérer par la suite.

L'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale – pourrait certes davantage bénéficier de la bonne conjoncture, mais l'embellie conjoncturelle se répercuterait aussi favorablement sur l'emploi national, ce qui devrait contribuer à réduire le chômage. Cependant, la part encore importante des chômeurs de longue durée témoigne de la nature structurelle d'une partie du chômage. Or, la résorption du chômage structurel est par définition un processus lent. Au final, sur l'horizon de projection, le taux de chômage au sens « strict » reculerait à respectivement 5,5 % en 2018, 5,4 % en 2019 et 5,2 % l'année suivante.

En ce qui concerne les salaires négociés, l'avenir se présente sous de bons auspices. L'embellie des perspectives économiques et le recul du chômage devraient contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Notre scénario de base tient compte de l'accord salarial signé dans la fonction publique, qui inclut une hausse du point indiciaire de 1,5 % en 2018 et des accords signés dans les secteurs bancaire et de l'assurance et les secteurs de soins et de santé. Ces projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajustée en janvier 2019, eu égard à l'évolution positive des salaires réels horaires en 2016 et 2017. Elles tiennent également compte de l'impact de l'indexation des salaires à l'évolution des prix. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,4 % en 2018 avant de s'accélérer à 2,7 % en 2019 et 3,7 % l'année suivante.

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

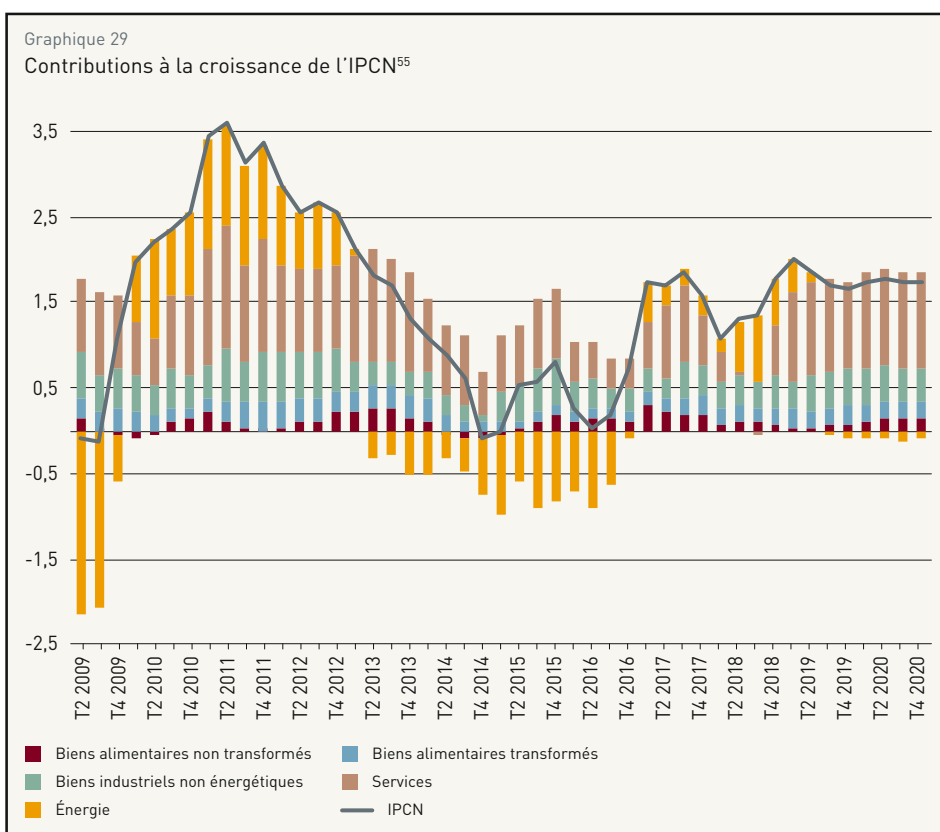
### 1.2.6.5 Prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) atteindrait 1,4 % en 2018 en recul par rapport à 2017 (1,7 %). Elle accélérerait ensuite à 1,8 % en 2019 puis se stabiliserait à ce niveau en 2020. À la fin de l'horizon de projection, l'inflation globale se situerait légèrement en deçà de sa moyenne historique.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir aux alentours de 0,9 % en 2018, en nette décélération par rapport à 2017 (1,6 %). Elle devrait toutefois rebondir en 2019, atteignant 1,9 % avant de poursuivre son accélération en 2020. À la fin de l'horizon de projection, l'inflation sous-jacente atteindrait un niveau légèrement supérieur à sa moyenne historique.

En 2018, l'inflation sous-jacente et l'inflation globale sont sous l'effet à la baisse de la mesure du gouvernement changeant les modalités de remboursement des frais de crèche<sup>54</sup>. Cependant, même en faisant abstraction de cet effet, l'inflation sous-jacente, qui a été atone lors des cinq premiers mois de l'année, connaîtrait une légère décélération en 2018 et ce malgré un environnement macroéconomique favorable.

L'inflation globale est quant à elle soutenue par l'important rebond du prix du pétrole en 2018. L'accélération de l'inflation pour le reste de l'horizon de projection se situe dans un contexte de croissance économique robuste, de progression de l'emploi et de hausse des salaires. L'inflation globale est toutefois tirée vers le bas par la composante énergie dont la contribution serait quasiment nulle en 2019 et négative en 2020. De ce fait, l'inflation globale serait aussi inférieure à l'inflation sous-jacente en 2019 et en 2020.



Sources : STATEC, BCL (projections)

Par rapport aux prévisions de décembre 2017, le scénario d'inflation a été revu à la hausse pour 2018 et à la baisse pour 2019 et 2020. Si les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection, elles l'ont été de manière plus marquée en 2019, impliquant un effet de base négatif en 2020. L'inflation des

54 L'État a considérablement augmenté sa participation dans les frais de ces services, ce qui implique que le coût net que les ménages doivent supporter a diminué en conséquence. Ce recul de la participation des ménages est à l'origine d'un recul des prix de 18 % de cette composante de l'IPCN.

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



prix des services a été revue à la baisse, plus particulièrement en 2018, l'impact de la mesure précitée sur les frais de crèches ayant été plus important qu'anticipé.

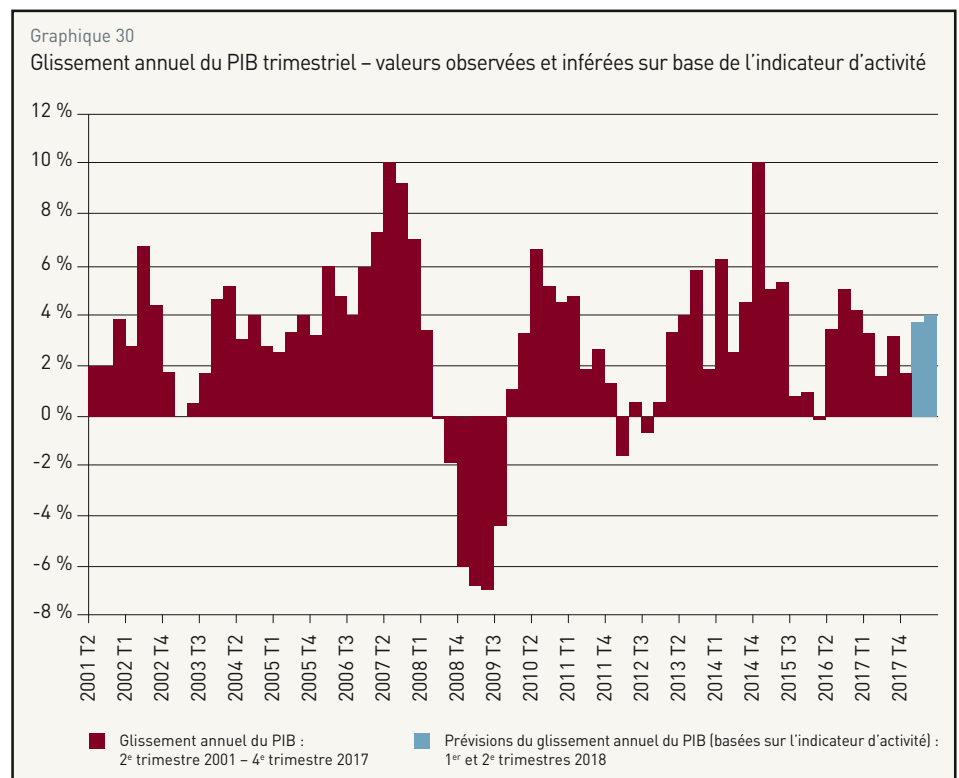
L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait un taux de progression nettement supérieur à l'IPCN en 2018, notamment compte tenu du fait que les prix de l'énergie y ont un poids plus important. Il serait ensuite légèrement supérieur en 2019 et inférieur en 2020.

### 1.2.6.6 Analyse des risques

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les informations conjoncturelles les plus récentes et qui se base sur les derniers comptes nationaux), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 3,6 % au premier trimestre 2018 et 3,9 % au deuxième trimestre. Cela est compatible avec un taux de croissance trimestriel de 1,0 % au premier trimestre et 1,1 % au deuxième trimestre. Sur la base de ces prévisions, l'acquis de croissance pour 2018 à l'issue du deuxième trimestre s'élèverait à 2,9 %. Ce scénario semble plus pessimiste que les prévisions macroéconomiques actuelles de la BCL qui tablent sur une croissance de 3,9 % en 2018. Pour atteindre cette croissance, le taux de variation trimestriel du PIB devrait en effet s'établir à 1,3 % au troisième et au quatrième trimestre. Comme mentionné ci-dessus, l'indicateur d'activité intègre mécaniquement les derniers comptes nationaux, l'analyse qui en découle est donc tributaire des révisions qui pourraient être apportées à ceux-ci.

Depuis la fin de l'année 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé plusieurs mesures non conventionnelles pour assouplir davantage l'orientation accommodante de sa politique monétaire. Leur mise en œuvre effective a déjà et devrait, d'après le Conseil des gouverneurs, continuer à contribuer au rééquilibrage des risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro.

Les allègements de la fiscalité directe à partir de l'année 2017 augmenteront le pouvoir d'achat des personnes physiques et des personnes morales et donneront une impulsion supplémentaire à la demande domestique privée du Luxembourg. Sur la base de nos estimations et des hypothèses sous-jacentes, cette impulsion pourrait atteindre un total cumulé sur trois années de 0,6 % du PIB réel. Ces estimations n'incorporent pas des effets dérivés qui pourraient se concrétiser sur base d'un changement du comportement des agents. La baisse de la fiscalité pour les entreprises augmente l'attractivité relative du Luxembourg et pourrait inciter des entreprises à s'y installer et/ou à y développer de nouvelles activités.



Source : BCL

On pourrait en déduire un risque à la hausse des projections de croissance, qui est cependant aussi à apprécier à l'aune de l'intensification de la concurrence fiscale internationale, susceptible de réduire l'attractivité relative du Luxembourg. Plusieurs pays européens ont déjà abaissé ou ont annoncé<sup>56</sup> des baisses de leur taux d'imposition nominal des sociétés, souvent échelonnées sur une période de plusieurs années. Aux États-Unis, au-delà de l'abaissement du taux d'imposition, de 35 % à 21 %, le régime fiscal vient de changer plus fondamentalement. À partir de 2018, l'imposition des entreprises américaines ne se fera plus sur leurs bénéfices de source mondiale, mais sur leurs bénéfices domestiques uniquement, comme cela est le cas dans la plupart des autres pays. Les effets positifs potentiels (voir supra) provenant d'un abaissement du taux d'imposition global des entreprises au Luxembourg, de 29,22 % en 2016 à 26,01 % en 2018, pourraient donc être réduits, voire annulés. Il se pourrait aussi que cette mesure s'avère insuffisante pour empêcher la délocalisation des activités vers d'autres pays concurrents offrant un cadre fiscal plus attractif<sup>57</sup>.

Dans leur ensemble, de tels effets, qu'ils soient positifs ou négatifs, sont largement imprévisibles, aussi bien en ce qui concerne leur ampleur que la vitesse avec laquelle ils pourraient se concrétiser, de sorte qu'ils ne sont pas intégrés dans nos projections.

Le secteur des services non financiers sera confronté à des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits. Le programme BEPS (« Base erosion and profit shifting ») de l'OCDE pourrait notamment peser sur la performance de ce secteur au Luxembourg. Les projections n'intègrent pas d'impact de ces nouvelles mesures réglementaires sur l'activité économique, faute d'une estimation de ses effets potentiels.

Le CERS a mené une évaluation des risques pesant sur les marchés immobiliers résidentiels dans l'Union européenne. Le 22 septembre 2016, il a émis des alertes à huit pays, dont le Luxembourg. Le CERS a jugé que la conjugaison de la forte hausse des prix immobiliers et de l'endettement croissant des ménages présente une vulnérabilité à moyen terme pour le marché immobilier résidentiel luxembourgeois<sup>58</sup>. Selon le CERS, de telles vulnérabilités présentent un risque pour la stabilité financière et, à terme, sont également susceptibles d'engendrer de sérieuses répercussions négatives sur l'économie réelle. En outre, il estime que les mesures engagées jusqu'ici par le Luxembourg pour enrayer ces phénomènes sont insuffisantes. C'est dans ce contexte que le Comité du risque systémique au Luxembourg (CdRS) « continue d'examiner l'opportunité de prendre des mesures additionnelles pour réduire les sources de vulnérabilité précitées »<sup>59</sup>. Ainsi, le gouvernement a soumis un projet de loi en décembre 2017 afin d'introduire des limites pour le ratio prêt initial sur la valeur du collatéral, le ratio charges d'emprunt initial sur le revenu et l'échéance initiale de l'emprunt.<sup>60</sup>

56 Voir entre autres OCDE (2017) Réformes de politiques fiscales 2017.

57 Voir avis de la BCL sur le projet de budget 2018, chapitre 2.3.2.3. « Impôt sur le revenu des sociétés - Perspectives et facteurs de risque ».

58 L'alerte du CERS est disponible sous les liens suivants : <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2016/html/pr161128.en.html> et [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/2016/161128\\_ESRB\\_LU\\_warning.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/2016/161128_ESRB_LU_warning.en.pdf).

59 Comité du risque systémique, Rapport annuel 2016, p. 9.

60 Voir la revue de stabilité financière 2018 de la BCL, p. 21.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir affiché une progression relativement faible en 2015 et en 2016 (2 % en rythme annuel), les exportations de biens ont accéléré leur croissance en atteignant 12,7 milliards d'euros en 2017 (6 % par rapport à l'année 2016). Toutefois, les exportations de biens ont légèrement reculé pour s'établir à 3,3 milliards d'euros au premier trimestre 2018 (-0,6 % par rapport au premier trimestre 2017). De leur côté, les importations de biens ont également affiché un léger recul (-0,3 %) en atteignant 4,8 milliards d'euros au premier trimestre 2018. Elles avaient pourtant accéléré leur croissance en s'établissant à 19 milliards d'euros en 2017 (7 % par rapport à l'année 2016). Le déficit du commerce extérieur, qui est reparti à la hausse en 2017 (10 % à 6,3 milliards d'euros), s'est pour sa part stabilisé au premier trimestre 2018 (voir le tableau 21).

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation sur 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 années précitées. Cette tendance s'est inversée en 2017 car, soutenus par la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières, les prix à l'importation ont affiché une hausse (3 %) supérieure à celle des prix à l'exportation (2 %). En conséquence, les termes de l'échange se sont détériorés en 2017.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, avaient baissé de 5 % en valeur en 2015 et en 2016. Elles se sont par contre redressées de 12 % en 2017 et de 10 % au premier trimestre 2018. De même, toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement en 2017. La légère baisse des exportations observée au premier trimestre 2018 provient de divers articles manufacturés et des machines et équipements. 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 7 % en 2017 et de 4 % au premier trimestre 2018. Les ventes vers les autres pays d'Europe, qui étaient en hausse en 2016 (27 %) et en 2017 (10 %), ont largement baissé au premier trimestre 2018. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, se sont réduites de 2 % en 2017 mais ont progressé de 6 % au premier trimestre 2018. De même, les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) ont baissé en 2017 (-11 %) tout en progressant de 8 % au premier trimestre 2018.

Concernant 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 19 % en 2017 et 15 % au premier trimestre 2018. Par ailleurs, les importations ont été soutenues en 2017 par les acquisitions d'avions et de satellites. Les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations) qui avaient stagné en 2016, ont progressé de 9 % en 2017 et de 2 % au premier trimestre 2018. Les livraisons des États-Unis (6 % de toutes les importations) ont reculé 23 % en 2017 et de 20 % au premier trimestre 2018. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont en revanche poursuivi leur forte progression en 2017 (18 %) et au premier trimestre 2018 (9 %).

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 EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
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	11 672,9	2,5	17 658,1	-2,6	-5 985,2	-11,2
2016	11 903,1	2,0	17 636,1	-0,1	-5 733,0	-4,2
2017	12 660,5	6,4	18 983,8	7,6	-6 323,3	10,3
2018						
1 <sup>er</sup> trim.	3 273,3	-0,6	4 852,3	-0,3	-1 579,0	0,4

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

Le compte courant s'est soldé par un excédent stable de 2,7 milliards d'euros en 2017 (soit 5 % du PIB). La contribution positive à cet excédent provient, comme d'habitude, des échanges des services et plus particulièrement des services financiers qui ont connu une évolution favorable en 2017. Le surplus des services financiers s'est en effet accru de 6 % en atteignant 16 milliards d'euros en 2017, en grande partie suite au développement favorable de l'industrie des fonds d'investissement. De leur côté, les exportations de services non financiers sont restées globalement stables tandis que les importations ont légèrement reculé. Le solde positif des services non financiers a progressé de 5 % pour atteindre 7 milliards d'euros en 2017. Cette évolution positive provient des activités d'assurance, de transport, des voyages ainsi que des autres services aux entreprises (conseil, audit, leasing, services liés au commerce, etc.).

Le déficit des marchandises s'est, pour sa part, détérioré de 7 % pour atteindre 4 milliards en 2017. Ce creusement du déficit de biens s'explique par les acquisitions d'avions et de satellites, ainsi que par la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières. Quant au déficit du revenu primaire, il s'est aggravé de 4 % pour s'établir à 16 milliards d'euros en 2017. Cette détérioration s'explique à la fois par l'évolution du solde négatif de la rémunération des frontaliers qui s'est accru de 2,7 % à 9 milliards d'euros en 2017 et par une nouvelle hausse des bénéfices attribués aux investisseurs non-résidents.

Sur base des données mensuelles provisoires, la balance courante s'est soldée par un excédent de 0,5 milliard d'euros au premier trimestre 2018 comparé à un déficit du même montant au premier trimestre 2017. Ce retournement provient d'une amélioration du solde de biens et de celui du revenu primaire dont les déficits respectifs se sont contractés au premier trimestre 2018. Pour sa part, le surplus des services est resté stable.

## 1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements directs ont été dominés par quelques grosses opérations de désinvestissement qui se sont presque compensées mutuellement tant pour les avoirs (-232 milliards d'euros) que pour les engagements (-234 milliards d'euros). Ces opérations, qui ont concerné un nombre réduit d'entreprises multinationales américaines, pourraient être liées à la réforme fiscale américaine et/ou aux changements du contexte fiscal international dans le cadre de la lutte contre l'érosion de la base fiscale et les transferts de bénéfices (projet BEPS).

Concernant les investissements de portefeuille, les placements des non-résidents dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) se sont accrus en 2017 en atteignant 353 milliards d'euros, contre 134 milliards d'euros en 2016. En revanche, les titres de créance ont subi des ventes nettes atteignant 16 milliards d'euros en 2017, comparés à des achats nets de 33 milliards en 2016. Au total, les entrées nettes sur titres émis par le Luxembourg se sont ainsi établies à 337 milliards d'euros en 2017, contre 167 milliards en 2016. En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont accru leurs placements qui ont totalisé 317 milliards d'euros en 2017, dont 211 milliards en titres de créance et 106 milliards en titres de participation. Les flux d'investissements de portefeuille ainsi que les produits financiers dérivés se sont soldés par des entrées nettes de 36 milliards d'euros en 2017. Ces entrées nettes ont été compensées entièrement par des sorties nettes dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), de sorte que les transactions financières se sont soldées globalement par des sorties nettes de capitaux de 2,5 milliards d'euros en 2017.

Tableau 22 :

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

	2016			2017		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>273 935</b>	<b>271 237</b>	<b>2 698</b>	<b>269 977</b>	<b>267 222</b>	<b>2 755</b>
Biens	13 685	17 584	-3 899	14 164	18 321	-4 157
Marchandises générales (yc «or non monétaire»)	11 607	17 584	-5 977	11 934	18 321	-6 387
Négoce international (exportations nettes)	2 078		2 078	2 230		2 230
Services	87 152	65 132	22 020	90 680	67 468	23 211
Services financiers	50 040	34 747	15 293	53 568	37 393	16 174
Services non financiers	37 112	30 386	6 727	37 112	30 075	7 037
Revenu primaire	164 556	180 477	-15 922	155 978	172 552	-16 574
Revenu secondaire	8 543	8 043	500	9 155	8 880	275
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>449</b>	<b>679</b>	<b>-230</b>	<b>424</b>	<b>675</b>	<b>-251</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>2 467</b>			<b>2 502</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	110 668	113 943	-3 275	-231 866	-233 839	1 973
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	183 021	122 160	60 862	-99 785	-150 099	50 314
Autres capitaux	-72 353	-8 217	-64 136	-132 081	-83 740	-48 341
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	84 236	166 645	-82 409	317 376	336 731	-19 355
Titres de participation	18 290	134 047	-115 757	106 655	352 690	-246 035
Titres de créance	65 945	32 598	33 347	210 721	-15 959	226 680
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			3 899			-16 795
AUTRES INVESTISSEMENTS	121 369	37 316	84 053	64 272	27 466	36 807
AVOIRS DE RÉSERVE			199			-128
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-2</b>			<b>-2</b>

Sources : BCL, STATEC

### 1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au troisième trimestre 2017, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont diminué de 108 milliards d'euros pour atteindre 10 427 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2017. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur côté baissé de 113 milliards d'euros en s'établissant à 10 403 milliards d'euros fin décembre 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 5 milliards en atteignant 24 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2017. Cette amélioration a résulté en grande partie d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 37 milliards à 630 milliards d'euros, fin décembre 2017. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) a lui aussi baissé de 2 milliards pour s'établir à 379 milliards d'euros, alors que le solde des produits dérivés s'est amélioré de 5 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est aggravé de 39 milliards à 990 milliards d'euros, fin décembre 2017.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 4 987 milliards d'euros, fin décembre 2017, après avoir subi un large effet-flux négatif (désinvestissement de 140 milliards d'euros) et un effet négatif de valorisation (-45 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint 4 357 milliards d'euros fin décembre 2017, soit une baisse de 148 milliards d'euros, résultante également d'un large effet-flux négatif (137 milliards d'euros) et d'un effet négatif de valorisation (-11 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90 % sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 925 milliards d'euros fin décembre 2017, soit une hausse de 100 milliards d'euros, résultant à la fois d'un effet-flux positif (61 milliards d'euros) et d'un effet positif de valorisation (39 milliards). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 4 915 milliards d'euros fin décembre 2017, soit une hausse de 61 milliards d'euros résultante d'un effet-flux positif (achats nets de 37 milliards d'euros) et d'un effet positif de valorisation (24 milliards).

Dans les autres investissements, l'encours de créances s'est réduit de 24 milliards à 1 308 milliards d'euros fin décembre 2017, l'effet positif de valorisation (8 milliards) ayant été entièrement compensé par un effet-flux négatif. De même, en atteignant 929 milliards d'euros fin décembre 2017, l'encours d'engagements s'est globalement réduit de 22 milliards d'euros suite à un effet-flux négatif et un effet négatif de valorisation.

Tableau 23 :

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

	ENCOURS FIN 2017 T3	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2017 T4
<b>Position extérieure nette</b>	<b>18,6</b>	<b>1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>23,7</b>
Avoirs extérieurs bruts	10 535	-112,2	4,2	10 427
Engagements extérieurs bruts	10 516	-113,2	0,1	10 403
<b>Investissements directs nets</b>	<b>667</b>	<b>-3</b>	<b>-34</b>	<b>630</b>
Avoirs	5 172	-140	-45	4 987
Engagements	4 505	-137	-11	4 357
<b>Investissements de portefeuille nets</b>	<b>-1 029</b>	<b>24</b>	<b>14</b>	<b>-990</b>
<b>Avoirs</b>	<b>3 825</b>	<b>61</b>	<b>39</b>	<b>3 925</b>
Titres de participation	1 790	19	53	1 863
Titres de créance	2 035	41	-15	2 062
<b>Engagements</b>	<b>4 854</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>4 915</b>
Titres de participation	3 728	85	30	3 844
Titres de créance	1 126	-49	-5	1 071
<b>Produits dérivés nets</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>
<b>Autres investissements nets</b>	<b>381</b>	<b>-19</b>	<b>17</b>	<b>379</b>
Avoirs	1 332	-32	8	1 308
Engagements	951	-13	-10	929
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,78</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,73</b>

Source : BCL