

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

1.1	La situation économique et financière dans la zone euro	11
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	11
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	12
1.1.4	Les marchés de changes	13
1.1.5	Les prix à la consommation	13
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	14
1.1.7	Les projections de la zone euro	19
1.1.8	La balance des paiements de la zone euro	21
1.2	La situation économique et financière au Luxembourg	22
1.2.1	Les prix et les coûts	22
1.2.1.1	Les prix à la consommation	22
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	23
1.2.1.3	Les coûts salariaux	24
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.2.1	L'emploi	25
1.2.2.2	Le chômage	28
1.2.3	Les activités sectorielles	30
1.2.3.1	L'industrie et la construction	30
1.2.3.2	Le secteur financier	31
1.2.3.2.1	Les établissements de crédits	31
1.2.3.2.2	Les organismes de placement collectif	43
1.2.3.3	Le commerce et les autres services non financiers	55
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	56
1.2.5	La croissance économique	73
1.2.6	Projections macroéconomiques de décembre 2018	78
1.2.6.1	Évolutions récentes	78
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	80
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	81
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	83
1.2.6.5	Les prix à la consommation	84
1.2.6.6	Analyse des risques	85
1.2.7	Le commerce extérieur	87
1.2.8	La balance des paiements	89
1.2.8.1	Le compte courant	89
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	89

1.2.9	La position extérieure globale	90
1.2.10	Les finances publiques	92
1.2.10.1	Les recettes	93
1.2.10.2	Les dépenses	96
1.2.10.3	Les capacités ou besoins de financement	98
1.2.10.4	La dette publique : évolution récente et perspectives	100

Encadré 1 :

Délocalisation et externalisation : résultats d'une enquête auprès des entreprises dans l'Union européenne	16
--	----

Encadré 2 :

Les hedge funds au Luxembourg	47
-------------------------------	----

Encadré 3 :

Enquête de conjoncture auprès des ménages – Examen des perceptions et des anticipations des ménages relatives à l'évolution sur douze mois des prix à la consommation au Luxembourg	58
---	----

Encadré 4 :

Le rôle des biens immobiliers autres que la résidence principale pour les résidents luxembourgeois	67
--	----

Encadré 5 :

Les données récentes de la comptabilité nationale	73
---	----

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DANS LA ZONE EURO

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

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, lors de la réunion du 13 décembre 2018, de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeurent respectivement à 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux d'intérêt devraient rester à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer 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 mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé l'arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) en décembre 2018. En même temps, il a approfondi ses indications prospectives sur les réinvestissements. Ainsi, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, les taux EONIA et EURIBOR 1 mois sont restés globalement stables par rapport à juin 2018 pour s'établir respectivement à -0,36 % et -0,37 % le 13 décembre 2018. Enfin, les taux EURIBOR 3 mois, EURIBOR 6 mois et EURIBOR 12 mois ont légèrement augmenté par rapport à juin 2018 pour se fixer respectivement à -0,31 %, -0,24 % et -0,13 % le 13 décembre 2018.

Quant à l'analyse monétaire, les données récentes ont montré que le taux de progression annuel de M3 a été de 3,9 % en octobre 2018, après 3,6 % en septembre. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit M1 est resté inchangé à 6,8 %.

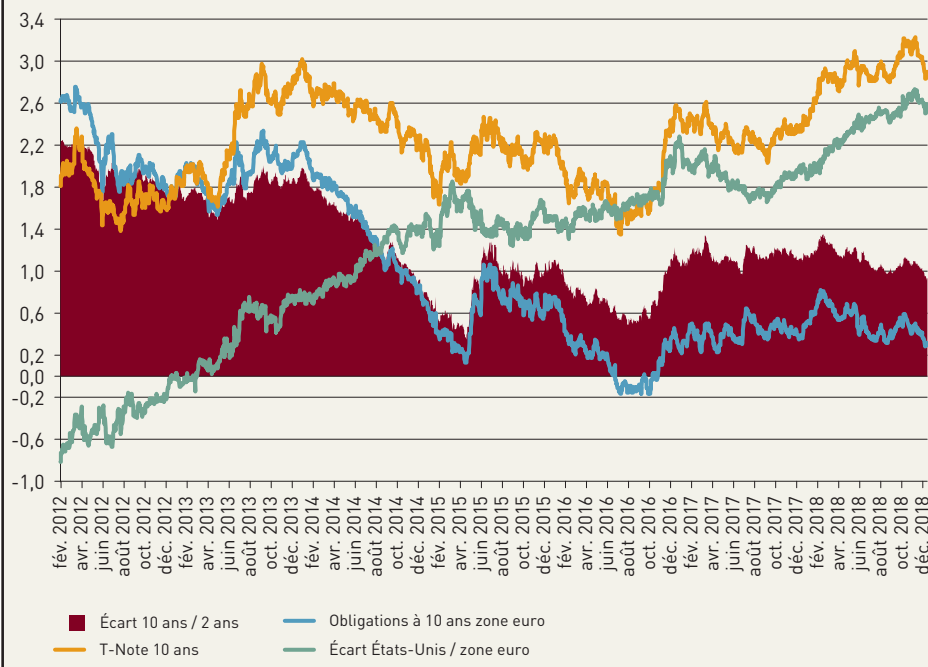
La croissance des crédits octroyés au secteur privé a poursuivi son redressement depuis le début de 2014. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établi à 3,9 % en octobre 2018 contre 4,3 % au mois précédent. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté inchangé en octobre par rapport au mois précédent, à 3,2 %.

1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, le rendement des titres publics à 2 ans est resté à peu près stable entre le 16 juin 2018 et le 13 décembre 2018 pour se fixer à -0,63 % en fin de période. Le rendement des titres publics à 10 ans a quelque peu baissé par rapport à juin 2018 pour s'établir à 0,32 % au 13 décembre 2018. Ainsi, le différentiel de rendement entre le taux obligataire à 10 ans et celui à 2 ans s'est légèrement réduit durant cette période (voir le graphique 1).

Ces conditions de marché continuent à refléter l'orientation accommodante de la politique monétaire de l'Eurosystème, avec notamment la poursuite des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs au rythme mensuel de 15 milliards d'euros jusque fin décembre 2018 et l'indication que les taux d'intérêt directeurs resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019.

Graphique 1
Les rendements des titres publics à long terme
(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

En revanche, le rendement des obligations italiennes à 10 ans s'est inscrit à la hausse sur cette période, augmentant ainsi l'écart de rendement vis-à-vis du Bund allemand d'échéance similaire de 52 points de base pour s'établir à 2,7 p.p. au 13 décembre 2018.

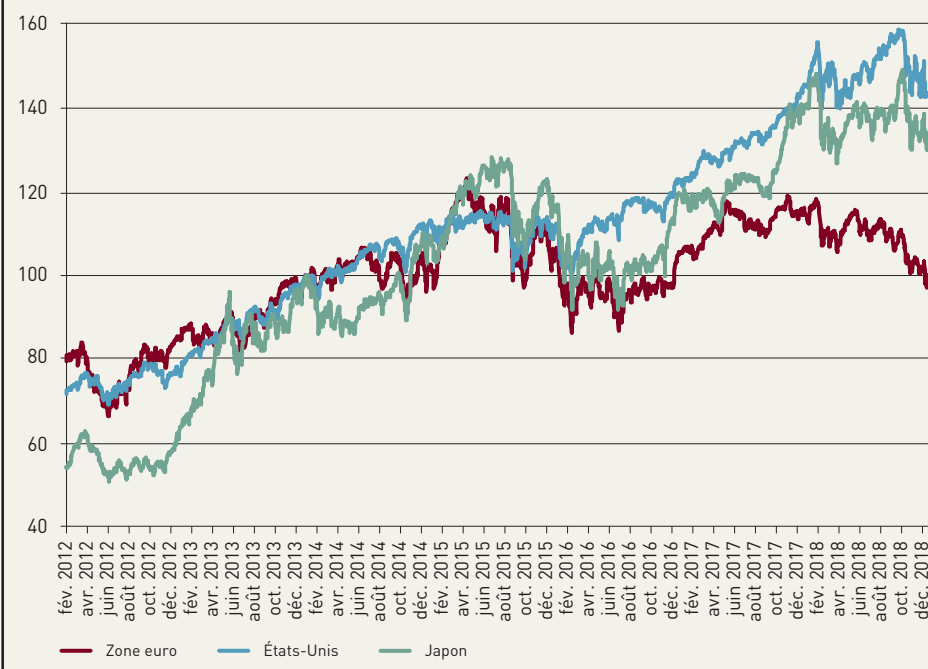
Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a enregistré une légère hausse de 7 points de base par rapport à juin 2018 pour se situer à 3 % fin novembre 2018, avant de baisser légèrement en début décembre 2018. Cette augmentation s'inscrit dans le contexte de deux hausses consécutives des taux d'intérêt directeurs par le Système fédéral de réserve américain depuis le 14 juin 2018. La hausse du rendement obligataire intervient aussi sur fond d'un taux d'inflation proche de 2 % sur base annuelle et de bons chiffres relatifs au marché de l'emploi. En effet, le taux de chômage aux États-Unis s'est établi à 3,7 % en novembre 2018, soit son plus bas niveau depuis 1969. Au 13 décembre 2018, le rendement obligataire à 10 ans a atteint 2,9 %.

Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro a augmenté au cours de la période analysée pour s'établir à 2,6 p.p. le 13 décembre 2018.

1.1.3 Les marchés d'actions

Aux États-Unis, l'indice Standard & Poor's 500 a enregistré une baisse de 4,6 % entre le 16 juin 2018 et le 13 décembre 2018. Il a atteint son plus haut niveau historique à 2930,75 points le

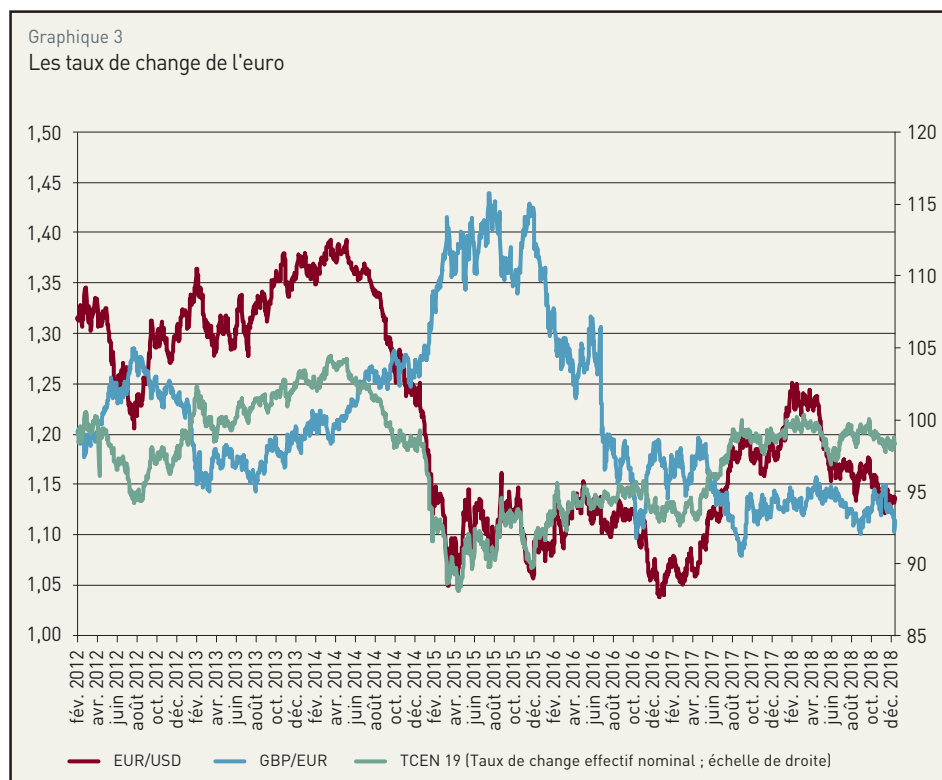
Graphique 2
Les principaux indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon
(Base 100 au 01/01/2014)



Source : Bloomberg

20 septembre 2018 sur fond d'une croissance économique soutenue et ce, en dépit des tensions commerciales sino-américaines. L'indice a subi une correction en octobre 2018 sous l'effet d'une hausse des rendements des obligations américaines.

Dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a diminué de 11,2 % entre le 16 juin 2018 et le 13 décembre 2018. Parmi les facteurs ayant contribué à la baisse des cours des actions figurent la hausse du taux d'actualisation et l'augmentation de la prime de risque, en raison de tensions sur le marché des obligations souveraines de la zone euro, ainsi que l'apparition de signes annonçant une évolution conjoncturelle moins forte. Enfin, au Japon l'indice boursier Nikkei 225 a enregistré une baisse de 4,5 % sur la même période (voir le graphique 2).



Source : Bloomberg

1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 16 juin 2018 au 13 décembre 2018, le taux de change effectif nominal de l'euro a connu une légère appréciation de 1,2 %. Sur cette période, l'euro s'est apprécié de 2,7 % vis-à-vis de la livre sterling. Il s'est déprécié de 2,1 % par rapport au dollar américain, notamment en raison des attentes des acteurs du marché en matière d'orientation de politiques monétaires tant aux États-Unis que dans la zone euro.

Concernant les autres principales devises mondiales, au cours de la période sous revue, l'euro est resté stable vis-à-vis du yen japonais, il s'est apprécié de 4,2 % par rapport au yuan renminbi et de 2,6 % vis-à-vis du rouble russe. En revanche, l'euro s'est déprécié de 2,4 % face au franc suisse.

Par rapport aux principales devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié de 0,9 % face à la couronne suédoise. Il est resté relativement stable face au forint hongrois, au zloty polonais, à la couronne tchèque et à la couronne danoise.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui s'était établie à 1,5 % en 2017, a été en accélération lors des trois premiers trimestres de 2018. Après avoir atteint 2,2 % en octobre, l'inflation a reculé à 1,9 % en novembre. Sur les onze premiers mois de 2018, l'inflation moyenne par rapport à la même période en 2017 atteindrait 1,8 %.

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	2018 T1	2018 T2	2018 T3	OCTOBRE	NOVEMBRE
IPCH global	0,2	1,5	1,3	1,7	2,1	2,2	1,9
Produits alimentaires non transformés	1,4	2,2	0,3	2,3	2,8	2,1	1,8
Produits alimentaires transformés	0,6	1,6	2,6	2,7	2,3	2,2	2,0
Produits manufacturés hors énergie	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4
Énergie	-5,1	4,9	2,1	5,5	9,4	10,7	9,1
Services	1,1	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	1,3
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1

Source : Eurostat

En 2017, la hausse de l'inflation globale avait été soutenue par la plupart des composantes. Elle s'était caractérisée par un taux d'inflation élevé au premier trimestre, suivi de trois trimestres affichant une inflation plus modérée.

Du mois de janvier 2018 au mois de novembre 2018, l'inflation globale a été principalement influencée par le développement des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés. La décélération de ces composantes lors du premier trimestre a contribué à un recul de l'inflation globale. Aux deuxième et troisième trimestres, la progression des prix de ces deux composantes a en revanche rebondi entraînant une hausse de l'inflation globale.

L'inflation hors produits alimentaires non transformés et énergie a peu évolué par rapport à 2017. Elle a légèrement accéléré au premier trimestre, atteignant 1,2 % avant de se stabiliser à ce niveau par la suite.

Le prix du pétrole, qui a plus que doublé depuis le début de l'année 2016, a connu une décélération au premier trimestre 2018 et est ensuite reparti 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 bas niveaux 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, aussi bien le prix du pétrole que les prix des autres matières premières demeurent inférieurs à leurs sommets atteints auparavant. Ceci devrait contribuer à atténuer les effets indirects et de second tour de ces hausses de prix. En revanche, le taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui avait progressé en début d'année, est en recul tendanciel depuis le mois de mai et s'est rapproché, en décembre, du taux moyen observé en 2017 (1,12 \$/€).

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

Selon l'estimation d'Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé de 0,2 % au cours du troisième trimestre 2018 par rapport au trimestre précédent. Au cours des premier et deuxième trimestres 2018, le PIB avait chaque fois augmenté de 0,4 %.

Au troisième trimestre 2018, le PIB réel a progressé dans tous les pays de la zone euro pour lesquels les données sont disponibles, à l'exception de l'Allemagne, de l'Italie et de la Lituanie. Dans ces trois pays, la croissance a reculé de respectivement 0,2 % (en raison de difficultés passagères dans le secteur de l'industrie automobile), 0,1 % et 0,4 %. Les données relatives au Luxembourg n'ont pas encore été publiées. Les informations disponibles concernant ses deux autres voisins indiquent une stabilisation de

la croissance (à +0,3 %) au troisième trimestre 2018 en Belgique et une accélération de la croissance en France (+0,4 % au troisième trimestre 2018, après +0,2 %).

Les données sectorielles pour la zone euro révèlent qu'au troisième trimestre 2018 la valeur ajoutée a évolué favorablement dans tous les secteurs de l'économie à l'exception de l'agriculture-sylviculture et pêche (-0,3 %) et l'industrie (-0,2 %). La croissance de la valeur ajoutée a été particulièrement dynamique dans la construction (+0,6 %) et l'information-communication (+0,9 %).

Toutes les composantes de la demande se sont par ailleurs inscrites en hausse au troisième trimestre 2018, à l'exception des exportations qui ont reculé de 0,1 %. Les importations se sont accrues de 0,5 % tandis que l'investissement et les dépenses de consommation publique ont progressé de 0,2 %. Enfin, la croissance des dépenses de consommation privée a été de 0,1 %.

Selon Eurostat, la croissance de l'emploi dans la zone euro s'est établie à 0,2 % au troisième trimestre 2018 par rapport au trimestre précédent (après +0,4 % aux premier et deuxième trimestres 2018). Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 1,3 % dans la zone euro (après +1,5 % aux premier et deuxième trimestres 2018). Au troisième trimestre 2018, les créations d'emplois ont été particulièrement dynamiques dans trois secteurs : la construction (+0,5 %), le commerce-transport-hébergement et restauration (+0,4 %) et l'information et la communication (+0,8 %). A contrario, des destructions d'emplois ont été observées dans le secteur des activités financières et d'assurance (-0,6 %) et des arts-spectacles (-0,9 %).

Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières s'est établi à 8,1 % en octobre 2018, stable par rapport à septembre 2018 et en baisse par rapport au taux de 8,8 % d'octobre 2017. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis novembre 2008. Selon Eurostat, 13,172 millions de personnes étaient au chômage en octobre 2018. Par rapport à septembre 2018, le nombre de chômeurs a diminué de 12 000. Comparé à octobre 2017, le chômage a baissé de 1,121 million de personnes.

Dans les États membres, les taux de chômage les plus faibles en octobre 2018 ont été enregistrés en Allemagne (3,3 %) et aux Pays-Bas (3,7 %). Les taux de chômage les plus élevés ont été relevés en Grèce (18,9 % en août 2018) et en Espagne (14,8 %).

Encadré 1 :

DÉLOCALISATION ET EXTERNALISATION : RÉSULTATS D'UNE ENQUÊTE AUPRÈS DES ENTREPRISES DANS L'UNION EUROPÉENNE

1. INTRODUCTION

La mondialisation reste un phénomène controversé. Selon l'enquête de l'institut de recherche « Pew » sur les attitudes globales, en 2018, 85 % des Européens partagent l'avis que « le commerce est bon », mais 34 % pensent que le commerce détruit des emplois et 32 % pensent qu'il fait baisser les salaires¹. Compte tenu de ces connotations négatives associées à la mondialisation, la délocalisation et l'externalisation sont souvent perçues comme des menaces pour l'emploi au niveau national². Les entreprises qui délocalisent achètent des biens et des services aux usines et aux filiales qu'elles ont établies à l'étranger, tandis que les entreprises qui externalisent achètent des biens et des services à d'autres fournisseurs, nationaux ou internationaux.

Il est difficile de mesurer directement l'impact des délocalisations et externalisations sur l'emploi ou les salaires. Selon la plupart des économistes, le commerce international crée des gains de productivité qui engendrent une hausse de l'emploi et des salaires à long terme³. Les modèles théoriques de délocalisation et d'externalisation aboutissent à des résultats similaires, bien qu'ils ne fournissent pas de mesure fiable des coûts de transition⁴. Ces résultats positifs reposent également sur l'hypothèse d'un partage des bénéfices⁵ ou d'une parfaite mobilité intersectorielle de la main-d'œuvre⁶.

Les études empiriques suggèrent que la délocalisation et l'externalisation augmentent l'élasticité de la demande de main-d'œuvre par rapport au coût du travail, en particulier pour les travailleurs peu qualifiés⁷. En effet, le pouvoir de négociation des travailleurs se réduit car la délocalisation et l'externalisation permettent aux entreprises de remplacer la main-d'œuvre nationale relativement coûteuse par une main-d'œuvre étrangère moins chère.

Cet encadré cherche à établir si les entreprises qui délocalisent ou externalisent sont plus susceptibles de réduire l'emploi ou les salaires. Nos résultats confirment les conclusions d'autres études selon lesquelles les effets varient en fonction du niveau de qualification des travailleurs. Compte tenu des effets ambigus à court terme, la principale conclusion de cette analyse est que les politiques publiques devraient se concentrer sur l'élimination des frictions qui empêchent une répartition plus large des gains de productivité.

2. DONNÉES

L'analyse se base sur des données d'enquêtes harmonisées, réalisées auprès des entreprises de neuf pays de l'UE et collectées en 2014-2015 dans le cadre du *Wage Dynamics Network*, un réseau de recherche du Système Européen de Banques Centrales (SEBC).⁸ L'enquête portait sur les pratiques de délocalisation et d'externalisation des entreprises en 2010 et 2013 et sur leurs décisions en matière de salaires et d'emploi par la suite.

Le Tableau 1 présente les pourcentages pondérés d'entreprises qui ont (i) délocalisé, (ii) externalisé, (iii) qui n'ont ni délocalisé ni externalisé ou (iv) qui ont procédé aux deux opérations. Les résultats sont ventilés par pays, secteur et taille de l'entreprise.

- 1 Stokes, B. 2018. *Americans, Like Many in Other Advanced Economies, Not Convinced of Trade's Benefits*. Pew Research Center.
- 2 Garner, A. C. 2004. *Offshoring in the Service Sector: Economic Impact and Policy Issues*. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City 89: 5-38.
- 3 Jansen, M., Lee, P. (2007): *Trade and Employment: Challenges for Policy Research: A joint study of the International Labour Office and the Secretariat of the World Trade Organization*. *International Labour Organization*.
- 4 Mankiw, G., Swagel, P. 2006. *The Politics and Economics of Offshore Outsourcing*. *Journal of Monetary Economics* 53(5) : 1027-1056.
- 5 Grossman, G. M., Rossi-Hansberg, E.. 2008. *Trading Tasks: A Simple Theory of Offshoring*. *American Economic Review* 98(5) : 1978-1997.
- 6 Mitra, D., Ranjan, P. 2010. *Offshoring and Unemployment: The Role of Search Frictions Labour Mobility*. *Journal of International Economics* 81 : 219-229.
- 7 Hijzen, A., Swaim, P. 2010. *Offshoring, Labour Market Institutions and the Elasticity of Labour Demand*. *European Economic Review* 54 : 1016-1034.
- 8 Pour une description des principaux résultats de l'enquête, voir l'encadré 2 « Les stratégies d'ajustement des entreprises luxembourgeoises durant la crise: résultats d'une enquête » dans le Bulletin BCL 2015-1 et le cahier d'études BCL 104 (2016) « Employment, wages and prices : How did firms adjust during the economic and financial crisis ? Evidence from a survey of Luxembourg firms ».

Il ressort de ces résultats que la majorité des entreprises n'ont ni délocalisé ni externalisé et que parmi celles qui l'ont fait, la plupart ont opté pour l'externalisation. La Belgique détenait la part la plus élevée d'entreprises qui ont délocalisé et Malte la part la plus importante d'entreprises qui ont externalisé. La pratique simultanée de la délocalisation et de l'externalisation était plus fréquente chez les entreprises luxembourgeoises.

Tableau 1 :

Délocalisation et externalisation, 2010-2013

	DÉLOCALISATION	EXTERNALISATION	AUCUN	LES DEUX
Pays				
BE	8,1	12,3	79,1	0,5
CZ	4,3	6,8	85,5	3,4
EE	1,6	23,4	73,5	1,5
GR	2,3	7,7	86,6	3,4
HU	0,6	1,8	97,0	0,7
IT	0,1			
LU	4,9	7,2	82,7	5,1
MT	1,7	26,5	68,8	3,1
PL	1,1	15,5	80,2	3,2
Taille				
5-19 employés	1,6	8,6	88,9	0,9
20-49 employés	7,0	9,8	82,2	1,0
50-199 employés	7,7	10,8	79,4	2,1
+200 employés	11,3	11,1	74,4	3,2
Secteur				
Industrie manufacturière	9,9	11,7	76,5	2,0
Construction	15,4	12,1	70,9	1,7
Commerce	2,9	8,2	85,8	3,1
Services aux entreprises	8,5	9,8	79,5	2,2
Intermédiation financière	1,1	18,3	77,6	3,0

Notes : Pourcentages pondérés de manière à être représentatifs du nombre d'employés dans la population cible des entreprises (c'est-à-dire celles incluses dans les branches d'activité suivantes : industrie manufacturière, construction, commerce, services aux entreprises et activités financières). Pour l'Italie, les cellules vides s'expliquent par l'absence de données disponibles.

Dans tous les pays considérés, les grandes entreprises étaient davantage susceptibles de délocaliser ou d'externaliser. La délocalisation était la pratique la plus courante parmi les entreprises du secteur de la construction, tandis que l'externalisation était privilégiée dans le secteur de l'intermédiation financière, ce dernier étant le moins susceptible de délocaliser, mais le plus enclin à externaliser.

3. MODÈLE

L'évaluation des effets marginaux de la délocalisation et de l'externalisation sur la performance du marché du travail intérieur se base sur un modèle logistique. Les variables dépendantes sont les décisions binaires des entreprises d'augmenter (ou non) et de diminuer (ou non) l'une des variables suivantes : salaire de base, composantes flexibles du salaire, nombre d'employés permanents et d'employés temporaires. Ces décisions sont expliquées à l'aide d'une variable binaire indiquant la décision (ou non) de délocaliser ou d'externaliser sur la période allant de 2010 à 2013.

Le modèle prend également en compte des chocs négatifs et positifs de la demande (intérieure et étrangère), de l'accès au financement, de la disponibilité des approvisionnements, de la concurrence, ainsi que des effets « pays », « secteur d'activité » et « taille des entreprises ».

4. RÉSULTATS

Selon les estimations, les entreprises qui délocalisent sont plus susceptibles d'augmenter le nombre d'employés temporaires et les entreprises qui externalisent sont plus disposées à augmenter leur main-d'œuvre globale (à la fois temporaire et permanente). Les résultats ne permettent pas d'établir si les entreprises qui délocalisent ou externalisent sont plus enclines à réduire les salaires ou l'emploi. Ce résultat n'est pas surprenant puisque d'autres études ont révélé que les effets sur l'emploi ou les salaires varient en fonction du niveau de qualification des employés.

La division de l'échantillon par groupe d'entreprises en fonction du pourcentage d'employés hautement qualifiés (élevé, moyen ou bas) et la réestimation du modèle révèlent des effets opposés pour les employés peu qualifiés et hautement qualifiés. Les effets positifs sont généralement concentrés dans les entreprises occupant un pourcentage élevé d'employés hautement qualifiés (Tableau 2). En effet, les entreprises qui externalisent et qui sont caractérisées par un pourcentage élevé d'employés hautement qualifiés sont plus susceptibles d'augmenter les composantes salariales flexibles ou l'emploi (permanent et temporaire). En revanche, les entreprises qui externalisent et qui sont singularisées par une main d'œuvre relativement peu qualifiée sont plus susceptibles de réduire les salaires de base et l'emploi temporaire et moins susceptibles d'accroître la flexibilité salariale et l'emploi permanent.

Tableau 2 :

Effets marginaux moyens, par niveau de qualification

TAUX DES EMPLOYÉS HAUTEMENT QUALIFIÉS EN %	VARIABLES	(A) AUGMENTATION		(B) DIMINUATION	
		DÉLOCALISATION	EXTERNALISATION	DÉLOCALISATION	EXTERNALISATION
<33 %	Salaire de base	-0,02	-0,05	-0,06**	0,05**
	Composantes flexibles	-0,02	-0,07+	-0,01	0,03
	Emploi permanent	-0,04	-0,08*	0,11	0,04
	Emploi temporaire	0,01	-0,03	-0,01	0,08**
33 - 66 %	Salaire de base	-0,06	0,13*	0,06*	-0,08**
	Composantes flexibles	0,06	-0,03	-0,02	-0,04
	Emploi permanent	-0,01	0,11**	0,01	-0,01
	Emploi temporaire	0,02	0,01	0,05	-0,00
>66 %	Salaire de base	0,04	0,02	0,04	-0,01
	Composantes flexibles	-0,04	0,09*	0,01	-0,04
	Emploi permanent	0,04	0,07*	0,03	-0,06*
	Emploi temporaire	0,06*	0,06**	0,02	-0,03

Notes : Les catégories <33 % ; 33-66 % et >66 % font référence au pourcentage des employés hautement qualifiés. **, * et + indiquent une significativité des résultats au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

Ces résultats confirment l'idée selon laquelle les travailleurs peu qualifiés subissent la plupart des effets négatifs engendrés par l'externalisation et les délocalisations. Une explication possible serait que les entreprises employant principalement des travailleurs peu qualifiés peuvent être confrontées à des pressions de la part de concurrents étrangers qui les poussent à quitter le marché ou à se restructurer en se concentrant sur le segment d'activité à valeur ajoutée élevée (*upskill*) et à délocaliser ou externaliser les autres segments.

1.1.7 Les projections de la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2018 de l'Eurosystème, l'expansion du PIB annuel en volume dans la zone euro devrait s'élever à 1,9 % en 2018, à 1,7 % en 2019 et 2020, puis à 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées légèrement à la baisse pour 2018 et 2019.

La consommation privée devrait rester dynamique, soutenue par des conditions de crédit bancaire favorables - renforcées par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème - et les progrès réalisés en matière de désendettement. Les taux d'intérêt débiteurs des banques devraient augmenter de manière modérée sur l'horizon de projection. Cependant, l'impact de la hausse de ces taux sur le montant brut des intérêts payés devrait être limité en raison de la longue maturité et de la part relativement faible de la dette à taux variable dans le bilan des ménages. En outre, l'augmentation de la richesse nette des ménages devrait se poursuivre, quand bien même elle progresserait à un rythme un peu plus lent que les années précédentes. Les progrès réalisés en termes de désendettement, combinés avec l'accroissement de la richesse nette devraient également soutenir la consommation privée même si l'endettement brut des ménages demeure aux niveaux qui prévalaient avant la crise financière mondiale.

La hausse de l'investissement résidentiel et de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre, mais à un rythme qui se réduit. L'investissement des entreprises a connu une expansion rapide au cours de l'année 2018, ce qui lui a permis d'augmenter sa part dans le PIB réel de la zone euro à hauteur de celle qui prévalait avant la crise. Par la suite, en plus des perspectives de demande favorables, un certain nombre de facteurs devraient continuer à soutenir ces dépenses d'investissements. Il s'agit notamment de la confiance des entreprises qui, en dépit d'un affaiblissement au début de l'année 2018, demeure au-dessus de sa moyenne ; des conditions de financement qui devraient demeurer favorables, tout en se durcissant progressivement sur la période de projection ; et de l'accroissement des marges de profit dans un contexte où les sociétés non financières détiennent toujours des liquidités en abondance. Les entreprises pourraient aussi augmenter leurs dépenses d'investissement pour compenser les contraintes pesant sur l'offre de main-d'œuvre. De plus, le ratio de levier (le ratio dette sur actifs totaux) des sociétés non financières (SNFs) s'est réduit ces dernières années. Cependant, 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, de même que la hausse des taux d'intérêt appliqués aux prêts accordés aux SNFs. En outre, la fin prochaine des incitations fiscales spéciales et les évolutions démographiques défavorables devraient peser sur les investissements des entreprises à moyen terme.

Les exportations hors de la zone euro devraient connaître une croissance un peu plus rapide que celle de la demande étrangère en 2019, ce qui implique des gains de part de marché à court terme. À moyen terme, les exportations hors zone euro devraient croître en ligne avec la demande étrangère. Les importations hors zone euro devraient pour leur part bénéficier de l'évolution positive de la demande et, au cours des prochains trimestres, de l'appréciation de l'euro.

Concernant les finances publiques, une amélioration des ratios de déficit budgétaire et de dette des administrations publiques devrait être observée en 2018. Ensuite, le solde budgétaire de la zone euro devrait en moyenne se détériorer quelque peu entre 2019 et 2021, tandis que le ratio de la dette poursuivrait sa baisse. L'élargissement du déficit public s'expliquerait par la détérioration du solde primaire corrigé de sa composante conjoncturelle. Cette dernière serait en partie seulement compensée par la légère diminution des paiements d'intérêts résultant du refinancement d'anciennes dettes au coût élevé par de nouvelles dettes à des taux d'intérêt plus bas. Le ratio de la dette publique sur le PIB devrait

rester orienté à la baisse sur l'horizon de projection, soutenu par l'amélioration du solde budgétaire primaire ainsi que par l'écart favorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal de la dette.

Le Conseil des gouverneurs a estimé lors de sa réunion du 13 décembre 2018 que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés. La balance des risques évolue toutefois à la baisse, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste, des vulnérabilités des marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers.

En ce qui concerne l'inflation, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a ralenti à 2,0 % en novembre 2018, après 2,2 % en octobre, reflétant essentiellement la baisse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait diminuer au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais les pressions d'origine interne sur les coûts continuent de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail alimentant la hausse des salaires. L'inflation sous-jacente devrait s'accroître à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

Les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,8 % en 2018, 1,6 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021. Par comparaison avec les projections de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2018 et à la baisse pour 2019.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2018				PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB réel	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]
Consommation privée	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Consommation publique	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Investissement	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Exportations	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Importations	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Emploi	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Taux de chômage ⁹	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
IPCH	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,5]
IPCH ex énergie	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
Solde budgétaire des administrations publiques ¹⁰	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Dette brute des administrations publiques ¹¹	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6

Source : BCE

⁹ Pourcentages de la population active.

¹⁰ Pourcentages du PIB.

¹¹ Pourcentages du PIB.

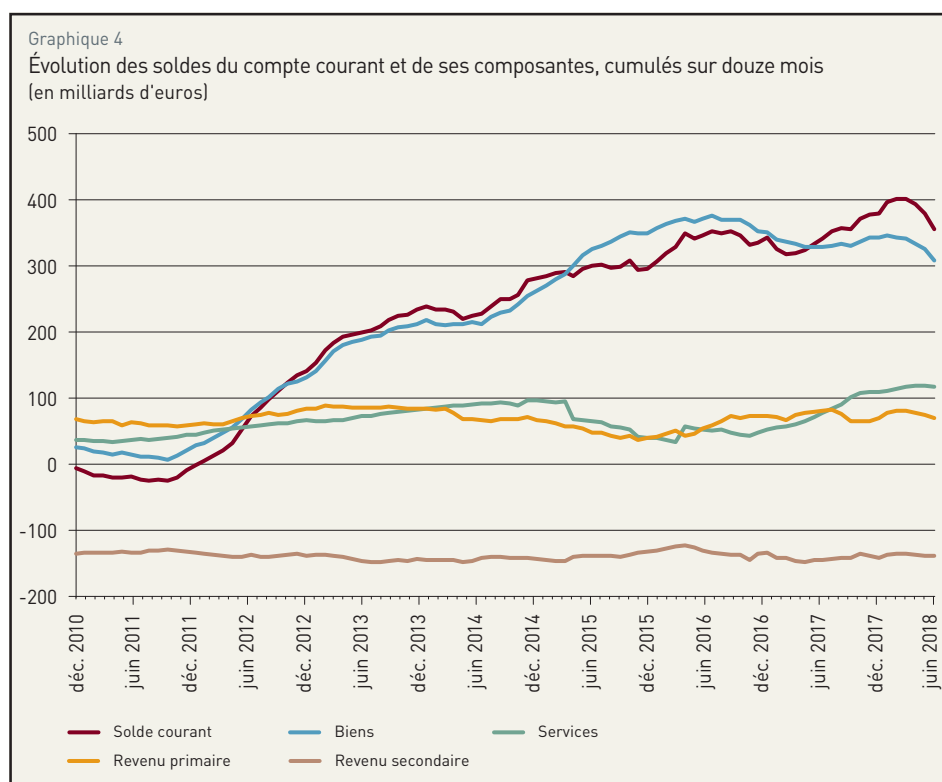
1.1.8 La balance des paiements de la zone euro

Sur les trois premiers trimestres de 2018, la zone euro a dégagé un excédent courant de 236 milliards d'euros (environ 2,7 % du PIB), soit pratiquement l'équivalent de l'excédent enregistré sur les trois premiers trimestres de 2017. La contribution positive la plus importante à cet excédent courant provient des échanges de marchandises dont le solde positif a toutefois cessé de croître depuis le troisième trimestre 2016 (Graphique 4). L'excédent des marchandises s'est en effet réduit à 213 milliards d'euros (2,5 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2018, comparé à un surplus de 236 milliards d'euros (2,8 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2017. Cette détérioration du surplus relatif aux biens s'explique par une croissance plus importante des importations (5 %) comparée aux exportations (3 %). Sur les trois premiers trimestres 2018, les importations de biens ont été soutenues par le redressement des prix du pétrole et des autres matières premières.

Concernant les autres composantes de la balance courante, le surplus des services a largement progressé pour s'établir à 91 milliards d'euros (soit environ 1 % du PIB) sur les trois premiers trimestres 2018, contre 75 milliards d'euros (0,9 % du PIB) sur la même période en 2017. Le solde négatif des revenus s'est contracté sur les trois premiers trimestres 2018, sous l'effet d'une hausse de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) accompagnée d'une réduction du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.).

S'agissant du compte des transactions financières, sur les trois premiers trimestres 2018, les investisseurs non-résidents ont continué à réduire leurs placements en titres de dette à long terme émis par la zone euro. Ces titres ont ainsi subi des ventes nettes atteignant 48 milliards d'euros sur ces trois premiers trimestres, montant toutefois en net recul comparativement aux ventes nettes à hauteur de 114 milliards d'euros observées sur la même période en 2017. Ces ventes s'expliquent notamment par la demande de l'Eurosystème pour ce type d'instruments dans le cadre de son programme d'achat d'actifs.

Les ventes nettes des titres de dette à court terme de la zone euro ont atteint 20 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, à comparer aux achats nets de 55 milliards d'euros sur la même période en 2017. Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents ont largement réduit leurs achats nets à 147 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, contre 393 milliards sur la même période en 2017. Les transactions sur titres émis par la zone euro se sont ainsi globalement soldées par des entrées nettes relativement faibles d'un montant de 79 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, à comparer à des entrées nettes de 334 milliards d'euros sur la même période en 2017.



Source : BCE

De leur côté, les résidents de la zone euro ont continué, quoiqu'à un rythme plus faible, à investir dans les titres de participation et davantage dans les titres de dette étrangers. Sur les trois premiers trimestres 2018, les transactions sur titres de participation étrangers se sont soldées par des achats nets de 80 milliards d'euros contre 151 milliards d'euros sur la même période en 2017. De même, les achats de titres de dette étrangers ont largement diminué, en atteignant 158 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, contre 398 milliards sur la même période en 2017. Les flux d'investissements de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 159 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, contre 216 milliards d'euros sur la même période en 2017.

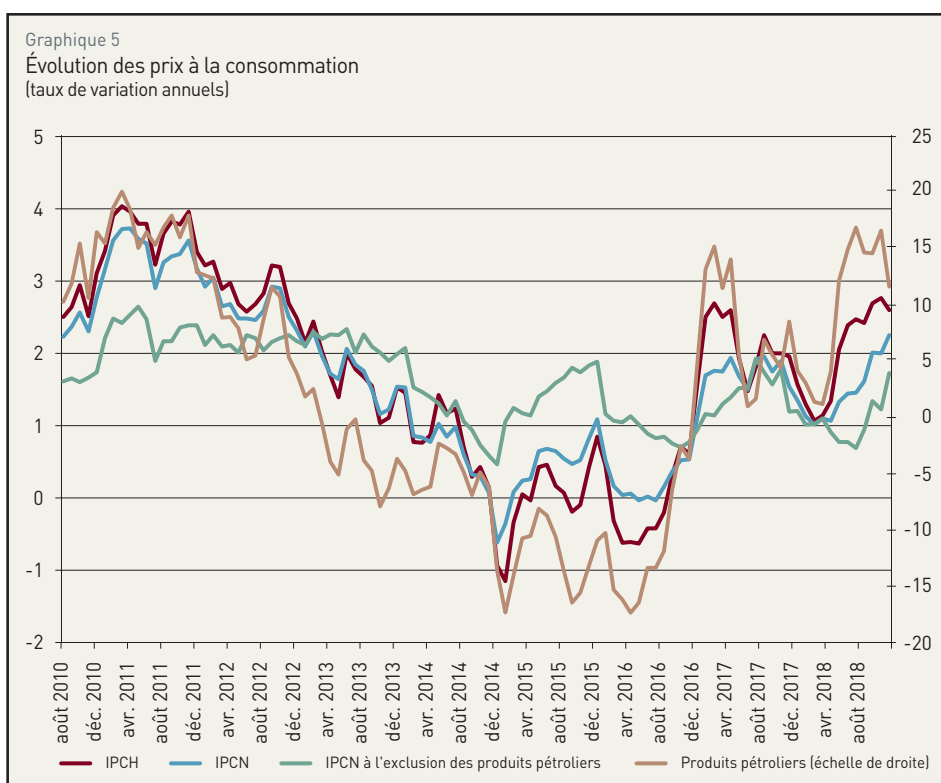
Concernant les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont accrues à 161 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, contre 96 milliards d'euros sur la même période en 2017. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des entrées nettes de 81 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018, contre 45 milliards sur la même période en 2017.

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

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), qui avait fortement rebondi en 2017 à 1,7 %, a d'abord reculé et ensuite accéléré pour s'établir pour les 11 premiers mois de 2018 à 1,5 % par rapport à la même période en 2017.



Source : STATEC

L'IPCN a fortement reculé au premier trimestre 2018 sous l'influence des prix de l'énergie et de l'inflation des services. Aux deuxième et troisième trimestres, le fort rebond du prix du pétrole a soutenu l'inflation globale, alors que les prix des services et l'inflation sous-jacente ont décéléré jusqu'au mois d'août. Pour rappel une mesure du gouvernement modifiant les modalités du chèque-service accueil pour les crèches et les foyers de jour pour enfants avait impliqué un recul de 18,5 % de cette composante en novembre 2017 (en rythme mensuel et annuel), qui s'était traduit par 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 d'une baisse permanente du niveau des prix de ce service, l'effet de base négatif sur les taux

d'inflation a perduré jusqu'au mois d'octobre 2018. Le paiement de la tranche indiciaire au mois d'août a permis d'amorcer une accélération de l'inflation des services qui s'est encore renforcée en novembre avec la fin de cet effet de base négatif. La conjonction de ces deux facteurs a permis de retrouver un niveau d'inflation en phase avec le contexte de conjoncture favorable et de hausse salariale observé au Luxembourg en 2018.

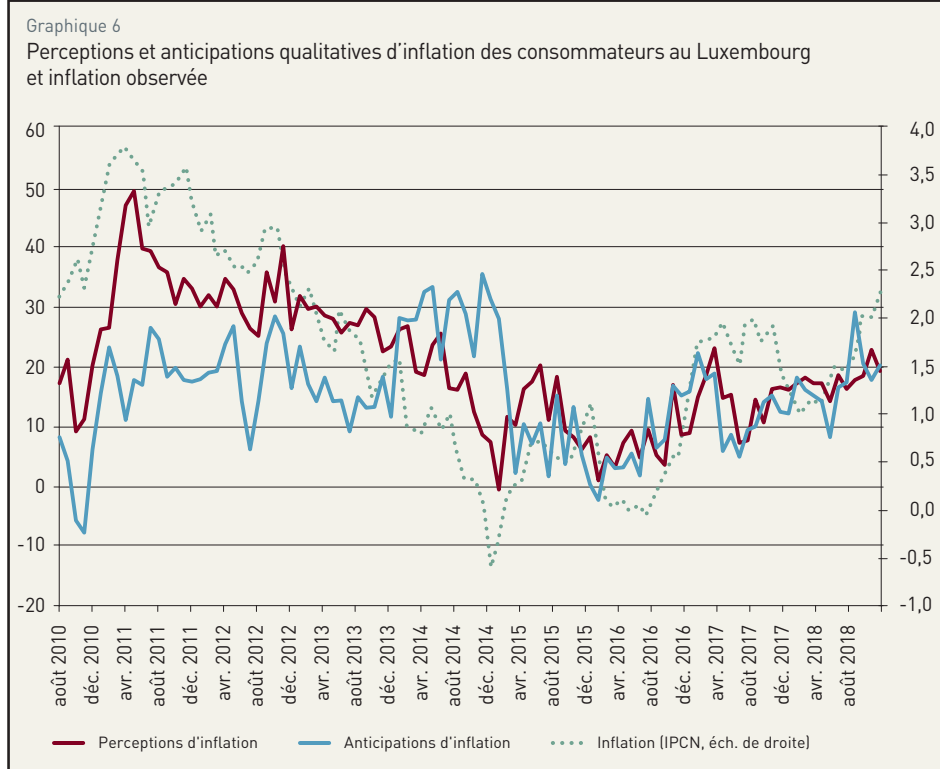
Le différentiel d'inflation avec la zone euro, qui s'était établi à +0,2 p.p. en moyenne en 2017, a été négatif lors des trois premiers trimestres de 2018, à hauteur de -0,3 p.p. en moyenne. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel avait été de +0,1 p.p. en 2017 et s'est établi à -0,6 p.p. en moyenne lors des trois premiers trimestres de 2018. Le taux d'inflation en Allemagne a été supérieur au taux observé au Luxembourg, plus particulièrement aux deuxième et troisième trimestres. 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 qui avait peine à accélérer en 2017, a fortement rebondi en 2018 et a accéléré tout au long de l'année. Le différentiel d'inflation du Luxembourg, cumulé sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au troisième trimestre 2018, a atteint respectivement +10,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +7,9 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL¹², les anticipations et les perceptions d'inflation qui avaient été en forte hausse au premier trimestre 2018, avant de reculer au deuxième trimestre, ont connu une tendance haussière par la suite : les anticipations d'inflation ont ainsi atteint un pic en août, vraisemblablement suite à l'indexation des salaires.

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 rebondi en 2017 (+2,9 %), ont continué sur cette dynamique lors des dix premiers mois de 2018, progressant de 3,3 % par rapport à la même période en 2017.

Le profil trimestriel révèle toutefois une décélération de la progression des prix à la production au cours de l'année, notamment pour les biens intermédiaires et les biens de consommation. Les prix à la production des biens énergétiques ont connu le scénario inverse, progressant fortement lors du



Sources : BCL, STATEC

¹² 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.

troisième trimestre. Les prix des biens d'équipement ont connu une tendance baissière. L'accélération globale des prix à la production industrielle en 2018 par rapport à 2017 s'explique donc essentiellement par la dynamique du premier trimestre et l'acquis de croissance qui en a découlé.

Les prix à la construction, soutenus par le paiement de la tranche indiciaire et la hausse du salaire minimum qui avaient eu lieu en janvier 2017, avaient accéléré, pour atteindre une hausse de 2,0 % en 2017. En avril 2018, la hausse des prix à la construction s'est limitée à 0,8 % par rapport à octobre 2017.

Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont continué leur progression soutenue. Après une hausse de 6 % en 2016, les prix immobiliers ont progressé quasiment au même rythme en 2017 (+5,7 %) et ont légèrement décéléré au 2^e trimestre 2018 (+ 5,1 % sur une base annuelle, +0,9 % sur une base trimestrielle).

Tableau 3 :

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

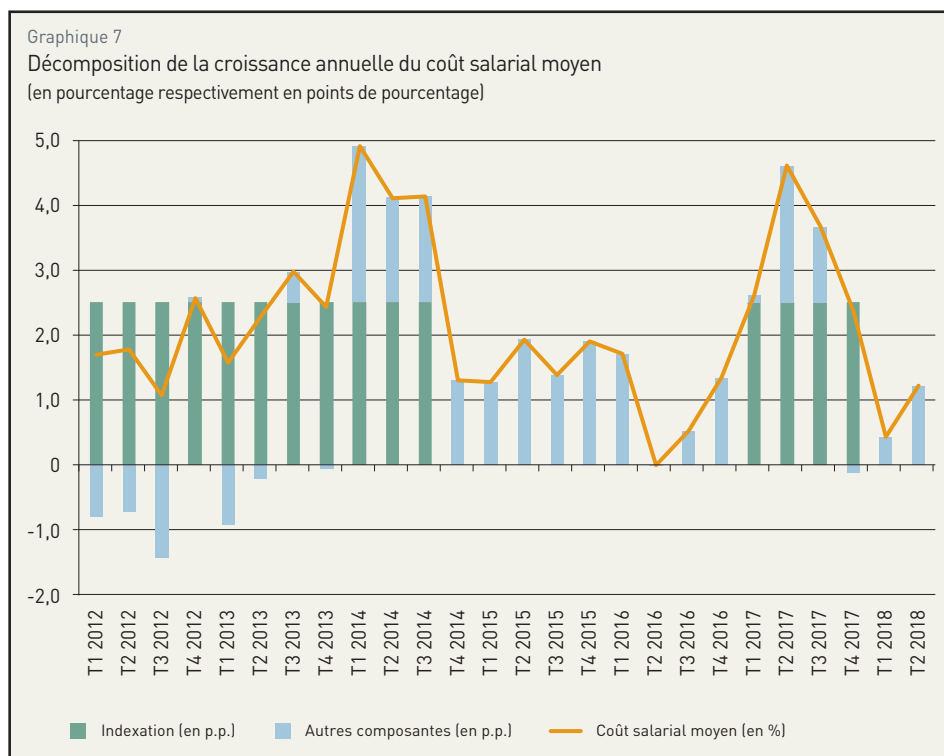
	2016	2017	2018-T1	2018-T2	2018-T3
Ensemble des produits industriels	-1,2	2,9	1,4	0,6	0,6
Biens intermédiaires	-2,5	6,7	1,4	0,7	1,0
Biens d'équipement	0,7	4,6	-0,3	0,0	-0,2
Biens de consommation	6,4	-0,6	3,6	1,2	-2,0
Biens énergétiques	-7,3	-10,1	0,4	0,0	4,6
Prix à la construction	1,0	2,0		0,8*	
Prix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

* 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 octobre 2018, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 1,2 % au deuxième trimestre 2018, après une hausse de 0,4 % au trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression s'explique exclusivement par la contribution 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. L'apport de l'indexation des salaires a été nul étant donné que la dernière tranche indiciaire a été payée en janvier 2017.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives



Sources : STATEC, calculs BCL

de la sécurité sociale confirme l'accélération de l'évolution du coût salarial moyen telle que retracée par les comptes nationaux. Néanmoins, 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 méthodologiques¹³.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception des activités immobilières (-0,8 % au deuxième trimestre 2018).

Tableau 4 :

Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018
Industrie, y compris énergie	-2,1	1,2	-0,4	0,6	0,8	1,0	2,4	1,2	-0,6	2,3
Construction	-0,1	0,2	0,3	-1,6	1,6	3,9	3,2	3,1	-1,0	0,6
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration	-0,6	0,2	-0,7	0,7	0,8	4,1	4,1	3,5	-0,4	1,0
Information et communication	0,0	-0,3	1,1	0,1	2,5	3,7	2,1	3,8	0,9	3,7
Activités financières et d'assurance	1,0	1,2	-2,2	1,9	1,3	5,8	4,4	-4,3	1,8	2,2
Activités immobilières	1,9	1,0	-1,3	-2,0	-0,5	2,9	7,8	7,3	-2,4	-0,8
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	1,3	0,4	-0,5	-0,8	1,2	6,1	5,3	4,2	0,4	0,6
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	1,2	-1,0	2,5	-1,6	0,6	4,1	1,9	4,6	1,0	0,5
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services	0,8	-0,1	0,0	0,1	0,4	4,8	4,0	4,3	0,9	0,6
Coût salarial moyen - économie totale	0,7	0,2	-0,2	-0,2	1,2	4,6	3,7	2,4	0,4	1,2

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées des variations saisonnières.

Sources : STATEC, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une accélération de la croissance du coût salarial moyen. La dynamique des salaires s'explique exclusivement par les « autres composantes » dites réelles. Une nouvelle accélération au troisième trimestre pourrait se produire en raison du paiement d'une tranche indiciaire en août 2018. Eu égard au caractère encore provisoire de ces données, 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.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

L'emploi a poursuivi son expansion à un rythme soutenu. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé en glissement annuel de 3,9 % au deuxième trimestre 2018, une croissance en hausse par rapport au trimestre précédent. Selon les estimations du STATEC¹⁴, la progression de

¹³ La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

¹⁴ À interpréter avec prudence au regard de leur caractère provisoire.

L'emploi aurait ensuite légèrement décéléré à 3,8 % en moyenne au cours de la période allant de juillet à septembre 2018.

Tableau 5 :

Emploi et chômage (taux de variation annuel moyen, sauf indication contraire)

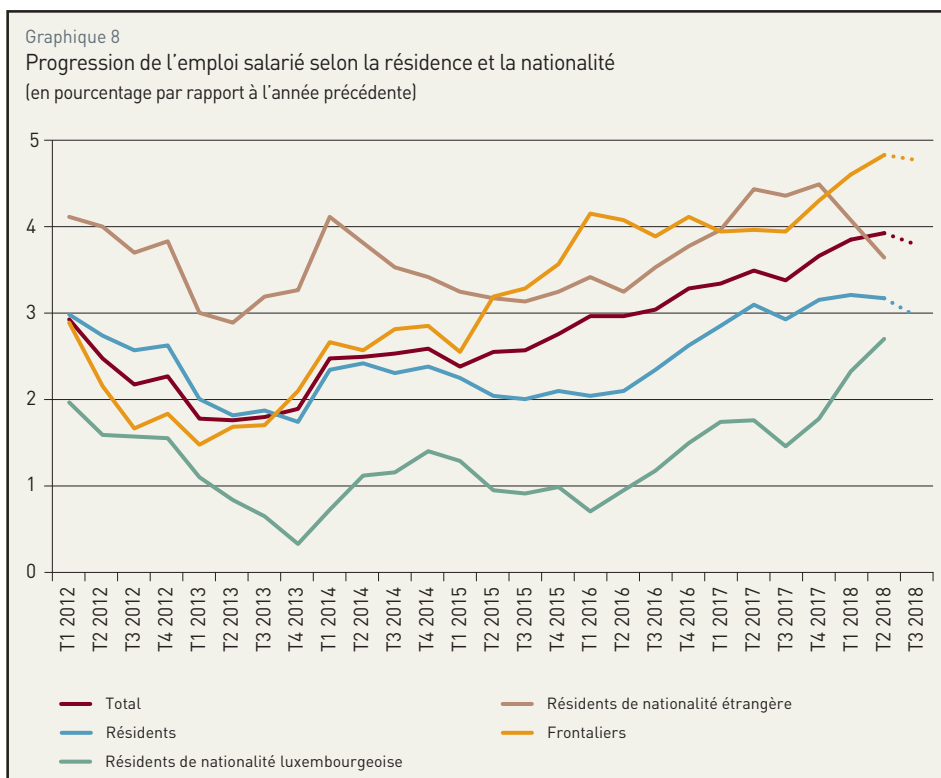
	2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018*
Emploi salarié total	3,5	3,8	3,9	3,8
Salariés frontaliers	4,0	4,6	4,8	4,8
Salariés résidents	3,1	3,2	3,2	3,0
Travailleurs indépendants	1,9	2,1	2,3	2,7
Emploi total	3,4	3,7	3,8	3,7
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	8,7	9,6	18,3	16,8
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	6,7	11,8	16,4	7,4
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	-4,5	-3,9	-3,8	-6,2
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	5,9	5,7	5,6	5,5
Mesures pour l'emploi	-2,3	-3,8	-5,4	-6,0
Taux de chômage au sens large (en % de la population active)	7,8	7,5	7,3	7,2

* Remarque : les données relatives au troisième trimestre 2018 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives aux salariés résidents incluent uniquement les résidents travaillant sur le territoire luxembourgeois.

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

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a poursuivi sa progression. L'écart de croissance entre emploi frontalier et résident s'est

établi à 1,6 p.p. au deuxième trimestre 2018, après 1,4 p.p. le trimestre précédent. Selon les données provisoires, cet écart se serait à nouveau accentué au troisième trimestre 2018 (1,8 p.p.). Dans le même temps, la progression annuelle de l'emploi résident s'est maintenue à plus de 3 % en moyenne au cours de la première moitié de 2018, soit à un rythme largement supérieur à sa progression d'avant-crise, qui était de 1,9 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008. Par ailleurs, une décomposition par nationalité révèle que si les résidents de nationalité étrangère ont connu une hausse de l'emploi bien plus importante que leurs homologues luxembourgeois, l'emploi de ces derniers a aussi fortement accéléré au cours des derniers trimestres.



Remarque : les données relatives au troisième trimestre 2018 demeurent provisoires. Par ailleurs, lors de la rédaction de ce bulletin, la répartition de l'emploi salarié résident par nationalité n'était pas encore disponible en ce qui concerne le troisième trimestre 2018.

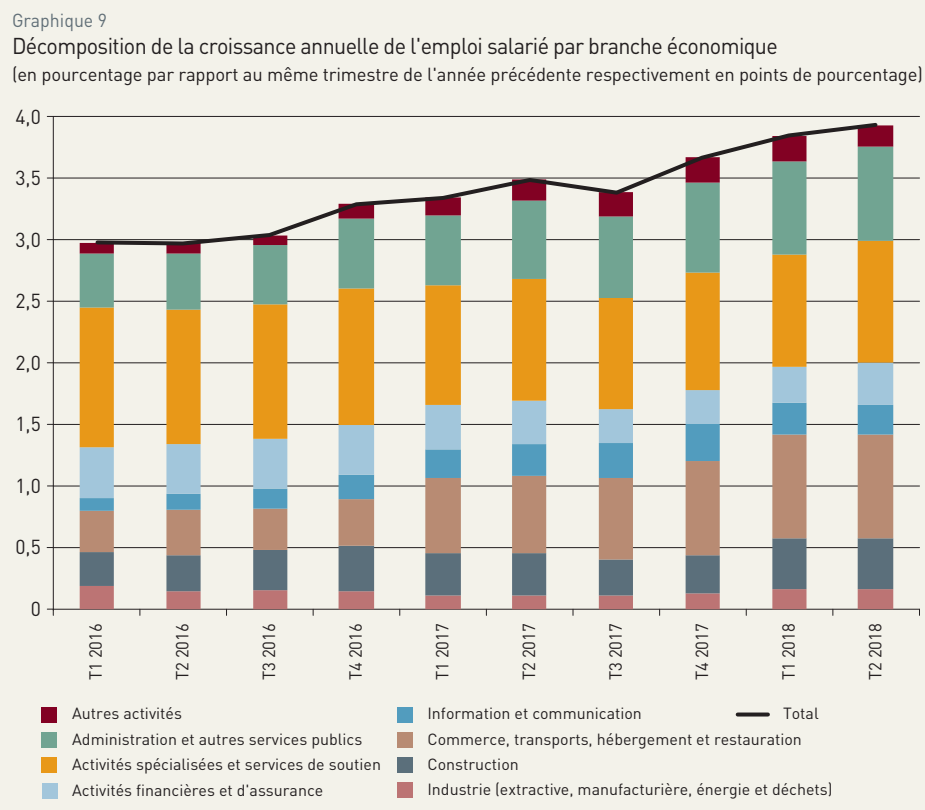
Sources : STATEC, calculs BCL

L'analyse sectorielle, telle que retracée par la comptabilité nationale, révèle que la progression annuelle de l'emploi salarié total a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et les branches « commerce, transports et HORECA ». De leurs côtés, la construction et le secteur financier au sens large ont contribué chacun à hauteur de respectivement 0,4 p.p. et 0,3 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié total¹⁵.

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 résidence¹⁶. Sur l'année séparant les deuxièmes trimestres 2017 et 2018,

l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 16 000 emplois. Selon ces données, trois secteurs ont continué de se démarquer en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec environ 4 000 emplois créés et principalement occupés par des résidents. En second lieu, le secteur commercial au sens large (y compris transports et HORECA), avec près de 3 400 emplois créés en un an, dont l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, le secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec plus de 3 200 postes créés et principalement occupés par des salariés résidents. Le secteur de la construction a créé plus de 1 600 emplois dont la majorité a été occupée par des frontaliers.

Dans une optique prospective, l'emploi intérimaire, généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi et caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers, a progressé de 7 % en glissement annuel au premier semestre 2018. De même, les perspectives d'évolution de l'emploi telles qu'elles se dégagent des enquêtes de conjoncture ont révélé des anticipations favorables dans les services (non financiers), la construction et le commerce. Les anticipations d'évolution de l'emploi demeurent orientées à la baisse dans l'industrie.

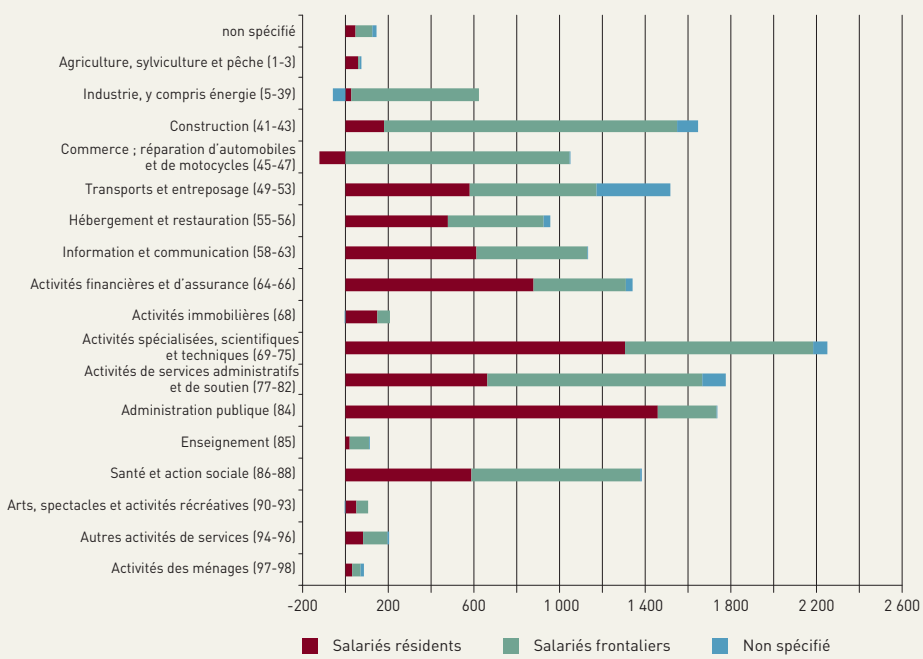


Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

15 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 hausse, en glissement annuel, dans le secteur bancaire.

16 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.

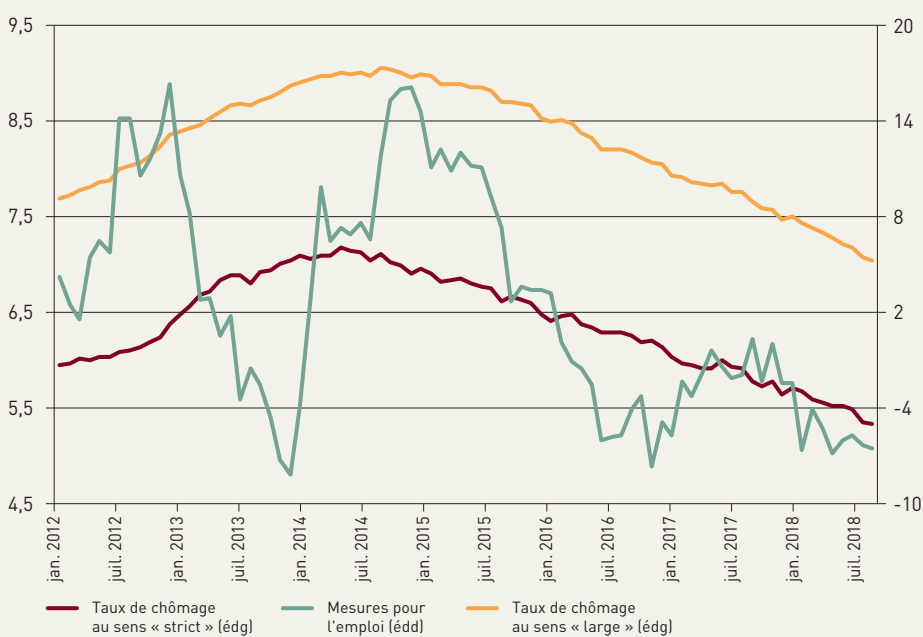
Graphique 10
 Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au deuxième trimestre 2018
 (nombre d'emplois créés par rapport au deuxième trimestre 2017)



Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.
 Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Dans ce contexte, la forte hausse de la demande de travail n'a pas pu être entièrement satisfaite dans l'immédiat, ce qui explique que le nombre d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) s'est établie à plus de 7 200 unités en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année courante, soit une hausse d'environ 16 % 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. En effet, ce dernier s'est établi à 1,7 % en moyenne au cours des dix premiers mois de 2018, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008. Le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à près de 3 500 unités en moyenne au cours des mois de janvier à octobre 2018, en hausse de 14 % en base annuelle.

Graphique 11
 Évolution du chômage et des mesures pour l'emploi
 (en pourcentage de la population active respectivement en taux de variation annuel)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

1.2.2.2 Le chômage

L'embellie de l'emploi se reflète sur l'évolution du chômage. Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 5,3 % en octobre 2018, soit le niveau le plus bas enregistré depuis mi-2009. Le nombre de demandeurs d'emploi au sens « strict » a poursuivi sa diminution en octobre 2018 (-6,1 % en glissement annuel ou l'équivalent d'environ 960 chômeurs de moins en une année).

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 environ 4 900 demandeurs en moyenne au cours des dix premiers mois de 2018, soit 5,2 % de moins qu'il y a un an.

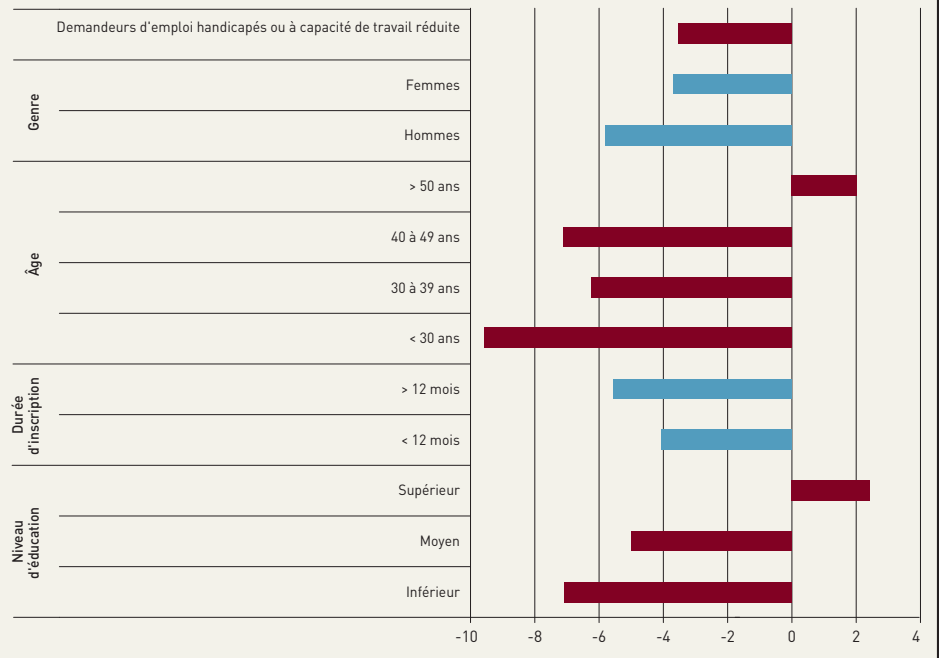
Par ailleurs, une analyse détaillée révèle qu'au cours des dix premiers mois de l'année en cours, la baisse du chômage au sens « strict » affecte presque toutes les catégories de demandeurs d'emploi. Il est à relever, en particulier, une diminution d'environ 7 % du nombre de chômeurs disposant d'un niveau de formation inférieur ou moyen et une baisse de près de 10 % du nombre de chômeurs âgés de moins de 30 ans. Le chômage de longue durée a de même sensiblement diminué en une année¹⁷. Il convient aussi de noter la baisse de 3,5 % 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 ans¹⁸. En revanche, il est à noter une hausse du nombre de demandeurs d'emploi disposant d'un niveau de formation supérieur et ce, depuis le mois de

17 La part des demandeurs d'emploi qui sont au chômage depuis plus de 12 mois dans le total des chômeurs s'est établie à 47 % au cours des dix premiers mois de 2018, après 47,4 % au cours de la période correspondante de 2017. Depuis décembre 2017, l'ADEM publie un nouvel indicateur qui renseigne sur la « durée d'inactivité » des demandeurs d'emploi. Il s'agit de la « durée pendant laquelle un demandeur d'emploi n'était ni en emploi, ni affecté à une mesure pour l'emploi et ni en congé de maladie ou de maternité ». La part des demandeurs d'emplois inactifs depuis plus de 12 mois s'est établi à 34 % au cours des dix premiers mois de 2018.

18 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).

Graphique 12

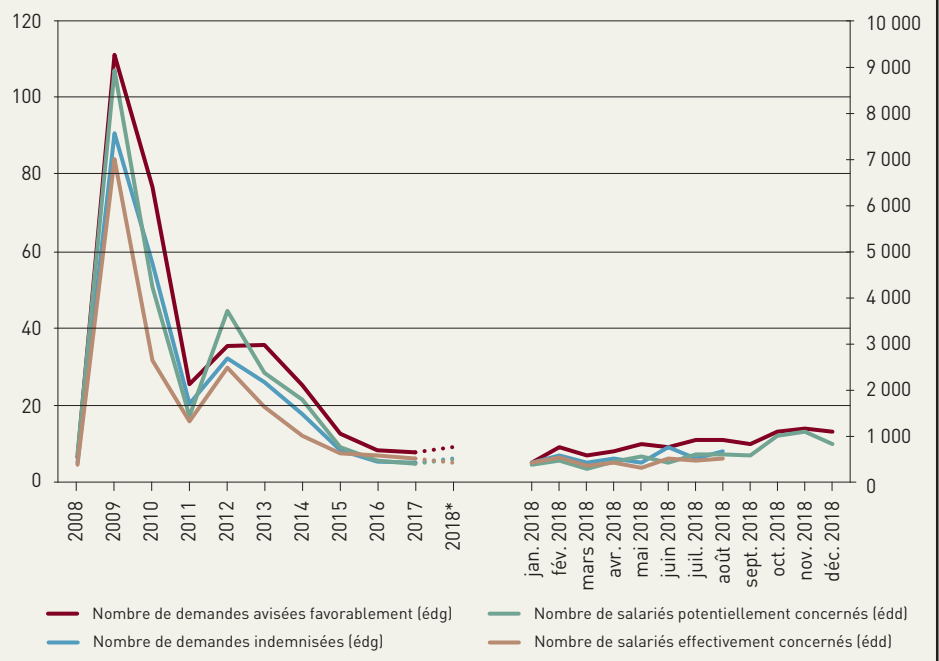
Évolution du nombre de chômeurs selon leurs caractéristiques
(variation de pourcentage par rapport aux dix premiers mois de l'année 2017)



Sources : ADEM, calculs BCL

Graphique 13

Évolution du chômage partiel
(en nombre)



Remarque : * Les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement touchés demeurent provisoires pour 2018.

Sources : Comité de conjoncture, calculs BCL

juillet 2017 (+2,5 % en moyenne au cours des mois allant de janvier à octobre 2018)¹⁹. Cette augmentation s'expliquerait principalement par une hausse du nombre de chômeurs disposant d'un niveau de formation supérieur et âgés de plus de 45 ans, alors que les jeunes demandeurs d'emplois hautement qualifiés ont vu leur nombre reculer en un an. De même, après plusieurs mois consécutifs de baisse, le nombre de demandeurs d'emplois âgés de plus de 50 ans est reparti à la hausse.

En ce qui concerne le chômage partiel, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'est, en comparaison annuelle, inscrit en hausse de 50 % au cours de l'année 2018. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit demeurent certes provisoires mais indiquent, au contraire, une baisse, de l'ordre de 25 %, du recours au chômage partiel. Cette divergence entre recours potentiel et effectif suggère qu'un grand nombre d'entreprises introduit des demandes de chômage partiel par mesure de précaution, sans y avoir effectivement recours.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

Après avoir augmenté de 2,4 % en 2017, **la production industrielle** a progressé de 2,1 % lors des trois premiers trimestres 2018 par rapport à la même période en 2017. Cette légère décélération se décompose en une forte progression au premier trimestre, suivi d'un deuxième trimestre moins dynamique et d'un troisième trimestre qui a vu un recul de la production. La sidérurgie a été plus dynamique que le reste de l'industrie et plus particulièrement lors de la première moitié de 2018, mais ceci reflète aussi le faible niveau d'activité dans ce secteur lors du premier semestre 2017.

L'indicateur de confiance dans l'industrie a globalement reculé lors des onze premiers mois de 2018. La confiance, qui s'était inscrite en forte hausse en 2017, reste toutefois à un niveau relativement élevé.

Ces développements mitigés se retrouvent également au sein de la zone euro où la production industrielle avait progressé de 2,9 % en 2017 pour décélérer et atteindre 2,1 % lors des trois premiers trimestres de 2018. La production industrielle dans la zone euro se situe toutefois désormais à des niveaux proches des 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 aux secteurs de l'industrie et de la construction (en taux de variation annuel)

	2016	2017	2018-T1	2018-T2	2018-T3
Industrie					
Production par jour ouvrable - Total	0,5	2,4	5,2	2,2	-1,1
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	9,3	1,0	20,4	10,5	2,2
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	0,3	2,5	3,9	2,7	-0,8
Construction					
Production par jour ouvrable - Total	3,3	0,9	6,5	3,4	1,1
Heures travaillées	3,2	1,1	5,1	3,2	1,3
Permis de bâtir	20,6	2,4	-21,6	-23,8	-

Sources : STATEC, calculs BCL

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

Le secteur de la **construction**, qui avait crû de façon modérée en 2017, a connu une accélération de sa croissance lors des trois premiers trimestres de 2018, la production par jour ouvrable progressant de 3,7 % par rapport à la même période en 2017. Au premier trimestre 2018, les conditions climatiques relativement clémentes ont permis une forte progression tant du nombre d'heures travaillées, que de la production. Lors des deux trimestres suivants, la progression de l'activité dans la construction a décéléré tout en restant supérieure à l'évolution observée en 2017.

Le nombre de permis de bâtir s'est caractérisé par un fort recul lors du premier semestre 2018, ceci après une année 2017 déjà peu dynamique.

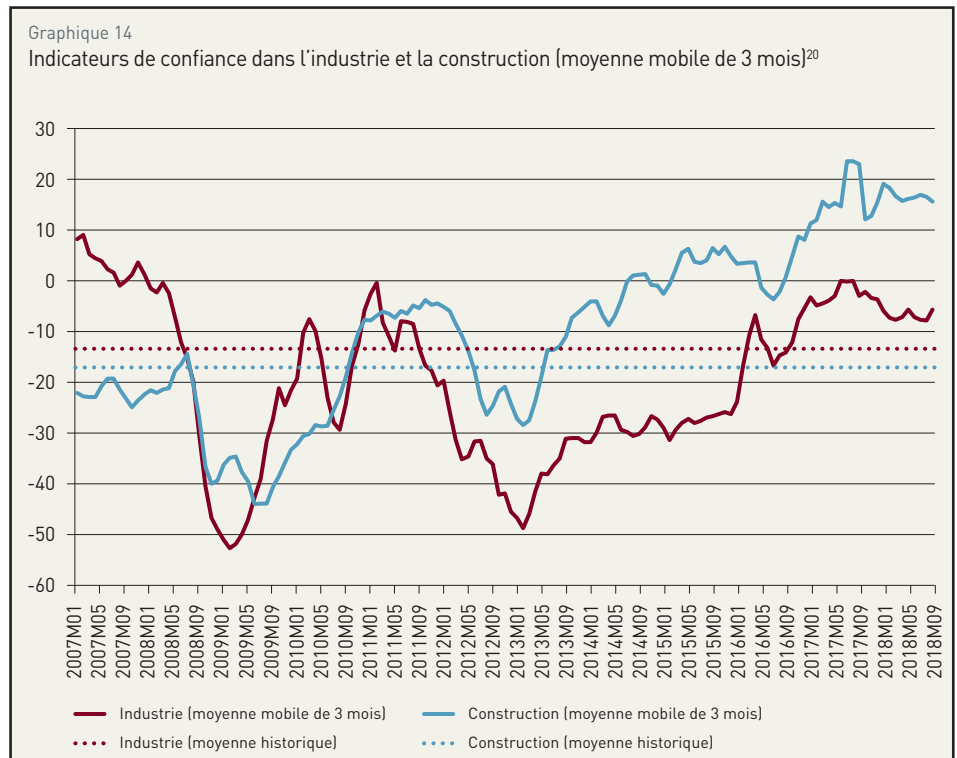
Depuis janvier 2018, la confiance dans ce secteur reste de mise et l'indicateur synthétique issu des enquêtes de conjoncture s'est maintenu à des niveaux historiquement élevés (Graphique 14).²⁰

1.2.3.2 Le secteur financier

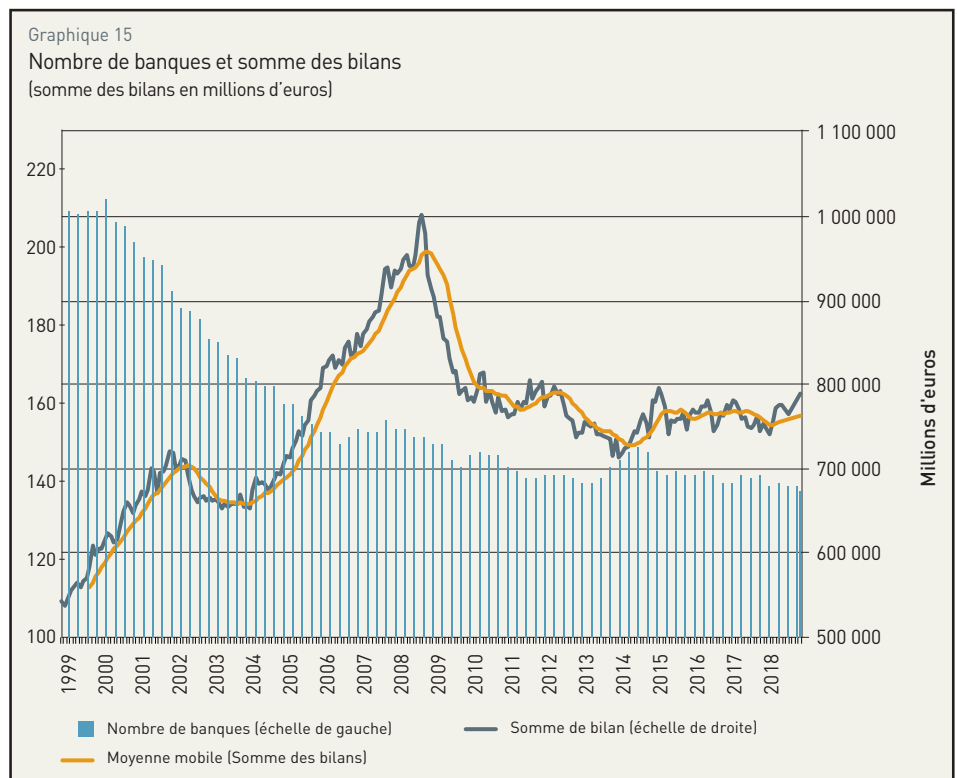
1.2.3.2.1 Les établissements de crédits

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 31 octobre 2018, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 137 unités, en recul par rapport aux 141 unités recensées en octobre 2017. Cette évolution



Sources : Commission européenne, calculs BCL



Source : BCL

²⁰ Données corrigées pour les variations saisonnières.

s'explique par la cessation d'activité de cinq banques, une fusion et deux constitutions. Les banques allemandes continuent de dominer le paysage bancaire de la place financière avec 25 unités présentes. On a également dénombré quatorze banques françaises, quatorze banques chinoises, onze banques suisses et sept banques anglaises. Enfin, le recensement des banques inscrites indique que six établissements sont luxembourgeois, soit autant que le nombre de banques italiennes, suédoises ou japonaises respectivement.

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

Malgré la tendance baissière du nombre de banques, il est à relever depuis la mi-2015, une légère tendance inverse concernant l'effectif dans les établissements de crédit établis au Luxembourg. En effet, l'emploi bancaire s'est élevé à 26 377 personnes en septembre 2018. Sur un an, l'emploi bancaire est en hausse de 347 emplois. Néanmoins, en comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a diminué de 115 postes.

L'augmentation du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre septembre 2017 et septembre 2018 est marqué par des évolutions contrastées. En effet, 65 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 59 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été positif.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 octobre 2018, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des établissements de crédit présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 787,4 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse de 33,6 milliards d'euros, soit 4,5 %, par rapport au 31 octobre 2017 (Graphique 15).

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (51,9 %) du total de l'actif fin octobre 2018. Ces créances ont augmenté de 27,3 milliards d'euros pour porter l'encours à 408,3 milliards d'euros, soit une hausse de 7,2 % en glissement annuel (Tableau 7).

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 ¹⁾
	2017 10	2018 09	2018 10	2017 10 - 2018 10		2018 09 - 2018 10		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	2018 10
Créances interbancaires	380 940	404 290	408 270	27 330	7,2	3 980	1,0	51,9
Créances sur la clientèle	218 294	227 504	230 391	12 097	5,5	2 887	1,3	29,3
Portefeuille titres	132 995	130 480	129 482	-3 513	-2,6	- 998	-0,8	16,4
Autres actifs	21 617	17 960	19 257	-2 360	-10,9	1 297	7,2	2,4
Total de l'actif	753 846	780 234	787 400	33 554	4,5	7 166	0,9	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 38,5 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 133 milliards d'euros fin octobre 2018. Ce montant se décompose en 72,7 milliards d'euros sur les comptes courants et 60,3 milliards dans la facilité de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans la facilité de dépôt, ont enregistré une hausse en rythme annuel et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 30 octobre 2018, le montant moyen des réserves a été de 4,9 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires moyennes de 66 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 12,1 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 5,5 %, pour atteindre un encours de 230,4 milliards d'euros fin octobre 2018. Entre octobre 2017 et octobre 2018, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidentes dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 995 millions d'euros, soit une hausse de 1,4 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2,3 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 8,3 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 3,5 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 129,5 milliards d'euros fin octobre 2018, soit une baisse de 2,6 %. Ce portefeuille a représenté 16,4 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 91,4 % de titres de créances à revenus fixes et à 8,6 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin octobre 2018, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 118,4 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 3,2 milliards d'euros ou de 2,6 % en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenus variables a diminué de 0,3 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 2,4 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 19,3 milliards d'euros fin octobre 2018, soit 2,4 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a augmenté de 5,5 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 258,5 milliards d'euros fin octobre 2018. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a baissé de 0,6 milliard d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont augmenté de 6 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 21,9 milliards d'euros fin octobre 2018 (Tableau 8).

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)

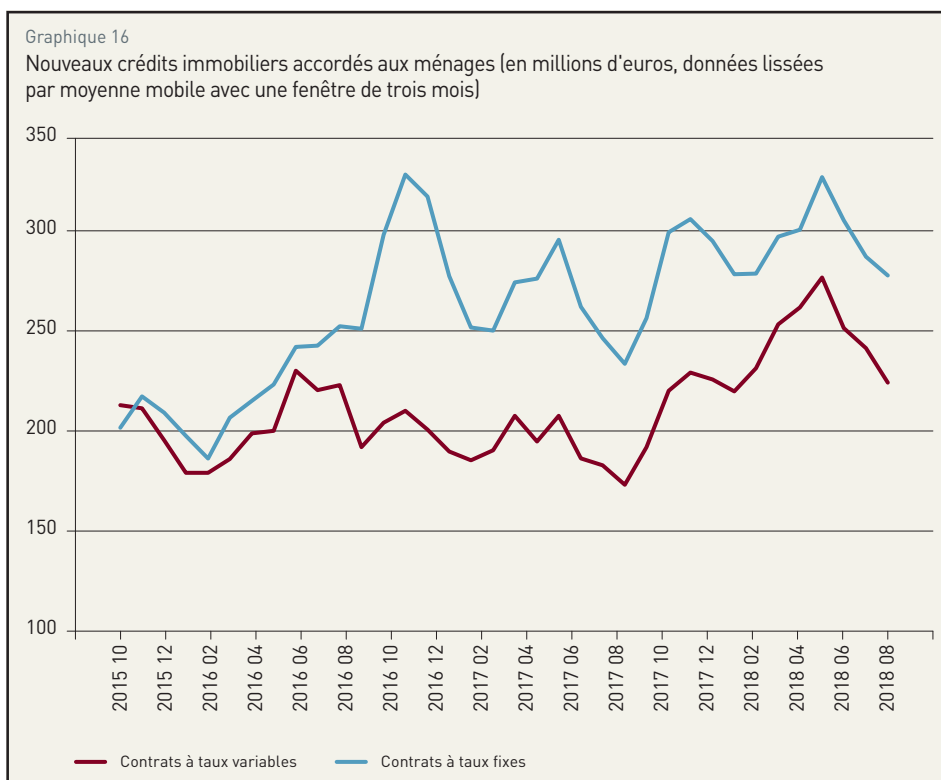
PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	2017 10	2018 09	2018 10	2017 10 - 2018 10		2018 09 - 2018 10		2018 10
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	253 011	257 043	258 457	5 446	2,2	1 414	0,6	32,8
Dettes envers la clientèle	352 163	371 409	372 954	20 791	5,9	1 545	0,4	47,4
Dettes représentées par un titre	63 754	68 137	70 389	6 635	10,4	2 252	3,3	8,9
Autres passifs	84 918	83 645	85 600	682	0,8	1 955	2,3	10,9
Total du passif	753 846	780 234	787 400	33 554	4,5	7 166	0,9	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs.

Source : BCL

Au 31 octobre 2018, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 20,8 milliards d'euros (soit 5,9 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 373 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 47,4 % 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 (+9,5 milliards d'euros) et des ménages et ISBLM résidant au Luxembourg (+2,6 milliards d'euros).



Source : BCL

Le financement par émission de titres a augmenté de 6,6 milliards d'euros par rapport à octobre 2017 et a représenté 70,4 milliards d'euros en fin de période, soit 8,9 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 0,8 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 85,6 milliards d'euros fin octobre 2018, soit 10,9 % du passif.

Taux d'intérêt

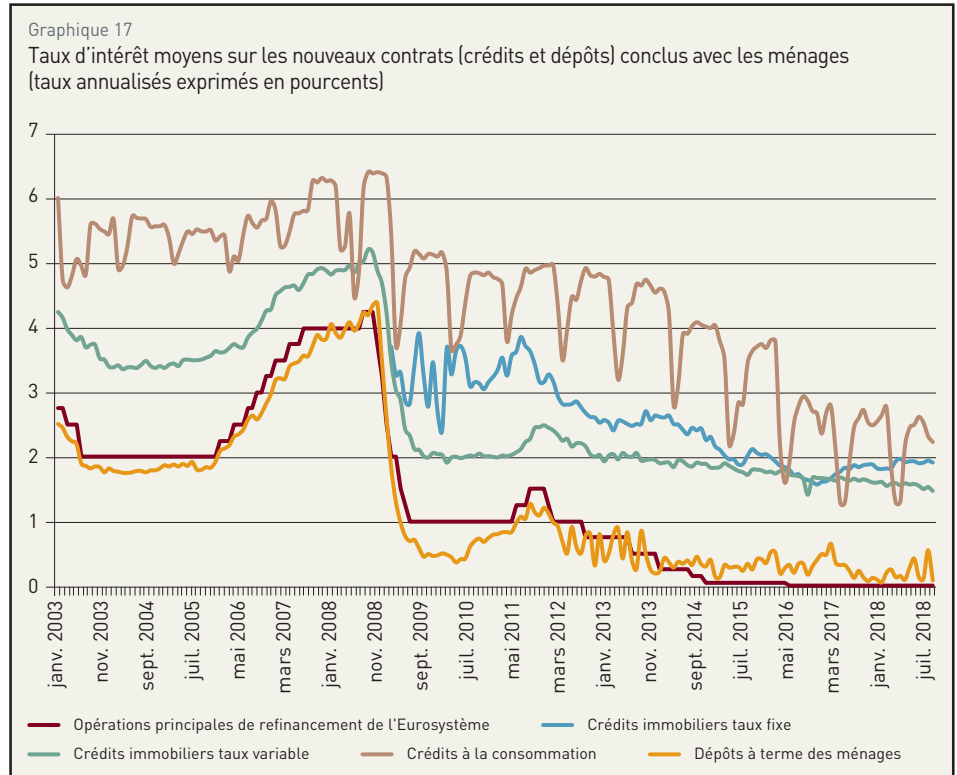
Les prêts à la consommation aux ménages avec une période de fixation comprise entre un et cinq

ans, indicateur représentatif de ce type de crédits de par le volume d'activité, ont affiché un taux moyen pondéré de 2,23 % en octobre 2018. En rythme annuel, ce taux a diminué de 23 points de base.

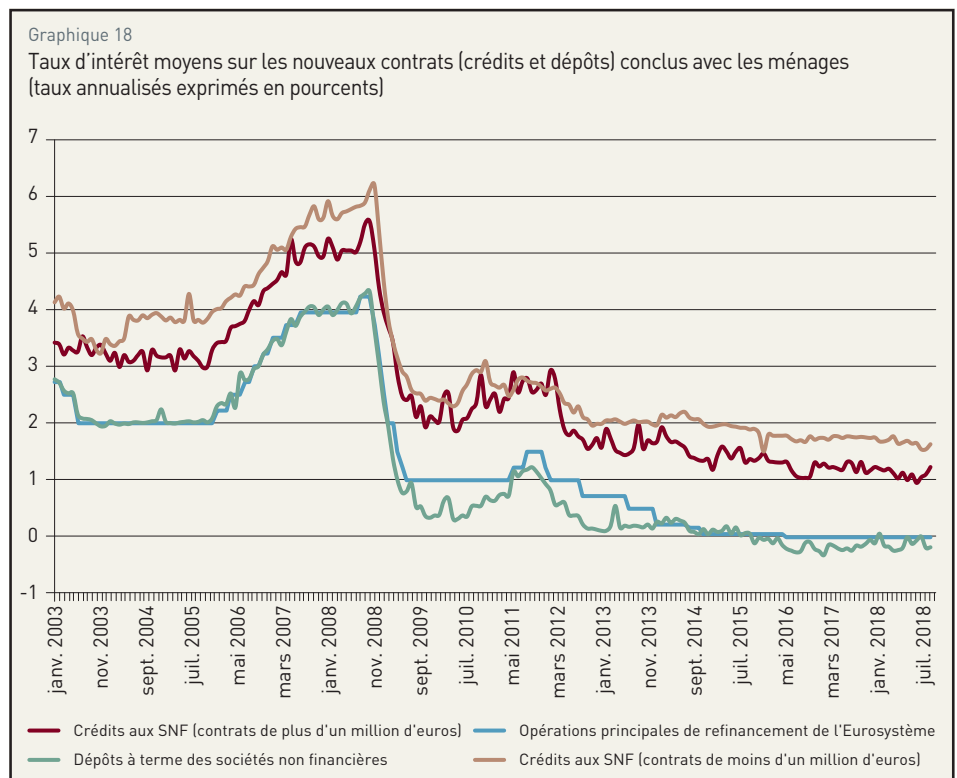
Les crédits immobiliers aux ménages à taux fixe (période de fixation des taux supérieure à un an) restent privilégiés par rapport aux contrats à taux variable (période de fixation des taux inférieure ou égale à un an). Le graphique 16 ci-dessous illustre les tendances observées depuis fin 2015 à l'aide de données lissées.

En termes de volume d'activité, les banques ont accordé 335 millions d'euros de prêts à taux fixe et 248 millions d'euros à taux variable durant le mois d'octobre 2018. Par rapport aux volumes négociés durant le mois de juin 2018, les crédits immobiliers à taux variable ont diminué de 29 millions d'euros tandis que les crédits à taux fixe ont augmenté de 12 millions d'euros. Depuis le mois de juin 2018, le taux fixe pour les prêts immobiliers est resté relativement stable pour atteindre 1,91 % en octobre tandis que le taux variable s'est orienté légèrement à la baisse pour atteindre 1,47 %.

Enfin, le taux d'intérêt variable appliqué à la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages, regroupant divers segments d'activité tels les prêts étudiants ou encore ceux liés à des investissements financiers, progresse graduellement depuis le mois de juin pour s'inscrire à 1,15 % en octobre. Il est important



Source : BCL



Source : BCL

d'interpréter les évolutions de cet indicateur avec précaution étant donné la forte volatilité inhérente à cette catégorie de prêts.

Les conditions de financement bancaires aux entreprises continuent d'être avantageuses et les taux variables sur les nouveaux crédits demeurent à des niveaux historiquement bas. En effet, en octobre 2018, le taux variable appliqué aux crédits dont le montant est inférieur à un million d'euros s'est inscrit à 1,65 %. Le taux d'intérêt sur les prêts plus larges s'est redressé à 1,23 % après avoir atteint son creux historique de 94 points de base au mois de juillet 2018.

En ce qui concerne le passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure également à des niveaux historiquement bas. Le taux d'intérêt sur les dépôts à vue demeure globalement inchangé à 12 points de base depuis le mois de février 2018 pour les ménages et évolue autour de zéro pour les sociétés non financières. Le taux sur les nouveaux dépôts à terme avec une maturité initiale à un an s'est élevé à 8 points de base en octobre pour les ménages et -17 points de base pour les sociétés.

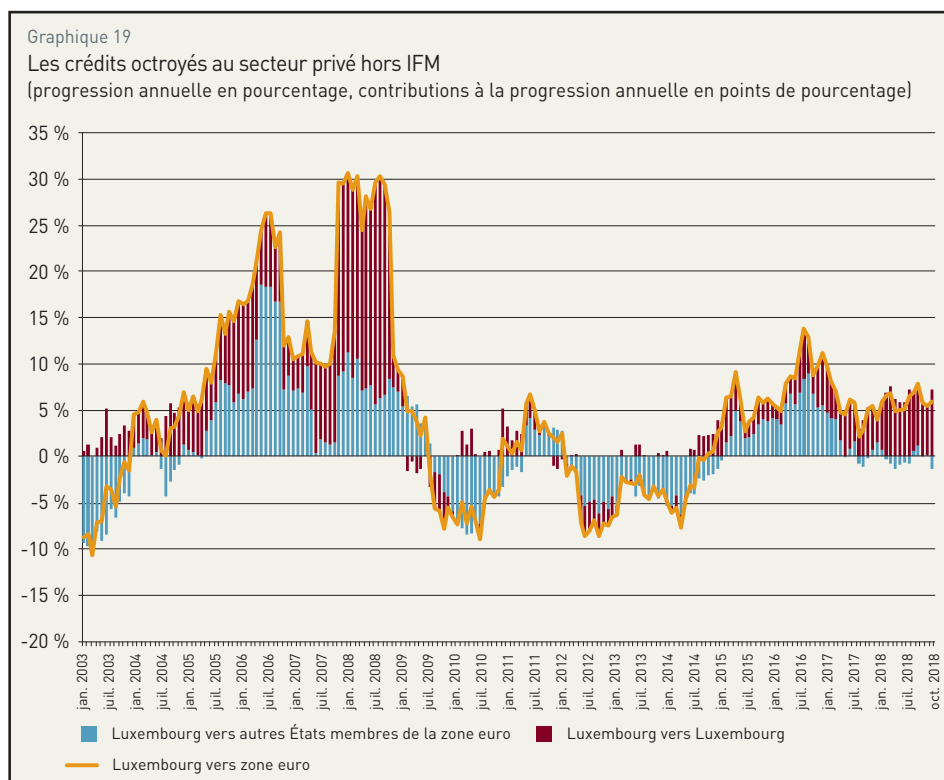
L'évolution des crédits au secteur privé

Les crédits octroyés par les banques luxembourgeoises au secteur privé non bancaire de la zone euro (y compris le Luxembourg) ont connu une progression annuelle de 6 % en octobre 2018, après une accélération de la croissance au cours du deuxième trimestre (jusqu'à 7,9 % en juillet). Celle-ci a été soutenue par la croissance des crédits octroyés aux contreparties résidentes (Graphique 19). Les crédits octroyés aux contreparties non résidentes ont à nouveau fourni une contribution faiblement négative après des contributions positives au deuxième trimestre.

Selon les données d'octobre 2018, la majeure partie des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro est destinée au secteur non financier : 43 % des encours ont été attribués aux entreprises, 19 % aux

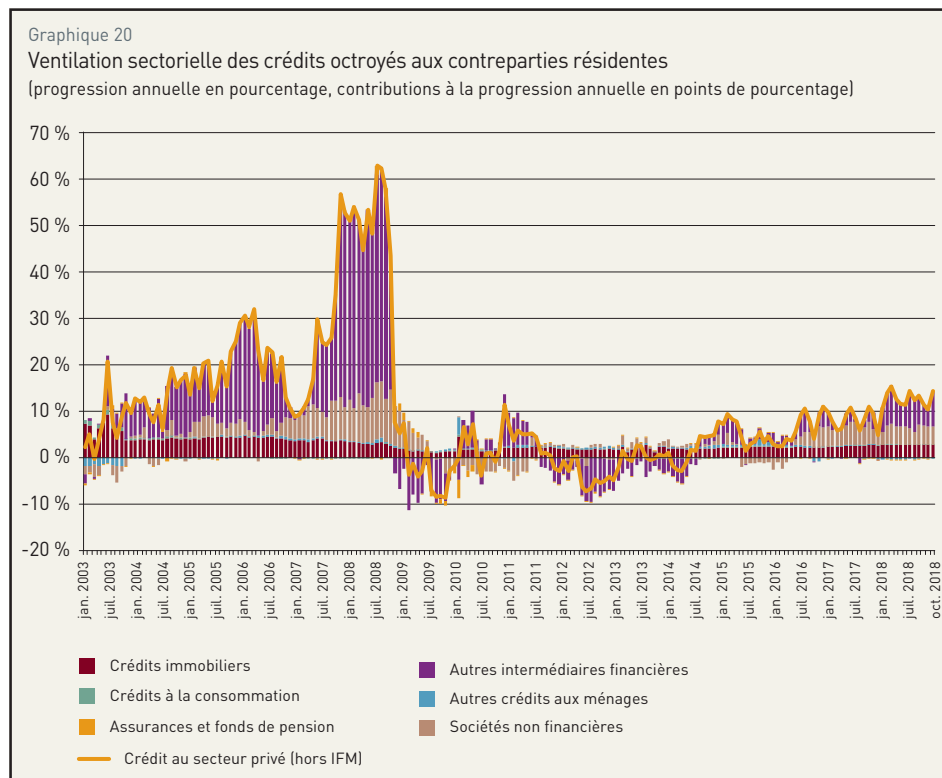
ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 27 % aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financiers et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à un rythme annuel de 14,4 % en octobre 2018 (Graphique 20). Cette dynamique est largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés aux AIF, qui ont contribué à hauteur de 7,5 p.p. à la croissance annuelle en octobre. La contribution des crédits aux sociétés non financières (SNF) a été de 3,8 p.p., tandis que celle des crédits immobiliers octroyés aux ménages a été de 2,9 p.p..



Source : BCL

Concernant les différents secteurs résidents, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont connu une croissance relativement stable. Elle a atteint un rythme annuel de 8,3 % en octobre (par rapport à 8,1 % et à 8,2 % aux deuxième et troisième trimestres respectivement). Les crédits à la consommation ont légèrement ralenti sur les deux derniers trimestres, progressant à un taux annuel de 2,6 % en octobre (comparé à 3,2 % en moyenne aux deux trimestres précédents). 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 11 %. Les crédits octroyés aux AIF résidents ont maintenu un rythme annuel de 26 % en octobre, soutenus notamment par des crédits octroyés aux fonds d'investissements non-monnaïres.



L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

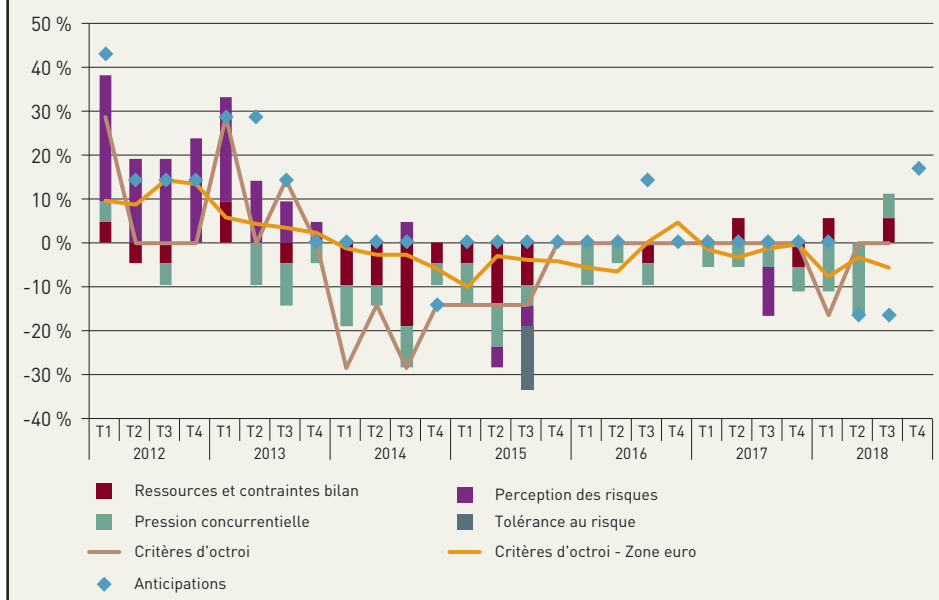
Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits au sein de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter, d'une part, des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques et, d'autre part, des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits²¹. Lors de l'édition d'octobre 2018, 147 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

Pour l'édition d'octobre 2018, les questions rétrospectives faisaient référence au troisième trimestre 2018, tandis que les questions prospectives couvraient le quatrième 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 précaution.

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

Graphique 21
Évolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg
(en pourcentages nets²³)



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

Crédits accordés aux entreprises

Au troisième trimestre 2018, les critères d'octroi²² de crédits aux entreprises sont restés inchangés en termes nets selon les banques de l'échantillon luxembourgeois (Graphique 21), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Ces critères d'octroi ont pourtant connu un léger effet de durcissement émanant d'une moindre pression concurrentielle et du coût des fonds propres des banques. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué un léger assouplissement des critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. La pression concurrentielle a été citée comme le facteur principal contribuant à cet assouplissement.

Au Luxembourg, les banques se sont attendues à un léger durcissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises lors du quatrième trimestre 2018. Dans la

zone euro, les banques n'ont anticipé aucun changement des critères d'octroi.

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi²⁴, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère augmentation de leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. Au niveau de la zone euro, les banques ont aussi indiqué une hausse de leurs marges sur les prêts plus risqués, mais ont indiqué une baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen ainsi qu'un léger assouplissement de leurs autres conditions d'octroi.

Selon les banques au Luxembourg, au troisième trimestre 2018 la demande de crédits provenant des entreprises a été stable (Graphique 22), aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises. Les banques ont identifié un léger effet positif sur la demande de crédit associé à l'augmentation de l'investissement en capital fixe et la diminution du recours par les entreprises à d'autres modes de

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

23 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

24 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 par le contrat de prêt conclu entre la banque (le prêteur) et l'emprunteur.

financement. Cependant, les banques considéraient ces effets trop faibles pour modifier l'orientation globale de la demande.

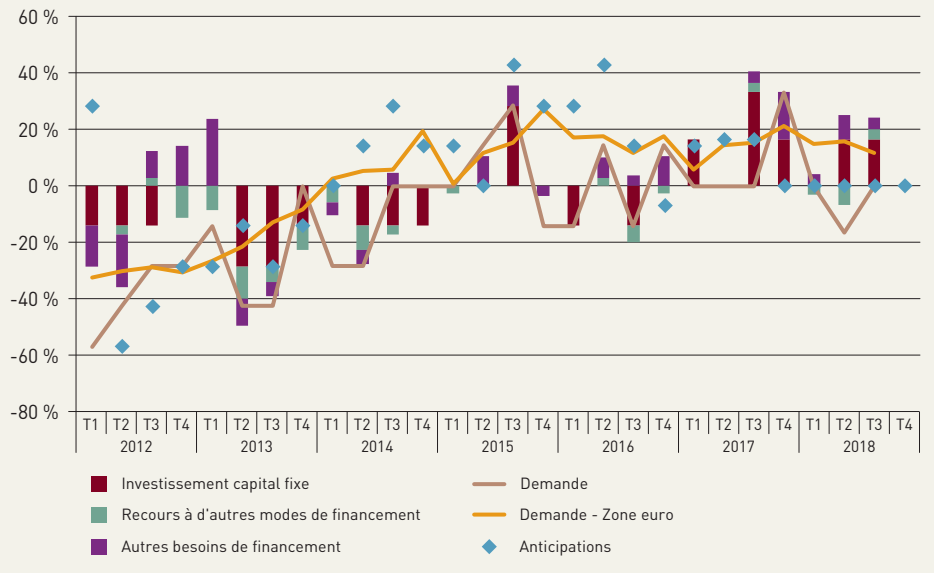
Au niveau de la zone euro, les banques ont rapporté une progression nette de la demande de crédits, en l'attribuant principalement au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation de l'investissement en capital fixe de la part des entreprises. En revanche, les banques ont signalé que le recours par les entreprises à d'autres modes de financement, notamment aux prêts accordés par des institutions non bancaires, a contribué à limiter l'augmentation de la demande de crédits.

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré que leurs critères d'octroi sont restés inchangés (Graphique 23). L'effet d'assouplissement résultant d'une augmentation de la concurrence de la part d'autres banques a été neutralisé par l'effet de durcissement induit par la progression du coût des

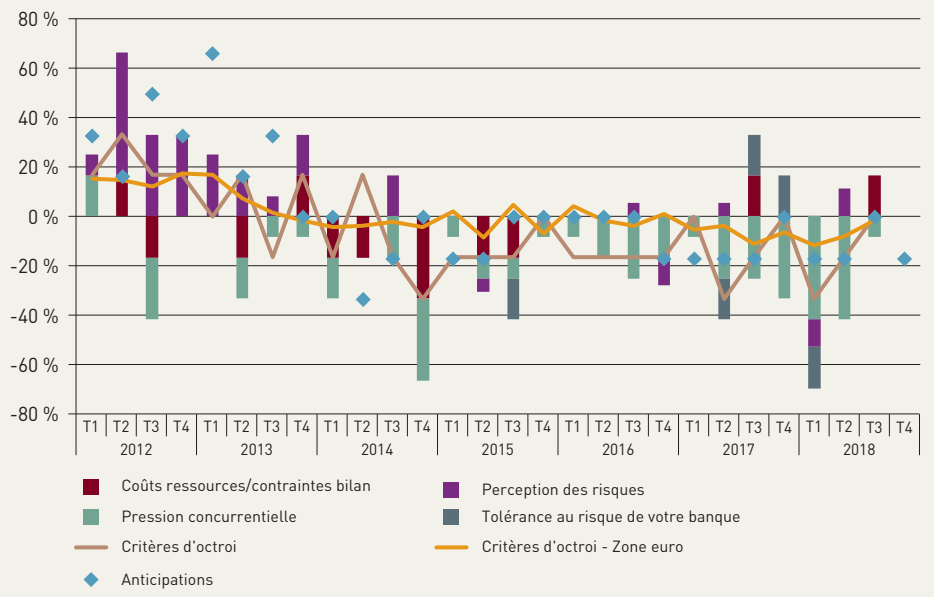
25 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que 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 22
Évolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg
(en pourcentages nets²⁵)



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

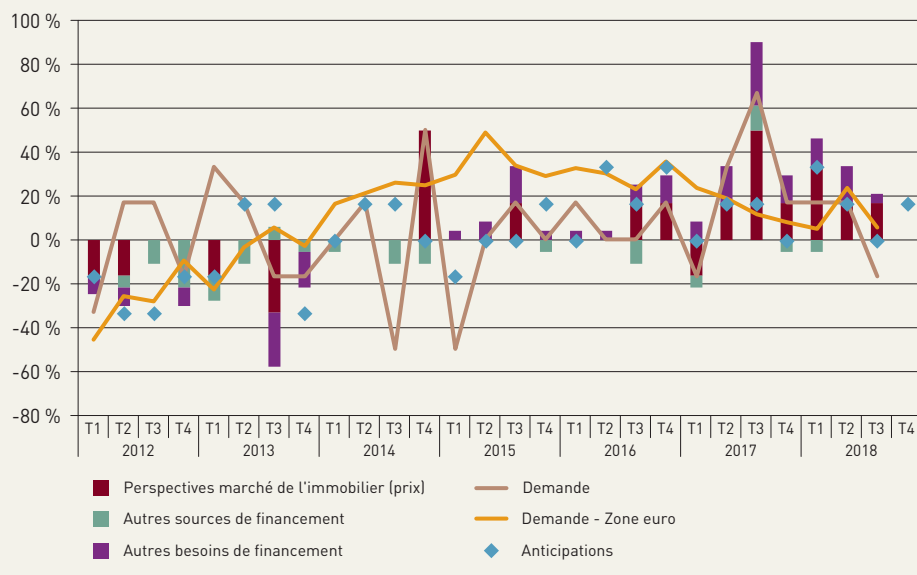
Graphique 23
Évolution des critères d'octroi des crédits à l'habitat accordés aux ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg
(en pourcentages nets)



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

Graphique 24

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



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

Source : BCL

ressources. Au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi. À nouveau, cet assouplissement a été attribué à une augmentation de la pression concurrentielle.

Les banques au Luxembourg, comme dans la zone euro, ont déclaré s'attendre à un assouplissement des critères d'octroi au cours du quatrième trimestre 2018.

En ce qui concerne les conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une diminution nette de leurs marges, mais uniquement sur les prêts de risque moyen. Les autres conditions d'octroi sont restées inchangées. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction nette de leurs marges sur les prêts de risque moyen,

mais aussi sur les prêts plus risqués. Enfin, les autres conditions d'octroi sont aussi restées inchangées au niveau de la zone euro.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a diminué en termes nets au troisième trimestre 2018 (Graphique 24), en dépit d'une amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix). Selon les banques, cette baisse de la demande pourrait résulter d'effets temporaires liés à la période estivale. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, principalement attribuée au faible niveau des taux d'intérêt et aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel de la zone euro.

Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir durci leurs critères d'octroi, motivées par une augmentation des coûts de leurs ressources et par des contraintes de bilan. Les banques de la zone euro ont aussi indiqué un léger durcissement de leurs critères d'octroi, principalement à cause d'une augmentation du coût des ressources.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont pas identifié de changement significatif de leurs marges ou autres conditions d'octroi lors du troisième trimestre. Les banques de la zone euro ont déclaré une légère diminution de leurs marges sur les prêts de risque moyen. Les autres conditions d'octroi sont aussi restées globalement inchangées.

Selon les banques luxembourgeoises, la demande pour ces crédits est restée stable en termes nets durant le troisième trimestre 2018. Par contre, au niveau de la zone euro, les banques ont noté une augmentation de la demande, qui a été attribuée à la hausse des dépenses en biens durables, à l'amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'octobre comprenait quatre questions *ad hoc*. La première question s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Selon les banques au Luxembourg, le troisième trimestre n'a pas apporté des modifications à leurs conditions d'accès au financement par dépôts ou au financement de marché. Pour la zone euro, les banques n'ont relevé aucun changement relatif à leurs conditions d'accès au financement de détail, mais elles ont constaté une détérioration pour le financement de marché et surtout pour le financement par titres de créances.

La deuxième 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 avril et septembre 2018 ce programme a eu un impact positif sur leur position de liquidité. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué un impact positif sur leurs actifs totaux. 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 troisième 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 avril et septembre 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 conditions d'octroi pour les crédits aux entreprises et aux ménages. Les banques dans la zone euro ont également 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. Pour l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre avril et septembre 2018 cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêt. Le taux négatif a aussi quelque peu contribué à baisser les taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises et aux ménages, ainsi que les marges sur ces prêts. Au niveau de la zone euro, le taux négatif de la facilité de dépôt a aussi eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages.

Profits et pertes

Sur base de chiffres provisoires, le résultat brut avant provisions et dépréciations s'est établi à 4 milliards d'euros au troisième trimestre 2018, en retrait de 5,4 % en glissement annuel. Cette diminution de la rentabilité bancaire trouve ses origines dans le recul des revenus non récurrents et la progression soutenue des autres frais d'exploitation.

Tableau 9 :

Comptes de profits et pertes des établissements de crédit (y compris les succursales étrangères des établissements luxembourgeois) agrégés en cours d'année

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	201709	201809	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	8 769	9 794	1 025	11,7
2	Intérêts bonifiés	5 072	5 869	797	15,7
3	Marge sur intérêts (1-2)	3 698	3 925	227	6,1
4	Revenus nets sur commissions	3 538	3 813	275	7,8
5	Revenus sur opérations de change	343	286	-57	-16,6
6	Dividendes reçus	625	586	-39	-6,2
7	Autres revenus nets	572	203	-369	-64,5
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	5 078	4 888	-190	-3,7
9	Produit bancaire (3+8)	8 775	8 813	38	0,4
10	Frais de personnel	2 322	2 397	75	3,2
11	Frais d'exploitation	2 007	2 183	176	8,8
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	4 329	4 580	251	5,8
13	Amortissements sur immobilisé non financier	232	247	15	6,5
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	4 214	3 986	-228	-5,4

Sources : CSSF, calculs BCL

Les résultats jusqu'au troisième trimestre confirment la bonne tenue des revenus d'intermédiation. La marge sur intérêts s'est élevée à 3,9 milliards d'euros fin septembre 2018, en progression de 6,1 % en glissement annuel sous l'impulsion de l'allongement de la somme de bilan observée depuis la fin du premier trimestre 2018. Les revenus nets de commission sont restés orientés à la hausse en comparaison annuelle pour atteindre 3,8 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre. Cette évolution s'inscrit dans un contexte boursier globalement favorable et l'activité soutenue des fonds d'investissement.

A contrario, les revenus de change, dividendes perçus et la catégorie résiduelle des autres revenus nets restent inférieurs aux niveaux observés durant l'année précédente. Il convient d'interpréter ces évolutions avec précaution car ils reflètent les activités d'un nombre limité d'établissements de crédit.

Ces évolutions contrastées des principales sources de revenus bancaires se traduisent par la stabilité du produit bancaire sur un an qui s'est élevé à 8,8 milliards d'euros au 30 septembre 2018.

Au niveau des charges, les autres frais d'exploitation alimentent la hausse des frais généraux. Ces derniers se sont établis à 4,6 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre 2018, soit une croissance de 5,8 % en rythme annuel. Par conséquent, le coefficient d'exploitation qui rapporte ces charges au produit bancaire s'est établi à 52 % fin septembre 2018. En comparaison avec le mois de septembre 2017, cet indicateur de couverture des coûts a suivi une évolution défavorable en augmentant de 3 points de pourcentage.

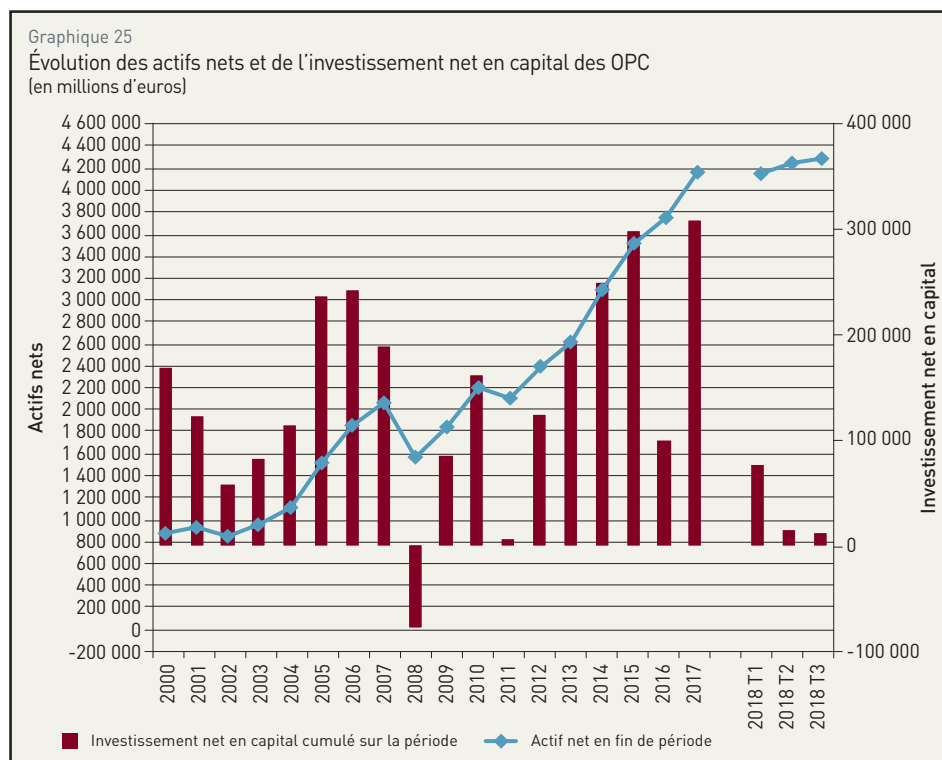
1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de juin 2018, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 38 unités, pour s'établir à un total de 3 949 unités à la fin septembre 2018. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 34 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 762 à 14 796 unités.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de 1,0 % pour s'établir, à la fin septembre 2018, à 4 279,8 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (+31,3 milliards d'euros). Les investissements nets ont également contribué, mais dans une moindre mesure, à la hausse des actifs sous gestion (+11,4 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 ^{1) 2)}	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS ^{2) 3)}	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	409	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	413	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	402	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	414	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	409	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	412	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	403	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	407	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	381	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	331	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	197	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	170	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL ^{1) 2)}	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS ^{2) 3)}	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2015	3 878	14 108	161	3 506 201	16 032	-99 502	93 986	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	155	3 741 330	5 403	55 044	235 129	2,9		
2017	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
avril	3 990	14 772	139	4 227 532	26 702	51 932	289 625	7,4	78 634	1,9
mai	3 991	14 763	139	4 271 025	-8 358	51 851	314 677	8,0	43 493	1,0
juin	3 987	14 762	139	4 237 082	-3 602	-30 341	293 484	7,4	-33 943	-0,8
juillet	3 966	14 757	140	4 282 464	10 523	34 859	324 883	8,2	45 382	1,1
août	3 957	14 763	139	4 272 388	2 619	-12 695	285 060	7,1	-10 076	-0,2
sept.	3 949	14 796	136	4 279 762	-1 777	9 151	242 622	6,0	7 374	0,2

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

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

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

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

Source : CSSF

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

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

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 ¹⁾	1 160 765	1 033 393	679 643	57 593	192 512	45 089
2015	1 260 504	1 155 294	825 444	70 883	232 427	51 891
2016	1 338 924	1 182 454	892 224	100 598	259 904	64 776
2017	1 439 865	1 363 065	1 016 288	98 669	258 128	88 785
2018						
janvier	1 437 809	1 412 796	1 033 273	96 895	268 716	88 943
février	1 440 169	1 392 344	1 031 825	96 631	272 684	88 948
mars	1 439 409	1 372 251	1 039 168	97 461	276 143	88 449
avril	1 449 510	1 420 974	1 058 583	96 935	286 837	92 019
mai	1 442 779	1 448 061	1 077 122	97 142	286 287	94 402

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
juin	1 425 209	1 428 073	1 073 845	98 094	279 997	99 577
juillet	1 430 164	1 453 720	1 085 716	99 088	282 212	99 154
août	1 412 380	1 451 629	1 084 731	100 028	276 636	100 631
septembre	1 406 041	1 458 899	1 085 219	101 381	275 327	104 827

¹¹ 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 ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie « autres fonds » reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

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

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de 1,3 % par rapport au deuxième trimestre de 2018. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 2,2 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 458,9 milliards d'euros à la fin du mois de septembre 2018. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 1,1 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des taux de variation de leur total bilantaire de 3,4 %, -1,7 % et 5,3 %.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin septembre 2018, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 133 unités, soit un effectif en baisse de 3 unités par rapport au mois de juin 2018.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 197 en raison d'un changement de définition²⁶.

La somme des bilans

Entre la fin du deuxième trimestre de 2018 et la fin du troisième trimestre de 2018, la somme des bilans a augmenté de 1,3 %, passant de 274,9 milliards d'euros à 278,6 milliards d'euros. Cette évolution s'explique principalement par le dynamisme des émissions nettes de parts.

La politique d'investissement

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

²⁶ Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Fin septembre 2018, le portefeuille de titres représentait 75,1 % de l'actif, soit 209,1 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 24 %, soit 66,7 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 (-2,2 %).

Tableau 12 :

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

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	09-2017	06-2018	09-2018	09-2017 - 09-2018		06-2018 - 09-2018		06-2018
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	66 942	58 073	66 725	- 217	-0,3	8 652	14,9	24,0
Portefeuille titres	217 677	213 726	209 125	-8 552	-3,9	-4 601	-2,2	75,1
Autres actifs	3 093	3 096	2 729	- 364	-11,8	- 367	-11,9	1,0
Total de l'actif	287 712	274 895	278 579	-9 133	-3,2	3 684	1,3	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (109,5 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (35,8 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (58,2 milliards d'euros).

Entre la fin du deuxième trimestre 2018 et la fin du troisième trimestre 2018, le volume total des titres en portefeuille a baissé de 2,2 %. 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 -6,1 %, -5,6 % et +8,5 %.

Tableau 13 :

Portefeuille de titres, autres que des actions, détenus par les OPC monétaires par contrepartie
(encours en fin de période)¹⁾

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ²⁾
	09-2017	06-2018	09-2018	09-2017 - 09-2018		06-2018 - 09-2018		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Établissements de crédit	127 373	116 561	109 495	-17 878	-14,0	-7 066	-6,1	53,8
Administrations publiques	36 182	37 977	35 845	- 337	-0,9	-2 132	-5,6	17,6
Autres secteurs	48 352	53 644	58 219	9 867	20,4	4 575	8,5	28,6
Total	211 907	208 182	203 559	-8 348	-3,9	-4 623	-2,2	100,0

¹⁾ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

²⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Encadré 2 :

LES HEDGE FUNDS AU LUXEMBOURG

Les *hedge funds* sont des fonds d'investissement alternatifs qui se distinguent par la recherche d'un rendement absolu, c'est-à-dire par la recherche d'une performance positive quelle que soit l'évolution des marchés financiers. Pour atteindre cet objectif, les *hedge funds* utilisent différentes stratégies de gestion qui combinent des positions « longues » (achats) et des positions « courtes » (ventes à découvert), de manière à bénéficier à la fois des hausses et des baisses de marchés. Les *hedge funds* ont également comme point commun de mettre en œuvre des stratégies d'arbitrage et de couverture qui reposent sur l'utilisation d'instruments financiers dérivés se caractérisant par un fort effet de levier.

L'absence de définition communément acceptée et le manque de données statistiques harmonisées, en dehors des chiffres présentés par les principaux fournisseurs de marché, ont eu pour corollaire un déficit de connaissance relative à l'activité des *hedge funds*, y compris au niveau du Luxembourg. Les services statistiques de la BCL ont récemment procédé à une reclassification importante de la politique d'investissement des fonds qui s'est traduite par une augmentation significative de la valeur nette d'inventaire (VNI) des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg. D'après les chiffres actuels publiés par la BCL, qui sont basés sur la méthodologie définie par la BCE dans le « *Manual on investment fund statistics* », le Luxembourg serait le premier pays de domiciliation des *hedge funds* dans la zone euro, avec un encours des actifs sous gestion de près de 215 milliards d'euros à la fin de l'année 2017.

La majeure partie de l'activité des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg est encadrée par la directive UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*). Cette catégorie spécifique de fonds alternatifs représente un outil de diversification intéressant dans un portefeuille d'actifs et bénéficie de ce fait d'un potentiel de distribution important auprès des investisseurs, aussi bien au niveau des particuliers que des clients institutionnels. Les fonds alternatifs UCITS poursuivent en effet un objectif de rendement absolu décorrélé des marchés d'actions et d'obligations traditionnels, mais dans un cadre réglementé du point de vue de la transparence, de la composition du portefeuille et de la gestion des risques, tout en proposant une grande liquidité des parts émises. L'utilisation massive d'instruments financiers dérivés par ces fonds se traduit certes par un recours important au levier d'endettement synthétique, mais leur profil de risque est globalement moins élevé que celui des principaux indices de marché, reflétant ainsi la mise en place de stratégies de couvertures destinées à limiter la volatilité des performances.

L'objectif de cet encadré est d'apporter un éclairage sur l'industrie des *hedge funds* au Luxembourg. Les principales stratégies d'investissement des *hedge funds* et leur cadre réglementaire sont présentés dans un premier temps, de manière à poser le cadre d'analyse de cette étude. Les statistiques relatives à l'activité des *hedge funds* et à leurs caractéristiques en termes de performance et de niveau de risque sont ensuite abordées dans un second temps.

Typologie des stratégies d'investissement des *hedge funds*

Les principales stratégies d'investissement des *hedge funds* peuvent être schématisées de la manière suivante.

Les **stratégies directionnelles** regroupent l'ensemble des stratégies qui visent à exploiter les tendances de marchés.

- Les stratégies *long/short equity* consistent à prendre des positions longues acheteuses sur des actions considérées comme sous-évaluées et des positions courtes vendeuses (à travers des ventes à découvert ou des instruments financiers dérivés) sur des actions considérées comme surévaluées.
- Les stratégies *global macro* visent à prendre des positions haussières ou baissières sur les marchés de taux d'intérêt, de taux de change, de matières premières, ... en anticipant des tendances de marché. Contrairement aux stratégies long/short qui reposent sur une analyse microéconomique de la valorisation des actions, les choix des gérants s'effectuent ici sur la base d'une analyse macroéconomique.

- Les stratégies *CTA/Managed futures* consistent également à prendre des positions haussières ou baissières sur les différents marchés (actions, obligations, devises, ...), mais sur la base d'algorithmes qui sont programmés pour analyser les tendances sur les mouvements de prix et détecter les signaux de ventes et d'achat. Ces fonds, qui ont un horizon de court terme, réalisent leurs investissements par le biais de contrats à terme.

Les **stratégies relative value** regroupent l'ensemble des stratégies d'investissement non-directionnelles qui consistent à exploiter des inefficiences de marché au niveau de la valorisation du prix des actifs²⁷.

- Les stratégies *Fixed income* arbitrage consistent à exploiter les différences de prix non justifiées entre différentes obligations ou produits dérivés de taux, ou encore à prendre des paris sur l'évolution relative de différents points de la courbe de taux.
- Les stratégies *Volatility* arbitrage s'attachent à exploiter les écarts entre la volatilité anticipée et la volatilité implicite, en adoptant par exemple une position longue sur un *call option* et une position courte sur l'action sous-jacente lorsque le prix de l'option est considéré comme sous-évalué.
- Les stratégies *Convertible arbitrage* exploitent les inefficiences qui peuvent survenir entre les obligations convertibles et leur prix de conversion théorique en raison, par exemple, de primes de liquidités. Le rendement associé à ce type d'arbitrage est réalisé en adoptant une position longue sur l'obligation convertible et en vendant à découvert l'action sous-jacente.
- Les stratégies *Equity market neutral* s'attachent quant à elles à construire un portefeuille composé d'un montant équivalent de positions longues et de positions courtes de manière à neutraliser le risque de marché et se concentrer sur le processus de sélection des actions.

Les **stratégies event driven** cherchent à exploiter les opportunités d'investissement engendrées par différents événements pouvant affecter la vie d'une entreprise, comme par exemple les faillites ou les opérations de fusion-acquisition.

- Les stratégies *Distressed debt* consistent à tirer profit d'une société en difficulté en vendant son titre à découvert. De manière à limiter le risque inhérent à cette stratégie, le gérant applique généralement une stratégie de couverture au sein de la structure en capital de l'entreprise, en adoptant une position longue sur la dette sécurisée senior et en vendant à découvert la dette subordonnée junior.
- Les stratégies *Merger arbitrage* ont pour objectif d'anticiper les opérations de fusion-acquisition et de bénéficier ainsi d'une certaine convergence dans le prix des actions des sociétés concernées. Ces stratégies consistent à acheter les actions de la société cible et à vendre à découvert les actions de la société acquéreuse.

Les **fonds de hedge funds** investissent dans des parts émises par d'autres *hedge funds*, l'objectif étant de diversifier le risque en sélectionnant des gérants sur la base de leur performance et en déterminant une allocation de portefeuille répartie entre différentes stratégies.

Enfin, les **fonds multi-stratégies** combinent plusieurs stratégies d'investissement, de préférence avec des performances faiblement corrélées, de manière à atteindre leur objectif de rendement absolu.

²⁷ Ces stratégies d'arbitrage reposent principalement sur l'achat et la vente simultanée de deux titres aux caractéristiques similaires et pour lesquels les prix divergent temporairement de leur « vraie valeur ». En se basant sur l'hypothèse selon laquelle les prix de ces actifs sont destinés à converger vers une valeur donnée, le gérant vend à découvert l'actif qui est surévalué et adopte une position longue sur l'actif qui est sous-évalué. Étant donné que les gains réalisés sur ces transactions sont relativement faibles, les gérants utilisent généralement un fort levier d'endettement pour augmenter les rendements sur leur portefeuille.

Le cadre réglementaire des hedge funds

Au Luxembourg, les *hedge funds* qui opèrent dans le cadre de la Partie 1 de la loi de 2010 sont encadrés par la directive UCITS, et les *hedge funds* qui opèrent dans le cadre de la Partie 2 de la loi de 2010, de la loi sur les FIS (*Fonds d'Investissement Spécialisés*) et de la loi sur les FIAR (*Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés*) sont encadrés par la directive AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*).

Les fonds UCITS sont généralement considérés comme des fonds traditionnels qui sont destinés à des investisseurs particuliers, et qui sont donc davantage réglementés du point de vue des risques et de la stratégie d'investissement. Les fonds UCITS ne sont pas autorisés à investir dans d'autres actifs que des valeurs mobilières (par exemple des matières premières), à réaliser des ventes à découvert et à recourir au levier d'endettement pour financer leurs positions.

Les fonds d'investissement qui opèrent sous la directive AIFM sont quant à eux destinés à des investisseurs avertis, c'est-à-dire à des investisseurs qui possèdent les connaissances et l'expérience nécessaires pour évaluer de manière adéquate les risques sous-jacents à leurs placements. Les conditions d'investissement sont beaucoup plus souples que pour la réglementation UCITS. Les actifs dans lesquels ces fonds peuvent investir ne sont soumis à aucune restriction légale (i.e. ces fonds ont la possibilité d'investir dans d'autres actifs que des valeurs mobilières). En outre, ces fonds d'investissement alternatifs peuvent pratiquer la vente à découvert et recourir au levier d'endettement sans restrictions.

La frontière entre les fonds UCITS et les fonds alternatifs est cependant poreuse en pratique. En effet, la Directive UCITS III introduite en 2003 a permis d'assouplir les contraintes réglementaires en introduisant la possibilité d'utiliser des instruments dérivés et, par conséquent, de mener des stratégies d'investissement sophistiquées, donnant ainsi naissance aux fonds UCITS alternatifs (ou *Newcits*). Les fonds UCITS peuvent donc indirectement prendre des positions sur les marchés de matières premières ou répliquer de manière synthétique des positions courtes en achetant des instruments financiers dérivés autorisés par la Directive UCITS (par exemple des futures, des contrats sur la différence, des swaps ou des options).

L'effet de levier

Le levier d'endettement est une méthode par laquelle la société de gestion accroît l'exposition d'un fonds d'investissement, que ce soit par l'emprunt de liquidités ou de titres financiers ou par des positions sur des instruments financiers dérivés. Le levier d'endettement comprend deux composantes : le levier d'endettement traditionnel, lorsque le fonds emprunte de l'argent ou des titres financiers pour financer ses investissements additionnels, et le levier d'endettement synthétique lorsque le fonds utilise des produits dérivés pour augmenter le montant global de ses expositions.

Pour les fonds UCITS, le levier d'endettement traditionnel est limité à 10 %, mais uniquement sur une base temporaire et pour faire face à des circonstances exceptionnelles du point de vue des rachats nets de parts. En ce qui concerne le levier d'endettement synthétique, la réglementation UCITS impose des limites quantitatives en fonction de la méthode de calcul utilisée.

Pour la méthode du calcul de l'engagement, l'exposition globale du fonds correspond à la somme des positions sur le portefeuille de titres et les montants notionnels sur les instruments financiers dérivés, en tenant compte des dispositions de compensation et de couverture, ainsi que les positions résultant des techniques de gestion efficace de portefeuille (opérations de mise en pension, de prise en pension et de prêt de titres). Dans le cadre de la méthode de calcul de l'engagement, l'exposition totale de marché ne peut pas dépasser 200 % de la VNI.

Lorsque la méthode du calcul de l'engagement n'est pas appropriée en terme d'évaluation des risques, ce qui est notamment le cas pour des stratégies d'investissement sophistiquées reposant sur des instruments financiers dérivés, le régulateur peut imposer d'utiliser la méthode de calcul par la *Value at Risk (VaR)*. La *VaR* n'est pas en tant que telle une mesure du levier

d'endettement, puisqu'elle donne une indication sur la perte maximale potentielle supportée dans le cadre du risque de marché. Lorsque le fonds mène une stratégie basée sur un indice de référence, la limite imposée par la réglementation permet néanmoins de limiter le recours au levier d'endettement. L'approche en terme de *VaR* absolue, qui s'applique lorsqu'un fonds d'investissement suit une stratégie de rendement absolu, définit quant à elle un seuil de *VaR* maximal de 20 % exprimé en pourcentage de la VNI.

Dans le cadre de la Directive AIFM, les fonds ne sont pas contraints par une limite quantitative au niveau de l'utilisation du levier d'endettement, mais la réglementation permet néanmoins de limiter les risques systémiques et d'assurer une certaine transparence pour les investisseurs. En effet, la société de gestion doit présenter la politique du fonds en matière d'utilisation de l'effet de levier lorsqu'elle demande son agrément à la CSSF, et fixer le niveau maximal de levier auquel le fonds peut recourir.

L'effet de levier d'un fonds alternatif, qui est exprimé comme le rapport entre le montant de ses expositions et sa valeur nette d'inventaire, doit être calculé au moyen de deux méthodes différentes : la méthode brute et la méthode du calcul de l'engagement. *A contrario* de la méthode du calcul de l'engagement, la méthode brute doit prendre en compte l'ensemble des expositions du fonds, ce qui englobe les positions sur titres et les montants notionnels sur les produits dérivés (calculés en appliquant les formules de conversion prévues par la directive), ainsi que le réinvestissement des liquidités empruntées, ou encore des accords de mise ou de prise en pension.

L'activité des hedge funds au Luxembourg

D'après les statistiques compilées par les principaux fournisseurs de données (Hedge Fund Research, Preqin et BarclayHedge), les actifs nets sous gestion des *hedge funds* au niveau global représentaient entre 2 500 et 3 000 milliards d'euros à la fin de l'année 2017. Au niveau international, les Îles Caïmans sont le principal pays de domiciliation des *hedge funds* avec plus de 60 % des parts de marché, la majeure partie de ces fonds étant gérée par des promoteurs américains. Au niveau européen, le principal pays de domiciliation des *hedge funds* est le Royaume-Uni, avec des actifs sous gestion à hauteur de 400 milliards d'euros à la fin de l'année 2017, d'après les chiffres de Preqin et de l'AIMA (*Alternative Investment Management Association*).

L'Irlande et le Luxembourg occupent quant à eux une place prépondérante dans la zone euro. D'après les chiffres de la BCL et de la Banque centrale d'Irlande, les actifs sous gestion des *hedge funds* étaient respectivement de 213 milliards d'euros pour le Luxembourg et de 156 milliards d'euros pour l'Irlande à la fin de l'année 2017, soit pour ces deux pays plus de 95 % du total de la zone euro. Ces chiffres, qui reposent sur la méthodologie définie par la BCE dans le « *Manual on investment fund statistics* », ne sont cependant pas directement comparables avec les chiffres mentionnés précédemment, en raison des différences méthodologiques du point de vue de la classification des *hedge funds*²⁸.

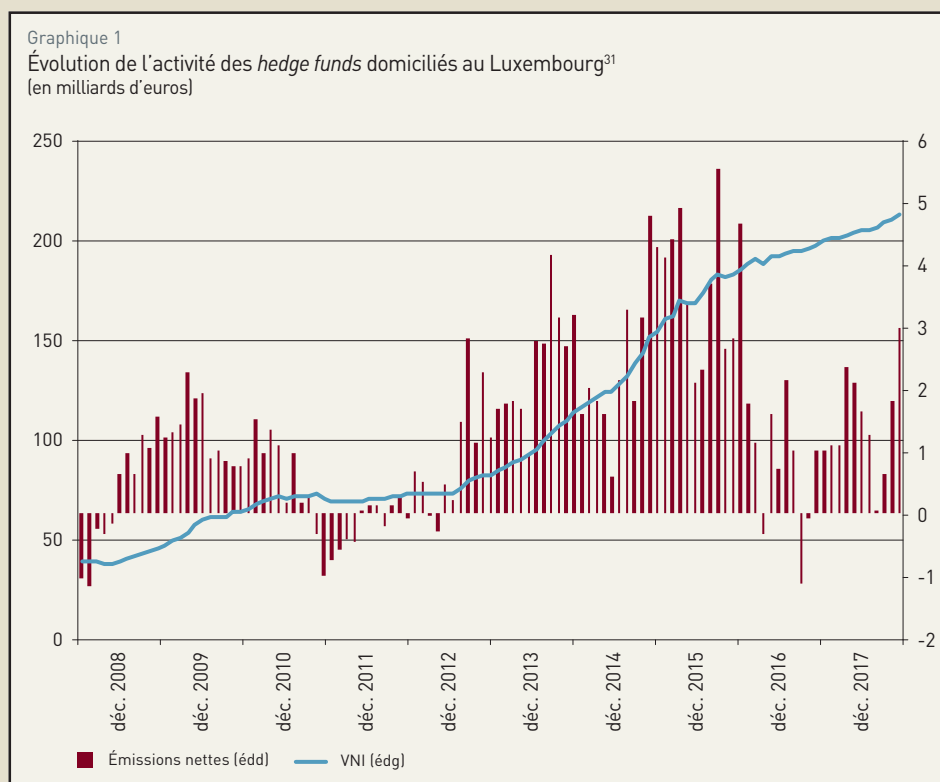
Le graphique suivant présente l'évolution, depuis la fin de l'année 2008, de la VNI et des émissions nettes des *hedge funds* recensés par les services statistiques de la BCL²⁹. L'activité des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg a sensiblement progressé au cours de la période sous revue pour atteindre 213,3 milliards d'euros au 31 décembre 2017, répartie entre 954

28 En accord avec la méthodologie définie par la BCE, le périmètre des *hedge funds* se limite aux fonds d'investissement qui cherchent à atteindre un objectif de rendement absolu de sorte que, contrairement à d'autres classifications utilisées par les principaux fournisseurs de données, les stratégies *emerging markets* et *high yield bonds* ne sont pas prises en compte dans les statistiques sur les *hedge funds* publiées par la BCL.

29 À partir de décembre 2014, les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification de la politique d'investissement des fonds domiciliés au Luxembourg, et ce en raison de différences de définition entre la base de données signalétique de la CSSF et la méthodologie définie par la BCE. Cette reclassification s'est traduite par une hausse significative de la VNI des *hedge funds*. Bien que la liste des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg ne soit encore probablement pas exhaustive en raison, notamment, de la non prise en compte des *hedge funds* opérant sous le champ de la loi sur les FIAR, les chiffres publiés par la BCL sont désormais en adéquation avec la méthodologie définie par la BCE.

entités³⁰. Les vingt fonds les plus importants affichaient par ailleurs une VNI de près de 65 milliards d'euros, soit environ 30 % du total des actifs sous gestion pour ce segment de marché.

Le graphique 2 présente quant à lui la répartition de la VNI des *hedge funds* selon la nature de leur stratégie d'investissement. Les stratégies *long/short equity*, *multistrategy* et *fixed income* représentent les catégories les plus importantes avec respectivement 24,8 %, 22,4 % et 18,3 % de la VNI agrégée des *hedge funds* à la fin de l'année 2017. Viennent ensuite les fonds de *hedge funds* et les fonds global macro avec près de 11 % de parts de marché chacun. Les autres catégories recensées, qui incluent les stratégies *equity market neutral* (3,7 %), *event driven* (2,7 %), CTA/*Managed futures* (2,6 %) et *volatility arbitrage* (1,8 %) sont pour leur part plus minoritaires.



Enfin, le graphique 3 présente la ventilation de la VNI des *hedge funds* selon le type de réglementation. Les *hedge funds* sous la partie 1 de la loi de 2010 sont réglementés par la directive UCITS, tandis que les *hedge funds* sous la partie 2 de la loi de 2010 et sous la loi sur les FIS sont réglementés par la directive AIFM. À la fin de l'année 2017, 78 % de la VNI des *hedge funds* au Luxembourg était encadrée par la directive UCITS et 22 % par la directive AIFM. D'après les données de la BCL, les actifs sous gestion des fonds UCITS alternatifs domiciliés au Luxembourg s'élevaient donc, en fin de période, à 165,5 milliards d'euros, répartis entre 585 entités³².

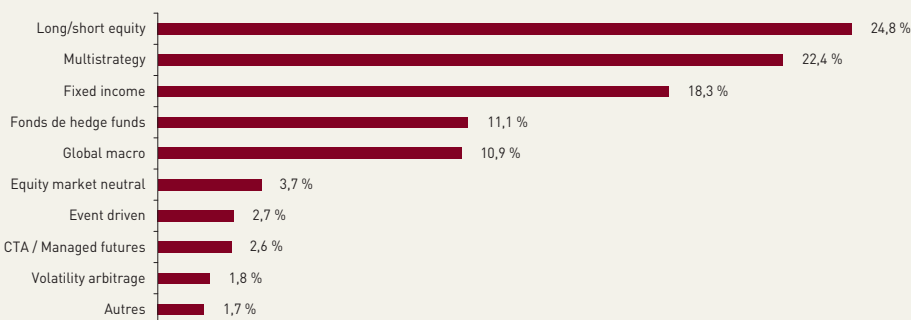
Eu égard aux chiffres fournis par *Hedgeweek* pour la fin de l'année 2017 concernant le montant des actifs sous gestion des fonds UCITS alternatifs, soit 300 milliards d'euros répartis entre 800 entités, le Luxembourg représenterait donc actuellement plus de 50 % de l'activité sur ce segment de marché. Les fonds UCITS alternatifs s'interposent comme une catégorie d'investissement intermédiaire entre les OPC traditionnels et les *hedge funds*, et constituent de ce fait un outil de diversification intéressant dans un portefeuille d'actifs. Cette catégorie spécifique de *hedge funds* est ainsi relativement attractive pour les investisseurs, puisqu'elle leur permet d'accéder à des stratégies de rendement absolu décorréliées des

30 D'après les dernières données d'enquête publiées par l'ALFI pour l'année 2013, l'activité des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg était de 95 milliards d'euros. Bien que ces chiffres ne soient pas directement comparables avec les chiffres de la BCL en raison de différences méthodologiques, ils permettent néanmoins de nous donner une indication sur la taille de l'industrie des *hedge funds* au Luxembourg. De ce point de vue, les nouveaux chiffres publiés par la BCL après reclassification sont relativement similaires à cette valeur de référence pour la même période.

31 L'analyse des émissions nettes est difficile à réaliser dans le secteur des *hedge funds* en raison d'un problème de survival bias. En effet, étant donné que la reclassification a été effectuée en fin de période, l'impact des fermetures de fonds sur les transactions n'est pas pris en compte pour la majeure partie de l'échantillon.

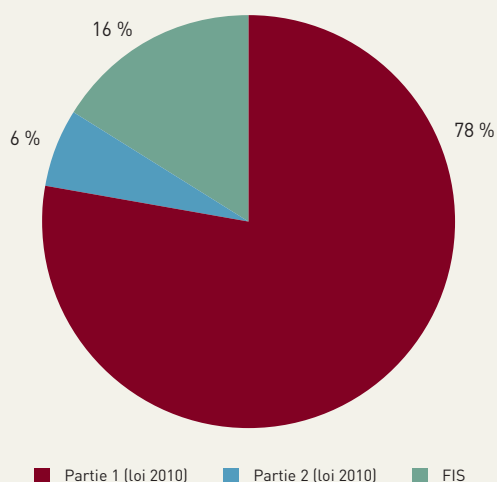
32 A noter que 80 % de la VNI des fonds de *hedge funds* domiciliés au Luxembourg est encadrée par la directive AIFM. Cette spécificité s'explique principalement par des raisons fiscales, les fonds de fonds étant exonérés de taxe d'abonnement dans le cadre de la loi sur les FIS.

Graphique 2
Ventilation de la VNI des *hedge funds* par stratégie d'investissement
(Décembre 2017)



Source : BCL

Graphique 3
Ventilation de la VNI des *hedge funds* selon le type de réglementation
(Décembre 2017)



Source : BCL

marchés actions et obligations traditionnels, combinées à des profils de risque plus limités et mieux encadrés, les fonds UCITS alternatifs étant en effet plus transparents, plus liquides du point de vue des rachats de parts, et davantage réglementés au niveau de la composition de leur portefeuille.

Analyse du risque et de la performance des *hedge funds*

Les statistiques descriptives relatives à la performance des *hedge funds* pour chaque type de stratégie principale sont présentées dans le tableau suivant. Le coefficient d'asymétrie (*skewness*) indique que la distribution des rendements tend à s'étaler vers la droite, à l'inverse des indices de marché. Cette caractéristique, qui est spécifique aux *hedge funds*, reflète leur politique d'investissement basée sur la recherche d'un rendement absolu. Le coefficient d'aplatissement (*kurtosis*) indique quant à lui

que la queue de distribution des rendements des *hedge funds* est plus épaisse que celle des indices de marché, suggérant par là une proportion plus importante que la normale de rentabilités extrêmes, notamment pour les fonds *long/short equity*.

Eu égard à ces caractéristiques, le ratio de Sharpe, qui correspond au rendement ajusté de la volatilité, est, dans ce cas, une mesure imparfaite de la performance. En effet, la volatilité ne peut pas prendre en compte de manière appropriée les risques lorsque les rendements ne suivent pas une distribution symétrique. Le ratio de Sortino, qui est davantage utilisé pour comparer la performance des fonds dans l'industrie de la gestion alternative, est plus pertinent dans le cadre de distributions asymétriques, puisque le ratio est rapporté, non pas à l'écart-type standard, mais à la volatilité des rendements négatifs du portefeuille. De même, le ratio de Sharpe modifié, c'est-à-dire ajusté de la *VaR* modifiée de manière à prendre en compte la non-normalité de la distribution des rendements, peut également fournir une mesure plus adéquate de la

performance dans le cas des *hedge funds*³³. Dans l'ensemble, tous ces indicateurs suggèrent un meilleur niveau de performance pour les fonds *long/short equity*, et ce en dépit du degré plus élevé de risque associé à ce type de stratégie.

Tableau 1 :

Statistiques descriptives sur la performance des *hedge funds*³⁴ (200812-201712)

	LONG/SHORT EQUITY	MULTISTRATEGY	FIXED INCOME	FONDS DE FONDS	GLOBAL MACRO	MSCI WORLD INDEX	JPM GABI INDEX
Rendement	0,57	0,21	0,23	0,32	0,35	0,81	0,47
Écart-type	2,65	1,69	1,91	2,00	1,93	3,51	2,07
Ratio de Sharpe	0,24	0,14	0,15	0,15	0,19	0,23	0,23
Ratio de Sortino	0,46	0,30	0,33	0,30	0,45	0,34	0,33
Skewness	0,30	0,23	0,28	0,32	0,72	-0,88	-0,27
Kurtosis	8,43	7,48	6,65	5,70	7,28	2,59	3,25
Quantile (0.05)	-3,15	-1,98	-2,42	-2,86	-2,46	-6,45	-3,15
VaR modifiée (95 %)	-5,75	-3,77	-4,11	-4,05	-3,59	-7,76	-4,29
Ratio de Sharpe modifié (95 %)	0,10	0,06	0,06	0,08	0,10	0,10	0,11

Source : BCL

En outre, il est important de noter que le niveau de risque des *hedge funds* domiciliés au Luxembourg qui, rappelons-le, sont majoritairement des fonds UCITS, est globalement moins élevé que celui des principaux indices de marché, reflétant ainsi la mise en place de stratégies de couverture destinées à limiter la volatilité des performances. Toutefois, comme l'indique le tableau suivant, la recherche d'un objectif de rendement absolu ne signifie pas que les performances de ces fonds sont indépendantes de l'évolution des marchés financiers. En effet, eu égard aux coefficients obtenus à partir de modèles de régression univariés, la sensibilité du rendement des *hedge funds* au risque systématique est statistiquement significative et ce pour l'ensemble des catégories de fonds.

Tableau 2 :

Sensibilité de la performance des *hedge funds* aux risques de marché³⁵ (200812-201712)

	LONG/SHORT EQUITY	MULTISTRATEGY	FIXED INCOME	FONDS DE FONDS	GLOBAL MACRO
Indice boursier mondial	0,47***	0,17***	-	0,18***	0,13***
Indice obligataire mondial	-	0,06*	0,06**	0,09**	-
Indice obligataire entreprises	-	0,33***	0,21**	-	-
Indice obligataire émergents	-	-	0,21***	-	-
Indice obligataire haut-rendement	-	-	0,03*	-	0,09***
Taux de change EUR/USD	-0,39***	-0,20***	-0,27***	-0,64***	-0,32***
Indice matières premières	-	-	-	-	0,30***
R ² ajusté	0,82	0,54	0,61	0,79	0,55

Source : BCL

33 La VaR modifiée corrige la VaR en prenant en compte la non-normalité de la distribution des rendements. La formule de la VaR modifiée est donnée par :

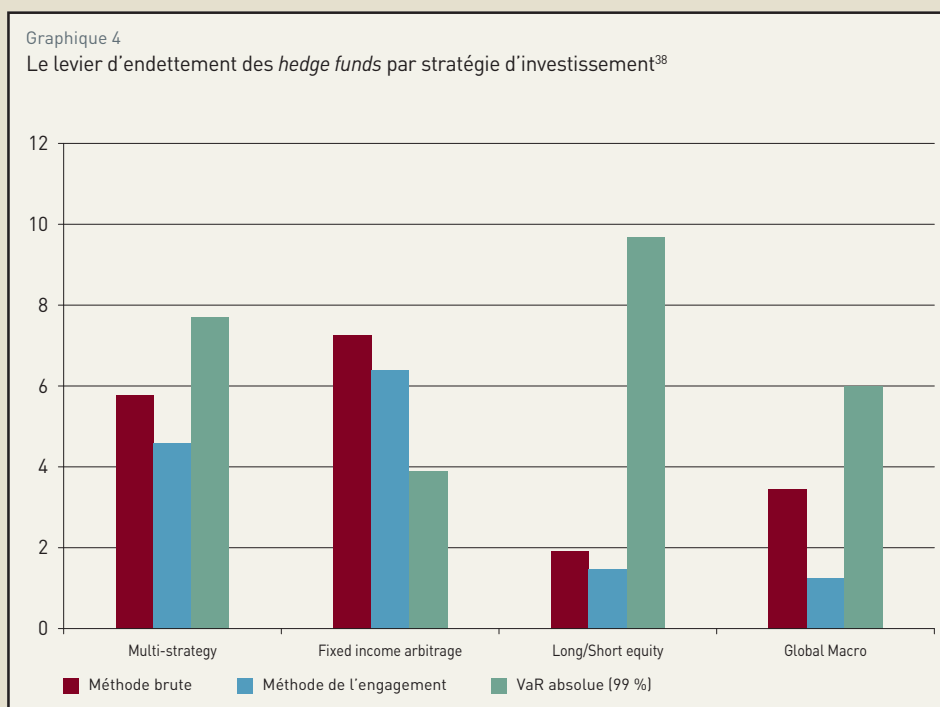
$$\text{VaR}_m = E(R) + [Z_c + S(Z_c - 1)]/6 + K(Z_c - 3Z_c)/24 - S^2(2Z_c - 5Z_c)/36]$$

avec E(R), la moyenne des rendements, Z_c le seuil de probabilité (i.e. 95 %), S le coefficient d'asymétrie de la distribution (*Skewness*), K le coefficient d'aplatissement de la distribution (*Kurtosis*), et s l'écart-type.

34 Les statistiques du Tableau 2 sont basées sur un échantillon de fonds avec une durée de vie supérieure à 24 mois. Les chiffres publiés correspondent à la moyenne des fonds dans chaque stratégie, pondérée par la VNI de chaque fonds en fin de période.

35 Les résultats présentés dans le Tableau 3 proviennent de régressions effectuées sur les données agrégées de rendement par type de stratégie.

Graphique 4
Le levier d'endettement des *hedge funds* par stratégie d'investissement³⁸



Source : BCL

Enfin, de manière à compléter l'analyse, les indicateurs de mesure du levier d'endettement et d'exposition au risque encadrés par les directives UCITS et AIFM sont présentés dans le graphique suivant pour chaque type de stratégie d'investissement. Ces indicateurs, qui proviennent des rapports annuels audités diffusés sur internet ou enregistrés au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS), ne sont certes pas disponibles pour tous les fonds, mais les chiffres qui sont présentés ci-contre pour l'exercice 2017 sont basés sur un échantillon suffisamment représentatif de fonds pour chaque type de stratégie.

La *VaR* absolue est calculée à 99 % sur un horizon d'un mois. Le levier d'endettement mesuré par la méthode brute et par la méthode de l'engagement est quant à lui exprimé en multiple de la VNI. Il est important de noter que (i) la méthode de l'engagement est relativement peu utilisée par les *hedge funds* dans la publication de leurs rapports annuels, limitant ainsi la pertinence de cet indicateur à des fins d'analyse, (ii) les chiffres relatifs à la méthode brute ne sont pas homogènes, en ce sens que certains fonds ne prennent pas en compte les instruments de couverture sur les opérations de change dans le calcul de la somme des montants notionnels.

La méthode brute capture le levier d'endettement synthétique, mais ne tient pas compte des dispositions de compensation et de couverture *contrario* de la méthode de calcul par l'engagement. Les deux méthodes donnent ainsi des résultats sensiblement différents, avec une exposition globale de respectivement 650 % et 430 % de la VNI pour l'ensemble des fonds recensés (contre à peine 150 % pour les chiffres calculés à partir des rapports trimestriels collectés par la BCL)³⁷. Néanmoins, les deux méthodes délivrent un profil similaire entre les différentes stratégies d'investissement. Le levier d'endettement synthétique est ainsi plus élevé pour les fonds *fixed income*, ce qui est logique puisque ces fonds suivent principalement des stratégies d'arbitrage qui se caractérisent par des profits par transactions relativement faibles. Certaines entités appartenant à cette catégorie affichent d'ailleurs des leviers d'endettement significatifs, atteignant près de 3000 % pour les fonds les plus exposés. Les stratégies *long/short equity* affichent quant à elles le levier d'endettement le plus faible, avec une exposition brute globale de 145 % en moyenne, en omettant les positions longues sur le portefeuille d'actifs. Les fonds global macro et multi-stratégies se situent pour leur part dans une situation intermédiaire, avec un levier d'endettement brut moyen de respectivement 570 % et 345 %³⁸.

³⁶ Les fonds de *hedge funds* ne sont pas inclus dans le graphique car les informations disponibles publiées par ces fonds sont plus limitées.

³⁷ La comparaison de ces chiffres avec le niveau de levier d'endettement (*balance sheet leverage*) obtenu à partir des rapports trimestriels collectés par la BCL fait clairement apparaître les limites du reporting actuel pour mesurer le levier d'endettement synthétique des fonds d'investissement au Luxembourg.

³⁸ Cette hiérarchie du point de vue de l'utilisation du levier d'endettement correspond aux résultats présentés dans le cadre d'une étude sur les *hedge funds* au Royaume-Uni. Voir à ce sujet Financial Conduct Authority « Hedge fund survey », June 2015.

Cependant, les chiffres relatifs au levier d'endettement ne permettent pas de donner une représentation précise de l'exposition globale des fonds, notamment dans le cas des *hedge funds*, puisque ces derniers utilisent des instruments financiers dérivés et des ventes à découvert pour prendre des positions courtes et réduire ainsi leur exposition au risque de marché. De ce point de vue, les chiffres de la *VaR* absolue permettent de donner une mesure plus appropriée du degré de risque supporté par les fonds. Ainsi, eu égard aux chiffres présentés dans le graphique 4, il apparaît clairement que le niveau de risque est moins élevé pour les fonds *fixed income* et ce malgré un recours plus important au levier d'endettement synthétique. À l'inverse, les fonds *long/short equity*, dont les rendements sont davantage exposés à la volatilité des marchés actions, affichent un niveau de risque deux fois plus élevé, avec une *VaR* à 99 % de près de 10 % sur un horizon d'un mois, et ce alors que le levier d'endettement associé à ce type de stratégie est beaucoup plus faible. De même, ces chiffres ne doivent pas masquer la forte dispersion du profil de risque des *hedge funds*, les entités les plus exposées affichant une *VaR* à 99 % de plus de 30 % sur un horizon d'un mois.

1.2.3.3 Le commerce et les autres services non financiers

Les ventes dans le commerce ont connu en moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année 2018 des évolutions favorables. Les statistiques relatives au troisième trimestre 2018 indiquent par ailleurs que la croissance annuelle du chiffre d'affaires (CA) a accéléré dans tous les secteurs du commerce à l'exception de la vente et réparation d'automobiles et de motocycles (voir tableau). Dans le même temps, les immatriculations automobiles ont reculé de 1,8 % au troisième trimestre 2018. Ce recul s'explique par la baisse exceptionnelle de 34,6 % observée au mois de septembre dernier (qui faisait suite à des hausses de 22,1 % en août et 8,9 % en juillet). Ces mouvements de forte amplitude ne sont pas propres au Luxembourg, mais concernent toute l'Europe. En effet, les immatriculations automobiles ont aussi fortement progressé sur un an dans l'Union européenne en août 2018 (+31,2 %) avant de reculer en septembre 2018 (-23,5 %) suite à l'entrée en vigueur au 1^{er} septembre 2018 des nouvelles normes européennes d'homologation WLTP (pour *Worldwide harmonised Light vehicle Test Procedure*). Le cycle d'homologation WLTP, qui remplace le précédent cycle NEDC (pour *New European Driving Cycle*), consiste en une série de tests à la fois plus complexes, dont la durée des épreuves est supérieure et qui est complété par une nouvelle épreuve routière plus proche des conditions normales d'utilisation d'un véhicule. Comme ces nouveaux tests aboutissent à une hausse des émissions enregistrées, un phénomène de déstockage massif a été observé pour les anciens véhicules qui auraient été difficilement homologables après le 1^{er} septembre 2018.

Les dernières statistiques disponibles concernent le mois d'octobre 2018. Elles indiquent une nouvelle baisse des immatriculations dans l'Union européenne (-7,3 %). À l'exception de la Grèce, tous les pays de la zone euro ont vu le nombre d'immatriculations reculer ce mois-ci. Au Luxembourg et en Allemagne, les baisses ont été comparables à celle observée en moyenne au niveau européen (respectivement -8,0 % et -7,4 % dans ces deux pays). Les diminutions d'immatriculations ont été par ailleurs relativement limitées en France (-1,5 %) mais plus marquées en Belgique (-15,2 %).

Dans le secteur des services, les évolutions des CAs ont été en moyenne positives sur les neuf premiers mois de l'année 2018. La croissance du CA est restée quasiment stable autour de 5 % au troisième trimestre 2018 dans l'hôtellerie-restauration. En ce qui concerne les transports, les évolutions des CAs ont été variées selon les modes. Au troisième trimestre 2018, le CA a fortement ralenti dans le transport aérien et il a reculé dans les secteurs du transport fluvial et de l'entreposage et des services auxiliaires des transports. Enfin, la croissance du chiffre d'affaires dans le transport routier a rebondi.

Tableau 14 :

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

	2016	2017	2017-T4	2018-T1	2018-T2	2018-T3
Immatriculations de voitures	8,8	4,4	6,5	7,2	4,8	-1,8
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	5,3	6,4	5,7	8,0	10,4	8,9
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-4,6	11,9	0,6	1,9	1,5	6,3
Commerce de détail	-55,7	-21,2	5,1	4,5	4,4	7,1
- dont Vente de carburants en magasins spécialisés (VCMS)	2,8	9,6	3,3	6,2	0,1	12,9
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	2,8	3,3	3,3	3,7	1,2	4,3
Hôtels et restaurants	2,9	5,4	4,3	7,6	5,2	5,1
Transports aériens	-4,5	17,9	24,7	17,2	19,4	6,3
Transports par eau	10,7	1,1	-1,7	-12,8	-30,4	-10,2
Transports terrestres	8,2	7,4	13,9	4,6	-0,7	5,5
Entreposage et services auxiliaires des transports	-4,5	12,7	26,1	18,0	15,2	-0,9

* 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, santé.

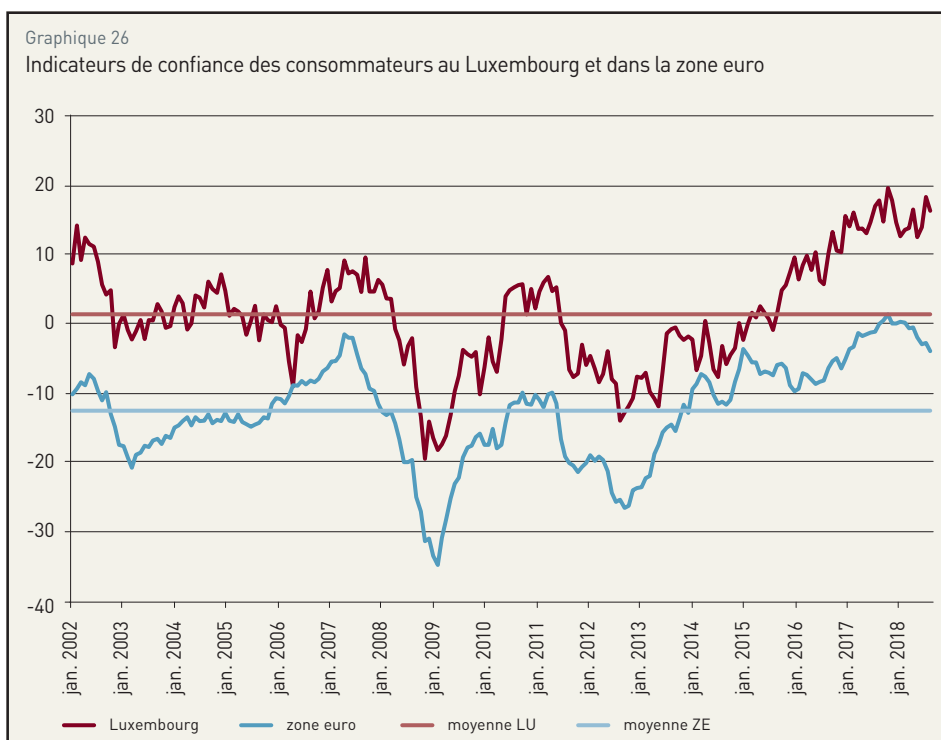
Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

La hausse marquée enregistrée en octobre dernier par l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg ne s'est pas confirmée en novembre 2018, l'indicateur ayant en effet à nouveau reculé. La confiance

des consommateurs se situe désormais nettement en deçà du record absolu qu'elle avait atteint en janvier dernier. Hormis les anticipations des ménages relatives à leur situation financière, aucune des trois autres composantes³⁹ de l'indicateur n'a retrouvé son niveau du début de l'année 2018. Par rapport au mois de janvier 2018, les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg se sont sensiblement dégradées et leurs inquiétudes relatives au chômage ont progressé. Les anticipations des agents portant sur leurs capacités d'épargner ont été de leur côté quelque peu moins favorables que celles qui prévalaient en janvier dernier.

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



Sources : BCL, Commission européenne

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	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2016	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
	juin	14	3	-2	4	46
	juillet	17	8	3	6	56
	août	13	2	2	6	44
	septembre	14	4	-2	2	48
	octobre	18	4	-4	7	58
	novembre	16	8	-4	6	47

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

L'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro s'est pour sa part aussi fortement dégradé depuis le début de l'année et, en novembre 2018, il a atteint son niveau le plus bas depuis avril 2017 (voir graphique). À quelques exceptions près (Estonie, Grèce et Lituanie), la grande majorité des pays de la zone euro a vu la confiance de ses consommateurs fortement se réduire en cours d'année.

Au niveau de la zone euro, les quatre composantes de la confiance des consommateurs se sont détériorées au mois de novembre. Néanmoins, par rapport au mois de janvier 2018, essentiellement deux composantes ont contribué à ce mouvement de baisse de la confiance, à savoir les anticipations des ménages portant sur la situation économique générale et le chômage. Cette tendance de révisions à la baisse des anticipations des ménages relatives à la situation économique générale pourrait s'expliquer par le ralentissement de la croissance observée depuis le tournant de l'année 2017/2018 (voir section 1.1.3). En revanche, les facteurs à l'origine de la hausse de l'inquiétude des ménages face au chômage depuis le début de l'année s'explique plus difficilement. Les dernières statistiques de l'emploi sont favorables en termes de créations d'emplois et le taux de chômage enregistré en octobre est le plus faible depuis novembre 2008. Le même constat s'impose au Luxembourg, où malgré la faiblesse du taux de chômage et le dynamisme de créations d'emploi (voir section 1.2.2), l'inquiétude des ménages face au chômage n'a pas fondamentalement décreu ces derniers mois.

L'encadré 3 qui suit propose une analyse des perceptions et anticipations des ménages relatives à l'évolution des prix au Luxembourg. Ces dernières ne sont pas prises en considération dans la construction de l'indicateur de confiance.

Encadré 3 :

ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES MÉNAGES – EXAMEN DES PERCEPTIONS ET DES ANTICIPATIONS DES MÉNAGES RELATIVES À L'ÉVOLUTION SUR DOUZE MOIS DES PRIX À LA CONSOMMATION AU LUXEMBOURG

L'objectif de l'enquête auprès des consommateurs, menée au Luxembourg par la BCL, est de sonder les ménages sur leurs intentions et leurs perceptions (en termes d'opportunité et de capacité) en matière de dépenses de consommation et d'épargne.

Pour ce faire, quatre thèmes sont intégrés dans le questionnaire, à savoir : la situation économique générale, la situation financière personnelle et la capacité d'épargne, les intentions en matière d'achat de biens de consommation durables et enfin, les intentions *en matière d'achat/de construction ou d'amélioration du logement*.

Toutes les questions posées au Luxembourg sont en ligne avec le programme harmonisé d'enquêtes de conjoncture de la Commission européenne. Les méthodes d'agrégation des réponses individuelles sont aussi en ligne avec celles adoptées par la Commission européenne.

Ces questions font partie du volet « situation économique générale ». Elles portent respectivement sur les perceptions et les anticipations des ménages relatives à l'évolution sur douze mois des prix à la consommation. Les consommateurs sont par ailleurs invités à fournir une estimation de la variation en pourcentage des prix respectivement au cours des douze derniers mois et des douze prochains mois (dès lors qu'ils estiment ou anticipent que les prix ont évolué ou vont évoluer. Soulignons que ces estimations chiffrées ne sont pas publiées. L'objectif de cet encadré est de fournir une interprétation générale des évolutions de ces évaluations et anticipations afin d'améliorer leur grille de lecture et leur utilisation à des fins de prévision.

1. INTITULÉ DES QUESTIONS

Chaque mois, un échantillon de 500 résidents, représentatif de la population totale du Luxembourg, est invité à répondre aux questions suivantes :

Question 5 : À votre avis, au cours des 12 derniers mois, les prix à la consommation ont :

- nettement augmenté ? (++) ; - modérément augmenté ? (+) ; - légèrement augmenté ? (=) ; - à peine bougé ? (-) ;
- diminué? (--); - vous ne savez pas ?

Si la réponse à la question 5 est ++, +, = ou -- :

Question 5.1 : À votre avis, quel est le pourcentage d'augmentation/de diminution des prix à la consommation au cours des 12 derniers mois? (Veuillez indiquer un pourcentage).

→ Les prix à la consommation ont augmenté de _____ % / diminué de _____ %.

Question 6 : Par rapport aux 12 derniers mois, pensez-vous qu'au cours des 12 mois qui viennent les prix à la consommation vont :

- augmenter de manière plus rapide ? (++) ; - augmenter de manière aussi rapide ? (+) ; - augmenter de manière moins rapide ? (=) ; - rester stationnaires ? (-) ; - diminuer? (--); -vous ne savez pas ?

Si la réponse à la question 6 est ++, +, = ou -- :

Question 6.1 : À votre avis, quel sera le pourcentage d'augmentation/de diminution des prix à la consommation au cours des 12 prochains mois? (Veuillez indiquer un pourcentage).

→ Les prix à la consommation augmenteront de _____ % / diminueront de _____ %.

2. SYNTHÈSE DES RÉPONSES INDIVIDUELLES

Pour les questions qualitatives (questions 5 et 6, Q5 et Q6 par la suite) : Les consommateurs interrogés doivent choisir l'une des cinq réponses (++, +, =, -, ou --) ou ne pas répondre s'ils ne le savent pas. Le mode d'agrégation des réponses individuelles pour synthétiser les données et disposer chaque mois d'un résultat unique résulte de la construction de soldes d'opinion. Chaque mois, le solde d'opinion est obtenu en déduisant du pourcentage des réponses « positives » (la pondération des réponses « ++ » qui est de 1, étant le double de celle des réponses « + », à savoir 0,5) le pourcentage des réponses « négatives » (la pondération des réponses « -- », 1, étant le double de celle des réponses « - », 0,5). Cette méthode d'agrégation, qui est celle choisie par la Commission européenne, ne tient donc pas compte des réponses « je ne sais pas », « légère augmentation » pour la question 5 et des réponses « augmentation de manière moins rapide » pour la question 6.

Pour les questions quantitatives (questions 5.1 et 6.1, Q51 et Q61 par la suite) : Les taux agrégés sont obtenus en calculant les moyennes des taux de croissance en pourcentage d'une part estimés et, d'autre part, anticipés par les consommateurs.

Avant de poursuivre, plusieurs remarques s'imposent.

Les réponses proposées aux questions qualitatives sont par construction biaisées vers le haut puisqu'elles sont composées de trois modalités correspondant à des évolutions positives des prix (++, + et =) ; d'une modalité s'apparentant à une quasi-stagnation ou faible évolution des prix (-) ; d'une seule modalité correspondant à une diminution des prix (--); et de la possibilité de ne pas savoir répondre à la question.

Les estimations moyennes en pourcentage portant sur les évolutions des prix aux cours des 12 derniers (Q51) et des 12 prochains mois (Q61) devraient pour leur part aussi être biaisées et ce, pour deux raisons.

Premièrement, ces deux questions sont posées aux seuls individus ayant opté pour les modalités ++, +, = ou -- lors de la question précédente. Pour les individus ayant constaté ou anticipé une relative stabilité des prix (-), les réponses aux questions quantitatives sont automatiquement générées avec une entrée de 0,0 %. Ces réponses générées automatiquement ne sont pas celles des ménages. Par conséquent, les estimations moyennes en pourcentage ne devraient pas nécessairement être représentatives de l'échantillon, ni *a fortiori* de la population du Luxembourg.

Deuxièmement, les estimations moyennes en pourcentage devraient, par construction, présenter un biais à la baisse lors des périodes de forte inflation et un biais à la hausse lors des périodes de faible inflation (par rapport aux estimations moyennes qui auraient été obtenues si l'ensemble de l'échantillon avait été soumis aux questions quantitatives). Plus intuitivement, lors des périodes de forte inflation, il n'est pas certain que les individus ayant constaté et/ou anticipé une relative stabilité des prix (-) répondraient « 0,0 % » si les questions 51 et/ou 61 leur étaient effectivement posées, mais plutôt par exemple 1,9 %, un chiffre proche mais inférieur à 2,0 %. De la même manière, lors des périodes de faible inflation, ces mêmes individus auraient pu répondre en donnant des réponses négatives plutôt que répondre « 0,0 % ».

La formulation des questions qualitatives est délibérément vague puisqu'il n'est pas indiqué au répondant à quel panier de biens et services il doit faire référence. Par ailleurs, les réponses sont ouvertes et aucune indication – sous forme d'historique des taux d'inflation observés par exemple – n'est fournie aux consommateurs lorsqu'ils sont interrogés sur les variations en pourcentage des prix passés et futurs.

3. OBJECTIF EX ANTE DES QUESTIONS

L'objectif des questions est d'identifier les perceptions et anticipations des ménages concernant les évolutions sur douze mois des prix à la consommation de biens et services au Luxembourg.

Les graphiques ci-dessous suggèrent des liens apparents très forts entre certaines données de l'enquête de conjoncture et l'indice des prix à la consommation national (IPCN).

Plus précisément, les graphiques 1 et 2 comparent les soldes d'opinion calculés à partir des réponses aux questions qualitatives de l'enquête de conjoncture avec les variations annuelles de l'IPCN. Les graphiques 3 et 4 comparent les réponses aux questions quantitatives avec les variations annuelles de ce même indice de prix. Il s'agit d'une publication inédite de ces données.

Pour rappel, l'indice national des prix à la consommation est une moyenne pondérée de l'évolution des prix de tous les biens et services consommés sur le territoire du Luxembourg. Les pondérations se basent sur les dépenses de consommation finale des ménages résidents. Cet indice des prix mesure non seulement l'évolution des prix de biens fréquemment consommés (biens alimentaires, habillement, essence et diesel par exemple), des biens et services payés souvent par ordre permanent (électricité, téléphone), des biens durables (dont la fréquence de consommation est moins élevée), des loyers réels des maisons et appartements, mais aussi des biens et services publics dont le prix, ou son évolution, échappe souvent au consommateur⁴⁰. L'IPCN exclut par contre les prix des actifs financiers (actions, etc.) et non financiers (terrains, maisons, appartements).

Une relation positive entre les perceptions des consommateurs relatives à l'évolution des prix au cours des 12 derniers mois et l'inflation semble clairement exister.

40 Pour certains biens et services publics (médicaments, visites médicales, livres scolaires, etc.), l'État prend en charge une partie (ou la totalité) des coûts. Lorsque la participation de l'État à ce coût augmente (respectivement baisse), alors, *ceteris paribus*, la participation du consommateur s'adapte dans le sens inverse. En règle générale, le consommateur n'identifie guère cette variation de sa contribution à une variation de prix d'un bien ou service consommé, comme cela est pourtant le cas d'un point de vue méthodologique.

Sur le graphique 1, il apparaît que les périodes de hausse du solde d'opinion relatif à l'évolution des prix au cours des 12 derniers mois ont coïncidé avec des phases de hausse du glissement annuel de l'IPCN.

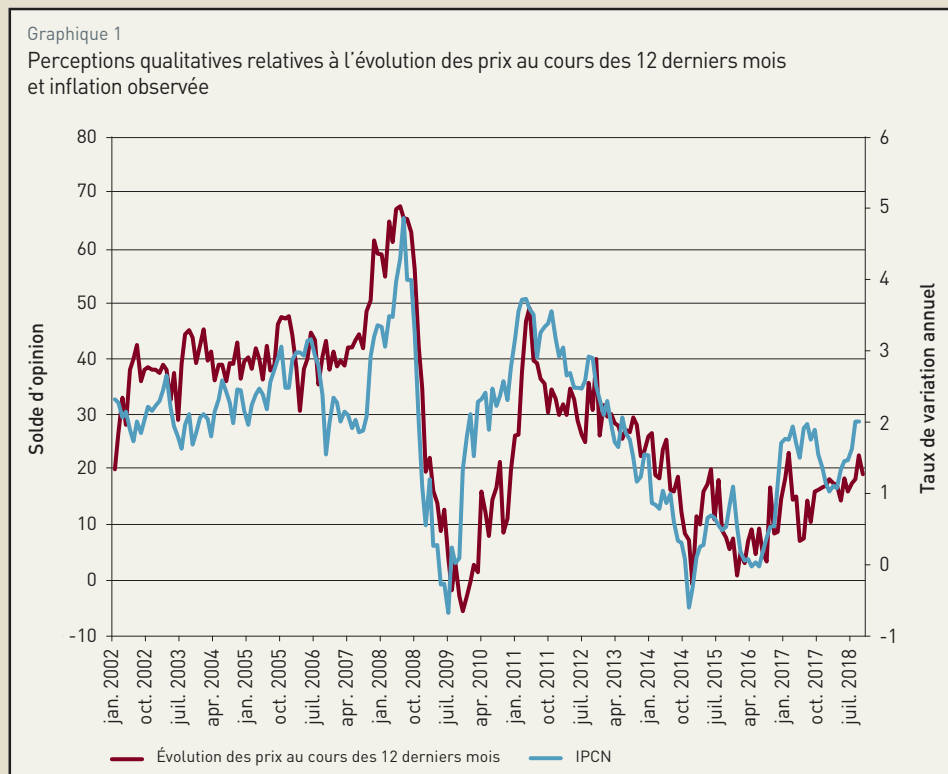
En revanche, le lien entre l'opinion des ménages sur l'évolution future des prix (voir le graphique 2) et les variations sur un an des prix (IPCN) apparaît plus lâche, du fait notamment de plusieurs périodes aux cours desquelles les deux séries ont affiché des tendances contraires. Il s'agit par exemple des périodes comprises entre août 2007 et juillet 2008 ; entre juillet 2013 et décembre 2014 ; ou, plus récemment, depuis août 2017 (l'écart entre les deux séries tend à se creuser à nouveau).

Dans leur ensemble, il semble donc que les ménages sont assez bien informés sur les tendances récentes de l'inflation globale, mais ont plus de peine pour anticiper ses évolutions.

L'opinion chiffrée des ménages quant à l'évolution en pourcentage des prix au cours des douze derniers mois semble avoir évolué en lien avec les variations annuelles de l'IPCN sur toute la période d'observation même si, il est vrai, les perceptions quantitatives des consommateurs apparaissent fortement plus élevées que l'inflation observée (graphique 3).

Ce dernier constat s'impose aussi pour les anticipations chiffrées des consommateurs (voir graphique 4).

Ces biais ne sont pas spécifiques au Luxembourg, mais bien une caractéristique (générale) des consommateurs de la zone euro et de l'Union européenne⁴¹. Ils pourraient s'expliquer par les différences entre les pondérations des prix des biens et services qui figurent dans l'IPCN et celles plus subjectives des consommateurs, qui pourraient ne pas inclure certains services par exemple ou avoir en tête des paniers des biens qu'ils consomment le plus régulièrement (mais qui ne représentent qu'une part relativement faible de leurs dépenses totales)⁴². Par ailleurs, le niveau général des connaissances économiques et statistiques des consommateurs pourrait s'avérer plus limité qu'escompté. À cet égard, plusieurs études ont montré que les caractéristiques sociodémographiques des répondants pouvaient avoir un impact sur les estimations et anticipations quantitatives d'inflation des consommateurs. Sur base de données américaines, les résultats de plusieurs travaux indiquent que les

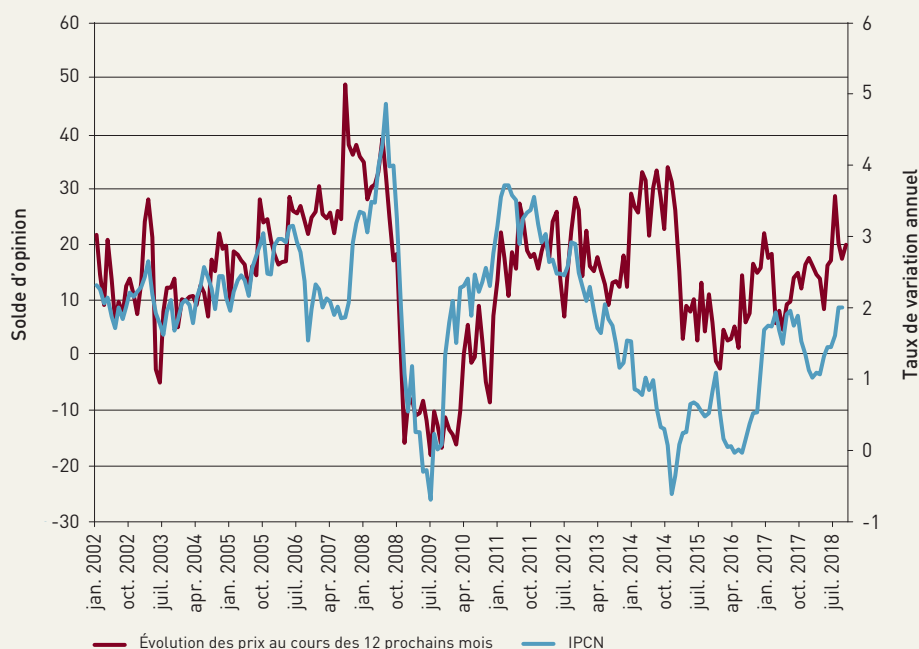


Sources : BCL, STATEC

41 Voir par exemple BCE, Occasional Paper No.186, "EU consumers' quantitative inflation perceptions and expectations: an evaluation", avril 2017.

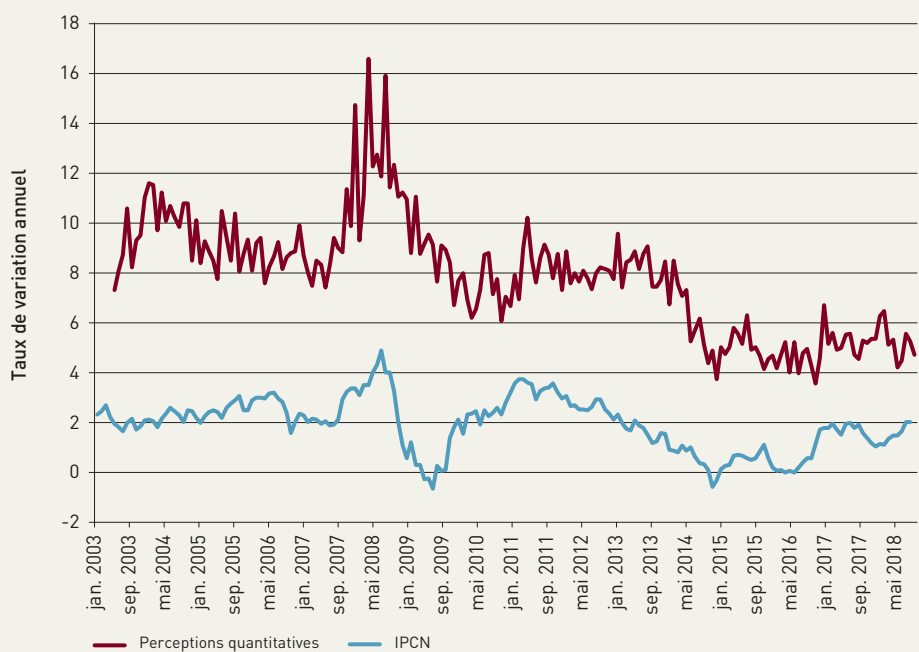
42 Il ressort des études académiques que le consommateur a tendance à noter plutôt les hausses que les baisses de prix (ou les prix qui sont restés stables). Il tend aussi à se garder en mémoire pendant plus longtemps les hausses de prix.

Graphique 2
Anticipations qualitatives relatives à l'évolution des prix au cours des 12 prochains mois et inflation observée



Sources : BCL, STATEC

Graphique 3
Perceptions par les consommateurs de l'évolution de l'inflation au cours des douze derniers mois et inflation observée



Sources : BCL, STATEC

femmes, les individus à faibles revenus et ceux avec un niveau d'éducation faible tendent à percevoir et anticiper des niveaux d'inflation plus élevés⁴³. Les données agrégées pour la zone euro suggèrent des conclusions analogues⁴⁴.

4. ANALYSE EMPIRIQUE

L'analyse graphique est un outil permettant d'identifier assez rapidement l'existence ou non d'une relation entre deux séries. Cette approche est néanmoins largement qualitative et le recours à des approches quantitatives est indiqué afin de préciser la nature de cette relation par des indicateurs et tests objectifs : tel est le but de cette section.

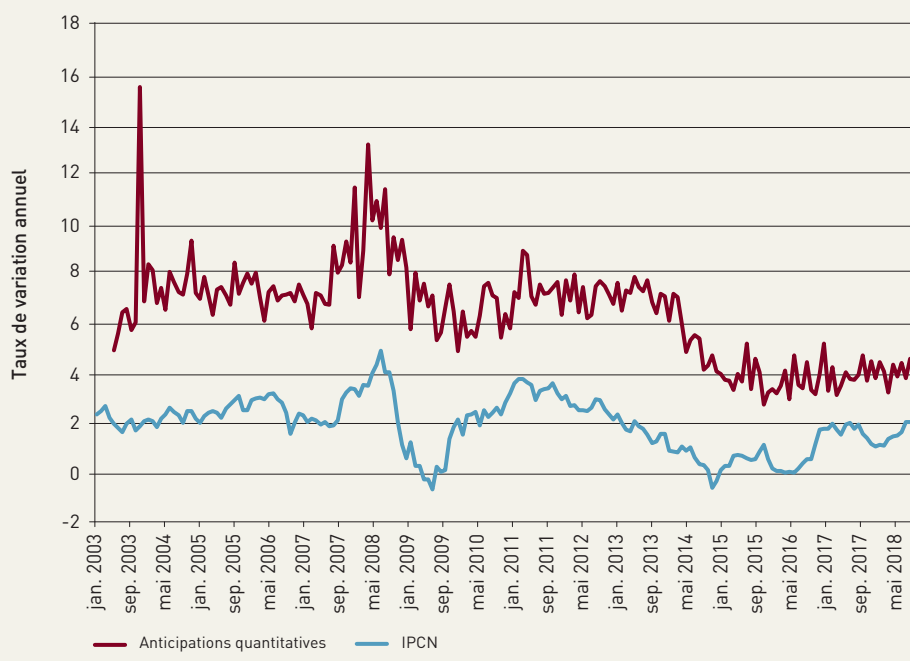
Dans un premier temps, les corrélations contemporaines entre les données issues de l'enquête et les variations des prix au Luxembourg sont calculées. Des décalages de 1 à 12 mois entre les séries sont ensuite introduits dans ces calculs de corrélations.

43 Voir par exemple les deux articles suivants. Bruine de Bruin, W., Vanderklaauw, W., Downs, J. S., Fischhoff, B., Topa, G., et Armantier, O. (2010) : "Expectations of Inflation: The Role of Demographic Variables, Expectation Formation, and Financial Literacy", paru dans *Journal of Consumer Affairs* 44, No. 2: 381-402. Bryan, M. et Guhan V. (2001): "The demographics of inflation opinion surveys", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, Vol. October.

44 Voir référence BCE ci-dessus.

Dans un second temps, des tests de causalité dits « de Granger » sont utilisés pour déterminer l'existence ou pas de relations, dites de causalité, entre, d'une part, les perceptions et les anticipations des ménages et, d'autre part, les variations annuelles de l'IPCN. Au moyen de régressions linéaires, le pouvoir prédictif des anticipations des ménages relatives aux évolutions passées et futures des prix sont testées, de même que le caractère déterminant ou pas de l'inflation sur la formation des perceptions et anticipations des ménages en matière d'évolutions des prix.

Graphique 4
Anticipations par les consommateurs de l'évolution de l'inflation au cours des douze prochains mois et inflation observée



Sources : BCL, STATEC

L'objectif sera de déterminer d'une part, si les informations conjoncturelles sont intégrées par les consommateurs pour la formation de leurs opinions sur les évolutions passées et futures des prix ; et, d'autre part, si ces opinions peuvent s'avérer utiles pour la prévision de taux d'inflation au Luxembourg (mesurés par les variations annuelles de l'IPCN).

5. RÉSULTATS EMPIRIQUES

Pour le calcul des corrélations et des tests de causalité, les taux de variation annuels des indices de prix sont utilisés. Le recours à ces transformations statistiques est nécessaire pour rendre ces séries stationnaires, ce qui est une condition nécessaire pour ces calculs et tests statistiques.

Les soldes d'opinion relatifs aux réponses des consommateurs aux questions qualitatives sont utilisés en niveau pour le calcul des corrélations, ainsi qu'en variations mensuelles et annuelles pour les tests de causalité en raison de leur non-stationnarité sur la période d'étude. Les estimations par les consommateurs portant sur les évolutions des prix en pourcentage sont utilisées en niveau.

Les coefficients de corrélation contemporaine figurent dans le tableau 1 ci-dessous. Comme le graphique 1 l'a déjà indiqué, il existe une forte corrélation (0,75) entre les perceptions par les consommateurs de l'évolution des prix au cours des douze derniers mois (Q5) et l'inflation observée.

Les anticipations qualitatives des consommateurs concernant l'évolution des prix au cours des 12 prochains mois (Q6) apparaissent de leur côté sensiblement moins corrélées - que les perceptions qualitatives - à l'inflation observée (0,42), un résultat déjà suggéré par le graphique 2.

En ce qui concerne les réponses quantitatives (Q51 et Q61), elles sont toutes les deux corrélées à hauteur de 60 % environ avec l'inflation globale.

Tableau 1 :

Coefficients de corrélation contemporaine entre les soldes d'opinion et l'inflation

INDICATEURS D'ÉVOLUTION DES PRIX \ RÉPONSES DES CONSOMMATEURS	Q5	Q6	Q51	Q61
IPCN	0,75	0,42	0,57	0,61

Sources : STATEC, calculs BCL

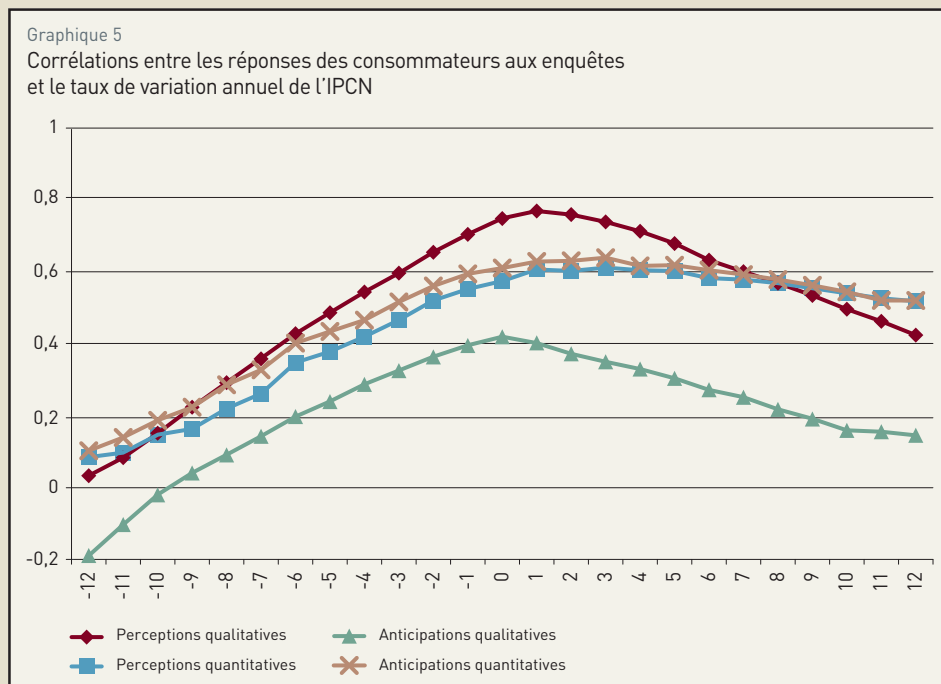
Le graphique 5 ci-dessous présente les coefficients de corrélation entre d'une part les soldes d'opinion et les réponses quantitatives des consommateurs et, d'autre part, les taux d'inflation globale respectivement avancés et retardés de 0 à 12 mois.

Ces résultats indiquent que pour les quatre questions, les réponses des ménages sont davantage liées au passé qu'au futur puisque les coefficients de corrélation apparaissent en moyenne plus élevés lorsque les réponses sont retardées de 1 à 12 périodes (valeurs positives sur l'axe des abscisses du graphique 5) par rapport au taux d'inflation global plutôt qu'avancées de 1 à 12 périodes par rapport à ce même taux d'inflation (valeurs négatives sur l'axe des abscisses du graphique 5).

Les corrélations maximales entre l'inflation et les réponses des consommateurs sont généralement atteintes lorsque ces dernières sont retardées. Les anticipations qualitatives des consommateurs (question 6) font exception, puisque c'est de manière contemporaine qu'elles sont le plus corrélées avec l'inflation.

Les perceptions qualitatives des agents quant à l'évolution passée des prix ont une corrélation maximale de 0,77 avec

l'inflation lorsqu'elles sont retardées de 1 mois.



Note : Les courbes indiquent les corrélations entre les réponses des consommateurs et l'inflation. Les abscisses allant de -1 à -12 (respectivement de 1 à 12) indiquent que les réponses des consommateurs ont été avancées (respectivement retardées) de 1 à 12 mois par rapport à l'inflation observée pour le calcul des corrélations.
Sources : STATEC, calculs BCL

Les perceptions et anticipations quantitatives des agents affichent de leur côté des corrélations maximales de l'ordre de 0,6 avec les variations annuelles de prix lorsqu'elles sont retardées de 3 mois.

Les tests de causalité ont porté sur les variations mensuelles et annuelles des soldes d'opinions quant aux perceptions et anticipations d'inflation, les estimations en pourcentage des consommateurs ainsi que sur l'inflation. Plusieurs retards ont été considérés (1, 2, 4, 6 et 12 mois). Le nombre de retards (n)

indique que les n valeurs passées de deux séries sont utilisées pour prévoir le présent de l'une d'entre elles. L'objectif est de vérifier si, par exemple, les valeurs passées de l'inflation permettent d'améliorer la prévision des réponses courantes des ménages, au-delà de l'information déduite de leurs réponses passées. Les résultats des tests de causalité sont résumés dans les tableaux 2 et 3 ci-dessous.

Tableau 2 :

Conclusions des tests de causalité – Perceptions d'inflation

(questions 5 et 51)

RETARDS (N)	1	2	4	6	12
VARIATIONS MENSUELLES DU SOLDE D'OPINION					
IPCN	Pas de causalité	→ Solde	→ Solde	→ Solde	Double causalité
VARIATIONS ANNUELLES DU SOLDE D'OPINION					
IPCN	Pas de causalité	→ Solde	→ Solde	→ Solde	→ Solde
PERCEPTIONS QUANTITATIVES (ESTIMATIONS EN POURCENTAGE)					
IPCN	→ Solde	→ Solde	→ Solde	→ Solde	→ Inflation

Sources : STATEC, calculs BCL

Tableau 3 :

Conclusions des tests de causalité – Anticipations d'inflation

(questions 6 et 61)

RETARDS (N)	1	2	4	6	12
VARIATIONS MENSUELLES DU SOLDE D'OPINION					
IPCN	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité
VARIATIONS ANNUELLES DU SOLDE D'OPINION					
IPCN	→ Inflation	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité
ANTICIPATIONS QUANTITATIVES (ESTIMATIONS EN POURCENTAGE)					
IPCN	→ Solde	→ Solde	→ Solde	→ Solde	→ Solde

Sources : STATEC, calculs BCL

La lecture de ces tableaux est la suivante.

Les résultats des tests de causalité peuvent conduire aux quatre conclusions suivantes.

Premièrement, les évolutions passées de l'inflation *causent* les révisions (mensuelles ou annuelles) des perceptions/anticipations (qualitatives ou quantitatives) des agents. Dans ce cas, le symbole « → Solde » est utilisé pour indiquer que les valeurs passées de l'inflation peuvent expliquer les réponses courantes des consommateurs. Deuxièmement, le symbole « → Inflation » indique au contraire que ce sont les réponses passées des agents qui causent l'inflation. Troisièmement, « Pas de causalité » signifie que les réponses passées des consommateurs ne causent pas l'inflation, et vice versa. Quatrièmement, « Double causalité » indique une double causalité au sens de Granger ce qui signifie dans le cas présent que les tests concluent que les réponses passées des réponses des consommateurs causent les évolutions courantes de l'inflation ; et, en même temps, que les variations passées des prix mesurées par l'IPCN causent les réponses de ces mêmes consommateurs. Un tel résultat signifierait qu'il ne serait pas possible d'utiliser le passé de l'une des variables pour prévoir le présent de l'autre.

Les principaux faits saillants qui émergent des tableaux sont les suivants.

Le tableau 2 indique que, (i) lorsque les tests de causalité sont effectués avec 2, 4 et 6 retards, les évolutions passées de l'inflation causent les révisions – annuelles et mensuelles – du solde relatif aux perceptions des agents quant à l'évolution passée des prix ainsi que les perceptions quantitatives de ces mêmes agents. (ii) Les résultats sont plus hétérogènes lorsque 12 retards sont introduits. (iii) Le tableau 3 indique que les anticipations quantitatives des consommateurs portant sur les évolutions des prix au cours des douze prochains mois sont clairement causées par les valeurs passées de l'inflation. Autrement dit, les agents intègrent clairement les informations issues de l'inflation passée mesurée avec l'IPCN pour quantifier les variations des prix au cours des 12 prochains mois. (iv) Dans deux cas distincts, l'inflation apparaît causée par les réponses passées des consommateurs : les estimations quantitatives portant sur l'évolution de l'inflation au cours des 12 derniers mois (12 retards) ainsi que les révisions annuelles des anticipations qualitatives des consommateurs retardées d'une période (1 seul retard) permettraient en théorie d'expliquer les évolutions de l'inflation.

6. REMARQUES ADDITIONNELLES ET MISES EN PERSPECTIVES PAR RAPPORT À LA ZONE EURO ET SES PRINCIPAUX PAYS MEMBRES

Les résultats présentés dans cet encadré font écho aux travaux de la Commission européenne et la Banque centrale européenne à partir de données couvrant l'ensemble des pays de la zone euro et de l'Union européenne⁴⁵. Pour la zone euro, ces deux institutions observent une corrélation maximale de l'ordre de 0,7 entre l'inflation observée (mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH) et les perceptions quantitatives des consommateurs retardées de trois mois ; et, une corrélation maximale de l'ordre de 0,8 entre l'inflation observée et les anticipations quantitatives des consommateurs retardées d'un mois. Dans le cas du Luxembourg, nos calculs indiquent que les corrélations entre d'une part les variations annuelles de l'IPCH et, d'autre part, les perceptions et anticipations quantitatives des consommateurs atteignent leur maximum (environ 0,6) lorsque ces deux dernières sont décalées de trois mois. Les résultats en termes de corrélation ne varient pas de manière significative suivant que l'on considère l'IPCH ou l'IPCN⁴⁶.

Par ailleurs, les deux institutions estiment que sur la période allant de janvier 2004 à juillet 2015, les valeurs moyennes des perceptions et anticipations d'inflation par les consommateurs de la zone euro ont été de respectivement 9,8 % et 6,3 % tandis que l'inflation moyenne observée était de 1,8 % sur la même période. Les estimations et anticipations des consommateurs du Luxembourg apparaissent moins biaisées que pour la zone euro puisque leurs moyennes étaient respectivement de 7,2 % et 4,7 % contre une inflation s'établissant en moyenne à 2,1 % pour l'IPCN et à 2,5 % pour l'IPCH. Les estimations et anticipations des consommateurs du Luxembourg apparaissent aussi en moyenne moins biaisées que celles des consommateurs allemands, belges et français⁴⁷.

Enfin, il est intéressant de souligner qu'en moyenne, le taux de réponse des consommateurs du Luxembourg aux questions quantitatives est de l'ordre de 90 %⁴⁸ et apparaît plus élevé que la moyenne européenne⁴⁹. Cette dernière, inférieure à 80 %, est notamment plombé par le « faible » taux de réponse des consommateurs français et portugais (de l'ordre de 45 % pour ces deux pays) et, dans une moindre mesure belges et italiens (environ 60 % pour ces deux derniers pays). En Allemagne, le taux de réponse est de l'ordre de 86 %.

45 European Commission, Discussion Paper No.38, "EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation", Novembre 2016.

46 L'IPCN mesure les prix des dépenses de consommation des ménages résidents sur le territoire luxembourgeois. L'IPCH se distingue de l'IPCN par le seul fait qu'il possède une pondération différente et que, outre les dépenses de consommation des ménages résidents, il tient également compte des dépenses effectuées par les ménages non-résidents sur le territoire national. Il s'ensuit que certaines positions, comme par exemple les produits pétroliers ou les produits de tabac (produits pour lesquels les dépenses des frontaliers et des touristes sont importantes sur le territoire luxembourgeois), ont une pondération moins élevée dans l'IPCN que dans l'IPCH.

47 Ces résultats sont néanmoins à considérer avec la plus grande précaution dans la mesure où il n'est nullement indiqué si les réponses individuelles des consommateurs ont fait l'objet d'un quelconque traitement avant leur agrégation (comme l'élimination systématique des réponses aberrantes ou la surpondération de certaines réponses individuelles par exemple).

48 Il s'agit du taux moyen de réponse aux questions 51 et 61 des individus ayant répondu aux questions précédentes 5 et 6 que les prix avaient/allaient varier/er.

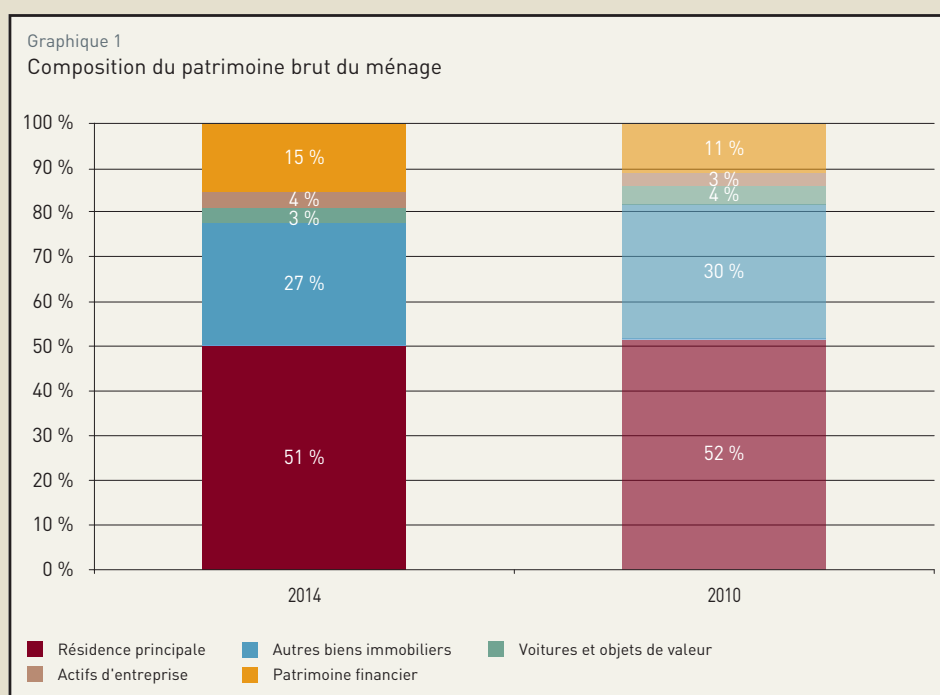
49 Voir BCE, Occasional Paper No.186, "EU consumers' quantitative inflation perceptions and expectations: an evaluation", avril 2017 ; et European Commission, Discussion Paper No.38, "EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation", Novembre 2016.

Encadré 4 :

LE RÔLE DES BIENS IMMOBILIERS AUTRES QUE LA RÉSIDENCE PRINCIPALE POUR LES RÉSIDENTS LUXEMBOURGEOIS

Les deux actifs principaux des ménages sont leur résidence principale et leurs autres propriétés immobilières (OREP, pour *Other Real Estate Property*)⁵⁰. Selon l'édition 2014 de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages luxembourgeois (LU-HFCS), 26,3 % des ménages résidents possédaient d'autres propriétés immobilières en sus de leur résidence principale. Cela représente une légère baisse par rapport à l'édition 2010 (28,2 %), mais cette différence n'est pas statistiquement significative. La valeur brute moyenne de cet autre actif immobilier était de 885 200 euros en 2014 et représentait environ 27 % du patrimoine brut du ménage détenteur, une part similaire à celle de 2010 (Graphique 1). La valeur moyenne des prêts hypothécaires utilisant ces autres propriétés immobilières comme garantie était de 83 100 euros en 2014.

Le Graphique 2 décompose le patrimoine des ménages en fonction des différents quintiles de revenu. La fraction des ménages propriétaires d'autres biens immobiliers augmente avec le revenu du ménage. Cette fraction est de 12 % pour les 20 % des ménages ayant les revenus les plus faibles (premier quintile), et presque de 50 % pour les 20 % des ménages ayant les revenus les plus élevés (dernier quintile). De la même manière, la part des autres propriétés immobilières dans le patrimoine brut a tendance à augmenter avec le revenu du ménage. En 2014, pour les ménages du premier quintile cette part n'était que de 14 %, mais elle était de 37 % pour ceux du dernier quintile (Graphique 2). En 2014, l'ensemble des actifs immobiliers (résidence principale et autres propriétés) représentait 82 % du patrimoine brut des ménages dans le premier quintile de revenu et 73 % pour le dernier quintile. Par rapport à 2010, les ménages ayant les revenus les plus faibles ont vu la part représentée par la résidence principale diminuer, mais elle a été compensée par une augmentation de la part des autres propriétés immobilières. Les ménages ayant les revenus les plus élevés ont également connu une diminution de la part de la résidence principale dans leur patrimoine brut. Cet encadré se focalise sur les biens immobiliers autres que la résidence principale, mais plus d'informations sur les revenus et le patrimoine des ménages résidents au Luxembourg ont été publiées dans le Cahier d'études N°106 de la BCL⁵¹.

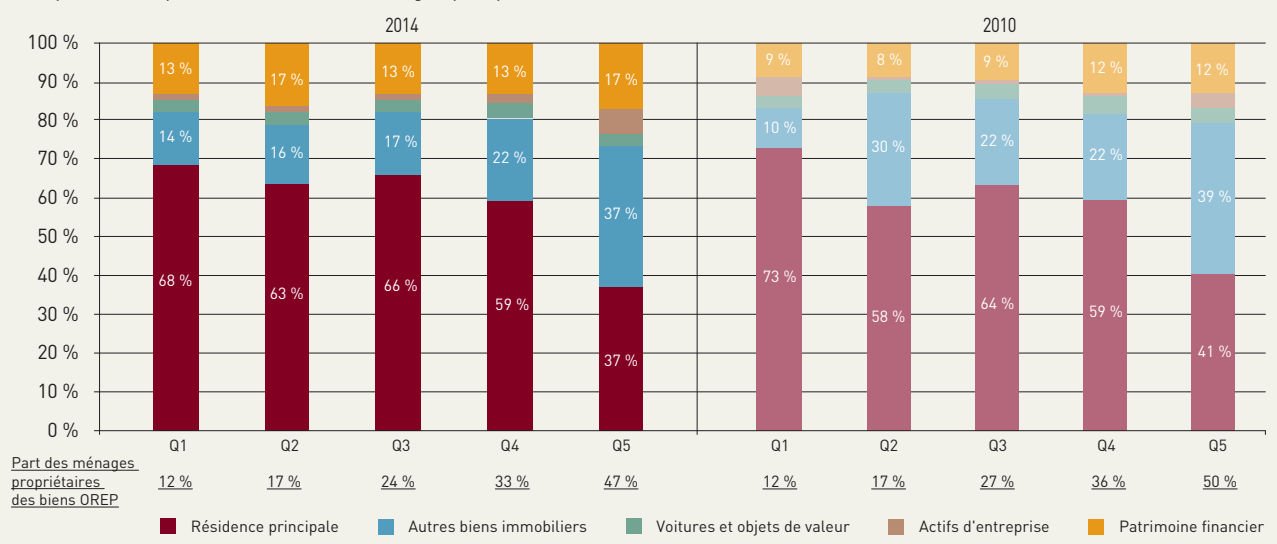


Sources : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS.
Les données sont pondérées et à imputations multiples.

50 Voir Ziegelmeyer, M. (2015): Other real estate property in selected euro area countries, BCL working paper 99.

51 A. Girshina, T.Y. Mathä, M. Ziegelmeyer, « The Luxembourg Household Finance Consumption Survey: Results from the 2nd wave », BCL Working Paper 106, 2017.

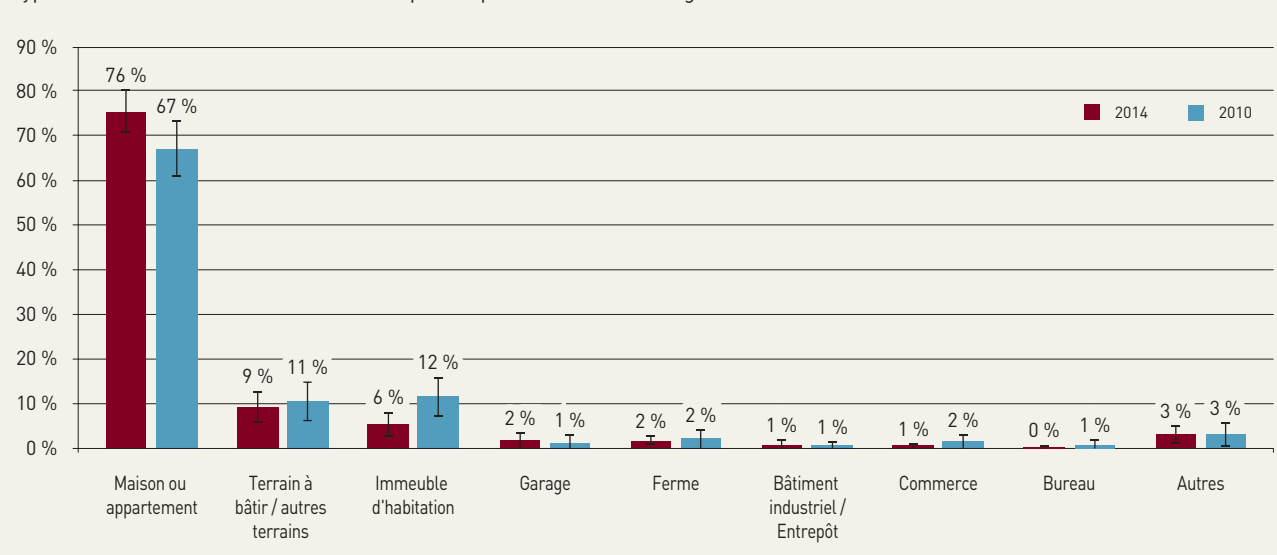
Graphique 2
Composition du patrimoine brut des ménages par quintiles de revenu



Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Comme en 2010, les ménages propriétaires d'autres biens immobiliers possédaient en moyenne deux de ces propriétés en 2014. Pour chaque ménage, l'enquête collecte des informations détaillées seulement pour les deux biens OREP les plus importants (en termes de valeur financière). Les informations sur d'éventuels biens immobiliers supplémentaires sont collectées uniquement sous forme agrégée. Par conséquent, l'analyse se limite au bien OREP le plus important en termes de valeur⁵², ce qui limite l'échantillon à 52 % du nombre total des autres propriétés immobilières en 2014, mais représente 54 % de leur valeur totale.

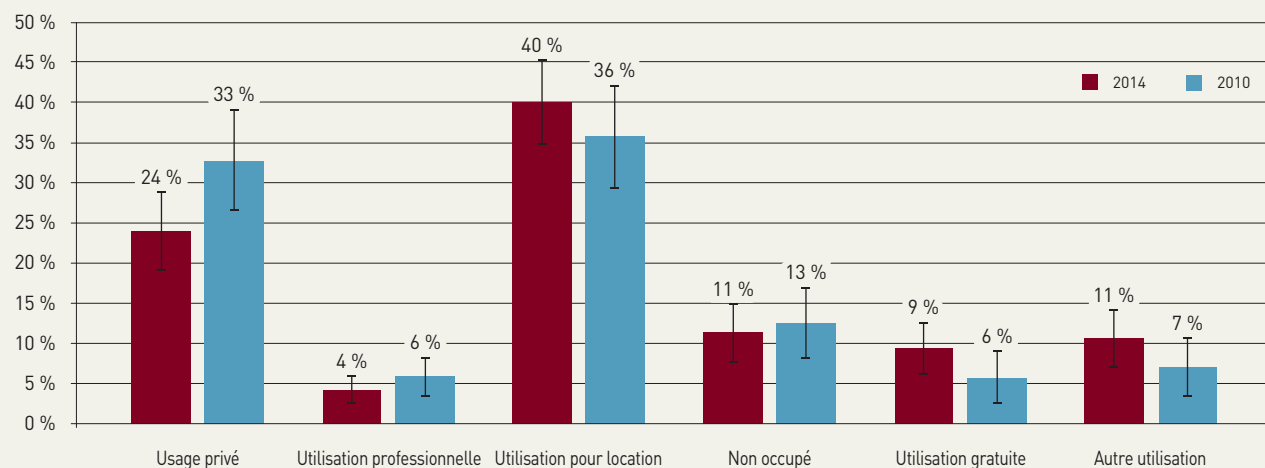
Graphique 3
Type de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important dans le ménage



Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

52 La prise en compte du second bien immobilier le plus important aurait réduit encore plus l'échantillon car certains ménages ne disposent que d'un seul autre bien immobilier.

Graphique 4
Utilisation de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important dans le ménage

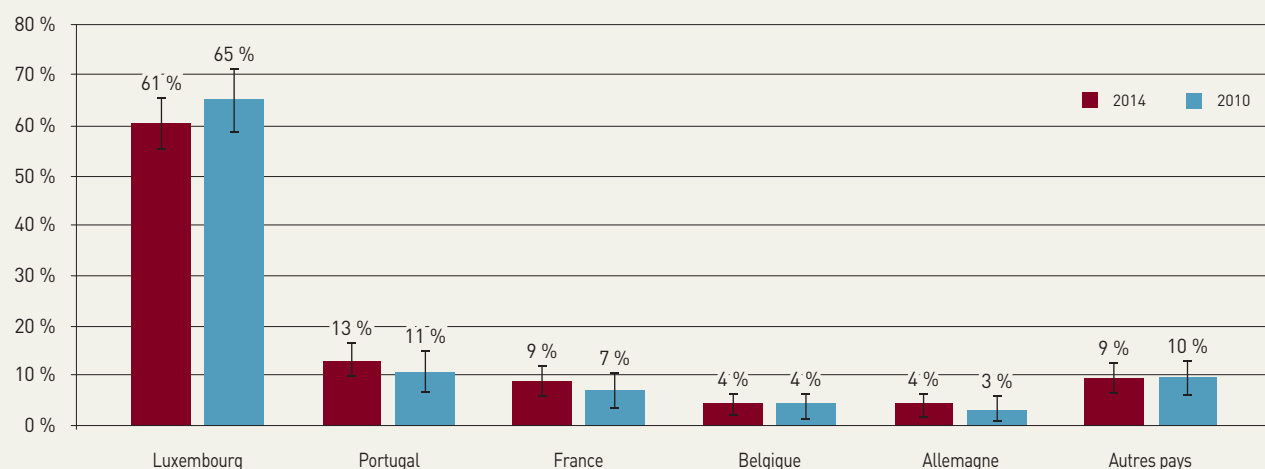


Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Comme indiqué dans le graphique 3, le bien OREP le plus important était généralement une maison ou un appartement (76 %). Ces catégories étaient suivies par les terrains à bâtir (9 %) et les immeubles d'habitation (6 %).

Le graphique 4 montre qu'en 2014 environ 40 % des autres biens immobiliers étaient loués. L'utilisation à des fins privés (par exemple, résidence secondaire) représentait 24 % des biens OREP, tandis que 11 % n'étaient pas occupés. Environ 9 % des biens OREP étaient mis à disposition d'un autre ménage pour une utilisation gratuite. Seulement 4 % étaient utilisés à des fins commerciales.

Graphique 5
Pays de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important dans le ménage



Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Les biens OREP étaient majoritairement situés au Luxembourg (61 %) et en moindre partie au Portugal (13 %), en France (9 %), en Belgique et en Allemagne (4 % chacun). La répartition des biens OREP par pays n'a pas changé de manière statistiquement significative entre 2010 et 2014 (Graphique 5).

La situation géographique du bien OREP le plus important du ménage était étroitement liée au pays de naissance de la personne de référence du ménage, qui est normalement celle financièrement la mieux renseignée (Tableau 1). Par exemple, les biens (OREP) situés au Luxembourg étaient principalement détenus par des ménages où la personne répondant à l'enquête était également née au Luxembourg (81,5 % en 2014). De même, les biens OREP situés au Portugal étaient détenus principalement par des ménages d'origine portugaise (76,7 % en 2014). Parmi les biens OREP situés au Luxembourg, les terrains à bâtir, les garages et les fermes étaient relativement plus fréquents (Tableau 2). De plus, l'utilisation des autres biens immobiliers dépendait fortement du pays où ils se trouvaient (Tableau 3). En 2014, près de 50 % des biens OREP situés hors du Luxembourg étaient destinés à un usage privé, contre seulement 8 % pour ceux situés au Luxembourg. La moitié des biens situés au Luxembourg était louée. La part des biens OREP non occupés au Luxembourg est passée de 15,9 % en 2010 à 12,4 % en 2014, reflétant la forte demande sur le marché immobilier. La part des biens OREP non occupés situés hors du Luxembourg a augmenté entre 2010 et 2014, passant de 6,5 % à 9,8 %. La valeur des biens OREP varie également selon le pays (Graphique 6). Ainsi, en 2014 la valeur moyenne des biens OREP situés au Luxembourg était 2,3 fois plus élevée que celle des biens situés à l'étranger.

Tableau 1 :

Pays de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important selon le pays de naissance de la personne de référence du ménage
(en pourcentage)

2010	PAYS DE NAISSANCE							2010	PAYS DE NAISSANCE						
	EMPLACEMENT DES OREP	LU	PT	FR	BE	DE	AUTRES PAYS		TOTAL	EMPLACEMENT DES OREP	LU	PT	FR	BE	DE
Luxembourg	81,6	5,1	4,3	1,2	2,0	5,9	100,0	LU	90,2	25,5	37,7	19,4	55,1	26,8	65,2
Portugal	3,8	87,5	0,0	4,2	0,0	4,5	100,0	PT	0,7	73,2	0,0	11,5	0,0	3,5	10,9
France	26,5	0,0	49,7	11,3	0,0	12,5	100,0	FR	3,2	0,0	47,5	20,1	0,0	6,3	7,1
Belgique	22,5	0,0	6,7	51,2	1,7	17,9	100,0	BE	1,5	0,0	3,4	48,7	2,8	4,8	3,8
Allemagne	43,8	5,1	12,4	0,0	29,5	9,3	100,0	DE	2,5	1,3	5,5	0,0	42,1	2,2	3,3
Autres pays	11,9	0,0	4,5	0,2	0,0	83,4	100,0	Autres	2,0	0,0	5,9	0,4	0,0	56,5	9,6
Total	59,0	13,1	7,4	4,0	2,3	14,2	100,0	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

2014	PAYS DE NAISSANCE							2014	PAYS DE NAISSANCE						
	EMPLACEMENT DES OREP	LU	PT	FR	BE	DE	AUTRES PAYS		TOTAL	EMPLACEMENT DES OREP	LU	PT	FR	BE	DE
Luxembourg	81,5	3,4	3,7	2,8	1,9	6,8	100,0	LU	86,8	16,8	24,3	37,7	29,5	30,7	60,6
Portugal	13,9	76,7	4,5	0,0	0,2	4,8	100,0	PT	3,2	81,9	6,4	0,0	0,8	4,7	13,1
France	25,9	0,0	60,7	3,3	3,4	6,8	100,0	FR	4,0	0,0	59,1	6,4	7,8	4,5	8,9
Belgique	34,3	0,0	2,5	46,5	0,0	16,6	100,0	BE	2,5	0,0	1,2	42,9	0,0	5,2	4,2
Allemagne	19,6	2,8	0,0	14,9	60,1	2,7	100,0	DE	1,3	0,9	0,0	12,8	61,2	0,8	3,9
Autres pays	12,6	0,5	8,8	0,1	0,3	77,7	100,0	Autres	2,1	0,4	9,0	0,2	0,8	54,1	9,3
Total	56,9	12,3	9,1	4,6	3,8	13,4	100,0	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

Tableau 2 :

Type de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important par pays

(en pourcentage)

	MAISON OU APPARTEMENT	IMMEUBLE D'HABITATION	BÂTIMENT INDUSTRIEL / ENTREPÔT	TERRAIN À BÂTIR / AUTRES TERRAINS	GARAGE	COMMERCE	BUREAU	FERME	AUTRES
2010									
Situé à l'étranger	85,6	10,1	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,4	1,2
Situé au Luxembourg	57,7	12,7	1,3	14,8	2,0	2,4	1,6	3,3	4,2
Total	67,4	11,8	0,8	10,6	1,3	1,6	1,0	2,3	3,2
2014									
Situé à l'étranger	84,0	7,8	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	0,6	1,7
Situé au Luxembourg	70,4	4,1	1,6	11,7	3,1	1,3	0,7	2,6	4,5
Total	75,8	5,5	1,0	9,4	1,9	0,8	0,4	1,8	3,4

Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

Tableau 3 :

Utilisation de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important par pays

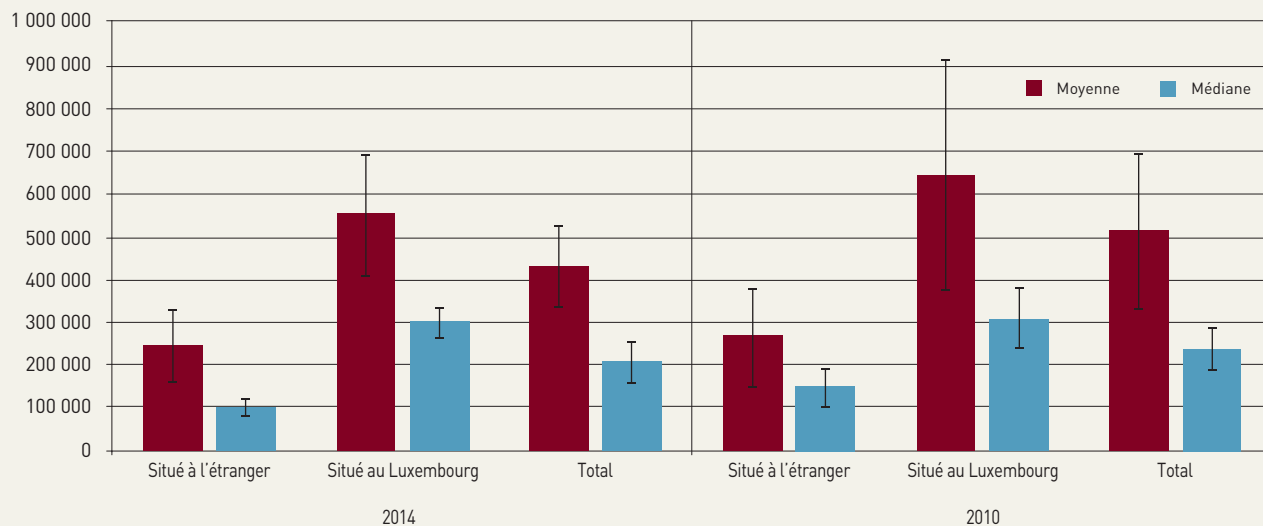
(en pourcentage)

	USAGE PRIVÉ	UTILISATION PROFESSIONNELLE	UTILISATION POUR LOCATION	NON OCCUPÉ	UTILISATION GRATUITE	AUTRE UTILISATION	TOTAL
2010							
Situé à l'étranger	68,0	1,4	16,0	6,5	3,8	4,3	100,0
Situé au Luxembourg	14,1	8,4	46,3	15,9	6,8	8,6	100,0
Total	32,8	5,9	35,8	12,6	5,8	7,1	100,0
2014							
Situé à l'étranger	48,4	0,8	25,9	9,8	10,3	4,7	100,0
Situé au Luxembourg	8,2	6,5	49,6	12,4	8,9	14,4	100,0
Total	24,1	4,3	40,3	11,4	9,5	10,6	100,0

Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

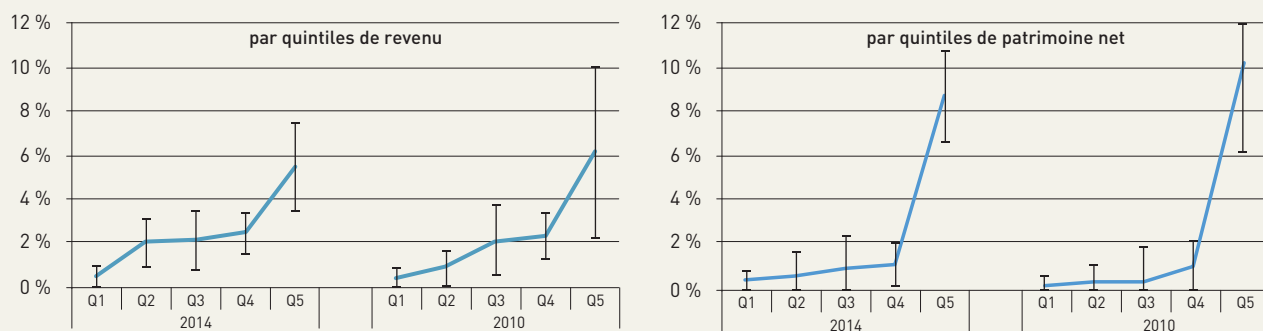
En 2014, 12,5 % des ménages déclaraient avoir reçu des revenus locatifs, une part similaire à celle observée lors de la première enquête (13,3 %). En moyenne, les revenus locatifs représentaient 3,7 % du revenu total brut des ménages en 2014. Parmi les ménages propriétaires des biens OREP loués, le revenu locatif moyen s'élevait à 25 500 euros, soit 16,3 % du revenu total de ces ménages. La part du revenu total provenant de loyers était plus élevée pour les ménages plus aisés (Graphique 7). Pour les 20 % de ménages ayant les revenus les plus faibles, les revenus locatifs ne représentaient que 0,4 % du revenu total, alors que cette part était de 5,5 % pour les 20 % de ménages ayant les revenus les plus élevés. En se basant, par contre, sur une répartition en fonction du patrimoine, cette part passait de 1,1 % pour les 20 % des ménages avec le patrimoine le plus faible à 8,7 % pour les 20 % avec le patrimoine plus élevé.

Graphique 6
Valeur nette de l'autre bien immobilier (OREP) le plus important par pays
(en euros)



Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. Aucun ajustement de l'IPCn pour les valeurs de 2010.

Graphique 7
Part du revenu locatif dans le revenu brut total selon le revenu ou le patrimoine du ménage



Source : Calculs BCL basés sur la 1^{ère} et 2^{ème} vagues de la LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation de la comptabilité nationale publiée en octobre 2018 a apporté des révisions aux données publiées au printemps 2018 (voir l'encadré 5 pour plus de détails). La progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à 2,4 % en 2016 et à 1,5 % en 2017, à comparer avec respectivement 3,1 % et 2,2 % dans la version précédente.

D'après ces comptes nationaux, en 2017, les consommations privée et publique auraient progressé de respectivement 3,0 % et 3,1 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en hausse de 4,0 %, après une hausse de 10,4 % en 2016. De leur côté, les exportations et les importations auraient diminué de respectivement 1,9 % et 2,2 %. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2017 aurait été par ailleurs principalement imputable à la demande interne.

De même, en 2017, la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, se serait expliquée principalement par la bonne performance des « activités financières et d'assurance » et du secteur public au sens large (y compris l'éducation et la santé).

Encadré 5 :

LES DONNÉES RÉCENTES DE LA COMPTABILITÉ NATIONALE

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels en octobre 2018 a apporté des révisions conséquentes aux données historiques publiées précédemment⁵³. Il convient de rappeler que l'établissement des comptes nationaux est un exercice laborieux, en particulier au Luxembourg, compte tenu de la taille de l'économie, de son fort degré d'ouverture internationale et de l'importance du secteur financier⁵⁴. Les comptes nationaux sont soumis à des examens réguliers par le STATEC et ce dernier adapte ses estimations en cas de changements méthodologiques ou de modification de ses outils, mais surtout en fonction des informations statistiques qui sont à sa disposition. Ces informations sont généralement assez partielles pour les périodes les plus récentes et ne deviennent que progressivement plus exhaustives. La fiabilité des estimations s'accroît donc, en principe, au fil du temps.

Le tableau 1 reprend les estimations des taux de variation annuels du PIB depuis 2014 et les révisions par rapport aux estimations d'avril 2018⁵⁵.

Sur la période séparant les années 2014 à 2017, le taux de variation annuel moyen du PIB en valeur s'est inscrit à 4,4 %. Cette variation se décompose en une progression moyenne du PIB en volume de 3 % et en une hausse moyenne du déflateur du PIB de 1,4 %. En comparaison avec les estimations précédentes, le taux de progression annuel moyen du PIB en valeur est resté inchangé. Ce résultat masque cependant des révisions au niveau des différentes composantes.

En ce qui concerne le partage volume / prix du PIB en valeur, la révision nulle du taux de croissance moyen résulte d'une révision à la baisse du taux de variation moyen du PIB en volume (-0,5 p.p.) et d'une révision dans le sens opposé et

53 Il est à rappeler que la publication des comptes nationaux annuels (et celle relative aux comptes nationaux trimestriels du deuxième trimestre 2018), initialement prévue pour le 21 septembre 2018, a été reportée par le STATEC au 19 octobre.

54 Voir aussi BCL (2011) : La révision des comptes nationaux et son impact sur les projections macroéconomiques, Bulletin 2011-3, pp. 67-70.

55 Les données antérieures à 2014 n'ont pas été révisées.

d'ampleur quasiment identique (+0,4 p.p.) du déflateur du PIB⁵⁶. De même, la révision à la baisse du taux de variation annuel moyen du PIB en volume (-0,5 p.p.) résulte d'une révision à la hausse en 2015 (+1,1 p.p.) qui a été contrebalancée par des révisions à la baisse sur les trois années restantes.

Tableau 1 :

Estimations d'octobre du taux de variation annuel du PIB en valeur, du PIB en volume et du déflateur du PIB et révisions par rapport aux estimations d'avril 2018 (en pourcentage, respectivement en points de pourcentage)

		PIB EN VALEUR	PIB EN VOLUME	DÉFLATEUR DU PIB
Taux de variation annuel (en %)	2014	7,2	4,3	2,7
	2015	3,5	3,9	-0,4
	2016	3,3	2,4	0,9
	2017	3,7	1,5	2,2
	2014-2017	4,4	3,0	1,4
Révisions (en p.p.)	2014	-0,4	-1,5	1,1
	2015	-0,7	1,1	-1,7
	2016	1,6	-0,7	2,2
	2017	-0,7	-0,8	-
	2014-2017	-	-0,5	0,4

Sources : STATEC, calculs BCL (aux arrondis près)

Dans l'optique des dépenses du PIB (Tableau 2), la révision à la baisse de l'évolution du PIB en volume s'explique principalement par un ajustement relativement important au niveau de la balance commerciale (et plus précisément des exportations de services).

Tableau 2 :

Taux de variation annuel d'octobre des composantes du PIB (optique dépenses) et révisions par rapport aux comptes nationaux publiés en avril 2018 (en pourcentage, respectivement en points de pourcentage)

	TAUX DE VARIATION ANNUEL (EN %)				RÉVISIONS (EN P.P.)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Consommation privée	4,1	3,2	1,7	3	1,8	-0,1	-0,7	0,3
Consommation publique	1,9	2,8	2,5	3,1	-0,1	0,2	0,5	1,3
Formation brute de capital	9,5	-9,9	10,4	4	5,2	-1,9	9,9	2,1
Exportations	16,4	5,3	3,8	-1,9	2,4	-1,6	1,1	-5,8
Importations	19,5	4,3	4,5	-2,2	4,9	-2,8	2,4	-6,1
Exportations nettes	1,1	10,4	0,1	-0,3	-10	4,7	-5,7	-4,3
PIB en volume	4,3	3,9	2,4	1,5	1,5	1,1	-0,7	-0,8

Sources : STATEC, calculs BCL

56 Il convient de noter que la variation du déflateur du PIB, qui reflète l'évolution des prix des biens et services produits et qui avait été estimée à -1,3 % en 2016 lors de précédentes estimations, est désormais évaluée à +0,9 %. Dans son avis sur le projet de budget 2018, la BCL avait mis en avant ce résultat a priori surprenant, au regard du caractère exceptionnel d'une baisse du déflateur du PIB au Luxembourg (une situation qui n'a pas été observée depuis 1998). Si cette révision à la hausse était attendue, il en est autrement de la révision à la baisse observée pour 2015 où, selon la plus récente version des comptes nationaux, le déflateur du PIB se serait inscrit en baisse de 0,4 % (contre une hausse de 1,3 % dans la version précédente).

En ce qui concerne l'optique de production (Tableau 3), en moyenne, les révisions les plus importantes ont été opérées du côté des branches « Commerce au sens large » (-4,6 p.p. en moyenne au cours des années 2014 à 2017⁵⁷) et « Activités financières » (+2,7 p.p.). Ces révisions ont été particulièrement importantes en 2015 et 2017.

Tableau 3 :

Taux de variation annuel d'octobre de la valeur ajoutée brute totale (et par branches) et révisions par rapport aux comptes nationaux publiés en avril 2018 (en pourcentage, respectivement en points de pourcentage)

	TAUX DE VARIATION ANNUEL (EN %)				RÉVISIONS (EN P.P.)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Industrie	-6,5	17,1	8,8	-2,1	-18,2	14,0	10,3	-6,1
Construction	12,2	-0,1	0,8	-2,9	3,4	-5,9	-2,1	-1,5
Commerce au sens large	4,7	-3,0	2,7	-2,7	1,0	-7,3	0,9	-13,0
Activités financières	3,3	9,4	1,6	3,6	-3,4	7,0	0,3	6,8
Activités de services privés	7,5	4,9	3,4	3,8	1,1	1,7	-3,8	1,8
Services publics	1,2	2,1	1,1	5,0	-0,8	1,4	0,1	3,0
Valeur ajoutée totale	3,9	4,1	2,5	1,7	-1,7	1,2	0,2	-0,7

Sources : STATEC, calculs BCL

Dans l'optique des revenus, l'ajustement à la baisse a été imputé à l'excédent brut d'exploitation (avec une révision moyenne des taux de variation de -0,4 p.p. par rapport aux estimations précédentes). Selon les comptes nationaux d'octobre 2018, l'excédent brut d'exploitation aurait connu une progression relativement faible sur les années 2014 à 2017 (+3,8 %). Cette progression aurait ralenti après 2014, aboutissant même à un léger recul en 2017 (-0,2 %).

Cette performance de l'économie luxembourgeoise – telle que mesurée par le PIB en volume et telle qu'elle se dégage de la plus récente version des comptes nationaux – pose question et ce, à plusieurs égards. La décélération de la croissance économique depuis 2014 est à contre-courant de l'accélération observée dans la zone euro sur cette même période. Le taux de croissance du Luxembourg de 1,5 % en 2017 est le plus bas enregistré depuis 2012 et se situe en-dessous de celui observé au niveau de la zone euro, donc à l'inverse de la hiérarchie traditionnelle. Finalement, cette faible performance de l'économie luxembourgeoise apparaît en contradiction avec d'autres indicateurs conjoncturels⁵⁸, notamment les indicateurs d'activités sectorielles, l'accélération progressive de l'emploi, la hausse continue des recettes fiscales ou encore les indicateurs de confiance⁵⁹.

Selon le STATEC, cette moindre croissance économique ne relèverait « pas d'un mouvement général qui serait soutenu par des fondements macroéconomiques, mais principalement de cas isolés, pour lesquels se posent des difficultés méthodologiques de mesure »⁶⁰. Malheureusement, aucune estimation quantitative de ce phénomène n'est fournie.

Le STATEC évoque également un « retraitement statistique de quelques opérations exceptionnelles de groupes multinationaux présents sur le territoire du Grand-Duché » qui serait à l'origine des révisions des données. « Ces retraitements ont été effectués sur la base de nouvelles informations qui n'étaient pas encore disponibles pour la version

57 Plus en détail, en 2015, le recul de la valeur ajoutée aurait été particulièrement important dans la branche du commerce traditionnel (c'est-à-dire le commerce de détail, le commerce de gros et le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles). En 2017, le recul de l'activité dans le secteur commercial au sens large s'expliquerait principalement par une baisse de l'activité dans le commerce de détail et la branche « information et communication ».

58 L'analyse et l'interprétation des comptes nationaux est utilement complétée par la comparaison avec d'autres sources statistiques. Une telle comparaison permet, en effet, de parfaire le diagnostic conjoncturel et de nuancer éventuellement les estimations des comptes nationaux – d'autant plus que celles-ci sont sujettes à révision.

59 À titre d'illustration, l'indicateur de sentiment économique (ESI) a atteint des sommets historiques en 2017 et s'est maintenu, depuis lors, à des niveaux élevés et largement supérieurs à sa moyenne de long terme. Rappelons qu'il s'agit d'un indicateur composite dérivé, au Luxembourg, de l'indicateur de confiance de l'industrie, de l'indicateur de confiance de la construction et de l'indicateur de confiance des consommateurs. La forte amélioration de l'indicateur de sentiment économique s'est principalement expliquée par une amélioration des indicateurs de confiance de la construction et des consommateurs.

60 STATEC (2018), Conjoncture flash 2018-10.

précédente des comptes annuels. Signalons que les groupes multinationaux posent des défis méthodologiques importants et que plusieurs cas réclament des analyses détaillées dont certaines sont toujours en cours »⁶¹.

Ces « retraitements » effectués sur la base de nouvelles informations semblent essentiellement concerner les années 2016 et 2017, alors que les révisions à la baisse concernent les quatre dernières années. Dans la même lignée, bien qu'attendues au regard de l'évolution d'autres indicateurs conjoncturels, les révisions à la hausse de la valeur ajoutée du secteur financier restent à ce jour inexécutées.

De manière générale, les informations fournies s'avèrent insuffisantes et ne permettent guère à un observateur externe, même averti, de se forger une image claire sur l'état et l'évolution de l'économie luxembourgeoise et sur l'impact quantitatif de ces phénomènes *a priori* exceptionnels et donc aussi temporaires. Ce constat pose de sérieux problèmes, notamment dans le contexte des projections macroéconomiques et budgétaires, car le PIB est un indicateur-clé pour l'évolution attendue de variables importantes telles que l'emploi, les recettes fiscales, l'écart de production⁶², etc. De manière générale, élaborer un scénario quantitatif de l'économie luxembourgeoise est devenu une tâche particulièrement ardue et risquée dans ce contexte d'incertitude marquée frappant les données de comptabilité nationale. En effet, une estimation fiable et une interprétation correcte de l'évolution récente de la conjoncture sont la base pour l'élaboration, avec un minimum de fiabilité, de projections macroéconomiques.

Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le deuxième trimestre 2018, a fait ressortir une stagnation du PIB réel par rapport au premier trimestre 2018. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une progression de 3,1 %. Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2018 aurait atteint 2,4 % à l'issue du deuxième trimestre 2018⁶³.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au deuxième trimestre 2018 et en glissement annuel, les consommations privée

61 STATEC (2018), Communiqué de presse n° 37 du 19 octobre 2018 relatif à la publication des données de la comptabilité nationale.

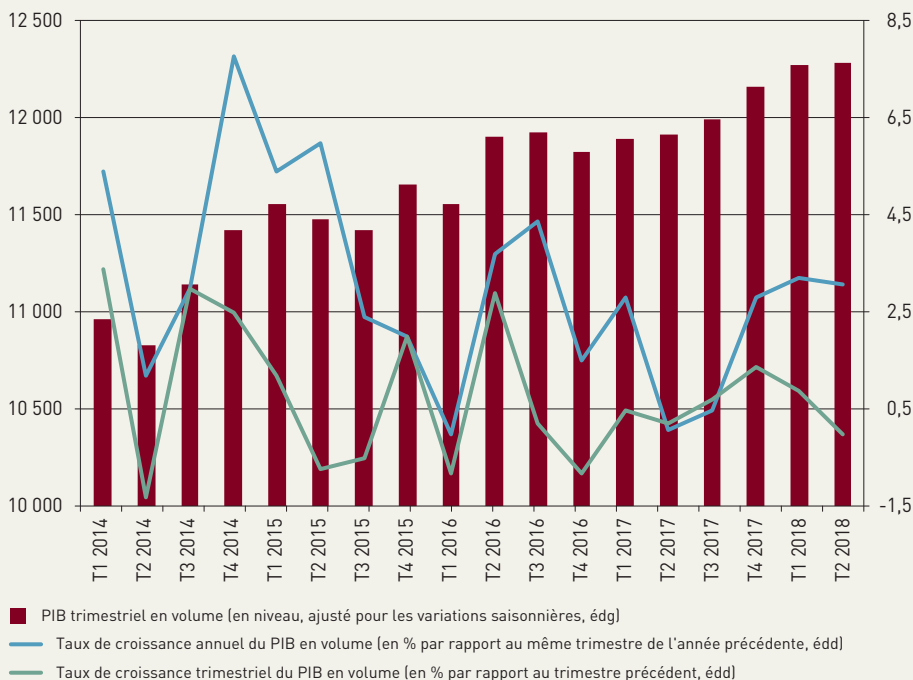
62 La révision à la baisse des estimations de la croissance pour les années 2014-2017 a engendré une révision à la baisse de l'écart de production (séparant le PIB observé de son niveau potentiel) par rapport à nos projections de juin 2018.

63 Rappelons que l'acquis de croissance « d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu » [Source : Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité]. Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2018 (N) et par rapport à 2017 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel (ajusté pour les variations saisonnières) observé au deuxième trimestre 2018 (soit 12 281 millions d'euros) sur les deux trimestres restants de 2018.

Graphique 27

Niveau et progression du PIB réel

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



Sources : STATEC, calculs BCL

et publique auraient progressé respectivement de 3,7 % et 3,3 %. La formation brute de capital fixe aurait diminué de 14,4 % (après la baisse de 11,2 % le trimestre précédent) et les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 6,9 %, alors que les importations auraient progressé de 6 %. En glissement trimestriel, l'ensemble des composantes de la demande se seraient inscrites en hausse au deuxième trimestre 2018, à l'exception de la formation brute de capital fixe (-1,1 %).

Tableau 16 :

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			
	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018
Consommation privée	1,3	1,0	1,2	0,1	4,6	2,5	4,9	3,7
Consommation publique	1,1	1,2	0,6	0,4	3,7	4,2	3,9	3,3
Formation brute de capital fixe	-14,8	4,7	-2,9	-1,1	-5,5	-6,3	-11,2	-14,4
Exportations	1,3	2,2	0,8	2,3	-2,4	0,9	5,3	6,9
Importations	0,5	2,5	1,3	1,7	-2,1	0,1	5,1	6,0
PIB réel	0,7	1,4	0,9	0,0	0,5	2,8	3,2	3,1

Source : STATEC

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement diminué dans la branche « information et communication » (-6,3 %) ⁶⁴ et dans une moindre mesure dans les activités financières (-0,6 %) ⁶⁵. La valeur ajoutée aurait augmenté dans l'ensemble des autres branches.

Tableau 17 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018
Secteur primaire	3,2	-2,3	-2,2	6,5	0,6	-4,0	5,5	5,2
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	4,9	2,6	-3,6	1,3	2,4	4,7	5,0	5,0
Construction	-2,2	-0,7	4,8	1,3	-4,1	-6,3	4,9	3,1
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,4	3,1	-0,6	0,3	-0,2	4,0	1,8	4,2
Information et communication	-5,2	0,0	5,7	-6,5	-22,6	-22,2	-6,7	-6,3
Activités financières et d'assurance	0,2	2,2	0,2	-3,1	1,2	5,4	4,6	-0,6
Activités immobilières	0,2	0,8	1,6	1,1	1,1	0,5	2,0	3,8
Services aux entreprises et location	0,1	3,7	0,7	-0,3	3,9	12,4	3,6	4,2
Administrations publiques, éducation et santé	1,2	1,6	1,2	0,7	5,4	6,0	5,8	4,9

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

65 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 deuxième trimestre 2018 : +8,8 % en glissement annuel et +1,5 % en base trimestrielle. Dans le secteur bancaire, le produit bancaire des établissements de crédit s'est inscrit en hausse en glissement annuel (sous l'effet d'une augmentation de la marge sur intérêts et des revenus sur commissions).

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018
Autres activités de services	1,6	0,8	0,0	-2,1	5,8	6,4	4,1	0,3
Valeur ajoutée totale	0,5	1,9	0,5	-0,1	0,5	3,5	3,1	2,9
PIB réel	0,7	1,4	0,9	0,0	0,5	2,8	3,2	3,1

Source : STATEC

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la plus récente version des comptes nationaux trimestriels, publiée en octobre 2018, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance sur douze mois : +3,2 % au lieu de +5,1 % pour le premier trimestre 2018, +2,8 % au lieu de +1,8 % pour le quatrième trimestre 2017 et +0,5 % au lieu de +3,2 % pour le troisième trimestre 2017. Aucune information n'était encore disponible pour le troisième trimestre de l'année en cours lors de la rédaction de ce bulletin.

1.2.6 Projections macroéconomiques de décembre 2018

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte d'évolutions conjoncturelles mitigées, datent de juin 2018⁶⁶. L'activité économique dans la zone euro était positivement orientée, mais l'expansion avait ralenti par rapport aux cinq trimestres précédents. Au Luxembourg, une première estimation des comptes nationaux avait révélé un ralentissement surprenant de la croissance en 2017, à contre-courant de l'accélération de l'activité économique dans la zone euro et contraire à d'autres indicateurs d'activité⁶⁷. Au premier trimestre 2018, les évolutions sur les marchés boursiers étaient marquées par le retour d'une volatilité élevée, mais les indicateurs d'activité suggéraient du dynamisme dans le secteur financier, bien qu'en-deçà du rythme de 2017. La bonne portée du marché du travail semblait aussi 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 2,3 % en 2017 à 3,9 % en 2018 et la poursuite d'une croissance proche de 3,6 % en 2019.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de juin 2018, le diagnostic conjoncturel a connu une évolution nuancée. Selon les comptes nationaux annuels pour l'année 2017, publiés en octobre 2018, la croissance du PIB réel aurait été seulement de 1,5 %, soit 0,8 p.p. de moins que lors de la première estimation. De plus, dans la plus récente estimation des comptes nationaux annuels, le taux de variation annuel moyen du PIB réel a été révisé à la baisse sur une plus longue période. Ces révisions sont détaillées dans l'encadré 5 « Les données récentes de la comptabilité nationale » de ce bulletin.

L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2018, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait toutefois montré des signes de reprise par rapport au deux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation annuel du PIB réel aurait été de 3,2 % en moyenne pour les deux premiers trimestres. L'acquis de croissance pour l'année 2018, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre 2018 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 2,4 %.

⁶⁶ Voir BCL, Bulletin 2018/2, pp. 54-66.

⁶⁷ Ce ralentissement était surtout le résultat d'une contribution négative du secteur financier, malgré une évolution très favorable des marchés financiers et une performance satisfaisante du secteur bancaire. Selon les estimations les plus récentes de la comptabilité nationale, la valeur ajoutée en volume du secteur financier a d'ailleurs été fortement révisée et sa contribution à la croissance en 2017 est désormais largement positive.

S'agissant de la deuxième moitié de l'année 2018, les évolutions sur les marchés financiers sont restées volatiles. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, se sont inscrits en baisse depuis le mois de septembre 2018 et sont retombés en octobre à leur niveau observé à la fin de l'année 2016. La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a néanmoins progressé de 7,1 % sur une base annuelle au troisième trimestre 2018 et l'acquis de croissance de la VNI en octobre pour l'année 2018 se chiffre à 6,2 %. L'industrie des fonds d'investissement, qui avait connu une année très favorable en 2017, devrait donc progresser à nouveau en 2018, mais vraisemblablement en-deçà du rythme de 2017. En outre, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, les revenus nets sur commissions ont progressé de 7,8 % et la marge d'intérêt des banques a augmenté de 6,1 % au cours des trois premiers trimestres de 2018. 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 croissance dans la zone euro a ralenti davantage au troisième trimestre 2018, à 0,2 % sur une base trimestrielle (voir aussi sous-chapitre 1.1.6.). Elle est néanmoins restée positive et le ralentissement ne devrait être que temporaire, de sorte que l'environnement économique devrait continuer à exercer des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie sont restés stables ces derniers mois et se maintiennent 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 aussi une progression de l'activité dans le reste de l'économie.

La croissance décevante du PIB réel en 2017 proviendrait en premier lieu d'une performance anémique du secteur non financier. Selon le STATEC, ce résultat s'explique surtout par quelques opérations exceptionnelles de groupes multinationaux présents sur le territoire du Grand-Duché⁶⁸. À ce stade et en l'absence d'informations supplémentaires, il est impossible d'évaluer l'envergure de ces opérations et d'en déduire les implications pour l'évolution future du PIB. Plusieurs scénarii sont envisageables. D'un côté, il se pourrait que ces phénomènes « atypiques » persistent, voire se renforcent. Dans ce cas, ils continueraient à avoir un impact négatif sur la croissance de l'année en cours et éventuellement des années suivantes. D'un autre côté, il se pourrait que ces phénomènes soient uniques et transitoires. Dans ce cas, leur dissipation aurait un effet (de base) positif sur le taux de croissance du PIB en 2018. Notre scénario des projections se situe entre ces deux cas extrêmes et résulte davantage d'une hypothèse de travail que d'une projection au sens propre du terme. Son adoption se base sur le niveau élevé du degré d'incertitude entachant actuellement les données de comptabilité nationale ainsi que sur les tendances favorables dont une série d'indicateurs macroéconomiques font preuve.

En dépit du niveau de croissance étonnamment faible que le Luxembourg aurait connu en 2017 sur la base des seuls comptes nationaux, il n'y a guère d'indicateurs pointant en direction d'un affaiblissement important et durable de la croissance. Le contexte conjoncturel assez favorable dans la zone euro, la continuation du dynamisme dans le secteur financier et la bonne santé du marché de travail suggèrent une expansion robuste de l'activité économique en 2018, qui devrait rester proche de, voire dépasser la croissance tendancielle par la suite.

68 Voir entre autres STATEC (2018), Communiqué de presse n° 37 du 19 octobre 2018 relatif à la publication des données de la comptabilité nationale.

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 sur les marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 19.

Entre juin et octobre 2018, le prix du pétrole a progressé de 7 % pour s'établir à environ 80 dollars le baril. Le prix du pétrole s'est ensuite orienté à la baisse et s'est établi à 67 dollars en moyenne en novembre 2018, soit un cours moyen inférieur de 11 % à celui observé lors de l'élaboration des projections de juin dernier. D'après les indications des contrats à terme, le prix du pétrole devrait continuer à diminuer en décembre 2018, avant de remonter progressivement jusqu'en juillet 2019, pour entamer ensuite une nouvelle baisse jusqu'à la fin de l'horizon de projection en décembre 2021. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 72 dollars en 2018, 68 dollars en 2019, 67 dollars en 2020 et 66 dollars en 2021. Par rapport aux prévisions de juin 2018, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été sensiblement révisées à la baisse pour 2018, 2019 et 2020.

La croissance du PIB et du commerce mondial devraient de leur côté légèrement baisser en 2018, pour se stabiliser autour de 3,6 % en moyenne sur l'horizon de projection.

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, ralentir en 2018, accélérer en 2019 et 2020 avant de retomber à 3,5 % en 2021. Rappelons que la demande internationale adressée au Luxembourg constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur ; cette demande, qui résulte de l'agrégation des évolutions des importations de ses partenaires commerciaux, a été sensiblement révisée à la baisse en 2018, et à la hausse en 2019 et 2020 par rapport à nos projections de juin.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx large, devraient d'abord reculer légèrement en 2018 et plus nettement par la suite. La régression anticipée pour 2019 serait particulièrement forte. Les évolutions de cet indice boursier ont été révisées à la baisse en 2018 et surtout en 2019. Enfin, les hypothèses portant sur le taux de change de l'euro, ont été revues marginalement à la baisse par rapport à juin : l'euro devrait ainsi s'établir à 1,18 dollar en moyenne annuelle en 2018, puis à 1,14 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 pour leur part que peu varié pour 2018 et 2019. Le taux à trois mois a ensuite été révisé à la baisse pour 2020 tandis que le taux à 10 ans est resté inchangé par rapport à l'exercice précédent.

Par rapport à l'exercice de juin 2018, 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 18 :

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)⁶⁹

	2018	2019	2020	2021
Prix du pétrole en \$/bl	71,8 [-2,7]	67,5 [-6,0]	66,8 [-1,9]	65,9
Taux de change \$/€	1,18 [-0,02]	1,14 [-0,04]	1,14 [-0,04]	1,14
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,3 [0,0]	-0,3 [-0,1]	0,0 [-0,2]	0,3
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,1 [-0,1]	1,4 [-0,1]	1,7 (-)	1,9
Eurostoxx (évolution en %)	-0,1 [-3,4]	-8,3 [-6,6]	-2,5 (-)	-2,2
Commerce mondial (hors zone euro)	5,1 [+0,0]	3,5 [-1,1]	3,6 [-0,4]	3,6
PIB mondial (hors zone euro)	3,8 [-0,2]	3,5 [-0,4]	3,6 [-0,1]	3,6
PIB zone euro	1,9 [-0,1]	1,7 [-0,1]	1,7 (-)	1,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	3,1 [-1,1]	3,8 [-0,8]	4,0 [-0,1]	3,5

Source : BCE

Au-delà de ces hypothèses purement techniques, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario d'évolution 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 1,9 % en 2018, 1,7 % en 2019, 1,7 % en 2020, et 1,5 % en 2021. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH devrait quant à elle s'établir à respectivement 1,8 %, 1,6 %, 1,7 % et 1,8 % au cours de cette période.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de décembre 2018 aboutissent à une progression du PIB réel en 2018 de 3,6 %, soit 0,3 p.p. de moins qu'anticipé auparavant. Cette révision à la baisse s'explique en premier lieu par un contexte moins favorable au niveau international et une évolution baissière des marchés boursiers. Cependant, au regard du ralentissement considérable émanant des données provisoires de la comptabilité nationale pour l'année 2017, l'année 2018 serait le théâtre d'une accélération assez forte de l'activité économique au Luxembourg, ce qui serait à contrecourant de la baisse de régime projetée pour la zone euro et également pour l'économie mondiale.

Pour l'année 2019, la croissance de l'économie luxembourgeoise pourrait décélérer légèrement à environ 3,5 % 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 attendue dans la zone euro, des effets positifs sur la croissance au Luxembourg devraient se manifester sur l'ensemble 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.

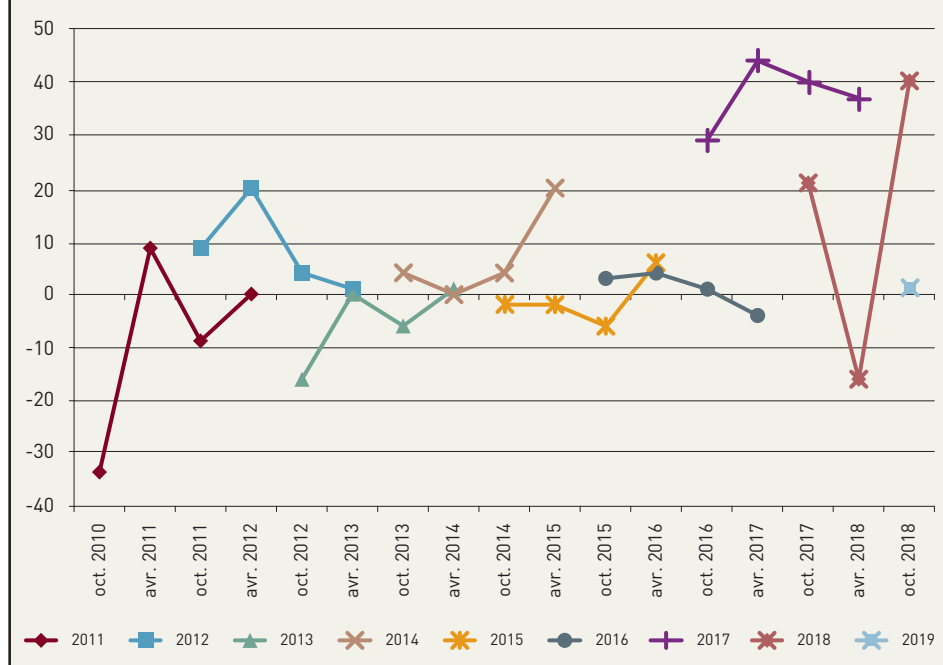
Les projections macroéconomiques se basent sur un scénario « à politique budgétaire inchangée »⁷⁰, le budget pour l'année 2019 devant être voté au cours des quatre premiers mois de 2019. Une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales ont pris effet en début des années 2017 et 2018⁷¹. Ces allègements fiscaux ont augmenté le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera sans doute 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

⁶⁹ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2018. 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.

⁷⁰ Voir ci-après sous chapitre 1.2.10 de ce bulletin.

⁷¹ Pour plus de détails, voir avis de la BCL sur le projet de budget 2017 publié dans le bulletin 2016/3.

Graphique 28
Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise
(dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)⁷³



Source : Commission européenne

la consommation et de l'investissement privés sont importées, ce qui tend à réduire leur impact sur le PIB national. À l'heure actuelle, il semble que ces mesures fiscales n'aient pas encore eu d'incidences importantes sur les dépenses de consommation des ménages résidents et d'investissement des entreprises.

Selon les données provisoires de la comptabilité nationale, la croissance de 1,5 % du PIB réel en 2017 résulterait d'une contribution de 1,7 p.p. de la demande domestique (y compris les variations de stocks et les acquisitions moins cessions d'objets de valeur) et d'une contribution légèrement négative des exportations nettes de biens et services, imputable à un recul exceptionnel⁷² de 1,9 % des exportations. La progression de la

demande domestique (+2,5 %) aurait été atone et inférieure à la progression moyenne des quatre années précédentes. Selon les projections, l'accélération de la croissance économique en 2018 irait de pair avec une composition plus équilibrée : la croissance devrait avoir une assise large, puisque toutes les composantes de la demande, y compris les exportations, y contribueraient.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2018, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus nettement plus optimistes en matière d'investissements et ont fortement revu à la hausse leurs anticipations pour l'année en cours. Pour l'année 2019 et selon ces mêmes enquêtes, les dépenses d'investissement ne progresseraient que légèrement. 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 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 en particulier 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

⁷² Depuis 1996, les exportations en volume ont uniquement reculé en 2009 (impact de la crise financière) et en 2017.

⁷³ 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.

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 notamment devenu plus avantageux à partir de l'année 2017⁷⁴.

Tableau 19 :

Projections macroéconomiques générales de décembre 2018 et révisions par rapport à juin 2018

(en pourcentage de variation et en points de pourcentage)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2018					RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2018			
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020
PIB réel	1,5	3,6	3,5	3,4	3,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1
IPCH	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	-	0,1	-	0,1
IPCN	1,7	1,5	1,8	1,8	1,8	-	0,2	-	-
IPCN excluant l'énergie	1,6	1,0	1,9	2,0	2,0	-	0,1	-	-
IPCN énergie	4,4	8,5	1,6	-0,5	-0,6	-	0,6	0,5	1,1
Échelle mobile des salaires	2,5	1,0	1,9	2,1	1,7	-	-	0,4	-0,4
Coût salarial moyen	3,3	2,2	2,8	2,9	2,6	0,5	-0,1	0,1	-0,8
Emploi salarié	3,5	3,9	3,3	2,9	2,9	0,1	0,3	0,1	-0,1
Taux de chômage	5,9	5,5	5,3	5,1	4,9	-	-	-0,1	-0,1
Solde public (en % du PIB)	1,4	1,4	1,3	1,0	1,2	-0,1	0,5	0,4	0,4
Dette publique (en % du PIB)	23,0	21,6	21,6	21,6	21,1	-	-1,4	-1,3	-0,7

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, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent relativement favorables. À la fin de l'année 2018, 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 trois indicateurs du tableau de bord de la Commission dépassaient leur seuil d'alerte. Il s'agit de la dette du secteur privé⁷⁵, du taux d'activité⁷⁶ ainsi que du taux de chômage des jeunes. La Commission a aussi relevé que la hausse conjointe et ininterrompue des prix immobiliers et de l'endettement des ménages constitue 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 luxembourgeois⁷⁷.

1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le marché du travail luxembourgeois a poursuivi son expansion à un rythme soutenu. La progression annuelle de l'emploi s'est établie à 3,9 % au deuxième trimestre 2018 avant de décélérer légèrement par la suite. Les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et HORECA » et le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) 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

⁷⁴ 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.

⁷⁵ 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 (ISBLM). Les instruments pris en compte sont les titres de créances et les crédits.

⁷⁶ Le taux d'activité correspond au nombre de personnes économiquement actives (aussi appelé force de travail) âgées de 15 à 64 ans en pourcentage de la population totale du même âge.

⁷⁷ Voir aussi la section 1.2.6.6 relative à l'analyse des risques.

au-dessus de sa moyenne historique, ce qui témoigne d'une forte demande de travail. De même, les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des 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. De même, la poursuite de la hausse du travail intérimaire et la baisse du recours au dispositif de chômage partiel constituent d'autres signaux positifs. Dans une optique prospective, après une forte accélération en 2018, l'emploi devrait 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 devrait continuer à se répercuter favorablement sur l'emploi des résidents, 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. Au final, sur l'horizon de projection, le taux de chômage au sens « strict » reculerait graduellement à respectivement 5,5 % en 2018, 5,3 % en 2019 et 5,1 % en 2020 avant de passer ensuite sous la barre des 5 %.

En ce qui concerne l'évolution des salaires négociés, les perspectives économiques favorables ainsi que le recul du chômage devraient soutenir le pouvoir de négociation des salariés. Le scénario de base tient compte de l'accord salarial signé dans la fonction publique, de l'adaptation du salaire social minimum à l'évolution du salaire horaire moyen sur la période 2016 à 2017 (+1,1 %) ⁷⁸ ainsi que des accords signés dans les secteurs bancaire et de l'assurance et les secteurs des soins et de santé. Ces projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajustée en janvier 2021, eu égard à l'évolution projetée des salaires réels horaires en 2018 et 2019. 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 2,2 % en 2018 avant de s'accélérer à 2,8 % en 2019 et 2,9 % l'année suivante. En 2021, la progression du coût salarial moyen décélérerait à 2,6 %.

1.2.6.5 Les prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) atteindrait 1,5 % en 2018, en recul par rapport à 2017 (1,7 %). Elle accélérerait à 1,8 % en 2019, soit légèrement en deçà de sa moyenne historique. L'inflation globale se stabiliserait ensuite à ce niveau en 2020 et 2021.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir aux alentours de 1,0 % en 2018, en nette décélération par rapport à 2017 (1,6 %). Elle devrait toutefois rebondir par la suite, atteignant 1,9 % en 2019 et 2,0 % en 2020, pour ensuite se stabiliser à ce niveau, proche de sa moyenne historique.

En 2018, l'inflation sous-jacente est à la baisse sous l'effet de la mesure du gouvernement changeant les modalités de remboursement des frais de crèche. ⁷⁹ Cependant, même en faisant abstraction de cet effet, l'inflation sous-jacente, qui a été atone lors des huit premiers mois de l'année en cours, aurait connu une légère décélération en 2018 et ceci malgré un environnement macroéconomique favorable.

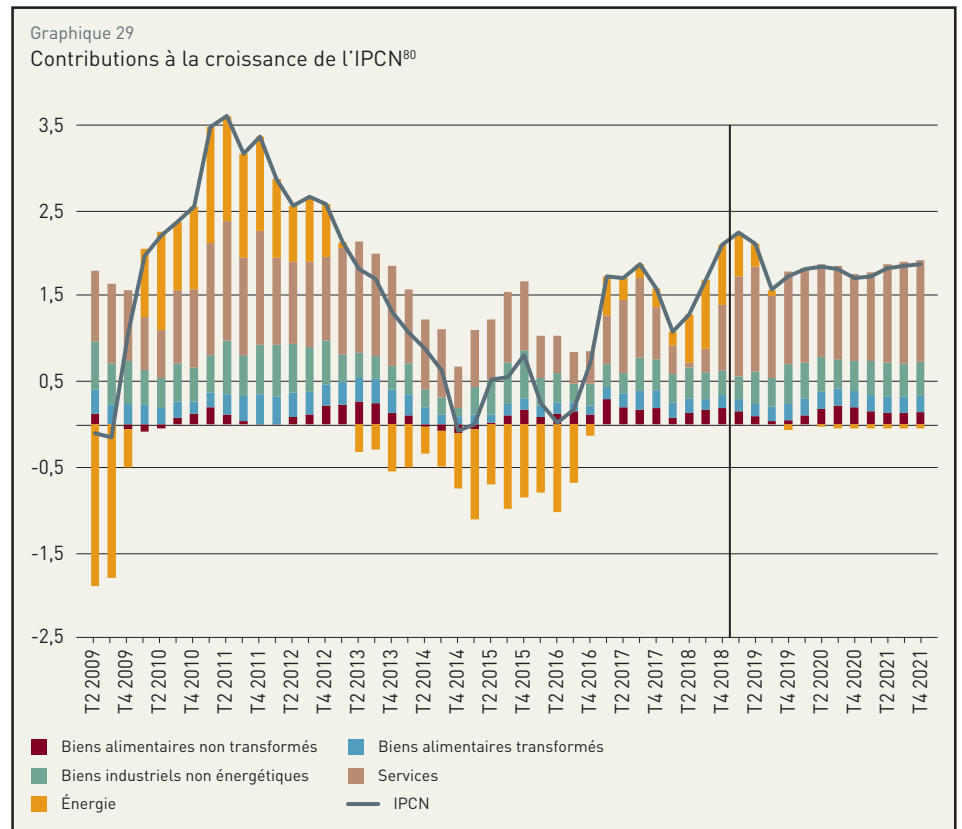
Début 2019, l'accélération de l'inflation sous-jacente serait soutenue par le paiement de la tranche indiciaire en août 2018 ainsi que la fin de l'effet de base négatif lié à la mesure gouvernementale susmentionnée. Le maintien de l'inflation sous-jacente à un niveau proche de la moyenne historique

⁷⁸ Il convient de noter que ces projections ne tiennent pas encore compte de l'augmentation du salaire social minimum (net) prévue dans le programme de la coalition gouvernementale.

⁷⁹ 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.

pour le reste de l'horizon de projection se justifie par un contexte de croissance économique, de progression de l'emploi, de recul du chômage, de hausse soutenue des salaires et d'une progression de l'inflation importée des pays limitrophes.

L'inflation globale a été soutenue par l'important rebond du prix du pétrole en 2018. En 2019, le taux d'inflation de l'IPC énergie serait légèrement inférieur au taux d'inflation sous-jacente et la contribution des prix de l'énergie à l'inflation globale diminuerait, tout en restant positive. Pour le reste de l'horizon de projection, l'inflation globale serait tirée vers le bas par la composante énergie, qui évoluerait de manière légèrement négative en 2020 et 2021 (respectivement -0,5 % et -0,6 %). De ce fait, l'inflation globale serait aussi inférieure à l'inflation sous-jacente lors de ces deux années.



Sources : STATEC, BCL (projections)

Par rapport aux prévisions de juin 2018, le scénario d'inflation globale a été revu légèrement à la hausse pour 2018 et est resté inchangé pour 2019 et 2020. L'inflation des prix des services a été revue à la hausse en 2018, l'impact de l'indexation des salaires qui a eu lieu en août ayant été plus important qu'anticipé. La progression de la composante énergie a également été revue à la hausse pour la seconde moitié de 2018.

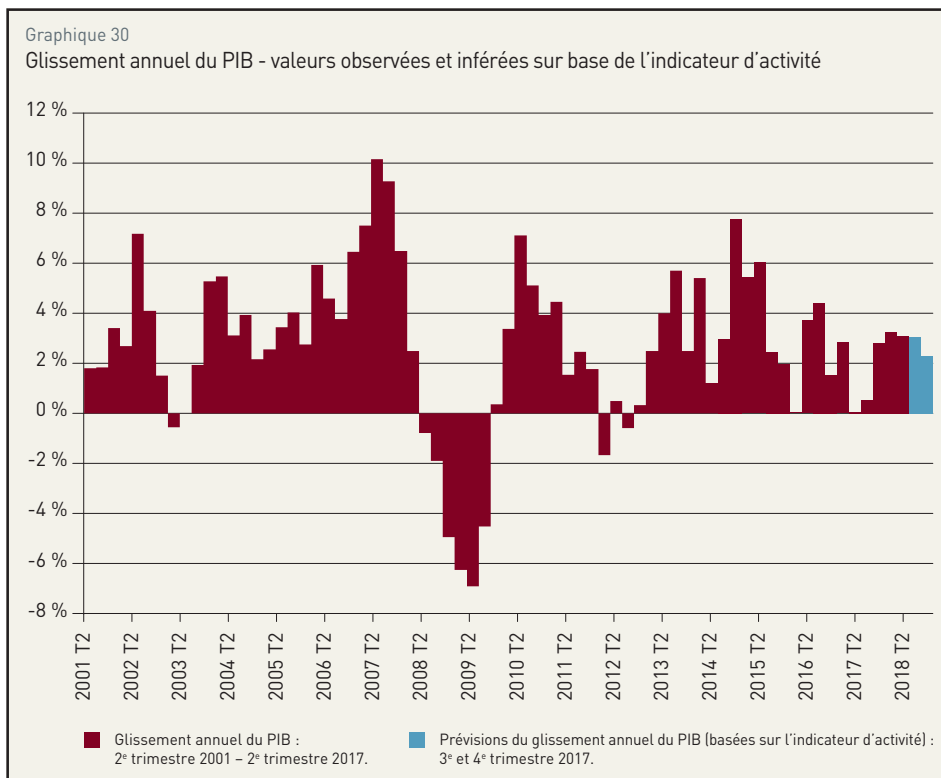
En fonction de ces prévisions, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour le quatrième trimestre 2019, plus tôt qu'anticipé lors des projections de juin (1^{er} trimestre 2020). La tranche indiciaire subséquente serait due pour le deuxième trimestre 2021.

En s'établissant à 2,0 % en 2018, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait un taux de progression nettement supérieur à l'IPC^N ; en raison de la pondération plus importante des prix de l'énergie dans l'indice harmonisé. Il serait ensuite légèrement supérieur à l'IPC^N en 2019 (2,0 %) et similaire en 2020 et 2021 (1,8 %).

1.2.6.6 Analyse des risques

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles et qui se base sur les données les plus récentes des comptes nationaux), le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 3,1 % au troisième trimestre 2018 et

80 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'IPC^N.



Source : BCL

2,3 % au quatrième trimestre. Cela est compatible avec les taux de croissance trimestriels de 0,6 % et 0,7 % aux troisième et quatrième trimestres, respectivement. Sur la base de ces prévisions, la croissance pour 2018 s'élèverait à 2,9 %. Ce scénario est moins optimiste que les prévisions macroéconomiques actuelles de la BCL qui tablent sur une croissance de 3,6 % en 2018. Comme mentionné ci-dessus, l'indicateur d'activité intègre mécaniquement les données les plus récentes des comptes nationaux, l'analyse qui en découle est donc tributaire des révisions qui pourraient être apportées à ceux-ci.

Les projections macroéconomiques se basent sur un scénario « à politique budgétaire inchangée »⁸¹. Compte tenu des élections

législatives d'automne 2018, soit la période au cours de laquelle le projet de budget de l'État est traditionnellement finalisé, le gouvernement a préféré ne pas déposer un projet de budget pour l'année 2019. Le projet de loi relatif aux « 12^{èmes} provisoires » s'y est substitué temporairement, sans toutefois contenir de nouvelles mesures budgétaires. Un projet de budget pour l'année 2019 devrait désormais être présenté et ensuite voté au plus tard le 30 avril 2019. Ce budget pourrait intégrer, d'une part, des demandes additionnelles des départements ministériels⁸² et, d'autre part, de nouvelles mesures prévues dans l'accord de coalition et dont la mise en œuvre est annoncée pour l'année 2019⁸³. Il s'agirait entre autres 1) d'une hausse additionnelle du salaire social minimum, 2) de hausses de la taxation indirecte et 3) de changements de la taxation directe des personnes physiques et morales. Ces demandes additionnelles et ces mesures, si elles sont confirmées par le gouvernement et ensuite votées, seront intégrées dans nos projections de juin 2019. *A priori*, elles changeront la trajectoire de plusieurs variables, notamment le coût salarial moyen, l'inflation globale et le solde budgétaire.

Au-delà de l'année 2019, le programme de coalition pour la législature 2018-2023 prévoit également d'autres mesures qui influeraient sur les variables macroéconomiques. Plusieurs de ces mesures auraient un impact à la baisse sur l'inflation globale, notamment 1) la gratuité des transports publics, 2) la gratuité de l'accueil et de l'encadrement des élèves du fondamental dans les maisons relais pendant les semaines scolaires et 3) la baisse du taux de TVA sur certains biens et services. Ces mesures seront intégrées dans les projections au fur et à mesure que les aspects techniques et les échéances relatives à leurs mises en œuvre auront été suffisamment spécifiées.

Le secteur des services non financiers sera confronté à des adaptations règlementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits. Le programme BEPS (« Base

81 Voir ci-après sous 1.2.10.

82 Comité économique et financier national, Note au formateur du 14 novembre 2018, p.14.

83 Accord de coalition 2018-2023 du 3 décembre 2018.

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 leurs 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 lancé des avertissements à huit pays, dont le Luxembourg. Le CERS a 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 luxembourgeois⁸⁴. 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 »⁸⁵. 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.⁸⁶

L'incertitude élevée liée au « Brexit » persiste et en particulier d'un Brexit sans la conclusion d'un accord de sortie ordonnée du Royaume-Uni. Ce risque n'est pas spécifique à l'économie luxembourgeoise et sa matérialisation aura des répercussions sur les relations commerciales du Royaume-Uni avec tous les pays de l'Union européenne et donc aussi sur l'activité économique de cette dernière. Pour une économie très ouverte comme celle du Luxembourg, il faudrait s'attendre non seulement à un impact direct sur le volume de ses échanges commerciaux avec le Royaume-Uni, mais aussi des retombées additionnelles via le canal du commerce international et les marchés financiers.

1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir enregistré une forte croissance en atteignant 12,7 milliards d'euros en 2017 (+6 % par rapport à l'année 2016), les exportations de biens ont ralenti leur progression pour s'établir à 9,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018 (+2,5 % par rapport à la même période en 2017). De même, les importations de biens ont ralenti leur croissance en atteignant 14,7 milliards d'euros (+4 %) sur les trois premiers trimestres 2018. Elles avaient pourtant affiché une croissance relativement forte en s'établissant à 19 milliards d'euros en 2017 (8 % par rapport à l'année 2016). Le déficit du commerce extérieur, qui était reparti à la hausse en 2017 (10 % à 6,3 milliards d'euros), s'est à nouveau creusé de 6 % à environ 5 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres 2018 (Tableau 20).

Les indices des valeurs unitaires indiquent une baisse des prix à l'importation sur la période 2013-2016 suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Sur cette même période, 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 et au premier semestre 2018, car soutenus par la remontée des prix du pétrole et des autres matières premières, les prix à l'importation ont affiché une hausse supérieure à celle des prix à l'exportation. En conséquence, les termes de l'échange se sont détériorés en 2017 (-1,2 %) et au premier semestre 2018 (-0,8 %).

84 Voir sous l'alerte du CERS 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.

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

86 Voir BCL (2018) Revue de stabilité financière 2018, p.21.

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 7 % sur les trois premiers trimestres 2018. De même, toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont évolué favorablement en 2017 et sur les trois premiers trimestres 2018, à l'exception du matériel de transport et de divers articles manufacturés. 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 % sur les trois premiers trimestres 2018. Les ventes vers les autres pays d'Europe, qui étaient en hausse en 2017 (10 %), ont largement baissé sur les trois premiers trimestres 2018. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 3 % du total, se sont réduites de 2 % en 2017 et de 3 % sur les trois premiers trimestres 2018. Les livraisons vers l'Asie (environ 6 % du total) qui avaient baissé en 2017 (-11 %), ont progressé de 5 % sur les trois premiers trimestres 2018.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers qui étaient en recul depuis 2013, suite à la chute du prix du pétrole, sont en hausse constante depuis décembre 2016. Cette hausse en valeur a atteint 19 % en 2017 et 25 % sur les trois premiers trimestres 2018. Par ailleurs, les importations de matériel de transport (incluant les satellites et les avions) qui ont été particulièrement soutenues en 2017, se sont réduites de 16 % sur les trois premiers trimestres 2018. Les importations en provenance de la zone euro (85 % de toutes les importations) ont progressé de 9 % en 2017 et de 6 % sur les trois premiers trimestres 2018. Par contre, les livraisons des États-Unis (4 % de toutes les importations) ont reculé de 23 % en 2017 et de 21 % sur les trois premiers trimestres 2018. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont en revanche poursuivi leur progression en 2017 (18 %) et sur les trois premiers trimestres 2018 (4 %).

Tableau 20 :

Commerce extérieur du Luxembourg (valeur en millions d'euros et variation en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
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 ^{er} trim.	3 259,8	-1,0	4 929,6	1,3	-1 669,8	6,2
2 ^e trim.	3 328,2	5,4	5 006,9	2,1	-1 678,7	-3,9
3 ^e trim.	3 183,7	3,3	4 737,1	8,0	-1 553,4	19,1

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

Sur base des données mensuelles provisoires, le compte courant s'est soldé par un excédent en baisse (-7 % à 2,4 milliards d'euros) sur les neuf premiers mois 2018, comparé à un surplus de 2,6 milliards d'euros sur la même période en 2017. Ce recul s'explique par une hausse de 29 % du déficit du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) qui a atteint 14,5 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018. Cette évolution défavorable s'explique en grande partie par l'accroissement des bénéfices attribués aux investisseurs non-résidents. À cela s'ajoute le solde négatif de la rémunération des frontaliers qui s'est creusé de 4 % à 7,2 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018.

Le déficit des biens s'est, pour sa part, largement résorbé en atteignant 385 millions d'euros sur les neuf premiers mois de 2018, contre 2,4 milliards d'euros sur la même période en 2017. Ce développement favorable provient d'une forte hausse des exportations nettes du négoce international qui recense les achats et ventes de biens à l'étranger sans passage sur le territoire national. Les exportations nettes au titre du négoce s'étaient largement accrues au cours de la dernière décennie en passant de 3 % du PIB en 2007 à 13 % du PIB en 2014 avant de retomber à moins de 5 % du PIB entre 2015 et 2017. Cette dernière évolution était liée au changement du mode opérationnel d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. L'entrée en vigueur en 2015 de la législation européenne en matière de TVA ayant trait au commerce électronique avait, en effet, poussé cette grande entreprise résidente à réorganiser ses activités commerciales en créant des succursales étrangères à qui la propriété des biens vendus avait été conférée temporairement. Toutefois, depuis 2018, cette grande entreprise est revenue à son modèle commercial antérieur, en se réappropriant progressivement les biens vendus sous négoce.

Sur les neuf premiers mois de 2018, les échanges de services financiers ont connu une évolution favorable qui s'explique en grande partie par les émissions nettes et par la croissance des actifs nets des fonds d'investissement. Le surplus des services financiers s'est ainsi accru de 2 % en atteignant 12 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2018. De son côté, l'excédent de services non financiers a progressé de 18 % pour atteindre 4,5 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018. Cette dernière évolution provient des autres services aux entreprises (conseil en gestion, audit, comptabilité, services liés au commerce, etc.), des services d'assurance ainsi que des services personnels, culturels et relatifs aux loisirs.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, sur les neuf premiers mois de 2018 les flux d'investissements directs ont été dominés par quelques grosses opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-109 milliards d'euros) que pour les engagements (-72 milliards d'euros). Ces opérations, qui ont déjà été observées au dernier semestre 2017, ont concerné un nombre réduit d'entreprises multinationales d'origine américaine et 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 largement réduits en atteignant 158 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018, contre 267 milliards sur la même période en

2017. De leur côté, les titres de créance ont subi des ventes nettes atteignant 16 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018, comparés à des achats nets de 33 milliards sur la même période en 2017. Au total, les transactions sur titres émis par le Luxembourg se sont soldées par des entrées nettes de 142 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018, comparées à des entrées nettes de 300 milliards sur la même période en 2017. En ce qui concerne les titres étrangers, les résidents ont réduit leurs placements qui ont totalisé 142 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2018, contre 256 milliards sur la même période en 2017.

Tableau 21 :

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

	JANVIER - SEPTEMBRE 2017			JANVIER - SEPTEMBRE 2018		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	243 578	241 002	2 577	247 541	245 152	2 389
Biens	13 267	15 658	-2 391	15 214	15 599	-385
Marchandises générales (yc «or non-monnaire»)	11 431	15 658	-4 227	11 287	15 599	-4 311
Négoce international (exportations nettes)	1 836		1 836	3 926		3 926
Services	66 317	50 747	15 570	70 808	54 281	16 527
Services financiers	39 078	27 312	11 766	42 102	30 059	12 043
Services non financiers	27 239	23 435	3 804	28 706	24 222	4 484
Revenu primaire	157 540	168 752	-11 213	154 033	168 501	-14 468
Revenu secondaire	6 454	5 844	611	7 487	6 771	715
COMPTE DE CAPITAL	28	258	-230	58	167	-109
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			2 347			2 285
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-83 386	-71 874	-11 512	-109 014	-72 485	-36 529
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-34 318	-52 458	18 140	-101 164	-63 183	-37 980
Autres capitaux	-49 068	-19 416	-29 652	-7 851	-9 302	1 451
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	255 758	300 105	-44 348	141 884	141 746	138
Titres de participation	90 350	266 846	-176 496	89 804	158 322	-68 519
Titres de créance	165 407	33 259	132 148	52 080	-16 576	68 656
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			-16 717			9 334
AUTRES INVESTISSEMENTS	123 151	48 141	75 010	84 860	55 562	29 298
AVOIRS DE RÉSERVE			-86			44
ERREURS ET OMISSIONS			0			5

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au premier trimestre 2018, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 271 milliards d'euros pour atteindre 10 825 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2018. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont augmenté de 268 milliards d'euros, en s'établissant à 10 809 milliards d'euros fin juin 2018. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi améliorée de 3 milliards en atteignant 15 milliards d'euros à la fin du deuxième trimestre 2018. Cette amélioration a résulté essentiellement d'un effet positif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 40 milliards à 688 milliards d'euros, fin juin 2018. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est légèrement réduit de 2 milliards pour s'établir à 377 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est accru de 33 milliards à 1 047 milliards d'euros, fin juin 2018.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 5 233 milliards d'euros, fin juin 2018, après avoir subi un large effet positif de valorisation (149 milliards d'euros) et un effet-flux positif (9 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint 4 545 milliards d'euros fin juin 2018, soit une hausse de 117 milliards d'euros, résultante également d'un large effet positif de valorisation.

L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 4 006 milliards d'euros fin juin 2018, soit une hausse de 77 milliards d'euros, résultante en grande partie d'un effet positif de valorisation (67 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 5 053 milliards d'euros fin juin 2018, soit une hausse de 111 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet positif de valorisation (63 milliards) et d'un effet-flux positif (47 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 381 milliards d'euros fin juin 2018, soit une hausse de 32 milliards d'euros résultante d'un effet-flux positif. De même, en atteignant 1 004 milliards d'euros fin juin 2018, l'encours d'engagements s'est globalement accru de 34 milliards d'euros suite à un effet-flux positif.

Tableau 22 :

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

	ENCOURS FIN 2018 T1	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2018 T2
Position extérieure nette	12,8	-0,3	3,0	15,5
Avoirs extérieurs bruts	10 554	64	207	10 825
Engagements extérieurs bruts	10 541	64	204	10 809
Investissements directs nets	648	22	18	688
Avoirs	5 076	9	149	5 233
Engagements	4 428	-14	131	4 545
Investissements de portefeuille nets	-1 013	-37	4	-1 047
Avoirs	3 929	10	67	4 006
Titres de participation	1 857	14	50	1 921
Titres de créance	2 071	-4	17	2 085
Engagements	4 942	47	63	5 053
Titres de participation	3 832	46	39	3 917
Titres de créance	1 111	1	24	1 135
Produits dérivés nets	-1,7	14,4	-16,5	-3,8
Autres investissements nets	379	0	-2	377
Avoirs	1 348	31	2	1 381
Engagements	969	30	4	1 004
Avoirs de réserve	0,72	0,04	0,02	0,79

Source : BCL

1.2.10 Les finances publiques

Cette partie présente les soldes des administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2018 à 2021, tels qu'ils résultent des exercices de projections biannuels de la BCL. En raison des élections législatives qui se sont déroulées le 14 octobre 2018, le projet de plan budgétaire pour l'année 2019 que le gouvernement a envoyé à la Commission européenne le 15 octobre 2018 a été réalisé selon un scénario « à politique inchangée ». C'est également un tel scénario qui caractérise les projections de finances publiques de la BCL.

Il découle de ce qui précède que les annonces incluses dans l'accord de coalition présenté le 3 décembre 2018 ne sont pas intégrées dans les projections de la BCL.

Les annonces principales susceptibles d'affecter les projections de finances publiques au cours de la prochaine législature sont les suivantes.

Impôts directs à charge des ménages et des entreprises

- Continuation des efforts sur la voie de l'imposition individuelle de manière à garantir à terme un modèle fiscal neutre quant au mode de vie des personnes. Ainsi, l'imposition individuelle devrait progressivement être généralisée et un barème d'impôt unique devrait être introduit.
- Possible augmentation du crédit d'impôt de 20 000 € par personne concernant les droits d'enregistrement pour une première acquisition immobilière (« Bëllegen Akt ») en fonction du nombre d'enfants faisant partie du ménage.
- Mise en place d'une réforme de l'impôt foncier.
- Augmentation du salaire net perçu par les bénéficiaires du salaire social minimum (SSM) à concurrence de 100 € avec effet rétroactif à partir du 1^{er} janvier 2019. À cet effet également, le SSM sera augmenté de 0,9 % en plus de l'ajustement de 1,1 % déjà prévu pour le premier janvier 2019.
- Concernant l'imposition du revenu des sociétés, réduction du taux d'affiche global (impôt sur le revenu des collectivités (IRC) et impôt commercial communal (ICC)) de 1 % en 2019 et élargissement de la tranche de revenu à laquelle s'applique le taux minimal de l'IRC (15 %) de 25 000 € à 175 000 €.

Impôts indirects

- Adaptation dès 2019 de l'imposition des produits pétroliers (carburants et mazout) dans le but d'atteindre les objectifs souscrits par le Luxembourg dans le cadre de l'Accord de Paris sur le climat.

Une fois que le détail des mesures annoncées sera disponible, la BCL procédera à une analyse approfondie de ces dernières ainsi que des possibles implications sur les soldes de finances publiques et sur la dynamique de la dette.

Situation budgétaire : revue de l'année 2017

Le solde des administrations publiques⁸⁷ luxembourgeoises, publié début octobre 2018 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs⁸⁸, a enregistré un excédent pour

⁸⁷ La notion d'administrations publiques couvre l'administration centrale, les administrations locales et la sécurité sociale.

⁸⁸ Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

l'année 2017 de 1,4 % du PIB. Cette légère baisse par rapport au solde de 1,6 % pour 2016 est la résultante d'une augmentation du ratio des dépenses totales plus élevée que celle observée sur le volet des recettes totales. Le solde désormais notifié pour 2017 est également légèrement moins favorable que le chiffre publié lors de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs en avril 2018 (1,5 % du PIB).

La dette publique atteignait 23 % du PIB à la fin de l'année 2017, soit une hausse de 2,3 % du PIB par rapport à 2016, en raison de l'émission d'un emprunt de 2 milliards d'euros effectuée au début de l'année 2017.

1.2.10.1 Les recettes

Par rapport au niveau de 44,3 % du PIB enregistré en 2013, le ratio des recettes totales des administrations publiques a baissé dans un premier temps de 1 p.p. pour atteindre 43,3 % du PIB à la fin de l'année 2015, avant de rebondir au cours des deux années suivantes à concurrence de 0,3 p.p. en 2016 et de 0,9 p.p. du PIB en 2017 (Tableau 23). L'évolution observée entre 2013 et 2015 a résulté essentiellement de la baisse du ratio des impôts indirects, qui est passé de 12,9 % du PIB en 2012 à 12,0 % du PIB en 2015. On peut également relever une baisse du ratio des cotisations sociales et des autres recettes entre 2012 et 2015 à concurrence de respectivement 0,3 % et 0,1 % du PIB. Ces baisses n'ont été que très légèrement compensées par la hausse du ratio des impôts directs qui est passé de 14,2 % du PIB en 2013 à 14,5 % du PIB en 2015.

Tableau 23 :

Recettes de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)


	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2018					PROJECTIONS BCL DÉC. 2018			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Impôts directs	14,2	13,6	14,5	15,0	15,4	14,8	14,6	14,6	14,6
dont à charge des ménages	8,9	8,8	9,3	9,5	9,3	9,2	9,3	9,4	9,6
dont à charge des sociétés	5,3	4,8	5,2	5,6	6,2	5,6	5,3	5,2	5,1
Impôts indirects	12,9	13,1	12,0	11,9	11,9	12,0	11,7	11,5	11,3
Cotisations sociales	12,4	11,9	12,1	12,1	12,5	12,5	12,6	12,5	12,5
Autres recettes	4,8	4,6	4,7	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Recettes totales	44,3	43,3	43,3	43,6	44,5	43,9	43,4	43,2	43,0
Croissance nominale des recettes totales (%)	5,1	4,7	3,5	4,0	5,9	4,6	4,8	5,5	5,4

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

Les évolutions de ces différents ratios peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs.

Premièrement, depuis le 1^{er} janvier 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique sont distribuées selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, qui inclut une période transitoire de 2015 à 2018⁸⁹, a eu comme conséquence une diminution des recettes de TVA à partir de 2015. Deuxièmement, cette perte de recettes a été en partie compensée par des mesures mises en place dans

⁸⁹ Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (VAT package), le Luxembourg pourra garder 30 % des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15 % de ces recettes en 2017 et 2018. À partir de 2019, toutes ces recettes sont perdues.



le cadre du budget pour l'année 2015, à savoir le « Paquet pour l'avenir », l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5 % et la hausse de tous les taux de TVA (à l'exception du taux super-réduit) de 2 p.p. Troisièmement, la croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés, etc.) a été de plus faible ampleur que celle du PIB nominal, ce qui correspond à un « effet de découplage »⁹⁰.

L'augmentation du ratio des recettes totales par rapport au PIB observée entre 2015 et 2016 (hausse du ratio de 0,3 p.p.) provient essentiellement du ratio des impôts directs à charge des ménages et des entreprises dont la hausse (+0,5 % du PIB) a plus que compensé les baisses enregistrées dans le ratio des impôts indirects (-0,1 p.p.) ainsi que dans celui relatif aux autres recettes (-0,2 p.p.). Le ratio des cotisations sociales était quant à lui stable à 12,1 % du PIB.

La hausse à concurrence de 0,5 p.p. du ratio ayant trait à la fiscalité directe à charge des ménages et des entreprises a trouvé son origine dans l'apparition de « revenus imprévus »⁹¹ alors que ce sont des effets de découplage qui ont prévalu dans la baisse, certes moins prononcée, observée dans le ratio des impôts indirects (-0,1 p.p.).

En 2017, les recettes totales ont connu une croissance nominale de 5,9 % par rapport à 2016, soit une croissance annuelle plus importante que celles observées depuis 2013. Le ratio des recettes totales par rapport au PIB a quant à lui crû de 0,9 p.p. Cette hausse a trouvé son origine principalement dans la hausse des ratios liés aux impôts directs et des cotisations sociales et dans une moindre mesure dans celle du ratio des autres recettes.

Le ratio ayant trait aux cotisations sociales a ainsi augmenté de 0,4 p.p. en raison d'effets de découplage. La base imposable (compensation des salariés) a en effet connu une croissance importante en raison du paiement d'une tranche indiciaire en janvier 2017 et de la prime liée à l'accord salarial dans la fonction publique.

Alors que le ratio ayant trait à la fiscalité directe a enregistré au total une hausse de 0,4 p.p. en 2017 par rapport à 2016, ses deux composantes, à savoir le ratio des impôts directs à charge des ménages et celui à charge des entreprises, ont évolué dans des directions opposées.

Le ratio des impôts directs à charge des ménages a reculé de 0,2 p.p. en raison de la mise en œuvre de la réforme fiscale sur le volet des personnes physiques (adaptation du barème, des crédits d'impôts, abolition de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire, hausse de 10 % à 20 % de la retenue à la source libératoire sur le paiement d'intérêts, ...).

Ces effets à la baisse sur le ratio des impôts directs ont été plus que compensés par la hausse, à concurrence de 0,6 p.p., du ratio des impôts directs à charge des sociétés, hausse due à l'apparition de revenus imprévus, générés en raison de la non adaptation à la baisse du taux d'imposition des avances versées par les sociétés ainsi que par l'accélération des recours aux soldes d'impôts dus pour des exercices antérieurs.

Enfin le ratio des impôts indirects est resté stable à 11,9 % du PIB par rapport à son niveau observé en 2016, la déperdition additionnelle des recettes de TVA liée au commerce électronique (impact négatif d'environ -0,3 % du PIB) ayant été au final compensée par des revenus imprévus.

90 Un effet de découplage apparaît lorsque le PIB nominal évolue à un rythme différent de celui observé dans le chef d'une base imposable (consommation privée, rémunération des salariés, etc.).

91 Les revenus « imprévus » (« revenue windfalls ») peuvent être définis comme étant des revenus plus importants que ceux projetés à partir des élasticités en vigueur. Ces revenus peuvent résulter de nombreux facteurs : développements positifs sur les marchés d'actifs, taxes encaissées avec retard, amélioration dans le système relatif à la collection des taxes, etc.

Les recettes : projections relatives à 2018

En 2018, la croissance nominale des recettes totales s'élèverait à 4,6 %, soit en-deçà de la croissance observée au cours de l'année précédente, et le ratio des recettes totales enregistrerait une baisse significative de l'ordre de 0,6 p.p. pour s'établir à 43,9 % du PIB. La diminution du ratio des impôts directs à charge des ménages (à concurrence de 0,1 p.p. pour s'établir à 9,2 % du PIB) et des sociétés (à concurrence de 0,6 p.p. pour s'établir à 5,6 % du PIB) contribuerait à cette baisse de 0,6 p.p. en raison de l'impact décalé de la réforme fiscale sur le volet des personnes physiques⁹² ainsi que du premier impact négatif de la réforme fiscale sur le ratio des impôts directs à charge des sociétés (baisse du taux de taxation de 21 % à 19 %). Concernant ces derniers, il y a lieu de souligner que la projection de la BCL pour 2018 peut être qualifiée de conservatrice. Les développements observés sur les recettes en base caisse au cours des dix premiers mois de l'année 2018 laissent supposer que l'administration, à l'instar de la situation observée en 2017, a eu recours aux soldes d'impôts restant à payer par les sociétés. Étant donné l'absence d'informations disponibles tant sur le stock d'arriérés d'impôts que sur l'ampleur avec laquelle les soldes d'impôts ont gonflé les recettes, un risque à la hausse affecte la projection de la BCL relative au ratio des impôts payés par les sociétés : il se pourrait donc in fine que le ratio des impôts payés par les sociétés soit meilleur que celui projeté par la BCL.

Le ratio ayant trait aux impôts indirects augmenterait à concurrence de 0,1 p.p. pour atteindre 12 % du PIB, en raison principalement d'un effet de découplage alors que la situation inverse prévaudrait en ce qui concerne le ratio des autres recettes (baisse du ratio à concurrence de 0,1 p.p.).

Le ratio des cotisations sociales serait stable par rapport à son niveau de 2017, à 12,5 % du PIB.

Les recettes : projections relatives à 2019

Rappelons que les projections de la BCL pour la période 2019-2021 ont été réalisées à politique inchangée, tout comme le plan budgétaire pour 2019 envoyé à la Commission le 15 octobre.

En 2019, les recettes nominales connaîtraient une croissance légèrement plus importante qu'en 2018, se chiffrant à 4,8 %, mais le ratio des recettes par rapport au PIB baisserait à concurrence de 0,5 p.p. (pour se fixer à 43,4 % du PIB). Cette baisse serait principalement attribuable à la diminution du ratio des impôts à charge des sociétés (à concurrence de 0,3 p.p. pour s'établir à 5,3 % du PIB, du fait de la baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités de 19 % à 18 %) et à celle du ratio des impôts indirects (baisse à concurrence de 0,3 p.p. pour s'établir à 11,7 % du PIB, du fait, entre autres, de la perte du reliquat des recettes en provenance du commerce électronique et d'un effet de découplage).

La légère hausse du ratio des impôts directs à charge des ménages (+ 0,1 p.p. pour atteindre 9,3 % du PIB) ne compenserait que très légèrement les baisses précitées.

Le ratio des cotisations sociales et celui des autres recettes seraient relativement stables par rapport à leur niveau de 2018, à 12,6 % et 4,5 % du PIB.

Les recettes : projections relatives à 2020 et 2021

En 2020 et en 2021, les recettes totales retrouveraient une croissance nominale soutenue à concurrence de 5,5 % et 5,4 % respectivement. Le ratio des recettes par rapport au PIB continuerait cependant de

⁹² L'imposition des ménages par voie d'assiette afférente aux revenus de 2017 aurait un impact négatif sur le ratio des impôts directs à charge des ménages observé en 2018.



baisser à concurrence de 0,2 p.p. tant en 2020 qu'en 2021 pour atteindre respectivement 43,2 % et 43 % du PIB.

Ces baisses seraient attribuables à la diminution du ratio des impôts indirects qui perdrait 0,4 % au cours de ces deux années en raison principalement d'effet de découplage.

Alors que le ratio ayant trait à la fiscalité directe serait stable à 14,6 % du PIB, ses deux composantes, à savoir le ratio des impôts directs à charge des ménages et celui à charge des entreprises, évolueraient dans des directions opposées.

Le ratio des impôts directs à charge des entreprises continuerait à baisser en raison de l'impact décalé de la réforme fiscale. Ces effets précités seraient entièrement compensés par la hausse, à concurrence de 0,3 p.p., du ratio des impôts directs à charge des ménages. Cette dernière trouverait son origine dans la dynamique du marché de l'emploi et dans les hausses salariales, du fait notamment de l'indexation des salaires, combinées à la progressivité du barème.

Les ratios des cotisations sociales et des autres recettes seraient stables au cours de ces deux années et s'établiraient à 12,5 % et 4,5 % du PIB à la fin de l'horizon de projection.

Au final, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 1,5 % du PIB sur l'horizon de projection, sous l'effet de la réforme fiscale, de la perte additionnelle des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2019 ainsi que des effets de découplage négatifs dans le chef de certaines catégories de recettes. Cette baisse du ratio des recettes pourrait toutefois être de moindre ampleur que prévu en cas de recours importants aux soldes d'impôts des sociétés.

1.2.10.2 Les dépenses

La part des dépenses totales des administrations publiques dans le PIB a affiché une baisse de 1,4 p.p. entre 2013 et 2016, passant de 43,3 % à 41,9 % du PIB avant d'enregistrer un rebond de l'ordre de 1,4 p.p. en 2017 (Tableau 23).

L'évolution des dépenses nominales prises dans leur ensemble a été affectée en 2016 par les éléments suivants.

Premièrement, un effet de base négatif résultant de la prime non-récurrente de 0,9 % payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique. Deuxièmement, l'absence d'indexation des salaires au cours de l'année 2016 a freiné la croissance des dépenses nominales. Troisièmement, l'environnement de faible inflation a freiné la hausse d'autres dépenses, notamment les dépenses de consommation intermédiaire.

En 2016, alors que le ratio des investissements publics est resté stable à 3,9 % du PIB, celui ayant trait aux autres dépenses a par contre affiché une hausse de 0,3 p.p. pour atteindre 3 % du PIB. Les autres dépenses incluent notamment les investissements indirects (transferts en capitaux), dont la croissance a reflété une politique volontariste menée par le gouvernement en matière d'infrastructures afin de préparer la croissance future de l'économie luxembourgeoise.

En 2017, alors que la croissance nominale des dépenses s'est élevée à 6,6 %, celle ayant trait au PIB nominal n'a, d'après les données disponibles, été que de 3,7 %.

De plus, les éléments suivants ont affecté l'évolution des dépenses nominales prises dans leur ensemble.

Le ratio des dépenses d'investissement a augmenté à concurrence de 0,2 p.p. pour atteindre 4,1 % du PIB. Ce niveau de dépenses traduit la mise en œuvre de projets d'envergure tels que la construction du tramway dans la ville de Luxembourg, ainsi que l'amélioration de l'infrastructure routière et ferroviaire.

Les hausses des ratios liés aux dépenses de consommation et des transferts sociaux ont trouvé leur origine entre autres dans le paiement de la tranche indiciaire intervenu en janvier 2017, et dans l'accord salarial dans la fonction publique⁹³, ainsi que dans les dépenses de pension. La hausse du ratio lié aux transferts sociaux peut également être attribuée à la mise en place de la réforme relative au congé parental.

Les ratios des subsides et des autres dépenses étaient stables par rapport à leur niveau de 2016, à respectivement 1,3 % et 3,1 % du PIB.

Les dépenses : projections pour la période 2018 - 2021

Sur l'horizon de projection, des baisses du ratio des dépenses totales seraient enregistrées en 2018, 2019 et 2021 alors qu'un mouvement inverse prévaudrait en 2020.

Tableau 24 :

Dépenses de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2018					PROJECTIONS BCL DÉC. 2018			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Transferts sociaux	22,4	21,8	21,5	21,3	21,9	21,6	21,4	21,3	21,2
Investissements publics	3,5	3,7	3,9	3,9	4,1	3,9	3,8	4,1	3,9
Dépenses de consommation ¹⁾	12,7	12,2	12,5	12,4	12,7	12,6	12,5	12,5	12,4
Subsides ²⁾	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Autres dépenses	3,3	2,8	2,7	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Dépenses totales	43,3	42,0	42,0	41,9	43,1	42,5	42,1	42,2	41,8
Croissance nominale des dépenses totales	3,6	3,8	3,5	3,3	6,6	4,4	5,2	6,2	4,9

¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

²⁾ À l'exclusion des transferts en capital.

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

En 2018 et en 2019, les dépenses totales augmenteraient en nominal de respectivement 4,4 % et 5,2 %, mais baisseraient en pourcentage du PIB (-0,6 p.p. en 2018 et -0,4 p.p. en 2019), reflétant ainsi les baisses aux niveaux des ratios de dépenses de consommation, d'investissements et des transferts sociaux. Cette dynamique trouverait son origine, entre autres, dans la poursuite des mesures incluses dans le « Paquet pour l'avenir », ainsi que dans la baisse des indemnités de chômage.

Après les fortes hausses enregistrées au cours des dernières années, les dépenses d'investissement afficheraient des taux de croissance en léger repli, ce qui se traduirait par une légère baisse des investissements par rapport au PIB tant en 2018 qu'en 2019.

Les ratios liés aux subsides et aux autres dépenses seraient stables par rapport à leurs niveaux observés en 2017.

⁹³ L'accord salarial intervenu dans la fonction publique en décembre 2016 consiste en un versement d'une prime unique égale à 1 % en 2017 et en une augmentation de 1,5 % du point indiciaire en 2018.

En 2020, alors que les dépenses connaîtraient une croissance de 6,2 %, le ratio des dépenses totales n'augmenterait que de 0,1 p.p. pour s'afficher à 42,2 % du PIB. La baisse des ratios relatifs aux dépenses des transferts sociaux et autres dépenses ne compenserait pas entièrement la hausse du ratio des dépenses d'investissement à concurrence de 0,3 p.p. à 4,1 % du PIB, hausse qui trouverait son origine dans l'achat de l'aéronef militaire A400M.

En 2021, la dynamique moins importante des dépenses (croissance de 4,9 %) entraînerait une baisse du ratio des dépenses totales de l'ordre de 0,4 p.p. à 41,8 % du PIB.

Cette baisse du ratio trouverait son origine principalement dans le caractère non récurrent de l'achat de l'aéronef militaire A400M enregistré en 2020.

Au total, le ratio des dépenses publiques devrait afficher une baisse de 1,3 % du PIB sur l'horizon de projection, principalement en raison des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir » et d'une dynamique de croissance des dépenses liées aux transferts sociaux et à la consommation de plus faible ampleur que celle du PIB nominal. Ce déclin est à saluer compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et des coûts liés au vieillissement de la population ; en effet, les dernières projections incluses dans le rapport de 2018 sur le vieillissement indiquent une accélération des coûts à long terme liés au vieillissement par rapport à ceux inclus dans le rapport de 2015.

1.2.10.3 Les capacités ou besoins de financement

Pour les administrations publiques, l'année 2017 s'est caractérisée par un excédent de 1,4 % du PIB. La légère baisse par rapport au solde de 1,6 % tel que notifié pour l'année 2016 est la résultante d'une augmentation du ratio des dépenses totales plus élevée que celle observée sur le volet des recettes totales.

Tableau 25 :

Dépenses de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES OCTOBRE 2018					PROJECTIONS BCL DÉC. 2018			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ensemble des administrations publiques	1,0	1,3	1,3	1,6	1,4	1,4	1,3	1,0	1,2
<i>dont administration centrale</i>	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,7	-0,4
<i>dont communes</i>	0,4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
<i>dont sécurité sociale</i>	1,6	1,4	1,5	1,8	1,9	1,7	1,6	1,5	1,3
Projet de budget 2019	-	-	-	-	1,4	1,5	1,3		
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de décembre 2018 de la BCL ¹⁾	1,6	1,5	1,2	1,7	1,4	1,3	1,1	0,8	1,1
Estimation projet de budget pluriannuel d'octobre 2018						1,7	1,1		

¹⁾ Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.
Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Pour 2018, l'excédent de 1,4 % du PIB dégagé au niveau des administrations publiques serait similaire à celui observé l'année précédente. Le déficit au niveau de l'administration centrale baisserait à concurrence de 0,2 p.p. pour s'établir à 0,4 % du PIB. L'excédent de la sécurité sociale serait en légère

baisse et s'établirait à 1,7 % du PIB et les administrations locales afficheraient un surplus (stable par rapport à celui de 2017) de 0,1 % du PIB.

En 2019, le surplus des administrations publiques baisserait de 0,1 % du PIB pour se fixer à 1,3 % du PIB, sous l'influence d'un surplus moindre de la sécurité sociale et d'un déficit en légère augmentation au niveau de l'administration centrale, malgré l'impact de la baisse additionnelle du taux d'imposition des collectivités ainsi que celui lié à la perte du reliquat de recettes de TVA liées au commerce électronique.

En 2020, la baisse du surplus des administrations publiques (-0,3 p.p.) résulterait de la dégradation des soldes de la sécurité sociale (le surplus serait ramené à 1,5 % du PIB), et de l'administration centrale (hausse du déficit de 0,2 p.p. à 0,7 % du PIB).

Enfin en 2021, l'excédent de 1,2 % du PIB dégagé au niveau des administrations publiques serait en très légère hausse par rapport au solde dégagé en 2020. La diminution du déficit au niveau de l'administration centrale (-0,3 p.p.) compenserait entièrement la baisse de l'excédent de la sécurité sociale (-0,2 % du PIB).

Les projections des soldes budgétaires des administrations publiques présentées ci-dessus pourraient toutefois être meilleures qu'anticipé en cas de recours important aux soldes d'impôts des sociétés. Ces recours ne sont pas prévisibles et constituent donc un « risque à la hausse » sur tout l'horizon de projection.

Selon les estimations de la BCL, le surplus des administrations publiques apuré des évolutions cycliques et des mesures temporaires, soit le surplus structurel, serait de 1,4 % du PIB en 2017. Ce surplus diminuerait ensuite de manière linéaire pour atteindre 0,8 % du PIB en 2020 avant de rebondir en 2021 pour atteindre 1,1 % du PIB.

Selon nos projections, le gouvernement serait donc en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) sur tout l'horizon de projection, fixé à -0,5 % du PIB depuis le 1^{er} janvier 2017⁹⁴. Il convient de rappeler que la fixation de l'OMT à ce niveau inférieur et bien moins ambitieux qu'auparavant (+0,5 % du PIB) a été rendue possible par la prise en compte de la baisse des dépenses liées au vieillissement à long terme (telles que publiées dans le rapport sur le vieillissement 2015 de l'*Ageing Working Group*). Ces dépenses incluent celles liées aux pensions, dont les projections se basent sur l'hypothèse d'un doublement de la population du Luxembourg à l'horizon 2060. À ce sujet, il convient de noter que les dernières projections démographiques publiées par Eurostat en mars 2017 ont fait apparaître une croissance démographique moins favorable à cet horizon⁹⁵. Selon des estimations préliminaires réalisées par la BCL, la prise en compte de ces nouvelles projections démographiques aura un impact à la hausse sur l'OMT minimal qui sera fixé en 2019 pour la période 2020-2022.

Il ressort également du tableau 25 que les soldes structurels contenus dans le plan budgétaire pour 2019, dont la méthodologie diffère en de nombreux points⁹⁶ de celle utilisée par la BCL, seraient en ligne avec l'OMT pour les années 2018 et 2019.

94 Un nouvel OMT sera fixé pour la période 2020-2022.

95 Selon les dernières projections démographiques publiées par Eurostat en mars 2017, la population du Luxembourg serait de 962 924 habitants en 2060, soit une diminution de près de 145 000 habitants par rapport à la projection démographique faite dans le cadre du rapport sur le vieillissement de 2015 (*Ageing working group 2015*).

96 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de stabilité et la méthode BCL/BCE proviennent des facteurs suivants. Dans le Programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'écart de production (mesuré par la fonction de production) et la semi élasticité budgétaire. Formellement, si l'élasticité d'une variable y par rapport à une variable x s'écrit : $(\Delta y / y) / (\Delta x / x)$, alors la semi élasticité de y par rapport à x s'écrit : $(\Delta y / y) / (\Delta x)$. Dans nos projections, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement aux composantes cycliques des bases macroéconomiques extraites par le filtre Hodrick-Prescott (méthode désagrégée). La composante cyclique du solde budgétaire est donc égale à la somme des composantes cycliques de ces variables fiscales.

Graphique 31
 Dette des administrations publiques luxembourgeoises
 (en pourcentage du PIB)



Sources : BCL, STATEC

1.2.10.4 La dette publique : évolution récente et perspectives

Après avoir été caractérisée par une stabilité à un bas niveau de 7 % du PIB jusqu'en 2007, la dette des administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la participation de l'État dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'administration centrale. La garantie financière accordée à un autre groupe bancaire n'est pas incluse dans la dette publique, mais représente un risque potentiel si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie a atteint 2,55 milliards d'euros, soit environ 5 % du PIB de 2017. Après un pic de 23,7 % observé en 2013, le ratio de

dette publique s'établissait à 20,7 % du PIB à la fin de l'année 2016. La baisse du ratio observée en 2016 provient principalement du report de l'émission d'une obligation d'un montant de 2 milliards d'euros de la fin 2016 au début de 2017. Cette émission obligataire, la première effectuée par le gouvernement depuis le mois de juillet 2013 (à l'exception de l'émission du Sukuk à l'automne 2014), a eu un impact à la hausse sur le ratio de dette publique, qui s'établissait ainsi à 23,0 % du PIB à la fin de l'année 2017.

Sur l'horizon de projection, le ratio de dette publique diminuerait (à environ 21,6 % du PIB) en 2018 et resterait stable au cours des années 2019 et 2020. En 2021, on observerait une baisse additionnelle du ratio de dette publique qui atteindrait ainsi 21,1 % du PIB à la fin de l'horizon de projection. Le financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale alimenterait l'endettement de l'État, étant donné que les surplus dégagés par la sécurité sociale ne viendraient pas compenser les déficits de l'administration centrale, mais seraient, à juste titre, utilisés pour étoffer les réserves de pension. De plus, il est stipulé dans le programme de stabilité, publié en avril 2018, que l'État central procèdera à un refinancement intégral par émission de dette de tous les emprunts obligataires et bancaires venant à échéance sur l'horizon de projection.

Sur l'horizon de projection, la dette publique resterait donc inférieure à 30 % du PIB, niveau que le gouvernement s'était engagé à ne pas dépasser au cours de la précédente législature (octobre 2013 - octobre 2018). C'est également ce niveau de 30 % du PIB que le gouvernement s'engage à ne pas dépasser au cours de la législature actuelle qui couvre la période 2018-2023⁹⁷.

97 Selon l'accord de coalition présenté le 3 décembre 2018, les objectifs du gouvernement en matière de finances publiques pour la période 2018-2023 sont les suivants :

- respecter l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT), tout au long de la législature ;
- veiller de façon conséquente à maintenir la dette publique à tout moment en-dessous de 30 % du PIB.

Dans une optique plus globale, il convient de mettre en parallèle les engagements⁹⁸ des administrations publiques luxembourgeoises avec les actifs financiers détenus et qui sont recensés dans les comptes financiers établis selon la norme SEC 2010.

Les actifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises se composent principalement d'actions, de parts d'OPC, de participations, de dépôts et d'autres comptes à recevoir. Ce portefeuille inclut notamment l'actif du Fonds de compensation commun au régime général des pensions, ainsi que toutes les participations de l'État dans différentes sociétés financières et non financières.

Du côté des engagements, les administrations publiques luxembourgeoises financent leurs déficits par l'émission de titres, ainsi qu'au moyen d'emprunts contractés auprès d'institutions bancaires locales. Le poste « numéraire et dépôts » enregistre la valeur nominale des pièces de monnaie émises par la BCL pour le compte de l'État.

Tableau 26 :

Évolution des actifs et passifs financiers des administrations publiques luxembourgeoises

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

	12-2015	12-2016	12-2017	03-2018	06-2018
Actifs financiers	40 702	41 892	44 523	43 903	44 721
Dépôts transférables, autres dépôts et numéraire	7 897	7 121	8 933	8 850	8 660
Titres autres qu'actions	8 705	9 189	9 271	9 056	9 167
Crédits	1 180	1 129	1 090	1 095	1 084
Actions et autres participations	18 176	19 840	20 475	20 409	21 177
Autres comptes à recevoir	4 744	4 614	4 753	4 493	4 632
Passifs financiers	15 842	15 321	16 877	16 956	17 123
Numéraire et dépôts	272	281	290	291	295
Titres autres qu'actions à long terme	7 149	7 231	9 031	8 991	8 993
Crédits	4 925	4 493	4 157	3 932	4 006
Autres comptes à payer	3 496	3 316	3 400	3 741	3 830
Patrimoine net financier	24 860	26 571	27 646	26 947	27 598

Sources : BCL, STATEC

Il ressort du tableau 26 qu'à la fin de l'année 2017, les actifs financiers des administrations publiques s'élevaient à 44 523 millions d'euros, soit 80 % du PIB, tandis que les engagements financiers se chiffraient à 16 877 millions d'euros, soit 31 % du PIB. Les actifs financiers nets détenus par les administrations publiques luxembourgeoises représentaient ainsi 49 % du PIB à la fin de l'année 2017. Ce niveau ne s'est guère modifié au premier semestre de 2018, avec des actifs financiers nets détenus par les administrations publiques luxembourgeoises de 27 598 millions d'euros (48 % du PIB).

⁹⁸ Les engagements financiers des administrations publiques diffèrent de la dette dans son acception « Maastricht » tant au niveau de la composition des instruments financiers inclus dans ces derniers que de leur valorisation.