



BULLETIN 2020

1



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu
Luxembourg, le 20 juillet 2020

Achévé de rédiger le 5 juin 2020

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.1.2	Les marchés obligataires	14
1.1.3	Les marchés d'actions	15
1.1.4	Les marchés de changes	15
1.1.5	Les prix à la consommation	16
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	17
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	18
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	Les prix et les coûts	21
1.2.1.1	Les prix à la consommation	21
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	23
1.2.1.3	Les coûts salariaux	23
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.2.1	L'emploi	25
1.2.2.2	Le chômage	27
1.2.3	Les activités sectorielles	29
1.2.3.1	L'industrie et la construction	29
1.2.3.2	Le commerce et les autres services non financiers	30
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	31
1.2.4	Le secteur financier	33
1.2.4.1	Les établissements de crédits	33
1.2.4.2	Les organismes de placement collectif	46
1.2.5	La croissance économique	50
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2020	52
1.2.6.1	Évolutions récentes	52
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	53
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	54
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	60
1.2.6.5	Prix à la consommation	68
1.2.6.6	Analyse des risques	70
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.8.1	Le compte courant	72
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	73
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les finances publiques	76

Encadré 1 :

Estimation de la perte d'activité liée aux mesures de confinement selon l'approche « production » du PIB	56
--	----

Encadré 2 :

Ajustement du facteur travail dans le contexte de la crise actuelle	61
---	----

Encadré 3 :

Mesures discrétionnaires adoptées par le gouvernement en réponse à la propagation du COVID-19	77
---	----

2 ANALYSES

1	Enquête de conjoncture auprès des ménages – Examen des intentions des ménages en termes d’achat de biens d’équipement (meubles, appareils électroménagers, etc.)	82
2	Demandes de prêt hypothécaire et tendances de long terme sur le marché immobilier résidentiel	96
3	Decomposing Luxembourg mortgage flows into loan origination and repayments	103

3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	114
2	Circulaires de la BCL	114
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	114
1	Statistiques de politique monétaire	114
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	114
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	115
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	115
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	115
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	115
7	Balance des paiements du Luxembourg	115
8	Commerce extérieur	116
9	Position extérieure globale	116
10	Avoirs de réserve	116
11	Établissements de crédit	116
12	Véhicules de titrisation	116
13	Fonds d'investissement	117
14	Professionnels du secteur financier	117
15	Sociétés de gestion	117
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	117
17	Indicateurs de solidité financière	117
18	Statistiques de paiement	117
4	Publications de la BCL	118
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	120
6	Liste des abréviations	121

VUE D'ENSEMBLE

Le bulletin 2020/1 de la Banque centrale du Luxembourg fournit un aperçu de la situation économique actuelle et attendue dans la zone euro et au Luxembourg, au 5 juin 2020, date de clôture de la publication et d'arrêt des données.

Le premier chapitre présente la situation économique et financière dans la zone euro ainsi que les décisions de politique monétaire prises récemment par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne.

Le deuxième chapitre est consacré à la situation économique au Luxembourg. Il comprend d'abord une partie rétrospective qui analyse la conjoncture au cours des premiers mois de 2020. Cette partie, qui retrace l'évolution de l'activité économique dans une perspective globale mais aussi sectorielle, couvre les variations récentes en matière de prix et de coûts, le marché du travail, les activités des secteurs (finance comprise), les relations avec le reste du monde et les finances publiques. Le diagnostic conjoncturel est complété par les projections élaborées par les économistes de la BCL pour les principales variables macroéconomiques.

La propagation de la pandémie de coronavirus (COVID-19) a fondamentalement changé la situation économique au Luxembourg depuis le début de l'année. À l'heure actuelle, les données disponibles ne donnent encore qu'une image partielle des conséquences de cette crise pour l'économie nationale. Les projections macroéconomiques tentent de combler au mieux cette lacune, mais elles sont sujettes à un degré d'incertitude particulièrement élevé.

L'intensité et la durée de la crise sanitaire étant très incertaines, la BCL a développé plusieurs scénarios de croissance économique. Ces derniers se fondent sur des hypothèses différentes quant à l'efficacité des mesures de restriction, qui sont certes nécessaires pour endiguer la pandémie et préserver la santé de la population luxembourgeoise, mais qui empêchent aussi le bon fonctionnement de l'économie.

Selon le scénario de référence, le PIB réel pourrait reculer de l'ordre de 7,8 % en 2020. Dans le scénario clément, qui envisage un assouplissement plus rapide des mesures de restriction, le recul du PIB réel ne serait que de 6,1 %. Inversement, le scénario sévère envisage une aggravation de la crise sanitaire qui empêcherait l'atténuation des mesures de confinement au second semestre. Dans ce scénario sévère, le recul du PIB réel pourrait avoisiner 13,4 % sur l'ensemble de l'année.

Les répercussions négatives sur les activités du secteur privé ont été limitées par l'intervention des autorités publiques, à travers le plan de stabilisation du gouvernement présenté le 25 mars et complété ultérieurement par des mesures supplémentaires, ainsi que par l'assouplissement des conditions financières à travers plusieurs décisions de politique monétaire au niveau de la zone euro. Néanmoins, le recul important et sans précédent de la croissance économique en 2020 aura sur l'ensemble de l'économie luxembourgeoise des conséquences négatives potentiellement durables, notamment sur le marché du travail et pour les finances publiques.



Le deuxième chapitre comprend également trois encadrés.

Un premier encadré présente les outils moins conventionnels auxquels les économistes ont eu recours pour préparer leurs scénarios de croissance économique dans ce contexte inhabituel. L'estimation de la perte d'activité en période de verrouillage de l'économie est un exercice inédit, nécessaire pour assurer une base de calcul objective, mais comportant aussi beaucoup d'incertitudes.

Un deuxième encadré présente l'ajustement du marché du travail auquel on pourrait s'attendre en 2020. Si le recul de l'activité économique se traduit sans doute par une moindre progression de l'emploi et une hausse du chômage, le principal ajustement consistera en un recours important au chômage partiel, dispositif qui a été étendu dans le contexte de la crise sanitaire.

Un troisième encadré revient sur les mesures budgétaires discrétionnaires adoptées par le gouvernement en réponse à la propagation du COVID-19.

L'analyse de la conjoncture est complétée par des études dédiées à des sujets spécifiques.

Une première étude examine les intentions des ménages en termes d'achat de biens d'équipement telles qu'elles ressortent des enquêtes de conjoncture mensuelles de la BCL.

Une deuxième étude analyse les demandes de prêts hypothécaires et les tendances de long terme sur le marché immobilier résidentiel.

Une troisième étude propose une décomposition des flux de prêts hypothécaires aux ménages résidents en création de nouveaux prêts et en remboursements de prêts passés. Un tel exercice est utile pour mieux comprendre l'évolution du marché du crédit.



1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	12
1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.1.2	Les marchés obligataires	14
1.1.3	Les marchés d'actions	15
1.1.4	Les marchés de changes	15
1.1.5	Les prix à la consommation	16
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	17
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	18
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	Les prix et les coûts	21
1.2.1.1	Les prix à la consommation	21
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	23
1.2.1.3	Les coûts salariaux	23
1.2.2	Le marché du travail	25
1.2.2.1	L'emploi	25
1.2.2.2	Le chômage	27
1.2.3	Les activités sectorielles	29
1.2.3.1	L'industrie et la construction	29
1.2.3.2	Le commerce et les autres services non financiers	30
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	31
1.2.4	Le secteur financier	33
1.2.4.1	Les établissements de crédits	33
1.2.4.2	Les organismes de placement collectif	46
1.2.5	La croissance économique	50
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2020	52
1.2.6.1	Évolutions récentes	52
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	53
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	54
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	60
1.2.6.5	Prix à la consommation	68
1.2.6.6	Analyse des risques	70
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.8.1	Le compte courant	72
1.2.8.2	Le compte financier de la balance des paiements	73
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les finances publiques	76
	<u>Encadré 1 :</u>	
	Estimation de la perte d'activité liée aux mesures de confinement selon l'approche « production » du PIB	56
	<u>Encadré 2 :</u>	
	Ajustement du facteur travail dans le contexte de la crise actuelle	61
	<u>Encadré 3 :</u>	
	Mesures discrétionnaires adoptées par le gouvernement en réponse à la propagation du COVID-19	77

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

L'épidémie de coronavirus (COVID-19) et les mesures de confinement prises par les gouvernements nationaux des pays la zone euro pour en contenir la propagation ont conduit à une forte contraction de l'activité économique. L'inflation a ralenti suite à une baisse des prix de l'énergie. Par ailleurs, des tensions modérées sont anticipées sur les prix suite à une forte contraction du PIB en volume et la sous-utilisation des capacités productives qui en a résulté. Dans ce contexte, lors de sa réunion du 4 juin 2020, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris une série de mesures visant à soutenir l'économie pendant sa réouverture progressive et à sauvegarder la stabilité des prix à moyen terme.

La première mesure concerne le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), un programme d'achat temporaire de titres des secteurs privé et public qui a été annoncé le 18 mars 2020. Le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe maximale consacrée au PEPP de 600 milliards d'euros pour atteindre un total de 1 350 milliards d'euros. En réaction à la révision à la baisse de l'inflation sur l'horizon de projection, liée à la pandémie, l'accroissement du PEPP permettra un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire, soutenant les conditions de financement dans l'économie réelle, en particulier pour les entreprises et les ménages. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire.

Deuxièmement, l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP sera étendu au moins jusque fin juin 2021. Dans tous les cas, l'Eurosystème effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée.

Troisièmement, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

Quatrièmement, les achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards d'euros, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats nets d'actifs mensuels au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Cinquièmement, 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 le Conseil des gouverneurs 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.

Sixièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. De ce fait, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement demeure à 0,00 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,25 % et celui de la facilité de dépôt à -0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas

jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Il convient de noter que ces mesures s'ajoutent à celles prises le 30 avril 2020. Lors de cette réunion, le Conseil des gouverneurs a notamment décidé d'encore assouplir les conditions des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO III*). Plus spécifiquement, il a décidé d'abaisser le taux d'intérêt sur les opérations TLTRO III, pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021, à un niveau inférieur de 50 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur sur la même période. De plus, pour les contreparties dont les emprunts nets éligibles atteignent le seuil de performance en matière d'octroi de prêts, le taux d'intérêt sur la période allant de juin 2020 à juin 2021 sera désormais inférieur de 50 points de base au taux moyen de la facilité de dépôt prévalant pendant la même période.

En outre, l'Eurosystème s'est engagé à conduire une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations, PELTRO*) en vue de soutenir les conditions de la liquidité dans le système financier de la zone euro et de contribuer à préserver le bon fonctionnement des marchés monétaires en fournissant un filet de sécurité effectif. Les opérations PELTRO consistent en sept opérations de refinancement supplémentaires, lancées à partir de mai 2020 et qui arriveront à échéance progressivement entre juillet et septembre 2021, ce qui correspond à la durée des mesures d'assouplissement des garanties. Elles sont effectuées via des procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement sur la durée de chaque opération PELTRO.

Face aux rapides évolutions de l'environnement économique actuel, le Conseil des gouverneurs veille avant tout à ce que la politique monétaire soit transmise à toutes les composantes de l'économie et à toutes les juridictions en vue de l'accomplissement de son mandat de maintien de la stabilité des prix. Le Conseil des gouverneurs reste donc prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, l'€STR¹ et le taux EONIA² ont très légèrement diminué par rapport au 16 décembre 2019 pour se situer respectivement à -0,55 % et -0,46 % le 5 juin 2020. Les niveaux de ces deux taux d'intérêt reflètent la fixation du taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,5 % depuis le 18 septembre 2019.

Le taux EURIBOR 1 mois a légèrement baissé par rapport au 16 décembre 2019 pour s'établir à -0,48 % le 5 juin 2020. En revanche, les taux EURIBOR avec une maturité allant de 3 mois à 12 mois sont devenus moins négatifs par rapport à décembre 2019. Ainsi, le 5 juin 2020, les taux EURIBOR 3 mois, EURIBOR 6 mois et EURIBOR 12 mois se sont fixés respectivement à -0,35 %, -0,20 % et -0,12 %.

Au sujet de l'analyse monétaire, le taux de progression annuel de l'agrégat M3 a été de 8,3 % en avril 2020, par rapport à 7,5 % au mois précédent. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit M1 a augmenté à 11,9 % en avril 2020, comparé à 10,4 % en mars 2020.

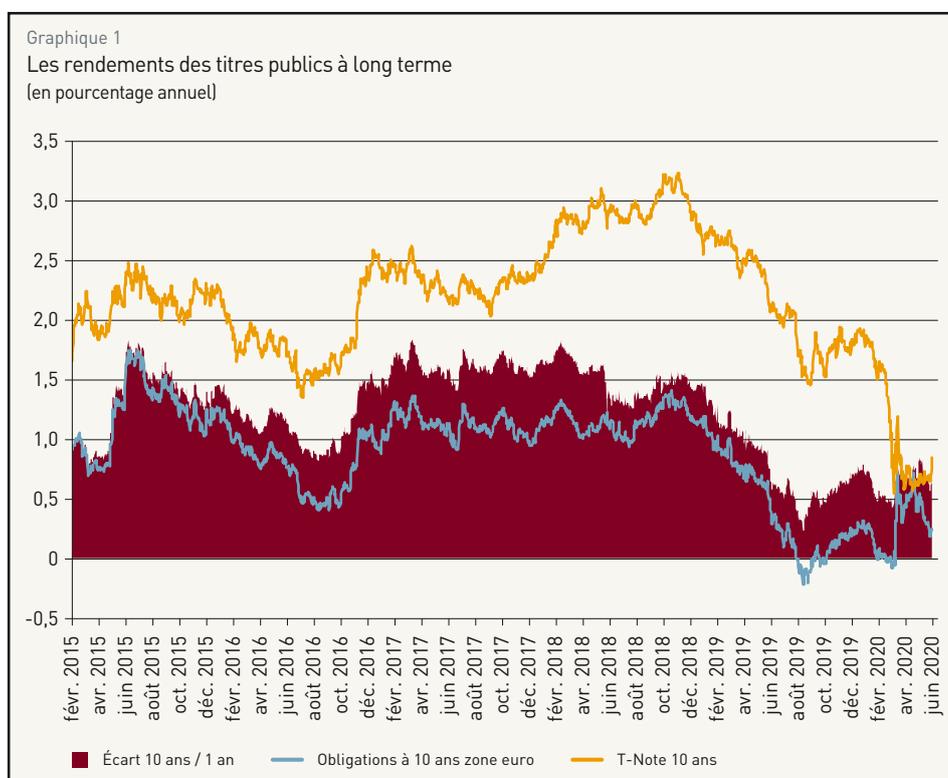
1 L'€STR (*Euro short-term rate*) est un nouveau taux de référence à court terme en euros publié par la BCE depuis le 2 octobre 2019. Il est calculé par une moyenne pondérée à travers les banques de la zone euro des coûts des opérations d'emprunt au jour le jour libellées en euros.

2 À partir du 2 octobre 2019, le taux EONIA est calculé en ajoutant 8,5 points de base au taux €STR.

La croissance des crédits octroyés au secteur privé traduit les effets du choc de coronavirus sur l'économie de la zone euro. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a augmenté de 1,1 p.p. pour s'établir à 6,6 % en avril 2020. Cette accélération reflétait la nécessité, pour les entreprises, de financer leurs dépenses courantes et leurs besoins en fonds de roulement dans un contexte de baisse rapide des recettes. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a été de 3,0 % en avril 2020, soit 0,4 p.p. de moins par rapport au mois précédent. Ce ralentissement pourrait refléter les contraintes pesant sur la consommation dues aux mesures de confinement, à la détérioration de la confiance et à la dégradation de la situation sur les marchés du travail.

1.1.2 Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics à 1 an et à 10 ans ont augmenté depuis le 14 décembre 2019 pour s'établir respectivement à -0,33 % et à 0,24 % le 5 juin 2020³. Cette période a été marquée par une volatilité résultant des réactions des acteurs de marché face à la propagation du coronavirus et aux mesures prises par les gouvernements pour la contenir, qui ont ébranlé l'activité économique dans la zone euro. Par exemple, à partir du 11 mars le rendement des obligations souveraines à 10 ans a augmenté rapidement jusqu'au 18 mars quand l'Eurosystème a annoncé un ensemble de mesures, y compris le programme d'achats d'urgence face à la pandémie, ce qui a conduit à une rapide baisse de ce rendement. Depuis le début de mai 2020, il a suivi une tendance baissière. Le différentiel de rendement entre les taux obligataires à 10 ans et à 1 an s'est réduit durant cette période pour se situer à 0,57 p.p., ainsi que le montre le graphique 1.



Source : BCE

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a diminué depuis décembre 2019 pour se fixer à 0,89 % le 5 juin 2020. Cette baisse intervient dans un contexte de chute marquée de l'activité économique aux États-Unis en lien avec l'épidémie de coronavirus et d'importantes suppressions d'emplois. Face à cette situation et au risque que cette crise fait peser sur l'inflation à court terme, la Réserve fédérale des États-Unis a abaissé la fourchette cible pour les taux des fonds fédéraux le 3 mars 2020 à 1 - 1,25 %, puis le 15 mars à 0 - 0,25 %.

Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est réduit au cours de la période analysée pour s'établir à 0,65 p.p. le 5 juin 2020.

³ Ces rendements se réfèrent aux obligations souveraines pour les pays de la zone euro. Il s'agit d'une moyenne pondérée par le PIB.

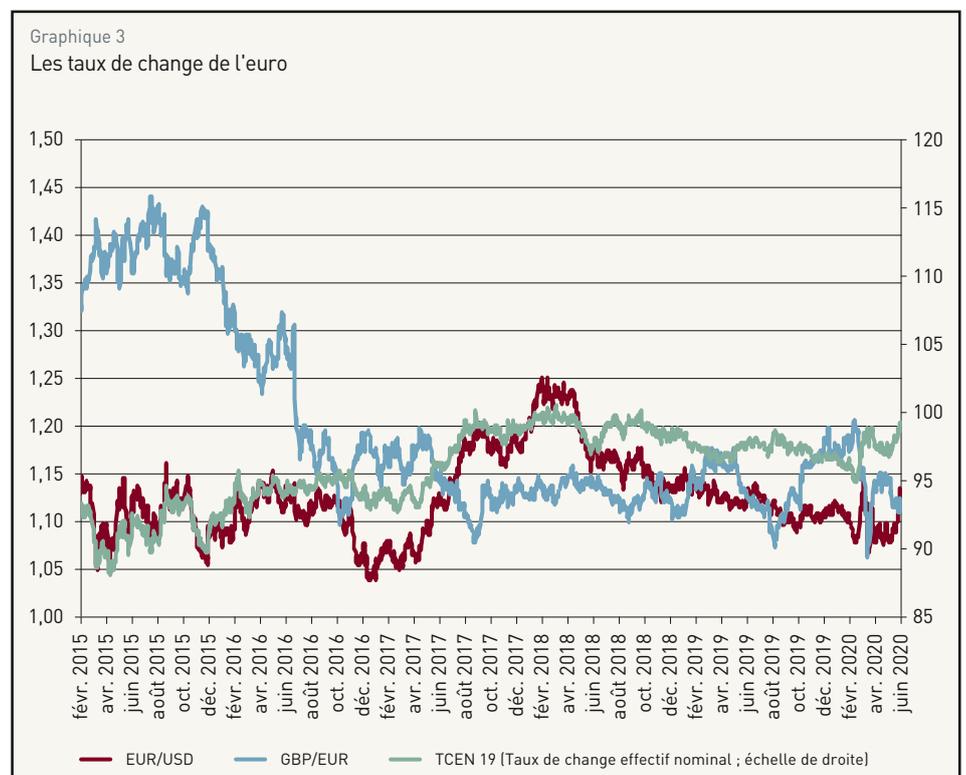
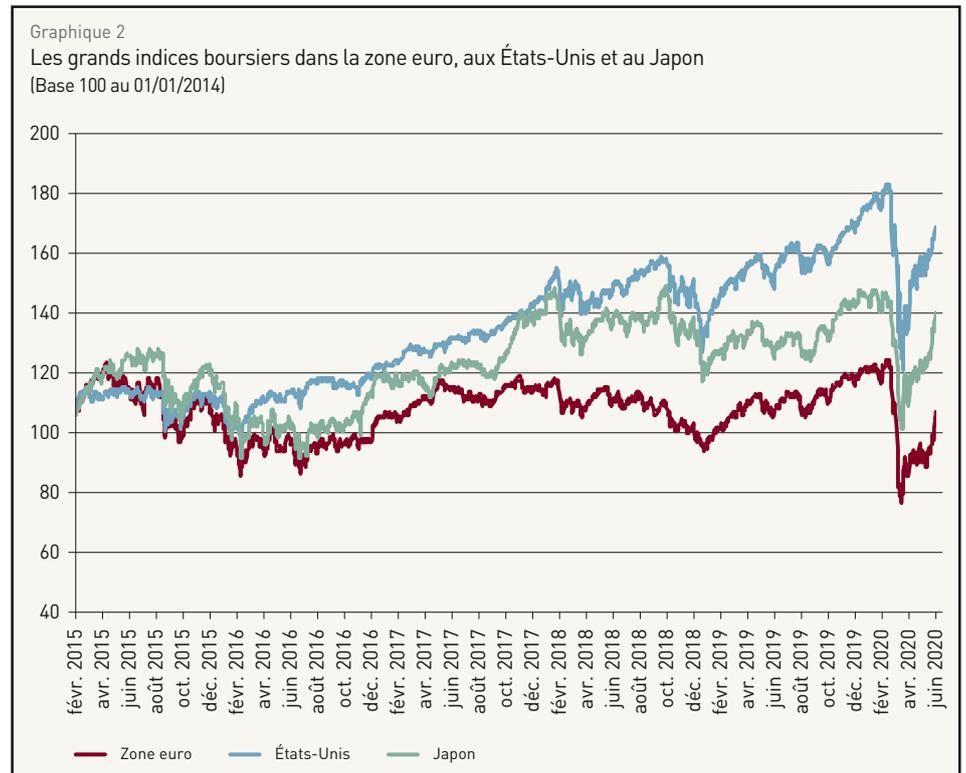
1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 14 décembre 2019 et le 5 juin 2020, aux États-Unis, l'indice boursier Standard & Poor's 500 a baissé de 1,8 %. En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a baissé de 10,9 % alors qu'au Japon l'indice boursier Nikkei 225 a diminué de 4,8 % sur la même période.

Toutefois, ces chiffres cachent une évolution contrastée. Les indices ont enregistré une diminution en fin février dans un contexte de propagation du coronavirus avec des craintes pour les perspectives de croissance de l'économie mondiale. Dans la seule journée du 12 mars, les indices boursiers susmentionnés ont baissé de 12,4 % dans la zone euro, de 9,5 % aux États-Unis et de 4,4 % au Japon. Ces indices ont amorcé un mouvement de reprise fin mars soutenu par les annonces de politique monétaire à travers le monde. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a annoncé le 23 mars qu'elle continuera à acheter des titres du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires émises par des agences gouvernementales dans les quantités nécessaires pour soutenir le bon fonctionnement du marché et une transmission efficace de la politique monétaire. Enfin, depuis fin mars, il convient de noter un rattrapage de ces indices, même si une incertitude persiste sur les marchés financiers (voir le graphique 2).

1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 14 décembre 2019 au 5 juin 2020, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement apprécié



(de 3 %). Sur cette période, l'euro s'est apprécié de 2 % par rapport au dollar américain et de 7 % vis-à-vis de la livre sterling (voir le graphique 3).

Concernant les autres principales devises mondiales, au cours de la période sous revue, l'euro s'est apprécié de 2 % vis-à-vis du yen japonais, de 11 % vis-à-vis du rouble russe et de 3 % par rapport au yuan renminbi. Il s'est en revanche légèrement déprécié (de 1 %) face au franc suisse.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié de 4 % vis-à-vis du zloty polonais. Il est resté stable face à la couronne suédoise 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 avait atteint 1,7 % en 2018, a fortement reculé en 2019 s'établissant à 1,2 %.

Tableau 1 :

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

	2018	2019	2019-S1	2019-S2	2020-T1	AVRIL 2020	MAI 2020*
IPCH global	1,7	1,2	1,4	1,0	1,1	0,4	0,1
Produits alimentaires non transformés	2,5	1,4	1,3	1,6	2,8	7,7	6,5
Produits alimentaires transformés	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	2,4	2,4
Produits manufacturés hors énergie	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2
Énergie	6,4	1,1	3,7	-1,4	-0,9	-9,6	-12,0
Services	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,2	1,3
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,1

Source : Eurostat. *Estimation préliminaire Eurostat

Cette évolution se décompose en un ralentissement modéré lors des deux premiers trimestres de 2019 suivi d'une chute plus marquée des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés, a été relativement stable sur l'ensemble de l'année et s'est établie à 1,2 %, soit la même progression qu'en 2018.

Le premier trimestre 2020 s'était inscrit dans la continuité du deuxième semestre 2019, les prix des produits alimentaires non transformés et des produits manufacturés hors énergie ont toutefois été en accélération. À partir d'avril, les effets du confinement appliqué dans nombre de pays européens et, plus généralement de la crise liée au COVID-19, se sont fait sentir au niveau de l'inflation. Les prix des biens alimentaires ont augmenté fortement alors que les prix de l'énergie chutaient. On remarque également une assez nette décélération des prix des produits manufacturés hors énergie, alors que le secteur des services a connu une décélération moins marquée. Ces développements se sont traduits par une chute de l'inflation globale, qui a atteint 0,1 % en mai selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, et une légère baisse de l'inflation sous-jacente.

Le prix du pétrole, qui avait entamé un recul au quatrième trimestre 2018, avait légèrement rebondi au tournant de l'année 2019-2020 avant de connaître une chute bien plus brutale. Le prix du baril s'est établi à 29 dollars en moyenne lors des mois de mars à mai comparé aux 65 dollars observé en début de

l'année. Le prix des matières premières non énergétiques ont également reculé, à l'exception notable des produits agricoles qui ont fortement progressé lors des cinq premiers mois de l'année. Ce secteur a vraisemblablement été pénalisé par le manque de main-d'œuvre et les mesures d'hygiène liées au COVID-19.

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

Au cours du premier trimestre 2020, le PIB de la zone euro a reculé de 3,8 % par rapport au trimestre précédent (après +0,1 % au quatrième trimestre 2019). Ce recul, le plus important depuis le début des séries SEC 2010 en 1995, s'explique par les mesures de confinement liées au COVID-19, mises en place par les États membres en mars 2020.

La baisse du PIB au premier trimestre 2020, a concerné presque tous les pays de la zone euro pour lesquels les données étaient disponibles. Seulement en Finlande, le PIB a enregistré une faible croissance de 0,1 % (après -0,6 % au quatrième trimestre 2019).

Les données relatives au Luxembourg n'étaient pas encore été publiées au moment de la rédaction de ce bulletin. Les informations disponibles concernant ses trois principaux partenaires économiques indiquent des reculs du PIB de 3,9 % en Belgique (après +0,5 %, au quatrième trimestre 2019), de 2,2 % en Allemagne (après -0,1 % au quatrième trimestre 2019) et de 5,8 % en France (après -0,1 % au quatrième trimestre 2019).

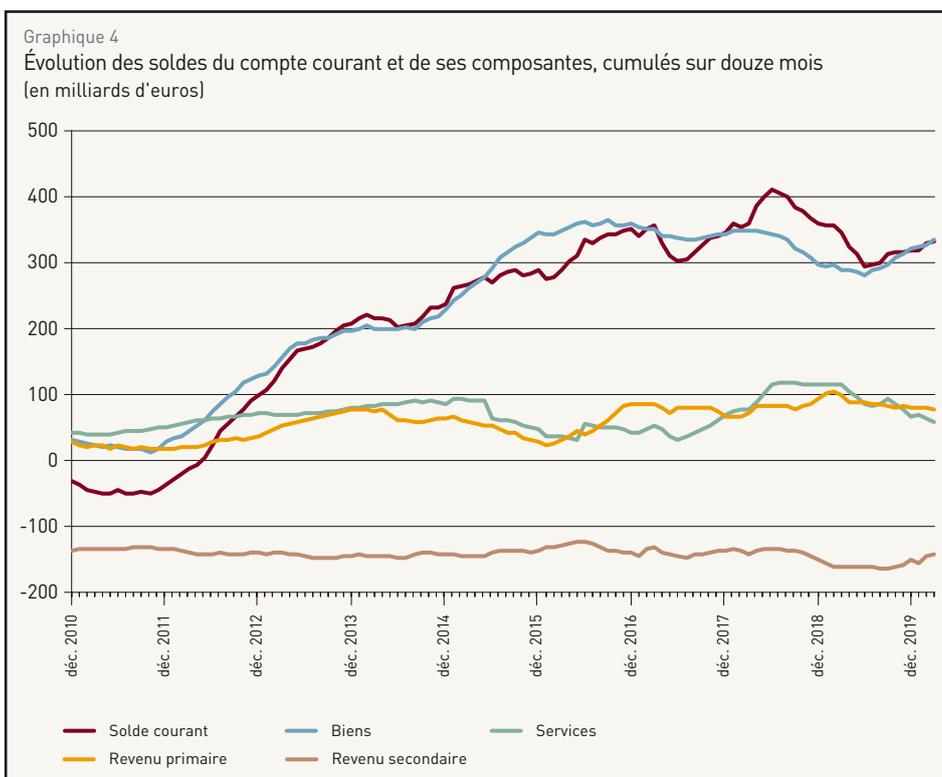
L'emploi dans la zone euro a diminué de 0,2 % au premier trimestre 2020 (après +0,3 % au quatrième trimestre 2020). Il s'agit du premier recul depuis le deuxième trimestre 2013. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 0,3 % (après +1,1 % au quatrième trimestre 2019). Il s'agit du taux de croissance le plus faible depuis le premier trimestre 2014.

En mars 2020, quand les mesures de confinement liées au COVID-19 ont commencé à être mises en place, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 7,4 %, en hausse par rapport au taux de 7,3 % enregistré en février 2020. Selon Eurostat, en mars 12,156 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro. Par rapport à février 2020, le nombre de chômeurs a augmenté de 197 000 personnes.

Parmi les États membres, en mars 2020 le taux de chômage le plus faible a été enregistré au Pays-Bas (2,9 %). Le taux de chômage le plus élevé a été relevé en Espagne (14,5 %).

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro a atteint 83 milliards d'euros (3 % du PIB) au premier trimestre 2020, contre 108 milliards d'euros (3,5 % du PIB) au dernier trimestre 2019 et contre 68 milliards d'euros (2,4 % du PIB) au premier trimestre 2019. La contribution positive la plus importante à l'excédent courant provient, comme d'habitude, des échanges des marchandises, dont le solde positif s'est établi à 82 milliards d'euros au premier trimestre 2020. Si le surplus de biens était en hausse de 25 % par rapport au premier trimestre 2019, il était inférieur de 16 % par rapport au niveau atteint au dernier trimestre 2019. Ce recul s'explique par une évolution défavorable des exportations de biens qui, au premier trimestre 2020, ont affiché une baisse plus importante (-5 %) comparée aux importations de biens (-3 %). Concernant les autres composantes de la balance courante, l'évolution défavorable des excédents des services et du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) a été compensée par une baisse du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.).



Source : BCE

S'agissant du compte des transactions financières, au premier trimestre 2020 les achats nets par des non-résidents des titres de dette émis par la zone euro ont repris à concurrence de 98 milliards d'euros, alors que des ventes nettes de 70 milliards d'euros étaient encore enregistrées au dernier trimestre 2019. Sur les marchés des titres de participation, les non-résidents se sont en revanche détournés des actions qui ont subi de ventes nettes de 69 milliards d'euros au premier trimestre 2020. De leur côté, les résidents de la zone euro ont également réduit leurs placements dans les titres de participation étrangers. Au cours du premier trimestre 2020, les transactions sur ces titres se sont soldées par des ventes nettes de 52 milliards d'euros, comparées à des achats nets de 78 milliards d'euros au dernier trimestre 2019. De même,

les titres de dette étrangers ont subi des ventes nettes à concurrence de 50 milliards d'euros au premier trimestre 2020, après les achats nets de 62 milliards d'euros observés au dernier trimestre 2019. Ainsi, les flux d'investissements de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de capitaux de 130 milliards d'euros, après avoir enregistré des sorties nettes de même montant au dernier trimestre 2019.

Concernant les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs ont repris pour atteindre 70 milliards d'euros au premier trimestre 2020. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des sorties nettes de 106 milliards d'euros au premier trimestre 2020, résultantes d'un accroissement des créances des autres institutions financières monétaires et des autres secteurs.

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2020 de l'Eurosystème, le PIB en volume dans la zone euro devrait reculer de 8,7 % en 2020 avant de rebondir à 5,2 % en 2021 et de progresser de 3,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020, établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été substantiellement révisées à la baisse pour 2020 (-9,5 p.p.) et à la hausse pour 2021 (+3,9 p.p.) et 2022 (+1,9 p.p.).

La consommation privée devrait diminuer de 7,8 % en 2020 avant de se redresser progressivement d'ici 2022. La consommation privée aurait fortement baissé au premier semestre 2020. Au niveau sectoriel, les ventes de véhicules automobiles ainsi que les dépenses de vacances et restauration ont été le plus durement touchées. Alors que les pertes au niveau du revenu disponible réel ont été en partie amorties par les transferts publics, le déclin de la consommation a découlé d'une combinaison d'épargne forcée – les ménages dont le revenu n'a pas été affecté n'ont pas pu acheter certains biens et services à

cause de la fermeture de magasins et commerces non essentiels – et d'épargne de précaution dans le contexte d'une forte baisse de la confiance des consommateurs et d'une augmentation sans précédent de l'incertitude autour des perspectives économiques. Par la suite, alors que les pays assouplissent progressivement les mesures de confinement, la consommation privée devrait rebondir à partir du deuxième semestre 2020, mais ne dépasser son niveau d'avant la crise qu'au cours de l'année 2022.

Une contraction brutale et soudaine de l'investissement dans le logement est attendue pour 2020. L'offre de logements devrait être durement touchée par le choc du COVID-19 en 2020. Les effets combinés d'une baisse du revenu disponible, d'une plus faible confiance des consommateurs et d'un chômage plus élevé devraient peser sur la demande de logements. Les investissements en logement devraient rester durablement contenus et, à la fin de l'horizon de projection, rester bien en deçà de leur niveau d'avant la crise.

L'investissement des entreprises devrait s'être effondré au premier semestre 2020 en raison du verrouillage des économies, de l'effacement de la demande globale (intérieure et extérieure) et de la montée en puissance de l'incertitude. Un rebond est attendu au second semestre 2020, avec toutefois de considérables divergences en terme de vitesse de reprise (reflétant les différences de taille de l'effondrement initial) d'un pays à l'autre. Face à une incertitude accrue, les entreprises sont susceptibles de reporter leurs investissements. Aussi, à la fin de l'horizon de projection, l'investissement des entreprises dans la zone euro devrait rester bien en deçà de son niveau d'avant la crise.

Les exportations devraient être gravement touchées au premier semestre 2020. Les mesures de verrouillage pour contenir la pandémie ont fortement affecté le secteur des exportations de la zone euro, ainsi que les importations. La plupart des secteurs ont connu une baisse rapide de leurs exportations à la fin du premier trimestre de 2020, qui devrait se poursuivre au deuxième trimestre. Les importations devraient diminuer moins que les exportations au deuxième trimestre 2020, les principaux exportateurs étant particulièrement touchés par la baisse mondiale de la demande d'automobiles et de biens d'investissement. Les exportations nettes devraient donc être négatives. À partir du troisième trimestre, le rebond des exportations devrait être un peu plus fort que celui des importations, impliquant une contribution positive des exportations nettes jusqu'à la fin de 2021. Dans l'ensemble, les exportations de la zone euro devraient globalement évoluer parallèlement à la demande étrangère de la zone euro.

La situation sur le marché du travail devrait s'aggraver considérablement. Alors que les conditions du marché du travail se sont améliorées notamment au cours de la récente expansion, une forte détérioration devrait se matérialiser au cours de 2020. La baisse de l'emploi global de 0,2 % au premier trimestre 2020, selon l'estimation rapide d'Eurostat, n'est qu'un signe avant-coureur d'une situation nettement pire attendus au cours des prochains trimestres. Alors que la baisse de l'emploi en termes de personnes devrait être atténuée dans certains pays par un recours intensif aux régimes de chômage partiel, l'emploi total devrait reculer de 2,8 % en 2020 avant de se redresser progressivement sur le reste de l'horizon de projection, grâce à un rebond de l'activité. Le taux de chômage devrait réagir à la pandémie et culminer à 10,8 % au troisième trimestre 2020. De même que le profil de l'emploi, le taux de chômage ne devrait pas retrouver son niveau d'avant la crise à la fin de l'horizon de projection. Il devrait s'établir à 8,8 % au quatrième trimestre 2022, soit au-delà du taux 7,3 % observé au quatrième trimestre 2019. La trajectoire prévue du taux de chômage reste inférieure à la trajectoire observée lors de la crise financière mondiale de 2008-09, en raison de l'impact des politiques du marché du travail adoptées, qui se sont concentrées sur la préservation de l'emploi en vue de redémarrer rapidement les activités commerciales après la fin des mesures de verrouillage strictes.

Concernant les finances publiques, le solde budgétaire de la zone euro devrait sensiblement diminuer en 2020 et se rétablir quelque peu en 2021 et 2022. La forte baisse du solde budgétaire en 2020 résulte des mesures d'urgence budgétaire et de la composante cyclique négative, qui reflète la détérioration



des perspectives macroéconomiques. L'amélioration en 2021 reflète principalement le dénouement des mesures d'urgence budgétaire, tandis que la composante cyclique moins préjudiciable a également un effet quelque peu positif. L'augmentation du taux d'endettement en 2020 à plus de 100 % du PIB est principalement due à l'écart défavorable entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux d'intérêt effectif nominal, ainsi qu'au déficit primaire élevé. En 2021 et 2022, la contribution des déficits primaires persistants à l'augmentation de la dette est plus que compensée par un effet boule de neige favorable, ce qui conduit à un ratio d'endettement quelque peu en baisse.

Compte tenu de l'incertitude exceptionnelle qui entoure les perspectives économiques actuelles, l'Eurosystème n'a pas publié les rangées de projection habituelles pour la croissance du PIB réel et la progression de l'IPCH. Cet exercice de projections inclut néanmoins deux scénarios alternatifs. De manière générale, l'ampleur de la contraction et de la reprise dépendra essentiellement de la durée et de l'efficacité des mesures de confinement, du succès des politiques visant à atténuer l'impact négatif sur les revenus et l'emploi, et de la manière – durable ou pas – dont les capacités productives et la demande intérieure seront touchées.

Selon le scénario clément, qui se base sur l'hypothèse d'un relâchement plus rapide des mesures de restriction, le recul du PIB réel ne serait que de 5,9 %. Inversement, dans le scénario sévère, qui fait l'hypothèse que la détérioration de la crise sanitaire ne permettrait plus le relâchement progressif des mesures sur la deuxième moitié de l'année, le recul du PIB réel pourrait dans ce cas avoisiner 12,6 %.

Lors de sa réunion du 4 juin 2020, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, étaient orientés à la baisse.

En ce qui concerne l'inflation, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,1 % en mai 2020, contre 0,3 % en avril, en raison principalement d'une inflation des prix de l'énergie plus faible. Sur la base des prix actuels et des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait continuer à baisser quelque peu au cours des prochains mois. À moyen terme, la faiblesse de la demande devrait exercer une pression à la baisse sur l'inflation, laquelle ne sera que partiellement compensée par les pressions à la hausse émanant de contraintes au niveau de l'offre.

Les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2020, de 0,8 % en 2021 et de 1,3 % en 2022. Par comparaison aux projections de mars 2020 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues à la baisse de 0,8 p.p. pour 2020, de 0,6 p.p. pour 2021 et de 0,3 p.p. pour 2022.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques pour la zone euro

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

	PROJECTIONS DE JUIN 2020				PROJECTIONS DE MARS 2020			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
PIB réel	1,2	-8,7	5,2	3,3	1,2	0,8	1,3	1,4
						[0,4 - 1,2]	[0,4 - 2,2]	[0,5 - 2,3]
Consommation privée	1,3	-7,8	6,0	3,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Consommation publique	1,7	2,5	1,0	1,3	1,8	1,7	1,5	1,5
Investissement	5,5	-15,5	4,9	5,9	4,4	0,4	1,9	2,2
Exportations	2,5	-13,6	8,4	4,9	2,5	1,6	2,5	2,6
Importations	3,9	-12,0	7,4	5,3	3,3	1,8	2,7	2,8
Emploi	1,2	-2,8	0,4	1,5	1,1	0,5	0,3	0,4
Taux de chômage ⁴	7,6	9,8	10,1	9,1	7,6	7,6	7,6	7,5
IPCH	1,2	0,3	0,8	1,3	1,2	1,1	1,4	1,6
						[0,8 - 1,4]	[0,7 - 2,1]	[0,8 - 2,4]
IPCH ex énergie	1,2	1,3	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6
Solde budgétaire des administrations publiques ⁵	-0,6	-8,5	-4,9	-3,8	-0,7	-1,1	-1,5	-1,5
Dette brute des administrations publiques ⁶	84,1	101,3	100,6	99,9	84,5	83,9	83,4	82,6

Source : BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE 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), a augmenté en 2019 pour atteindre 1,7 %.

Les développements d'inflation lors de la première moitié de 2020 se sont déroulés en plusieurs phases. En début d'année, l'inflation a été soutenue par la hausse des prix des produits pétroliers et par l'indexation des salaires qui a eu lieu en janvier. Lors des mois de janvier et février, l'inflation globale s'est établie à 1,8 % en moyenne et l'inflation sous-jacente à 1,7 %. Au mois de mars, avec l'introduction de la gratuité des transports publics, dont l'impact à la baisse a été plus important qu'anticipé, l'inflation sous-jacente a reculé pour atteindre 1,4 %. Les prix des produits pétroliers, qui comptent pour environ 5 % du panier de l'IPCN, ont fortement chuté lors de ce mois, accentuant encore la baisse de l'inflation globale qui est descendue à 0,9 %.

Au mois d'avril, alors que le Luxembourg était en confinement, les prix des produits pétroliers accusaient un nouveau recul, encore plus important, et les prix des biens alimentaires, qui comptent pour approximativement 15 % du panier de l'IPCN, connaissaient une forte hausse. Il convient de noter que le prix de certains services, qui ne pouvaient être offerts en raison du confinement, ont été estimés par le STATEC et

4 Pourcentages de la population active.

5 Pourcentages du PIB.

6 Pourcentages du PIB.

Graphique 5
Évolution des prix à la consommation
(taux de variation annuels)



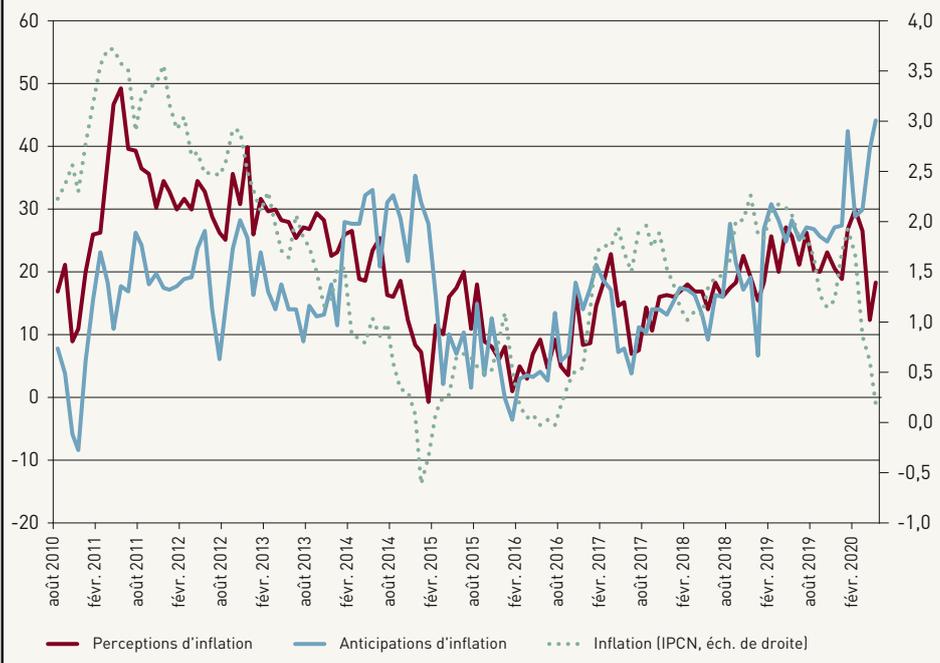
Source : STATEC

ont fortement contribué à l'inflation. Ces développements opposés se sont traduits par une nouvelle baisse de l'inflation globale alors que l'inflation sous-jacente rebondissait. Au mois de mai, l'inflation sous-jacente a légèrement baissé pour s'établir à 1,6 % alors que l'inflation globale reculait plus fortement pour atteindre seulement 0,2 %. Il s'agit du taux le plus bas observé depuis la mi-2016. La divergence entre l'inflation globale et l'inflation sous-jacente s'explique par l'ampleur du recul des prix des produits pétroliers qui a atteint -25 % en mai et s'est établi à -19 % en moyenne sur la période allant de mars à mai.

Le différentiel d'inflation avec la zone euro, qui avait atteint +0,5 p.p. en moyenne en 2019, a légèrement reculé lors du premier trimestre 2020 pour s'établir à 0,4 p.p. Par rapport aux pays limitrophes, le différentiel d'inflation s'est réduit plus nettement, passant de 0,4 p.p. en 2019 à 0,1 p.p. au premier trimestre 2020. Le différentiel d'inflation du Luxembourg, cumulé sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au premier trimestre 2020, a atteint respectivement +11,6 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +9,6 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL⁷, les perceptions d'inflation ont fortement reculé au cours des derniers alors que les anticipations d'inflation progressaient nettement. Ces résultats s'insèrent

Graphique 6
Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL, STATEC

7 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.

dans un contexte où l'on a observé une évolution divergente des taux d'inflation de biens et services consommés fréquemment par les ménages. D'une part, les prix des produits pétroliers ont fortement chuté et se sont établis à leur niveau le plus bas observé depuis début 2002. D'autre part, les prix des biens alimentaires ont fortement progressé. Pendant le confinement, les habitudes de consommation des ménages ont sans doute forcément changé avec une baisse relative d'achats de produits pétroliers et une part plus importante des achats étant constituée de biens alimentaires.

1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Après trois trimestres en recul, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient été stables au quatrième trimestre 2019. Ils ont néanmoins à nouveau fortement reculé au premier trimestre 2020. Ce sont les secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation qui ont connu la baisse la plus importante alors que les prix à la production des biens d'équipement étaient stables. Les prix à la production des biens énergétiques ont été en léger recul.

Les prix à la construction ont progressé de 1,5 % en avril 2019 par rapport à octobre 2018. Entre avril et octobre 2019, ils ont augmenté de 1,2 %. Les prix de vente de l'immobilier résidentiel ont enregistré une progression soutenue en 2019 avec une hausse de 10,0 %. Au deuxième trimestre 2019, les prix immobiliers ont progressé fortement à 5,0 % sur base trimestrielle pour ensuite augmenter de 2,4 % au troisième et quatrième trimestre.

Tableau 3 :

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

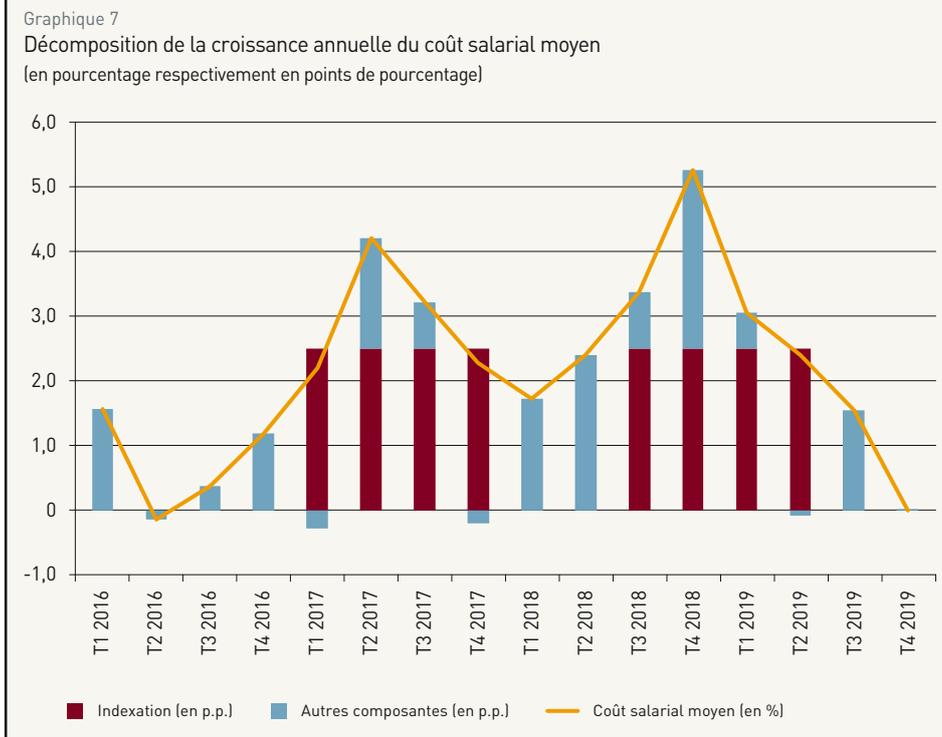
	2018	2019	2019-T1	2019-T2	2019-T3	2019-T4	2020-T1
Ensemble des produits industriels	4,6	-1,9	-2,6	-0,1	-0,3	0,0	-1,5
Biens intermédiaires	7,6	-3,7	-5,1	-0,5	-0,3	0,1	-2,0
Biens d'équipement	1,4	3,0	3,1	-0,2	-0,3	0,1	0,0
Biens de consommation	3,7	-5,5	-3,1	1,3	-2,2	-0,6	-2,1
Biens énergétiques	-5,4	8,3	4,2	-0,1	3,1	0,0	-0,3
Prix à la construction	1,9	2,9	1,5*		1,2*		
Prix immobiliers résidentiels	5,8	10,0	0,9	5,0	2,4	2,4	

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

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en mars 2020, a fait état d'une stagnation du coût salarial moyen au quatrième trimestre 2019, en glissement annuel, après une hausse de 1,6 % au trimestre précédent.

Au quatrième trimestre 2019, le coût salarial moyen n'a pas subi d'effets consistants de l'indexation des salaires aux prix ou 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.



Sources : STATEC, calculs BCL

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme le ralentissement du coût salarial moyen, mais témoigne d'une progression plus forte que celle retracée par les comptes nationaux. Néanmoins, il est à rappeler que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont que partiellement comparables, en raison de l'existence de divergences méthodologiques⁸.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a diminué dans la plupart des branches économiques.

Tableau 4 :

Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT			
	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019
Industrie, y compris énergie	0,9	0,3	0,8	-0,1	-0,4	0,1	0,4	0,1
Construction	3,7	3,1	2,1	1,1	-0,5	1,2	0,2	2,1
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration	2,4	2,8	1,0	0,0	-0,2	1,1	-0,9	-0,0
Information et communication	3,8	3,3	4,0	-1,4	1,5	1,4	-0,7	-3,4
Activités financières et d'assurance	2,0	1,8	1,8	-0,4	-0,6	0,9	-0,8	0,1
Activités immobilières	2,4	1,5	0,9	-0,4	-2,2	1,9	-0,2	0,2
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	3,9	2,3	2,1	-0,6	-3,0	0,2	1,6	0,5
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	3,8	2,4	0,5	0,3	-0,0	-0,0	0,1	0,2
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services	5,0	4,4	2,5	1,9	0,5	0,1	0,8	0,3
Coût salarial moyen - économie totale	3,1	2,4	1,6	0,0	-1,0	0,6	0,3	0,1

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

Sources : Statec, calculs BCL

⁸ La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'un ralentissement de la croissance du coût salarial moyen. L'indexation des salaires aux prix n'a pas contribué à la hausse du coût salarial moyen dans la mesure où la dernière tranche indiciaire a été payée en août 2018. La contribution des composantes dites réelles s'est également révélée nulle. 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 au cours de publications ultérieures.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

Le marché du travail a enregistré un fort ralentissement sur fond de crise du COVID-19. Selon des estimations du STATEC⁹, la progression annuelle de l'emploi salarié est passée de 3,5 % en février à 1,6 % en mars et 1 % en avril 2020.

Tableau 5 :

Emploi et chômage

(taux de variation annuel moyen, sauf indication contraire)

	2019	T4 2019	JANV-20	FÉVR-20	MARS-20	AVR-20
Emploi salarié total	3,7	3,6	3,6	3,5	1,6	1,0
Salariés frontaliers	4,7	4,5	4,3	4,1	1,5	0,7
Salariés résidents	2,7	2,8	2,9	2,9	1,7	1,1
Travailleurs indépendants	2,6	2,7	3,6	3,5	3,7	0,5
Emploi total	3,6	3,5	3,6	3,5	1,7	0,9
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	2,4	-4,9	12,9	19,6	-3,6	-17,7
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	-3,1	-9,9	25,7	11,4	-35,1	-43,2
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	0,9	5,7	8,7	7,4	17,4	31,1
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	5,4	5,4	5,4	5,5	6,1	6,9
Mesures pour l'emploi	-12,5	-3,3	-0,7	-2,1	-4,1	-12,7
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large)	-2,3	3,6	6,7	5,3	12,8	21,6

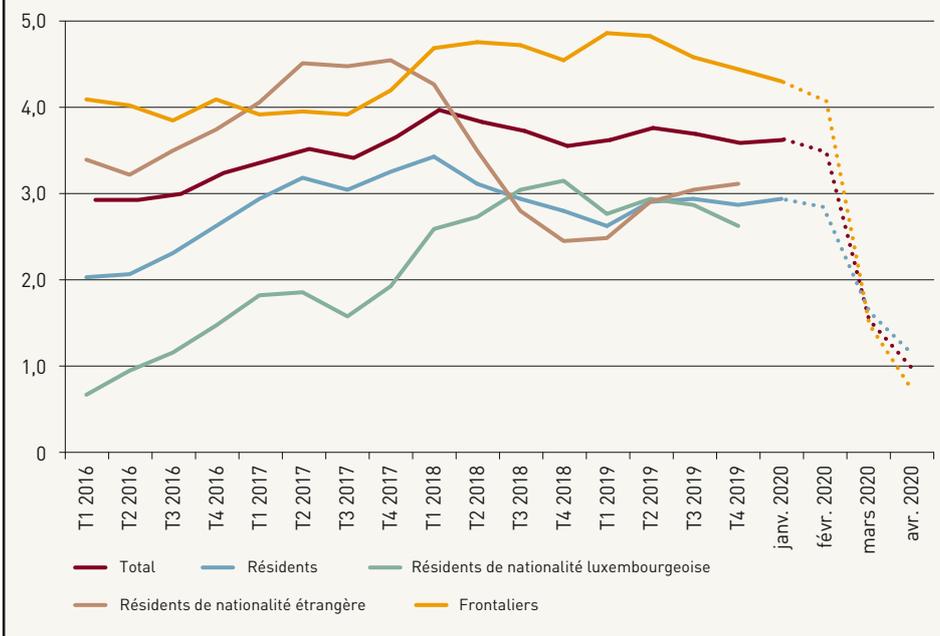
Remarque : les données relatives aux mois de février à avril 2020 sont des estimations.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a vu sa progression ralentir sensiblement. L'écart de croissance entre emploi frontalier et résident s'est établi à 1,2 p.p. en février 2020, après 1,7 p.p. au quatrième trimestre 2019. Selon les données provisoires, cet écart se serait encore creusé et serait même devenu légèrement négatif en mars et avril 2020. La progression annuelle de l'emploi résident aurait baissé à 1,7 % en mars et 1,1 % en avril, soit à un rythme inférieur à sa moyenne historique d'avant-crise (1,9 % en moyenne entre janvier 1998 et août 2008).

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

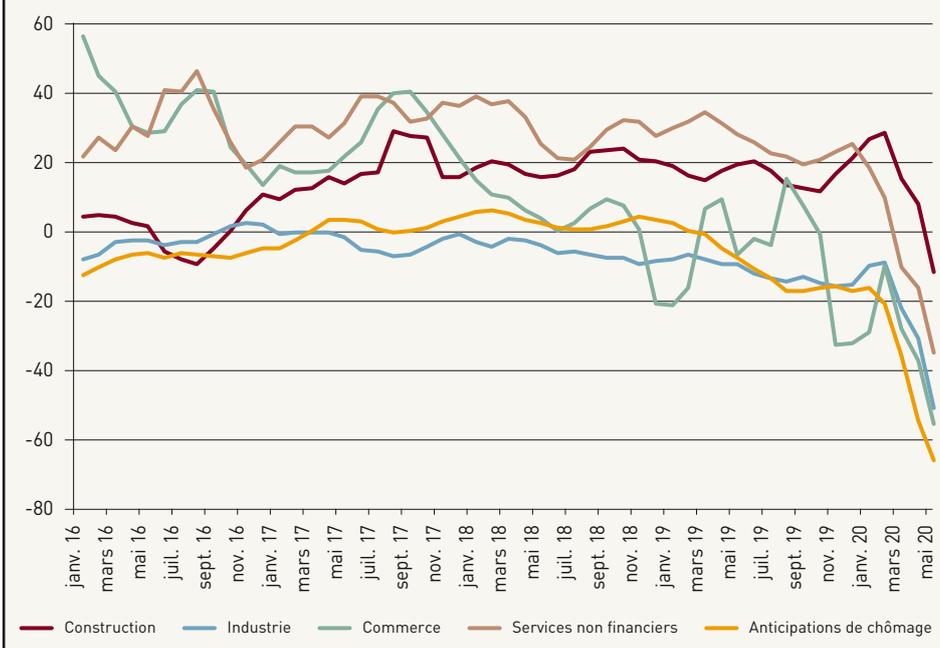
Graphique 8
Progression de l'emploi salarié selon la résidence et la nationalité
(en pourcentage par rapport à l'année précédente)



Remarque : les données relatives aux mois de février à avril 2020 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 l'année 2020.

Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 9
Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique
et anticipations des ménages relatives à l'évolution du chômage
(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Sources : BCL, Commission Européenne, STATEC, calculs BCL

Selon l'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, au quatrième trimestre 2019 deux secteurs ont continué à se démarquer en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et des branches « commerce, transports et HORECA ». Les services aux entreprises ont continué à contribuer fortement à la croissance annuelle de l'emploi, même si leur contribution a diminué tout au long de 2019, possible signe d'un essoufflement de l'activité dans ce secteur. Le secteur financier au sens large et la construction ont contribué chacun à hauteur de 0,4 p.p. à la progression annuelle de l'emploi salarié total¹⁰.

Dans une optique prospective, en janvier 2020, l'emploi intérimaire, généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi, a légèrement augmenté en glissement annuel (+0,6 %) après avoir baissé de 4,2 % au deuxième semestre 2019. Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent pas encore de déceler un quelconque impact de la pandémie COVID-19 sur l'emploi intérimaire. Par sa nature, l'emploi intérimaire constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à la dégradation conjoncturelle sans

10 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. L'emploi dans le secteur bancaire s'est inscrit en très légère hausse en glissement annuel.

procéder à des licenciements (du moins dans un premier temps). Le phénomène contraire se produit en début de reprise économique, lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents.

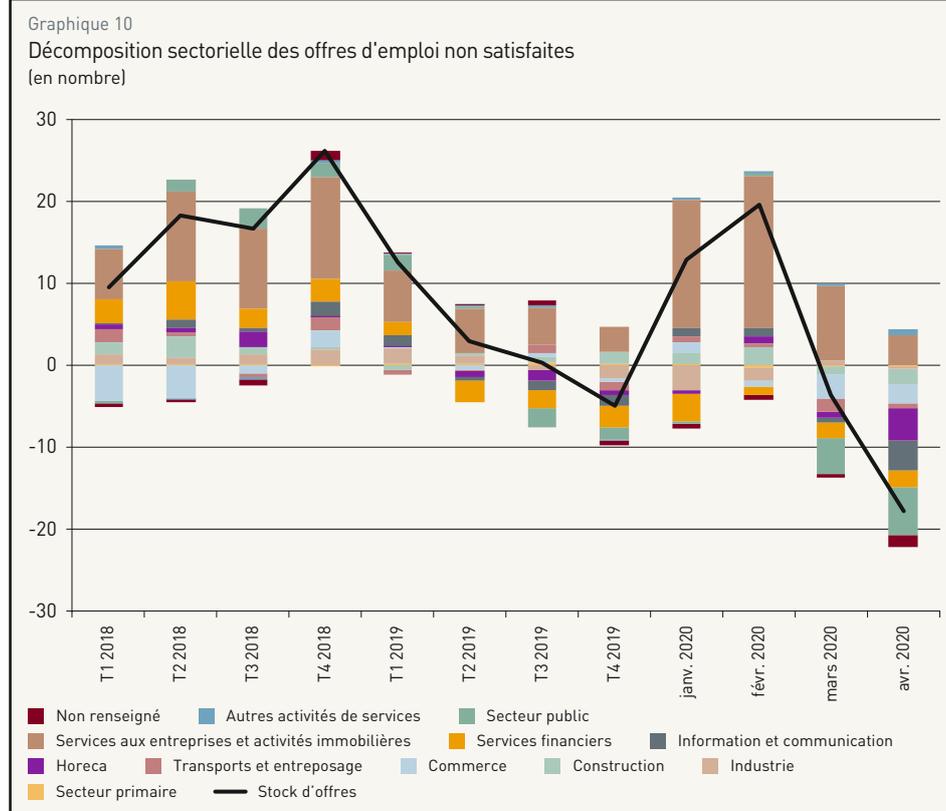
Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont sensiblement dégradées au cours des derniers mois dans l'ensemble des secteurs. Dans le même temps, les anticipations des consommateurs quant à l'évolution du chômage se sont fortement détériorées.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail, telle qu'elle se répercute dans le stock d'offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM), s'est établi à environ 6 200 unités en avril 2020, soit une baisse de 17,7 % par rapport à avril 2019. Le taux d'emplois vacants a diminué tout en demeurant largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise¹¹. Le nombre de postes vacants déclarés auprès de l'ADEM (flux) au cours du mois d'avril s'est établi à près de 1 900 unités, en baisse de 43 % en base annuelle. L'ensemble des branches économiques ont contribué à la baisse du nombre de postes à pourvoir, à l'exception des services aux entreprises et des autres activités de services. Dans ces branches, le nombre d'offres d'emplois disponibles demeurait légèrement supérieur à celui observé en avril 2019. En outre, il convient de noter que la part des contrats à durée déterminée (ou travail intérimaire) dans les nouvelles offres d'emplois se serait inscrite en hausse au cours des derniers mois, ce qui témoigne d'un sentiment d'incertitude générale des entreprises.

1.2.2.2 Le chômage

En écho à l'essoufflement de la croissance de l'emploi, le chômage s'est repositionné sur une trajectoire ascendante. Le taux de chômage au sens « strict » est passé de 5,5 % en février 2020 à 6,9 % en avril. De même, en avril 2020, le nombre de demandeurs d'emploi au sens strict s'est inscrit en hausse de 31 % en glissement annuel.

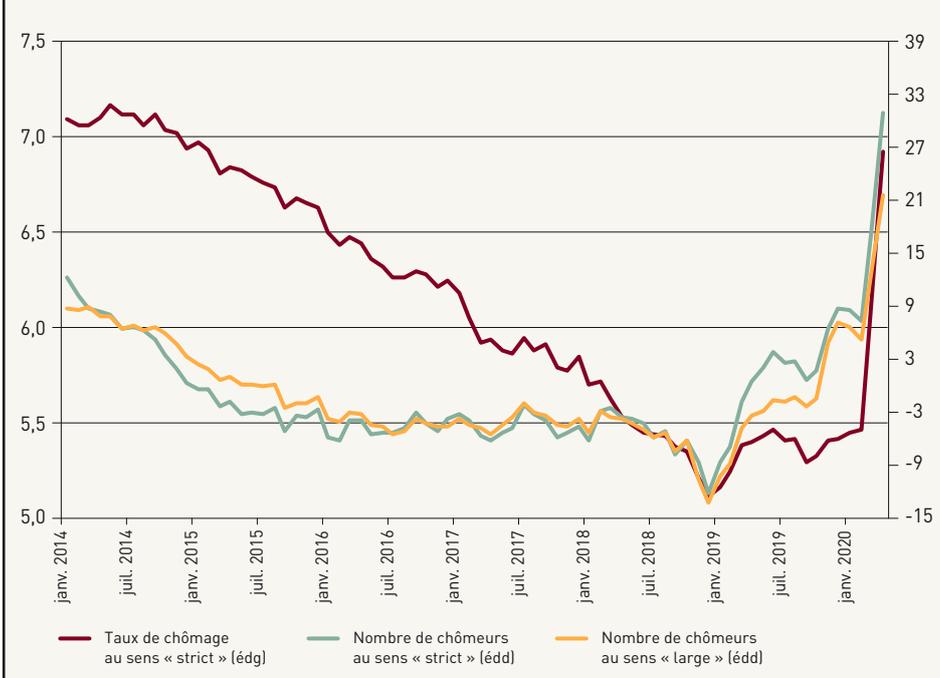
La hausse observée au mois de mars 2020 s'est principalement expliquée par une recrudescence du nombre de nouvelles inscriptions au chômage tandis que la hausse enregistrée en avril a été imputable à un repli du nombre de clôtures de dossiers (c'est-à-dire de sorties du chômage). En effet, le nombre d'inscriptions a même enregistrée une baisse au mois d'avril en glissement annuel.



Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

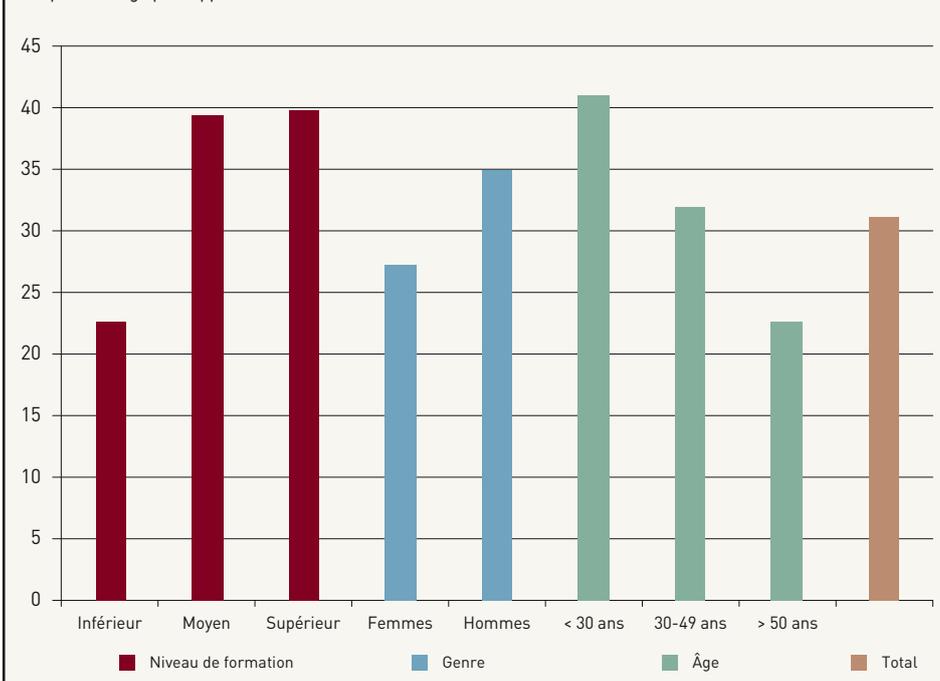
¹¹ En effet, ce dernier s'est établi à 1,7 % en moyenne au cours des dix premiers mois de 2019, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008.

Graphique 11
Évolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en taux de variation annuel)



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 12
Évolution annuelle du nombre de demandeurs d'emploi selon leurs caractéristiques
(en pourcentage par rapport au mois d'avril 2019)



Sources : ADEM, calculs BCL

Le nombre de demandeurs d'emploi bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi a, pour sa part, poursuivi sa trajectoire descendante (soit 12,7 % de moins qu'il y a un an).

Une analyse détaillée révèle que le nombre de demandeurs d'emploi a particulièrement augmenté parmi ceux disposant d'un niveau de formation moyen ou supérieur (+40 % en glissement annuel en avril 2020). De même, le nombre de jeunes chômeurs (âgés de moins de 30 ans) s'est inscrit en hausse de plus de 40 % en un an¹².

En ce qui concerne les professions et métiers, on constate que le nombre de demandeurs d'emplois a particulièrement augmenté dans les domaines suivants : la construction (+56 % en avril, en glissement annuel), la santé (+52,7 %)¹³, le secteur des activités financières et immobilières (+49,9 %), les métiers des branches « Horeca, tourisme, loisirs et animation » (46,9 %) et les professions d'installation ou de maintenance (43,4 %). Cependant, en termes de contributions, ce sont les métiers liés au support à l'entreprise (secrétariat, assistance etc.) qui ont le plus contribué

12 L'emploi des jeunes est caractérisé par un taux de rotation élevé qui s'expliquerait par la nature qualitative des emplois qu'ils occupent et en particulier par la part démesurée des jeunes dans des contrats temporaires (contrats à durée déterminée ou travail intérimaire). En tant que nouveaux entrants sur le marché du travail, les jeunes ne bénéficient pas de la protection que l'ancienneté peut conférer face aux fluctuations du marché. En effet, les coûts de séparation (indemnités de licenciement, coûts indirects liés aux pertes de capital humain etc.) augmentent en général avec l'ancienneté.

13 Cette hausse touche en particulier les soins paramédicaux, les professionnels médico-techniques et les métiers liés à la rééducation et appareillage.

à la hausse du nombre de demandeurs d'emploi.

Dans le sillage des mesures de confinement, le recours au chômage partiel a atteint des records historiques en mars et avril 2020 : la part des salariés travaillant (potentiellement) à horaire réduit s'est inscrite à 33 % en moyenne chaque mois (voir l'encadré 2 pour plus de détails).

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle**, qui avait entamé un recul au deuxième trimestre 2018, a poursuivi sa tendance baissière en 2019 et celle-ci s'est même amplifiée au dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2019, la production industrielle a reculé de 3,6 % et la production dans la sidérurgie a reculé de 9,1 %. Au premier trimestre 2020, la crise liée au COVID-19 a encore accentué le recul de l'activité industrielle qui a dépassé les 10 %.

L'indicateur de confiance dans l'industrie, en baisse depuis 2018, a vu son recul s'accroître lors des cinq premiers mois de 2020 et se situe dorénavant largement en deçà de sa moyenne historique.

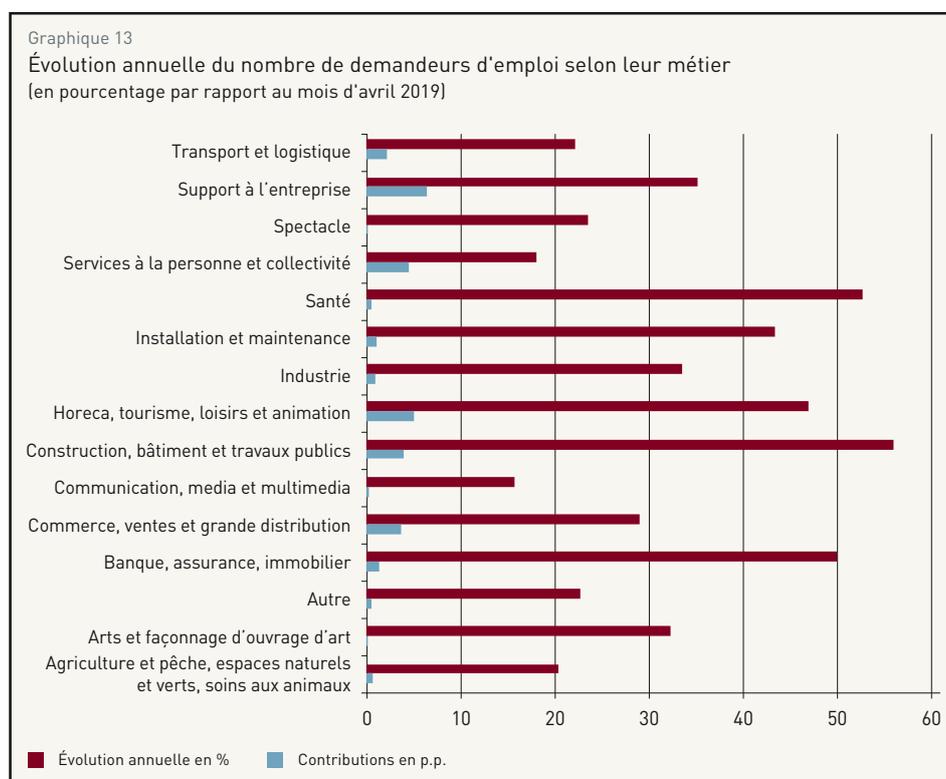
Cette dynamique défavorable est également observée, dans une moindre mesure, au sein de la zone euro. La production industrielle a baissé de 1,3 % en 2019 et 5,6 % au premier trimestre 2020. La production industrielle dans la zone euro se situe toutefois à des niveaux proches des niveaux d'avant-crise. Au Luxembourg en revanche, la production est désormais inférieure de près de 20 % aux niveaux observés début 2007.

Tableau 6 :

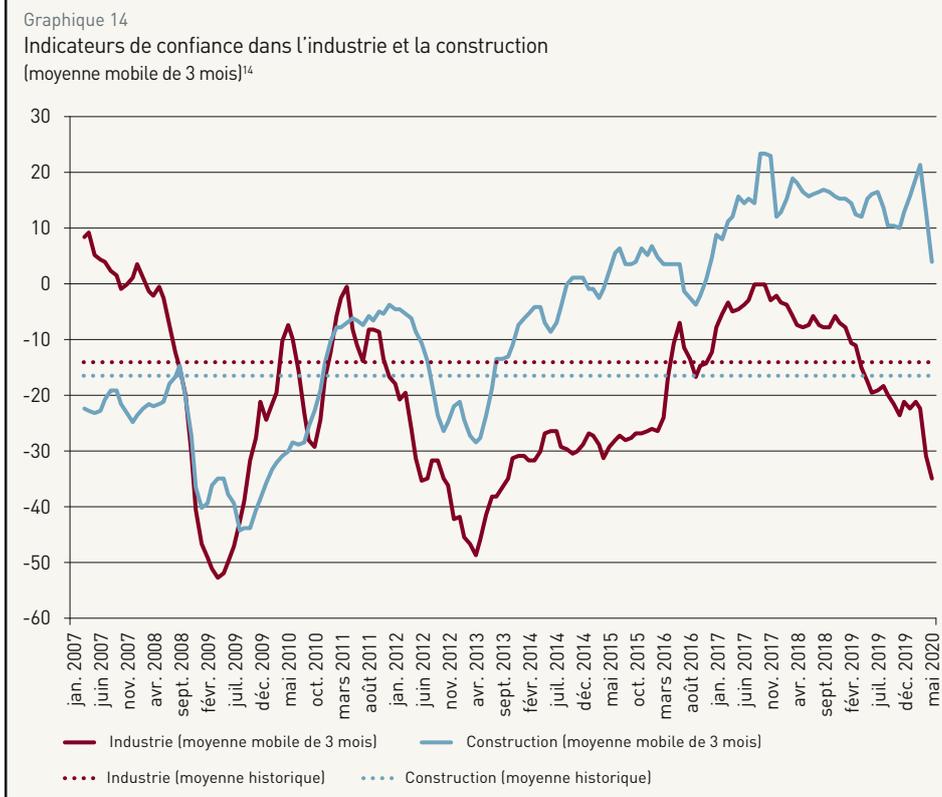
Indicateurs relatifs aux secteurs de l'industrie et de la construction (en taux de variation annuel)

	2018	2019	2019-T1	2019-T2	2019-T3	2019-T4	2020-T1
Industrie							
Production par jour ouvrable - Total	-1,1	-3,6	-1,6	-1,3	-2,3	-9,1	-10,9
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	14,3	-9,1	-5,0	-10,0	-7,8	-14,1	-20,8
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	-1,3	-3,5	-1,3	-1,3	-2,3	-8,9	-10,5
Construction							
Production par jour ouvrable - Total	3,7	0,8	2,2	-1,0	1,6	0,8	-8,7
Heures travaillées	4,0	1,4	1,7	0,7	2,1	1,1	-8,9
Permis de bâtir	11,1	-1,8	48,9	-18,5	35,6	-34,3	

Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : ADEM, calculs BCL



Sources : Commission européenne, calculs BCL

L'activité dans le secteur de la **construction**, qui avait fortement rebondi en 2018, a ralenti en 2019 mais est restée en progression (0,8 % en moyenne) alors que le nombre d'heures travaillées reculait de manière moins marquée. La production par jour ouvrable a été pénalisée par un second trimestre en recul alors que la progression nombre d'heures travaillées restait positive lors de ce trimestre. Au premier trimestre 2020, la production et les heures travaillées ont baissé de près de 9,0 %.

Après avoir progressé de 11,1 % en 2018, le nombre de permis de bâtir délivrés a reculé de 1,8 % en 2019.

La confiance dans ce secteur, qui avait fortement progressé en début d'année, a chuté par la suite en conséquence de la mise à l'arrêt de l'activité pendant le confinement. L'indicateur reste toutefois à des niveaux nettement supérieurs à sa moyenne historique (voir le graphique 14).

1.2.3.2 Le commerce et les autres services non financiers

Les chiffres d'affaires dans le commerce ont évolué de façon globalement favorable en 2019. En moyenne, les ventes ont ralenti dans le commerce de détail et le commerce de gros, mais elles ont accéléré dans le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles (voir tableau). Les nouvelles immatriculations automobiles ont progressé de 4,2 % en 2019, grâce notamment à une recrudescence observée en fin d'année. Pour mémoire, les données du quatrième trimestre 2019 ont indiqué une forte hausse des immatriculations (+14,6 %) en raison d'effets de base favorables. Ces effets sont dus au recul des immatriculations automobiles fin 2018, suite à l'entrée en vigueur des nouvelles normes d'homologation cohérentes avec le WLTP (en anglais *Worldwide harmonised Light vehicle Test Procedure*)¹⁵.

Les données disponibles pour 2020 indiquent une légère baisse des nouvelles immatriculations automobiles sur les deux premiers mois (-1,4 %) suivie de chutes vertigineuses en mars (-50 %) et avril (-79 %). Ces reculs historiques sont dus aux mesures de confinement et les fermetures de certaines frontières dans la zone euro pour faire face à l'épidémie de COVID-19. Les statistiques couvrant les pays de l'Union européenne, indiquent une baisse de 26 % des immatriculations au premier trimestre 2020 et de 76 % en avril.

¹⁴ Données corrigées pour les variations saisonnières.

¹⁵ Le cycle d'homologation WLTP, qui a remplacé le précédent cycle NEDC (en anglais *New European Driving Cycle*), consiste en une série de tests plus complexes et d'une plus longue durée, avec une nouvelle épreuve routière plus proche des conditions normales d'utilisation d'un véhicule.

De son côté, le commerce de détail aurait accusé une légère baisse de 1,2 % au premier trimestre 2020, essentiellement due à la chute des ventes au mois de mars 2020 (-13 %, après +5,3 % en moyenne sur les deux premiers mois de l'année 2020) suite à l'introduction des premières mesures de confinement.

Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du chiffre d'affaires s'est quelque peu modérée en 2019 par rapport au rythme observé en 2018. Le même constat s'impose pour le secteur du transport terrestre. En revanche, le transport aérien et les services auxiliaires des transports ont vu leur chiffre d'affaires reculer en 2019.

Tableau 7 :

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

(en taux de variation annuel)

	2018	2019	2019-T1	2019-T2	2019-T3	2019-T4	2020-T1
Immatriculations de voitures	8,7	4,2	4,0	-0,6	1,7	14,6	-19,9
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	4,7	6,5	8,5	1,8	8,5	8,2	
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	6,4	4,3	8,9	17,2	2,0	-9,0	
Commerce de détail	6,6	4,9	5,0	6,2	4,7	3,8	-1,2
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	4,1	3,6	1,6	4,8	4,1	3,9	
Hôtels et restaurants	5,0	4,3	4,6	4,5	3,3	4,9	
Transports aériens	7,7	-4,9	-2,1	-4,1	-5,1	-7,8	
Transports par eau	-15,3	12,2	20,3	17,2	23,7	-5,1	
Transports terrestres	4,5	4,2	6,9	5,7	2,2	2,5	
Entreposage et services auxiliaires des transports	6,7	-8,9	-5,4	-13,7	-10,2	-6,0	

Sources : STATEC, calculs BCL

* En valeur

Note : Les secteurs du commerce, des transports et de l'entreposage et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2019 près de 30 % de la valeur ajoutée du secteur des services non financiers – soit un peu plus que les 25 % du secteur publique (Codes NACE O à Q).

1.2.3.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg, qui avait très peu évolué entre septembre 2019 et février 2020, a fortement chuté en mars et avril, avant de rebondir au mois de mai. Depuis mars 2020, la confiance est restée en dessous de sa moyenne historique, comme ce fut déjà le cas avant la crise financière de 2008-2009 ou la crise de la dette européenne en 2012-2013¹⁶.

La baisse de l'indicateur observée en mars dernier avait été enregistrée avant l'introduction des premières mesures de confinement pour limiter la propagation du COVID-19. Elle suggère donc que l'inquiétude des consommateurs s'était manifestée en amont, sans doute en lien avec la progression de l'épidémie dans le monde et l'apparition des premiers décès en Europe.

L'indicateur de confiance de la BCL a ensuite enregistré une baisse record, atteignant un minimum historique en avril 2020. Cette chute était sans doute le reflet des inquiétudes grandissantes liées aux risques sanitaires causés par l'épidémie du COVID-19 au Luxembourg et, de manière plus générale, dans la Grande Région. Pour endiguer la propagation du COVID-19, le gouvernement a dû prendre des mesures sans précédent telles que la fermeture des écoles, des chantiers publics et des magasins non essentiels.

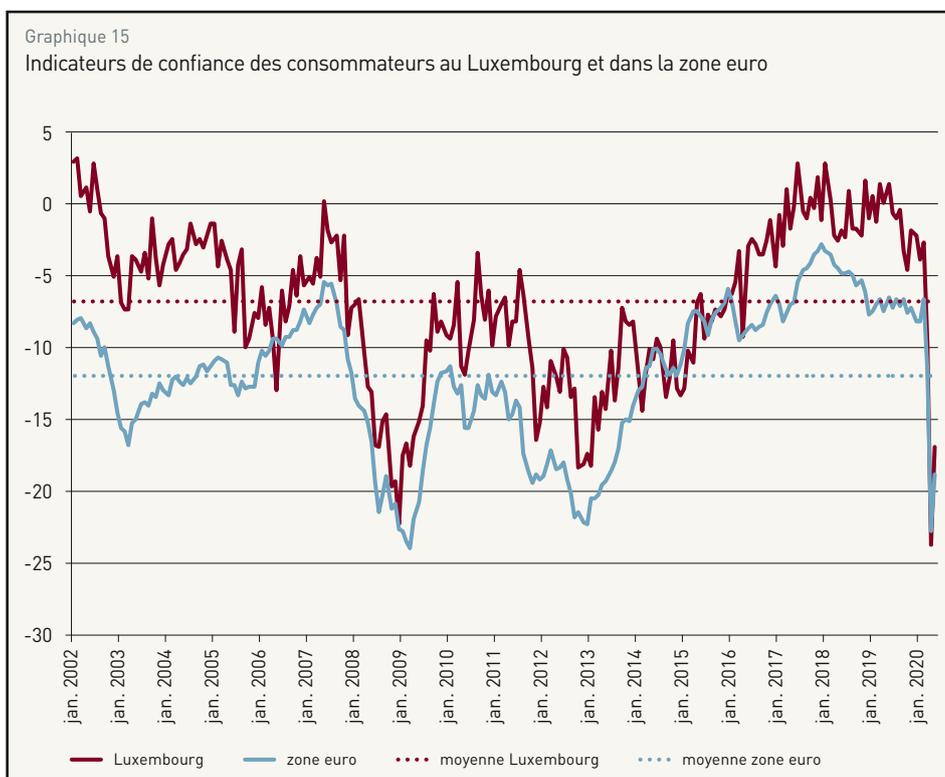
¹⁶ Les données sont disponibles sur le site internet de la BCL à l'adresse suivante : http://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/05_Economie_reelle/index.html

Ces mesures ont eu des conséquences économiques adverses très importantes, pour l'économie dans son ensemble évidemment, mais aussi pour les ménages. Pendant le confinement, approximativement 30 % des employés au Luxembourg (y compris des frontaliers) se sont retrouvés du jour au lendemain au chômage partiel. Le dispositif du chômage partiel prévoit qu'en remplacement du salaire, l'employé perçoit une indemnité (un transfert social) correspondant à 80 % de son salaire mensuel brut normal (avec un seuil maximal qui correspond à 2,5 fois le niveau du salaire social minimum). Ceci correspond donc à la perte d'au moins 20 % de son salaire mensuel brut¹⁷, une perte qui augmente pour les salaires dépassant le seuil de l'indemnité.

Une telle perte de revenu, bien qu'elle devrait rester temporaire, oblige les ménages à s'interroger quant à leur comportement de consommation en fonction de leur situation financière et leurs anticipations sur la situation future. Fort logiquement, cela donne lieu à des inquiétudes qui apparaissent dans les enquêtes de conjoncture.

Le relâchement progressif des mesures de confinement a été amorcé avec la reprise des chantiers le 20 avril et l'ouverture des commerces non essentiels et de certains établissements scolaires durant la première quinzaine de mai. De fait, un redressement de l'indicateur de confiance des ménages en mai n'est pas surprenant.

Toutes les composantes de l'indicateur ont évolué favorablement en mai, mais à des degrés divers. Les ménages ont sensiblement révisé à la hausse leurs anticipations concernant tant la situation économique générale au Luxembourg que leur situation financière. Par contre, leurs perceptions relatives à leur situation financière ainsi que leurs intentions en termes d'achats importants n'ont que faiblement progressé.



Sources : BCL, Commission européenne

Au niveau de la zone euro, les résultats des enquêtes d'avril ont délivré des messages qualitativement similaires à ceux tirés des enquêtes menées au Luxembourg. Ainsi, au niveau de la zone euro, la confiance des consommateurs a enregistré une chute exceptionnelle en avril 2020 pour atteindre un niveau proche de son plus bas historique. Cette chute a été principalement alimentée par les fortes baisses des anticipations des ménages concernant leur situation financière et la situation économique générale dans leur pays. Enfin, les résultats de l'enquête du mois de mai indiquent que la confiance des consommateurs de la zone euro s'est redressée, tout comme au Luxembourg.

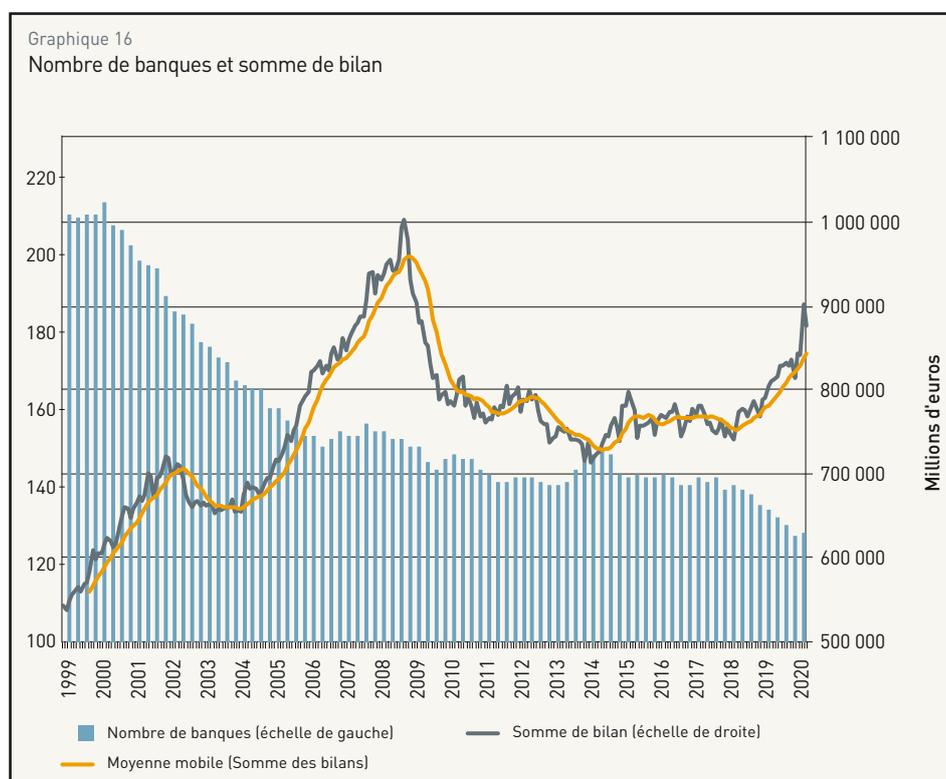
17 Exceptionnellement, le gouvernement a décidé que l'indemnité ne pourrait être inférieure à 100 % du salaire social minimum pour un employé non qualifié.

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les établissements de crédits

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 30 avril 2020, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 126 unités, par rapport à 132 en avril 2019. Cette évolution s'explique par la fermeture de 10 banques et quatre constitutions. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 24 unités présentes. On a également dénombré 14 banques françaises, 14 banques chinoises et 13 banques suisses. Par ailleurs, parmi les banques inscrites sur la liste officielle se trouvent respectivement huit banques luxembourgeoises, six banques japonaises, cinq banques italiennes et quatre banques suédoises.



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

Si entre mi-2012 et mi-2015 l'emploi dans le secteur bancaire s'est inscrit en baisse, une inversion de tendance est discernable depuis fin 2015, bien que la dynamique de croissance se soit affaiblie en 2019. L'emploi bancaire s'est élevé à 26 385 personnes en mars 2020, par rapport à 26 630 en mars 2019. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a toutefois augmenté de 51 postes.

Le bilan des établissements de crédit

Au 30 avril 2020, 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 876,7 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse de 65,3 milliards d'euros, soit 8,0 %, par rapport au 30 avril 2019.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (52,1 %) du total de l'actif fin avril 2020. Ces créances ont augmenté de 31,9 milliards d'euros pour porter l'encours à 456,6 milliards d'euros, soit une hausse de 7,5 % en glissement annuel.

Tableau 8 :

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⁾
	201904	201912	202004	201904 - 202004		201912 - 202004		
				EN MILLIONS D'EUROS	en %	EN MILLIONS D'EUROS	en %	202004
Créances interbancaires	424 789	420 174	456 645	31 856	7,5	36 471	8,7	52,1
Créances sur la clientèle	236 628	244 803	259 743	23 115	9,8	14 940	6,1	29,6
Portefeuille titres	131 703	130 177	136 096	4 393	3,3	5 919	4,5	15,5
Autres actifs	18 343	19 900	24 249	5 906	32,2	4 349	21,9	2,8
Total de l'actif	811 463	815 054	876 733	65 270	8,0	61 679	7,6	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 7,9 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre 137,2 milliards d'euros fin avril 2020. Ce montant se décompose en 100,1 milliards d'euros sur les comptes courants et 37,1 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 consécutive 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 17 mars 2020, le montant moyen sur la période de constitution de ces réserves a été de 5,3 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires d'une valeur moyenne de 91,1 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 23,1 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 9,8 %, pour atteindre un encours de 259,7 milliards d'euros fin avril 2020. Entre avril 2019 et avril 2020, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 3 296 millions d'euros, soit une hausse de 12,5 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 2,6 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 8,3 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 4,4 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 136,1 milliards d'euros fin avril 2020, soit une hausse de 3,3 %. Ce portefeuille a représenté 15,5 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 92,8 % de titres de créance à revenu fixe et à 7,2 % de titres à revenu variable comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2020, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 126,3 milliards d'euros, ce qui correspond à une hausse nominale de 5,0 milliards d'euros (4,2 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a diminué de 0,6 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 5,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 24,2 milliards d'euros fin avril 2020, soit 2,8 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a augmenté de 32,6 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 301,8 milliards d'euros fin avril 2020. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 0,7 milliard d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors-BCL ont augmenté de 31,8 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 23,4 milliards d'euros fin avril 2020.

Tableau 9 :

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⁾
	201904	201912	202004	201904 - 202004		201912 - 202004		202004
				EN MILLIONS D'EUROS	en %	EN MILLIONS D'EUROS	en %	
Dettes interbancaires	269 269	258 619	301 822	32 553	12,1	43 203	16,7	34,4
Dettes envers la clientèle	385 477	399 861	417 038	31 561	8,2	17 177	4,3	47,6
Dettes représentées par un titre	73 242	71 665	69 456	-3 786	-5,2	-2 209	-3,1	7,9
Autres passifs	83 475	84 909	88 417	4 942	5,9	3 508	4,1	10,1
Total du passif	811 463	815 054	876 733	65 270	8,0	61 679	7,6	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

Au 30 avril 2020, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 31,6 milliards d'euros (soit 8,2 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 417,0 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 47,6 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques.

Cette évolution est dans une grande mesure imputable à une hausse conséquente des dépôts des autres intermédiaires financiers résidents (+13,7 milliards d'euros).

Le financement par émission de titres de créance a diminué de 3,8 milliards d'euros par rapport à avril 2019 et a représenté 69,5 milliards d'euros en fin de période, soit 7,9 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, en tenant compte des effets de valorisation.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a progressé de 4,9 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 88,4 milliards d'euros fin avril 2020, soit 10,1 % du passif.

Taux d'intérêt

Les taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux crédits nouvellement octroyés aux ménages et aux entreprises de la zone euro se sont globalement repliés entre avril 2019 et avril 2020.

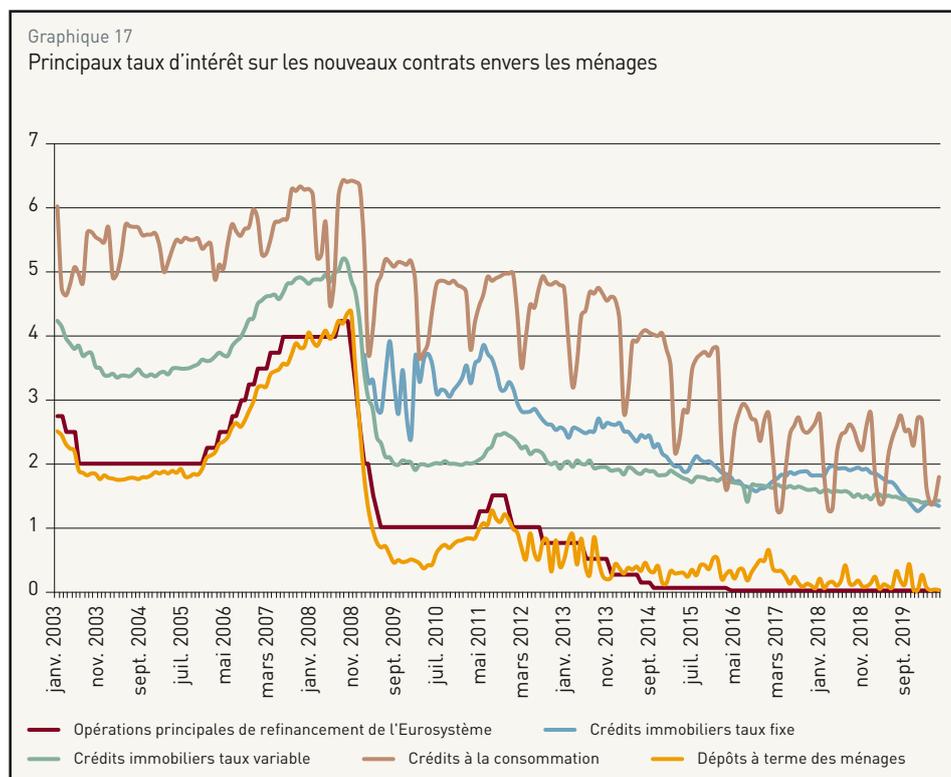
Pour les nouveaux crédits immobiliers aux ménages, le taux variable s'est inscrit à 1,43 % au mois d'avril 2020 tandis que le volume d'activité mensuelle est évalué à 161 millions d'euros. En comparaison annuelle, le taux s'est contracté de 8 points de base tandis que le volume des nouveaux crédits a baissé de 83 millions d'euros. Pour les crédits immobiliers nouvellement accordés, le taux fixe a atteint 1,34 % durant le mois d'avril 2020 tandis que le volume de ces crédits s'est inscrit à 368 millions d'euros. Sur un an, ce taux a diminué de 38 points de base tandis que le volume d'activité a progressé de 46 millions d'euros.

Concernant les crédits à la consommation, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats conclus avec les ménages durant le premier trimestre de 2020 s'inscrivent en légère baisse mais restent toutefois marqués par d'importants effets saisonniers en raison des conditions avantageuses offertes par les banques durant le traditionnel festival de l'automobile. Ces conditions se traduisent typiquement par une baisse des taux sur les nouveaux contrats conclus et une hausse des volumes entre le mois de janvier et le mois de mars. Durant le mois d'avril 2020, qui est la dernière période de référence disponible, le taux des nouveaux crédits à la consommation avec une période de fixation entre un et cinq ans s'est établi à 1,8 % contre 2,09 % un an auparavant.

Malgré son inhérente hétérogénéité, le taux variable sur la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages s'est replié de 17 points de base entre avril 2019 et avril 2020. Cependant, il est resté relativement stable depuis le mois de janvier 2020 en évoluant entre 98 points de base au mois de février 2020

et 1,01 % au mois d'avril 2020. Notons que cette catégorie regroupe divers segments d'activité tels les prêts aux étudiants, les prêts liés à des investissements financiers ou encore les crédits accordés aux sociétés unipersonnelles et les associations sans but lucratif au service des ménages.

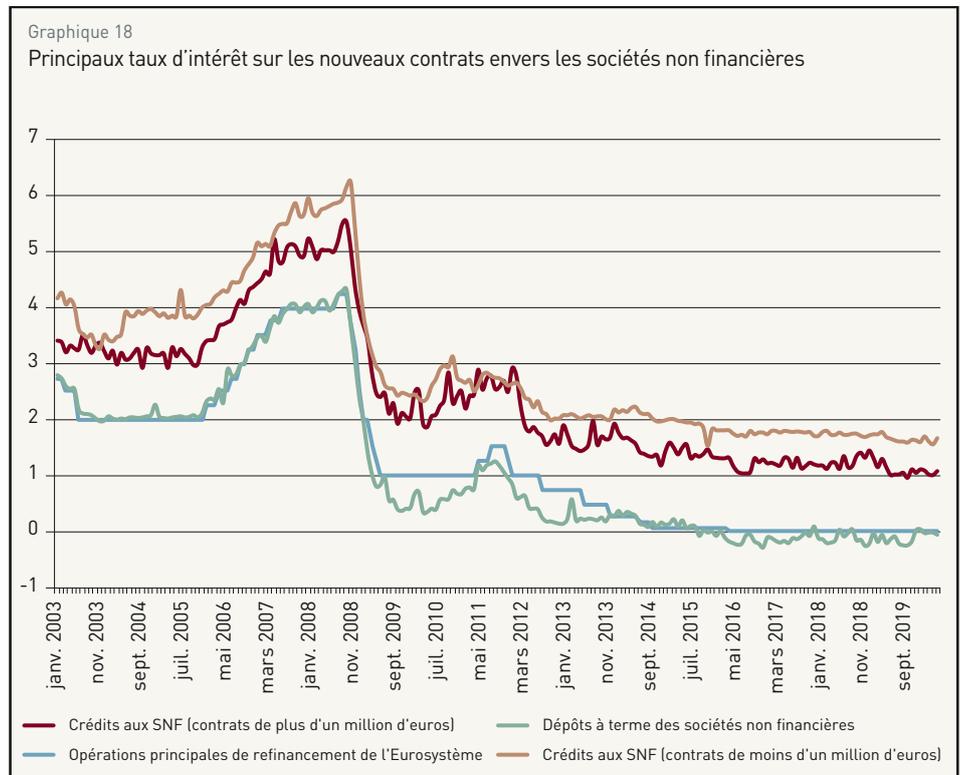
Les conditions de financement bancaire aux entreprises se sont légèrement assouplies entre avril 2019 et avril 2020, mais elles sont restées relativement stables depuis ce début d'année 2020. Les conditions d'emprunt des petites et moyennes entreprises sont généralement identifiées avec celles appliquées aux crédits nouvellement accordés avec une catégorie de montant inférieur à un million d'euros. Le taux variable sur ces crédits s'est élevé à 1,66 % en avril 2020 contre 1,68 % un an auparavant. Pour les nouveaux contrats accordés pour



Source : BCL

une catégorie de montant supérieur, les prêts plus larges étant typiquement demandés par les plus grandes entreprises, le taux variable a atteint 1,08 % en avril 2020 contre 1,15 % durant la même période de l'année précédente.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Pour les dépôts à vue des ménages, le taux d'intérêt est passé de 11 points de base en avril 2019 à 6 points de base en avril 2020, tandis que pour les dépôts à vue des sociétés non financières le taux s'est établi à -1 points de base durant la dernière période de référence. Pour les nouveaux dépôts à terme avec une maturité initiale à un an, le taux s'est élevé à 2 points de base en avril 2020 pour les ménages et -8 points de base pour les sociétés non financières.



Source : BCL

Profits et pertes

Sur base de chiffres provisoires des établissements de crédit (y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois), le résultat avant provisions, dépréciations et impôts a progressé de 10,5 % sur un an pour s'élever à 1,1 milliard d'euros à la fin du mois de mars 2020. Hormis les autres revenus nets, les principales sources de revenus ont soutenu la hausse du produit net bancaire. Du côté des charges bancaires, les frais généraux de personnel et d'exploitation ont enregistré une hausse modérée par rapport au premier trimestre de l'année précédente.

Tableau 10 :

Compte de résultats agrégé en cours d'année des établissements de crédit, y compris les résultats des succursales étrangères des établissements luxembourgeois ¹⁾

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	201903	202003	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	3 966	3 180	-786	-19,8
2	Intérêts bonifiés	2 717	1 791	-926	-34,1
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 249	1 389	140	11,2
4	Revenus nets sur commissions	1 245	1 498	253	20,3
5	Revenus sur opérations de change	54	247	193	357,4
6	Dividendes reçus	46	76	30	65,2
7	Autres revenus nets	158	-168	-326	-206,3
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	1 503	1 653	150	10,0
9	Produit bancaire (3+8)	2 753	3 042	289	10,5
10	Frais de personnel	861	869	8	0,9
11	Frais d'exploitation	805	876	71	8,8
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 666	1 745	79	4,7
13	Amortissements sur immobilisé non financier	121	159	38	31,4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	966	1 137	171	17,7

Sources : CSSF, calculs BCL

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

Au niveau des revenus récurrents, les produits d'intérêts se sont contractés de 19,8 % en rythme annuel pour s'inscrire à 3,2 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2020. Cependant, les charges d'intérêts ont diminué de 34,1 % durant cette période pour atteindre 1,8 milliard d'euros. Par conséquent, le secteur bancaire a dégagé une marge d'intérêts de 1,4 milliard d'euros au premier trimestre 2020, en progression de 11,2 % sur un an. Il importe de préciser que plus de la moitié des établissements de crédit a rapporté une hausse des revenus nets d'intérêts sur cette période. Les commissions nettes perçues ont enregistré une forte hausse de plus de 20 % sur un an pour s'élever à 1,5 milliard d'euros au premier trimestre 2020.

Concernant les autres sources de revenus, les dividendes reçus ainsi que gains tirés des opérations de change ont progressé en rythme annuel pour s'élever respectivement à 76 et 247 millions d'euros à la fin du mois de mars 2020. Par contre, la catégorie résiduelle des autres revenus nets s'est inscrite en terrain négatif pour afficher un solde net de -168 millions d'euros durant ce premier trimestre 2020. Cette catégorie par nature hétérogène et fortement volatile est cependant influencée par les résultats d'une banque de la place financière.

Le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées, a progressé de 289 millions d'euros sur un an pour s'élever à 3 milliards d'euros au premier trimestre 2020.

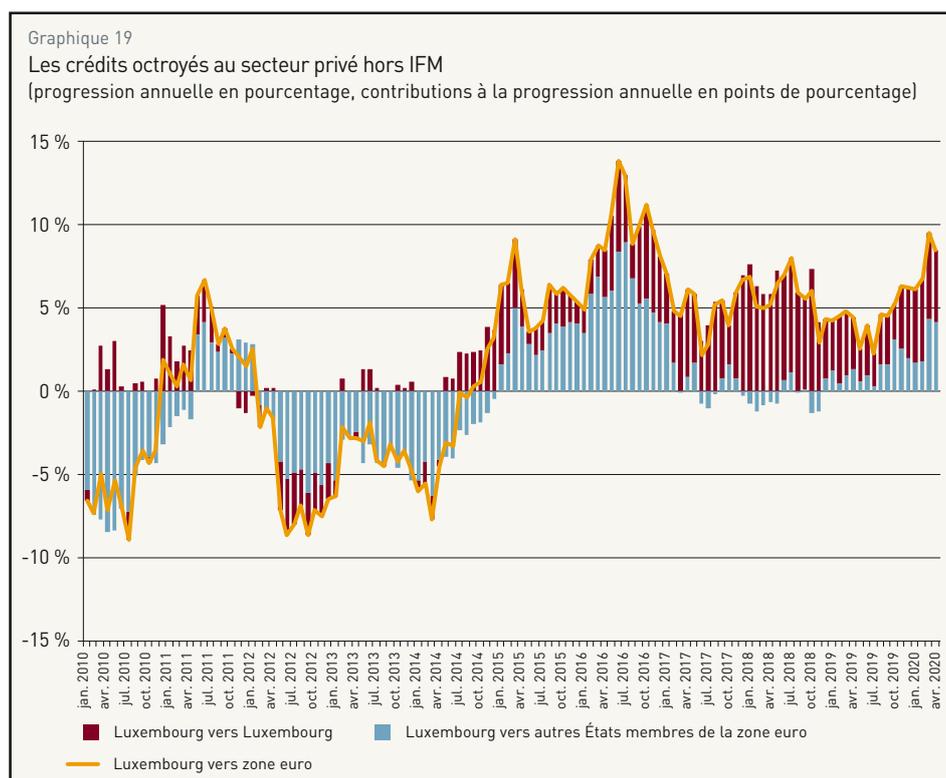
Du côté des charges, les frais de personnel et d'exploitation ont enregistré une hausse modérée en comparaison avec les exercices des trimestres précédents. En effet, les frais de personnel ont augmenté de 0,9 % sur un an pour s'élever à 869 millions d'euros en mars 2020 tandis que les autres frais d'exploitation ont progressé de 8,8 % pour atteindre 876 millions d'euros. Par conséquent, le coefficient d'exploitation qui rapporte ces frais généraux au produit net bancaire s'est établi à 62,6 % au premier trimestre 2020.

L'évolution des crédits au secteur privé

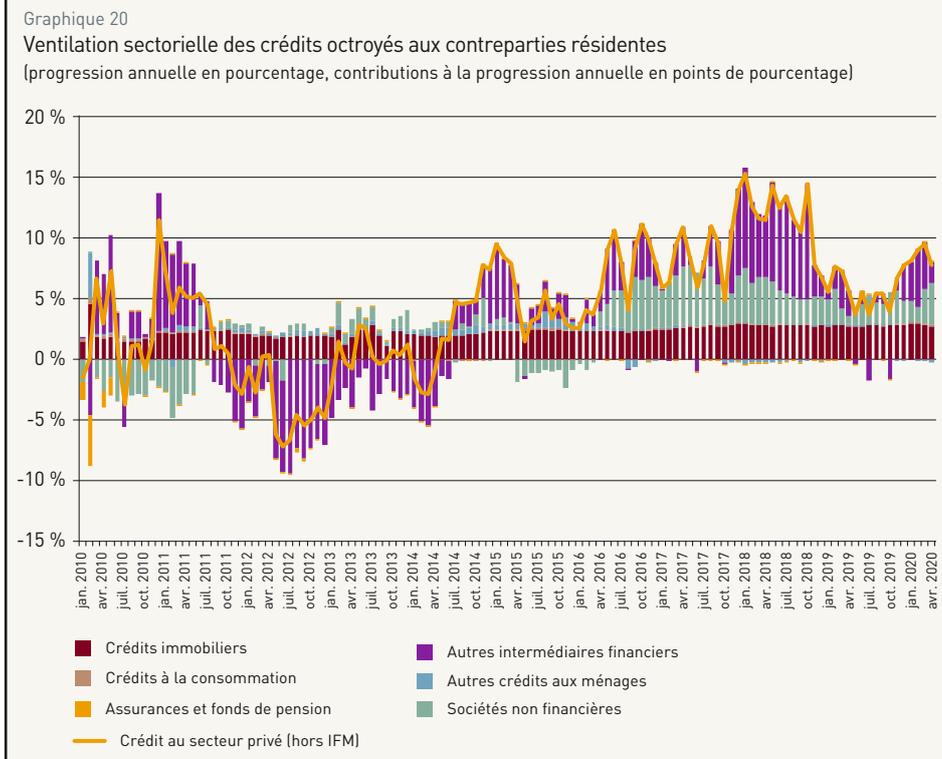
En avril, les crédits que les banques luxembourgeoises ont octroyé au secteur privé non bancaire de la zone euro ont progressé de 8,4 % sur base annuelle, après 7,4 % en moyenne au premier trimestre. En avril, la croissance a été soutenue principalement par les crédits aux sociétés non financières, qui ont augmenté de 14,0 % sur base annuel, après une croissance annuelle de 3,9 % en février (14,7 % en mars). Cette accélération est essentiellement imputable à un nombre limité de succursales étrangères, qui ont connu une augmentation significative des fonds mis à disposition d'entreprises situées majoritairement dans d'autres pays membres de la zone euro (notamment l'Allemagne).

Par conséquent, à partir de du mois de mars les crédits aux contreparties non résidentes ont augmenté leur contribution à la croissance annuelle des crédits octroyés au secteur privé, tandis que les crédits aux contreparties résidentes ont vu leur contribution diminuer en avril (voir graphique 19).

Selon les données d'avril 2020, le secteur non financier a absorbé la plupart des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro : 45 % des encours ont été attribués aux sociétés non financières, 28 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 25 % 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.



Source : BCL



Source : BCL

s'est établie à 8,2 % en avril, après 8,7 % au premier trimestre. Les crédits à la consommation ont également ralenti, progressant à un taux annuel de 4,5 % en avril, comparé à 6,9 % en moyenne au premier trimestre. 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 12,5 % en avril, une accélération par rapport au premier trimestre (6,9 %). Pourtant, ce développement est largement imputable aux activités d'un nombre limité de succursales de banques étrangères. La progression annuelle des crédits octroyés aux AIF résidents était de 5,2 % en avril après 12,6 % au premier trimestre. La croissance prononcée au premier trimestre, tout comme le ralentissement en avril, résulte de l'évolution des crédits octroyés aux fonds d'investissement non monétaires.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques. L'enquête contient aussi des questions sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits¹⁸. Lors de l'édition d'avril 2020, 142 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 6 au Luxembourg.

¹⁸ Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf
Les résultats pour le Luxembourg sont disponibles dans l'Entrepôt de données statistiques (Statistical data warehouse (SDW)) de la BCE.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à un rythme annuel de 7,9 % en avril 2020 (voir graphique 20), une légère décélération par rapport à la croissance enregistrée au premier trimestre (9,0 % par an en moyenne). Ce ralentissement est largement attribuable à l'évolution des crédits aux AIF qui ont contribué 0,9 p.p. à la croissance annuelle en avril, par rapport à 2,1 p.p. en moyenne au premier trimestre. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages ont contribué à hauteur de 3,0 p.p. et les crédits aux sociétés non financières (SNF) résidentes ont contribué 3,2 p.p. à la croissance en avril.

Concernant l'évolution par secteur résident depuis le début de l'année, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont légèrement décéléré depuis le mois de mars. La croissance annuelle

Pour cette édition, les questions rétrospectives faisaient référence au premier trimestre, tandis que les questions prospectives couvraient le deuxième trimestre. L'enquête a été menée du 19 mars au 3 avril. La période couverte par l'enquête est majoritairement celle d'avant la crise de COVID-19, à part les anticipations sur les critères d'octroi de crédit pour le deuxième trimestre. L'impact de la crise sera plus visible dans les résultats de l'édition de l'enquête conduite en juillet.

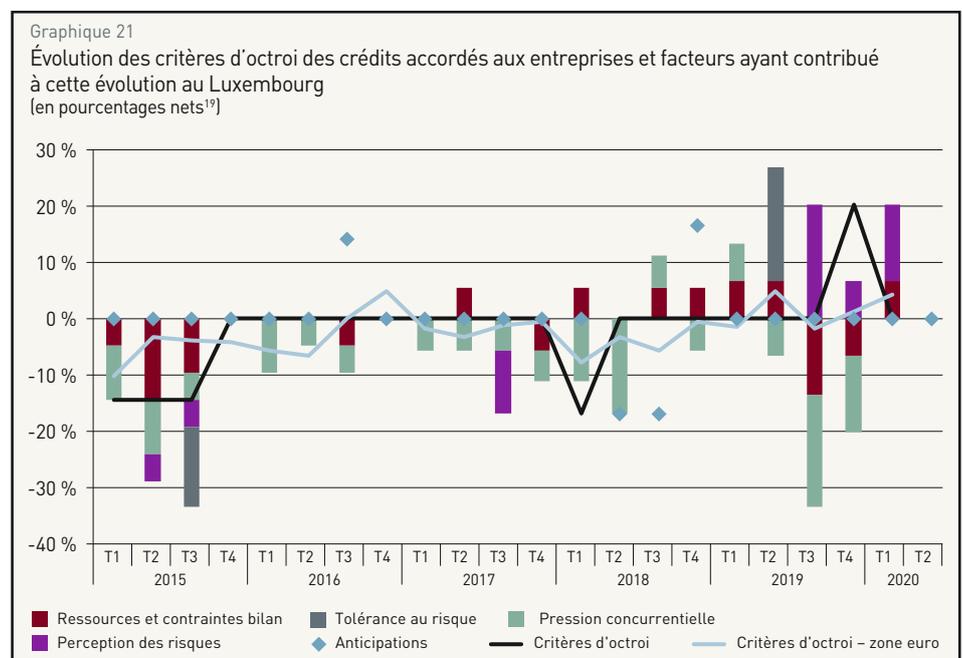
Crédits accordés aux entreprises

Au premier trimestre, les critères d'octroi de crédits aux entreprises sont restés inchangés selon les banques de l'échantillon luxembourgeois (voir graphique 21). Ceci est vrai pour toutes les sous catégories de crédits aux entreprises (crédits aux PME, crédits aux grandes entreprises, crédits à court terme et crédits à long terme). Quant aux facteurs influençant les critères d'octroi, les banques ont indiqué un effet durcissant résultant d'une dégradation des risques concernant l'activité économique et également d'une augmentation du coût de leurs fonds propres. Toutefois, à ce stade, cet effet a été trop faible pour générer un durcissement effectif des critères d'octroi.¹⁹

Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré qu'au cours du premier trimestre elles ont légèrement durci leurs critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. Elles ont principalement attribué ce durcissement à une diminution de leur tolérance aux risques et une dégradation des risques concernant l'activité économique.

Pour le deuxième trimestre, les banques au Luxembourg ont déclaré que leurs critères d'octroi de crédit devraient rester globalement inchangés. Pourtant, elles ont reconnu un possible assouplissement de leurs critères d'octroi pour les crédits aux PME. Les banques de la zone euro ont déclaré s'attendre à un assouplissement de leurs critères d'octroi pour les crédits aux entreprises, surtout pour les crédits aux PME.

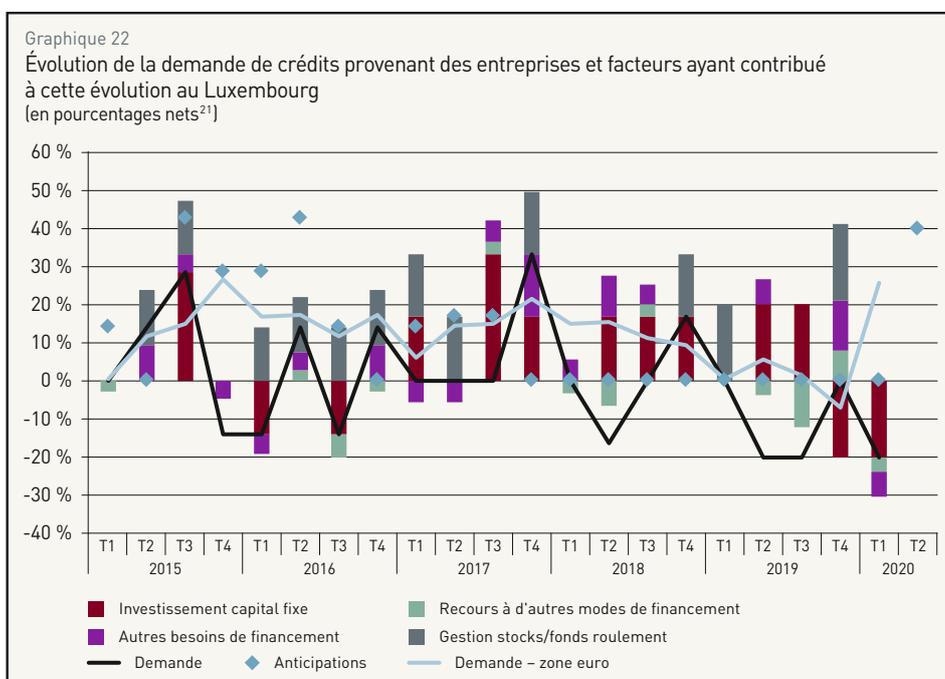
19 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » ou « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que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



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

En plus des critères d'octroi, qui encadrent la décision d'attribuer un crédit, l'enquête renseigne également sur les conditions d'octroi²⁰, qui déterminent la nature du crédit une fois accordé. Concernant les crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont signalé une augmentation de leurs marges, à la fois pour les prêts de risque moyen et pour les prêts plus risqués. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une hausse de leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués. De plus, elles ont signalé une augmentation de leurs demandes de garanties et de leurs autres conditions d'octroi, dont principalement une augmentation des frais de crédit et une réduction de la durée de crédit.

Selon les banques au Luxembourg, la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises a légèrement diminué au premier trimestre (voir graphique 22). Cette demande a diminué à la fois pour les PME et pour les grandes entreprises. Selon les banques, les entreprises avaient moins besoin de financement pour des investissements en capital fixe ou pour des acquisitions et restructurations d'entreprises. Les entreprises se seraient également tournées davantage vers des prêts d'autres banques.



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

Source : BCL

Au niveau de la zone euro, les banques ont signalé une augmentation de la demande de crédits de la part des entreprises. Cette augmentation a été essentiellement attribuée à un besoin accru de fonds de roulement et à des restructurations de dettes. L'investissement en capital fixe et les restructurations d'entreprises auraient eu un effet négatif sur la demande.

Pour le deuxième trimestre, les banques au Luxembourg et de la zone euro ont anticipé une forte hausse de la demande de crédits. Pour le Luxembourg cette augmentation de la demande provient essentiellement de la part des PME et se concentre sur les crédits à court terme (inférieur ou égale à un an).

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

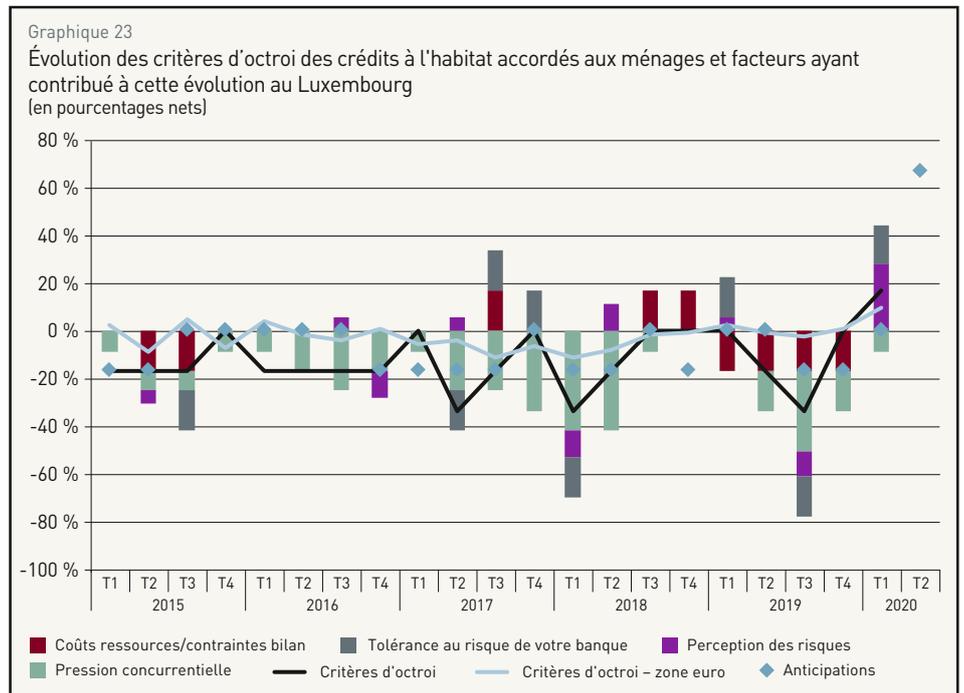
21 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que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

Crédits à l'habitat accordés
aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont déclaré avoir durcis leurs critères d'octroi au cours du premier trimestre (voir graphique 23). Les banques ont souligné une détérioration des risques liés au marché du logement, une dégradation de la solvabilité de l'emprunteur et une diminution de leur tolérance au risque. Seule une augmentation de la pression concurrentielle aurait eu un léger effet assouplissant sur les critères d'octroi. Au niveau de la zone euro, les banques ont également déclaré avoir durci leurs critères d'octroi, en notant une diminution de la tolérance au risque et une dégradation de la solvabilité de l'emprunteur.

Pour le deuxième trimestre, les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts immobiliers aux ménages, tandis que les banques de la zone euro ont anticipé un léger assouplissement.

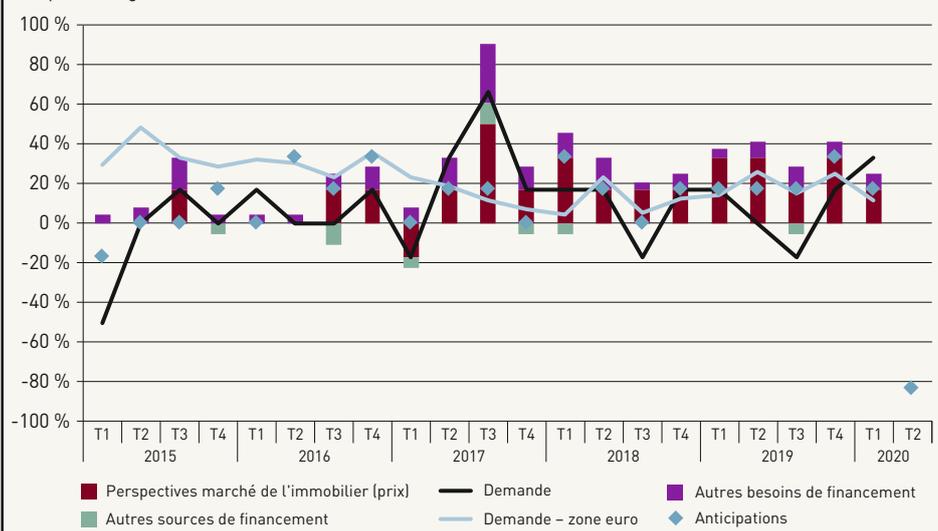
En ce qui concerne les conditions d'octroi pour les prêts à l'habitat, les banques au Luxembourg ont noté un durcissement au cours du premier trimestre, suite à une augmentation de leurs marges sur les prêts risqués. Les banques ont également déclaré avoir diminué leur quotité d'emprunt, les montants des prêts accordés ainsi que leur durée. Elles auraient aussi augmenté leurs demandes de garanties. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une diminution de la quotité d'emprunt et un léger durcissement de leurs autres conditions d'octroi. Par contre, leurs marges sur les prêts de risque moyen et sur les prêts plus risqués auraient légèrement diminué.



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

Graphique 24

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



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

Source : BCL

Au Luxembourg, les banques ont déclaré que la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat a continué à augmenter au premier trimestre (voir graphique 24). Selon les banques, la demande de crédits a bénéficié d'une amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix) et du niveau faible des taux d'intérêt, tandis qu'une baisse de la confiance des consommateurs a eu un effet négatif sur la demande. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une augmentation de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant également aux perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et au niveau faible des taux d'intérêt. Une baisse de la confiance des consommateurs a aussi contribué négativement à la demande de crédits.

Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré que leurs critères d'octroi sont restés inchangés au cours du premier trimestre. La demande pour ces crédits a légèrement diminué suite à une dégradation des perspectives économiques et de la capacité de remboursement des ménages. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué un léger durcissement de leurs critères d'octroi, également induit par une dégradation des perspectives économiques et de la capacité de remboursement des ménages.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré une légère baisse de leurs marges, tandis que leurs autres conditions de crédit sont restées inchangées. Les banques de la zone euro ont également déclaré une légère diminution de leurs marges sur les prêts de risque moyen, tandis que leurs marges sur les prêts plus risqués auraient augmenté et leurs autres conditions d'octroi auraient légèrement détérioré.

Concernant les anticipations pour le deuxième trimestre, les banques au Luxembourg ont déclaré s'attendre à un durcissement des critères d'octroi pour les crédits à la consommation et autres prêts. Les banques de la zone euro ont anticipé un nouvel assouplissement de leurs critères d'octroi.

Selon les banques au Luxembourg, la demande pour les prêts à la consommation et autres prêts aux ménages est resté globalement inchangée au cours du premier trimestre. Seule une baisse de la confiance des consommateurs aurait eu un léger effet négatif sur la demande. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une baisse de la demande de crédit, principalement attribuée à une baisse de la confiance des consommateurs.

Pour le deuxième trimestre, les banques anticipaient une baisse de la demande de crédits à la consommation et autres prêts de la part des ménages. C'était le cas au Luxembourg comme dans la zone euro.

Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'avril comprenait des 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 la capacité des banques à transférer le risque.

Les banques au Luxembourg ont indiqué que le premier trimestre n'a pas apporté des modifications à leurs conditions d'accès au financement par dépôts ou au financement de marché, mais elles ont anticipé une dégradation au deuxième trimestre, surtout pour le financement par titres de créances et pour le financement interbancaire. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une détérioration au premier trimestre de leurs conditions d'accès au financement de détail et au financement de marché, surtout pour le financement par titres de créance. Pour le deuxième trimestre, elles ont anticipé une aggravation de cette tendance.

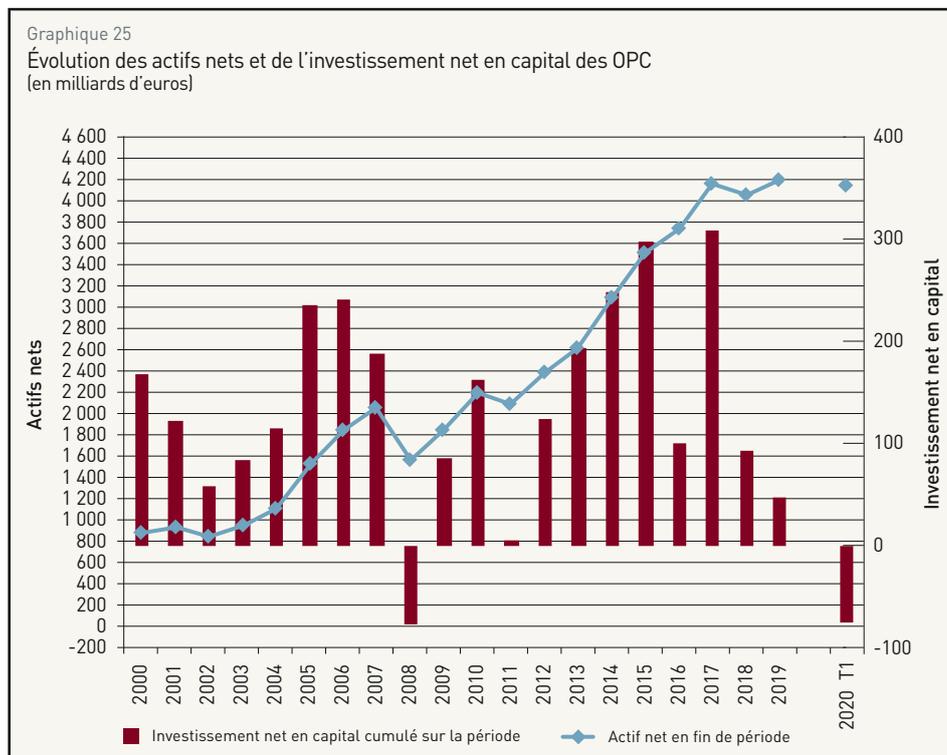
Une autre question ad hoc s'intéressait aux éventuels effets du programme étendu d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) sur les actifs et la rentabilité des banques. Au Luxembourg, les banques ont déclaré qu'entre octobre 2019 et mars 2020 les achats d'actifs par l'Eurosystème ont contribué à une dégradation de leur rentabilité par une détérioration de leur marge nette d'intérêt. Pour la période entre avril et septembre 2020, les banques anticipaient que l'APP et le PEPP auraient une incidence positive sur leurs actifs totaux, sur leur position de liquidité et sur leurs conditions de financement de marché. Par contre, les banques anticipaient que ces programmes continueraient à avoir un impact négatif sur leur rentabilité, toujours à travers une dégradation des marges nettes d'intérêt.

Selon les banques de la zone euro, entre octobre 2019 et mars 2020 les achats d'actifs de l'Eurosystème ont eu une incidence positive sur leur position de liquidité et sur leurs conditions de financement de marché. Elles anticipaient un accroissement de ces effets sur la période d'avril à septembre 2020. Comme au Luxembourg, les banques de la zone euro ont déclaré un impact négatif sur leur niveau de rentabilité provenant d'une détérioration de leur marge d'intérêt et anticipaient une continuation de ces effets sur les mois à venir.

Les banques ont également été interrogées sur l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme au niveau de la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre mars et septembre cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. En effet, le taux négatif aurait contribué à baisser les taux d'intérêt que les banques appliquaient aux prêts aux entreprises et aux ménages, ainsi que les marges sur ces prêts. Par contre, le taux négatif aurait aussi contribué à augmenter le volume de crédits accordés aux ménages et aux entreprises, au Luxembourg comme au niveau de la zone euro. Du côté des dépôts, les banques ont indiqué que depuis octobre le taux négatif a conduit à une baisse des taux de rémunération appliqués aux dépôts au Luxembourg et dans la zone euro. Cette baisse a été plus prononcée pour les dépôts des entreprises que pour les dépôts des ménages.

Une sous-question visait à évaluer l'incidence du système à deux paliers mise en place pour la rémunération des excédents de liquidité que les banques détiennent auprès de la banque centrale. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles au niveau de la zone euro, ont indiqué que depuis octobre ce système a eu une incidence positive sur leur rentabilité globale, résultant d'une augmentation de leur produit net d'intérêts et, dans une moindre mesure, d'une amélioration de leur position de liquidité. Selon les banques au Luxembourg, ce système n'a pas eu d'incidence sur leurs taux débiteurs ni sur leurs taux de rémunération des dépôts. Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué un léger impact négatif sur leurs taux de crédits et un impact légèrement positif sur leurs taux de dépôts.

Graphique 25
Évolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en milliards d'euros)



Source : CSSF

1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de septembre 2019, le nombre des fonds d'investissement a diminué de 107 unités, pour s'établir à un total de 3 700 unités, à la fin mars 2020. Le nombre de compartiments a également baissé de 53 unités au cours de cette période, passant ainsi de 14 823 à 14 770 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 diminué de 9,2 % pour s'établir, à la fin mars 2020, à 4 149,9 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de

revalorisation négatifs (-407,0 milliards d'euros). Les investissements nets ont également contribué, mais dans une moindre mesure, à la baisse des actifs sous gestion (-13,0 milliards d'euros).

Tableau 11 :

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	167	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	158	3 506 201	16 032	-99 502	93 986	13,3		
2016 ⁴⁾	4 144	14 595	152	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	3 908	14 898	139	4 064 644	-12 860	-114 828	-94 970	-2,3		
2019	3 746	14 808	147	4 718 914	27 212	22 001	654 270	16,1		
2020										
jan.	3 719	14 814	147	4 789 797	38 100	32 783	590 074	14,1	70 883	1,5
fév.	3 712	14 798	148	4 668 713	13 284	-134 368	406 059	9,5	-121 084	-2,5
mars	3 700	14 770	148	4 149 916	-128 179	-390 618	-200 533	-4,6	-518 797	-11,1

Source : CSSF

¹⁾ L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.²⁾ Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.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.

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 12 :

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⁾	1 159 128	1 033 408	680 968	57 482	193 580	36 878
2015	1 228 323	1 148 602	821 048	71 529	231 137	40 752
2016	1 313 407	1 169 819	888 772	82 773	264 458	48 259
2017	1 411 743	1 356 609	1 011 613	93 925	258 963	59 175
2018	1 353 352	1 329 410	1 025 040	122 405	255 883	77 417
2019	1 549 514	1 614 835	1 157 040	146 604	247 327	120 817
2020						
janvier	1 606 458	1 646 464	1 186 161	152 285	262 137	112 169
février	1 637 097	1 559 970	1 172 108	153 943	272 523	112 996
mars	1 445 670	1 352 404	1 062 940	155 510	259 167	110 131

Source : BCL

¹⁾ Les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification des fonds par politique d'investissement à partir de décembre 2014. La classification actuelle des fonds domiciliés au Luxembourg est désormais 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. En outre, depuis septembre 2018, la BCL a étendu la collecte statistique aux fonds d'investissement alternatifs non réglementés.

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 augmenté artificiellement le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 39 milliards d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de 8,0 % qui s'explique principalement par la hausse des primes de risque sur le marché obligataire à haut rendement, notamment au premier trimestre 2020. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui baissé de 10,3 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 352 milliards d'euros à la fin du mois de mars 2020. Cette baisse est particulièrement prononcée au premier trimestre 2020 (16,3 %) et s'explique majoritairement par l'évolution des indices boursiers mondiaux.

Les actifs des fonds mixtes ont connu une baisse de 6,4 %. Enfin, le total bilantaire des fonds immobiliers ont évolué de 10,8 %, celui des hedge funds de -0,6 %, et celui des « autres fonds » de 9,3 %.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin mars 2020, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 148 unités, un effectif identique par rapport au mois de septembre 2019.

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 331 à 209 en raison d'un changement de définition²².

La somme des bilans

Entre la fin du troisième trimestre de 2019 et la fin du premier trimestre de 2020, la somme des bilans a augmenté de 7,5 %, passant de 341,5 milliards d'euros à 367,1 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.

Fin mars 2020, le portefeuille de titres représentait 66,6 % de l'actif, soit 244,3 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 31,9 %, soit 117,1 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 (-6,3 %) et une hausse de l'encours des créances (+56,4 %).

Tableau 13 :

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

(encours en fin de période²³)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	03-2019	09-2019	03-2020	03-2019 - 03-2020		09-2019 - 03-2020		
				EN MILLIONS D'EUROS	en %	EN MILLIONS D'EUROS	en %	
Créances	71 003	74 837	117 053	46 050	64,9	42 216	56,4	31,9
Portefeuille titres	248 883	260 903	244 338	-4 545	-1,8	-16 565	-6,3	66,6
Autres actifs	4 611	5 737	5 680	1 069	23,2	-57	-1,0	1,5
Total de l'actif	324 497	341 477	367 071	42 574	13,1	25 594	7,5	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (130,2 milliards d'euros), de titres émis par le

²² Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

²³ Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

secteur public (63,0 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (49,4 milliards d'euros).

Entre la fin du troisième trimestre de 2019 et la fin du premier trimestre de 2020, le volume total des titres en portefeuille a diminué de 6,4 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques a évolué de -13,1 %, celle des titres émis par les établissements de crédit a évolué de +20,6 % et celle des titres émis par les autres secteurs a évolué de -13,4 %.

Tableau 14 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie
(encours en fin de période²⁴)

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF ¹⁾
	03-2019	09-2019	03-2020	03-2019 - 03-2020		09-2019 - 03-2020		
				EN MILLIONS D'EUROS	en %	EN MILLIONS D'EUROS	en %	
Établissements de crédit	142 133	149 794	130 185	-11 948	-8,4	-19 609	-13,1	53,7
Administrations publiques	46 242	52 256	63 002	16 760	36,2	10 746	20,6	26,0
Autres secteurs	58 839	57 029	49 379	-9 460	-16,1	-7 650	-13,4	20,4
Total de l'actif	247 214	259 079	242 566	-4 648	-1,9	-16 513	-6,4	100,0

Source : BCL

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2019 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 2,3 % en 2019, après une hausse de 3,1 % l'année précédente. L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale, publiée en mars 2020, n'a pas apporté de révisions aux données publiées antérieurement.

D'après cette version des comptes nationaux, en 2019, les consommations privées et publiques auraient progressé respectivement de 2,8 % et 4,8 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en hausse de 4 %, après une baisse de 5,9 % en 2018. De leur côté, les exportations et les importations auraient légèrement augmenté de respectivement 0,8 % et 0,9 %. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2019 aurait été principalement imputable à la demande interne, dont la contribution à la croissance économique se serait établie à hauteur de 2,3 p.p., après 0,5 p.p. l'année précédente.

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

Tableau 15 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	2015	2016	2017	2018	2019
Consommation privée	1,8	3,4	2,2	3,3	2,8
Consommation publique	1,6	1,0	4,7	4,1	4,8
Formation brute de capital fixe	-7,7	4,6	5,6	-5,9	4,0
Exportations	4,7	2,6	0,7	0,5	0,8
Importations	3,4	1,6	0,6	-0,3	0,9
Exportations nettes	11,9	8,0	1,2	4,6	0,5
Produit intérieur brut	4,3	4,6	1,8	3,1	2,3

Source : STATEC

Dans l'optique de production, en 2019, la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, se serait expliquée principalement par la bonne performance du secteur public au sens large et de la branche « information et communication ». En revanche, les services financiers auraient fourni une contribution légèrement négative (-0,2 p.p.) à l'évolution annuelle de la valeur ajoutée.

Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2019 indique une légère hausse du PIB réel de 0,4 % par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une progression de 3,1 %.

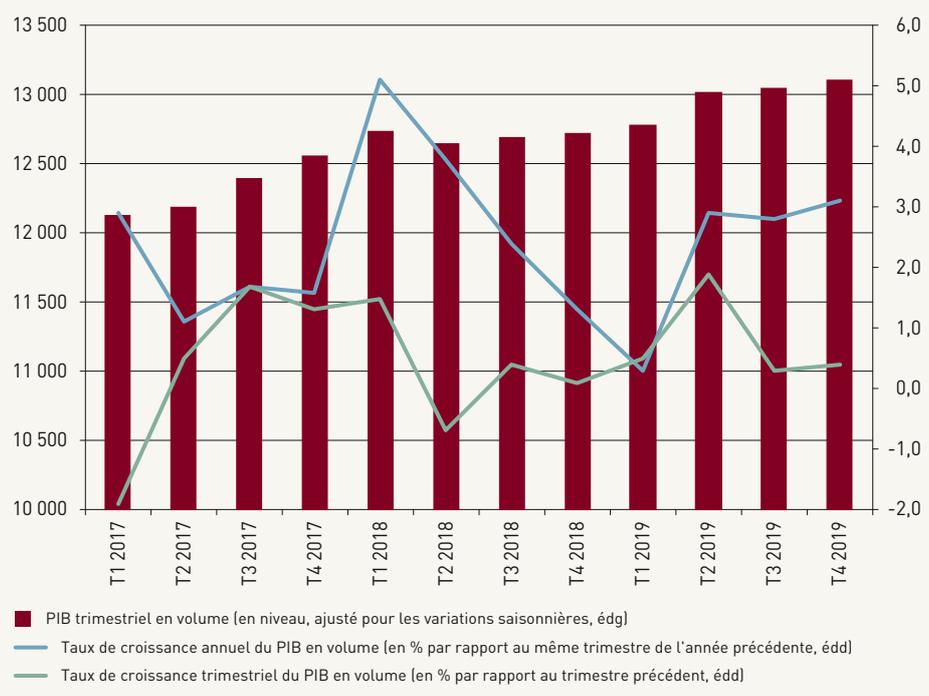
Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au quatrième trimestre 2019 la consommation privée aurait progressé de 1,8 % en glissement annuel et la consommation publique de 5,3 %. La formation brute de capital fixe aurait augmenté de 7,3 % (après la hausse de 9,4 % le trimestre précédent) et les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 1,2 %, alors que les importations auraient progressé de 1,5 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes de la demande se seraient inscrites en hausse, à l'exception des exportations qui auraient légèrement diminué (-0,3 %).

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée brute dans le secteur financier aurait sensiblement augmenté par rapport au même trimestre de l'année précédente (+6 %), comme aussi celle des autres activités de

Graphique 26

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



services (+5,7 %) et du secteur public au sens large (+5,4 %). La branche « information et communication » et les services aux entreprises auraient également enregistré des fortes hausses de leurs valeurs ajoutées (+5,3 % et +4,7 % respectivement). En revanche, la valeur ajoutée aurait diminué dans l'industrie (-2,4 %), le commerce au sens large (-0,5 %) et la construction (-0,1 %).

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 qu'au niveau des comptes nationaux trimestriels, la plus récente version (publiée en mars 2020) a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance du PIB en volume sur douze mois : +2,8 % au lieu de +3,0 % pour le troisième trimestre 2019 et +2,9 % au lieu de +3,2 % pour le deuxième trimestre 2019. En ce qui concerne le premier trimestre 2019, la progression annuelle du PIB en volume est restée inchangée à 0,3 %. Aucune information n'était encore disponible pour le premier trimestre 2020 lors de la rédaction de ce bulletin.

1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2020

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel mitigé, datent de décembre 2019²⁵. L'activité économique dans la zone euro avait alors décéléré, le PIB réel progressant de 0,2 % seulement en moyenne sur la deuxième moitié de l'année, soit à un rythme moins élevé que lors des trimestres précédents. Au Luxembourg, la publication des comptes nationaux annuels avait confirmé la forte accélération de l'activité économique en 2018, après une croissance décevante en 2017. Au second semestre 2019, les évolutions sur les marchés boursiers avaient été plutôt favorables pour l'activité du secteur financier au Luxembourg. La bonne tenue du marché du travail semblait témoigner d'une expansion dans les autres secteurs de l'économie également. Dans ce contexte, la BCL prévoyait une stabilisation de la croissance du PIB réel à 2,8 % en 2019 et en 2020.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis les projections de décembre 2019, la propagation du coronavirus (COVID-19) a constitué un choc majeur pour l'économie, non seulement au Luxembourg et dans la zone euro, mais aussi au niveau mondial. Les mesures de confinement ont largement interrompu l'activité économique au Luxembourg.

Avant même l'apparition du coronavirus, le diagnostic conjoncturel s'était dégradé. La publication, en mars 2020, des comptes nationaux annuels a révélé que la croissance du PIB réel en 2019 aurait été de 2,3 %, soit 0,5 p.p. de moins que projeté en décembre. Ce ralentissement signifie que la croissance, qui atteignait 3,1 % en 2018, a été relativement faible en 2019 dans une perspective historique.

Au second semestre de l'année 2019, l'activité telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels aurait montré des signes de décélération. Ainsi, le taux de croissance trimestriel moyen observé au second semestre aurait été de 0,4 %, contre 1,2 % au cours du semestre précédent. Sur la base des comptes nationaux trimestriels, à la fin du quatrième trimestre 2019, l'acquis de croissance pour l'année 2020 se chiffrerait à 0,9 % seulement.

L'arrivée du COVID-19 en Europe a fortement perturbé les marchés financiers au premier trimestre 2020. Après une évolution plutôt favorable au début de l'année, l'indice boursier Euro Stoxx 50 a chuté de 24 % entre février et mars. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'est inscrite en forte baisse au mois de mars 2020 (-4,6 % en variation annuelle). L'industrie des fonds

25 Voir BCL, Bulletin 2019/3, pp. 69-77.

d'investissement pourrait connaître une année 2020 difficile. Ces évolutions auront sans doute aussi une incidence négative sur le compte des pertes et profits des banques.

Le 16 mars 2020, le gouvernement a décidé de placer le pays en état de crise pour une période de trois mois et d'introduire un certain nombre de mesures pour endiguer la propagation du COVID-19, réduisant fortement l'activité économique sur le territoire. Ces mesures ont inclus la fermeture des crèches et écoles, la fermeture des magasins non essentiels ainsi que des chantiers de construction. Du fait des règles de distanciation sociale, de nombreuses entreprises ont dû cesser ou réduire leurs activités de production ou avoir recours au télétravail. La fermeture partielle des frontières par les pays limitrophes du Luxembourg a de surcroît entravé le fonctionnement de l'économie nationale. Ces mesures ont pesé simultanément sur l'offre, à travers une interruption de la production, et sur la demande, à travers une réduction – forcée ou volontaire – des dépenses des ménages (frontaliers et résidents) et entreprises. Dans son ensemble, le confinement a eu un impact important sur l'activité dans la plupart des secteurs économiques et devrait également avoir une incidence négative sur le marché de travail.

Grâce à ces interventions la situation sanitaire s'est graduellement améliorée, ce qui a permis l'assouplissement des mesures de restriction à partir de la mi-avril. Fin mai, au moment de la finalisation des projections, de nouveaux progrès avaient été réalisés – le nombre de nouvelles infections ayant baissé fortement – ce qui a permis, sinon la levée complète des mesures, tout au moins la poursuite du déconfinement.

Compte tenu de la dégradation de l'environnement international à la suite de cette crise mondiale, l'activité économique au Luxembourg devrait se contracter fortement en 2020. Dans l'hypothèse d'un endiguement efficace de la pandémie, la normalisation de l'économie devrait se poursuivre et la croissance économique devrait rebondir par la suite.

1.2.6.2 Hypothèses techniques et environnement international

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se fondent, 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, qui reflètent ainsi l'opinion moyenne des opérateurs agissant sur ces marchés quant aux évolutions futures.

Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 16.

Entre décembre 2019 et mai 2020, le prix du pétrole a chuté de 56 %, pour s'établir à moins de 29 dollars le baril. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait remonter au-dessus de 30 dollars le baril dès juin 2020 et augmenter progressivement jusqu'en décembre 2022. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 36 dollars en 2020, 37 dollars en 2021 et 41 dollars en 2022. Par rapport aux prévisions de décembre 2019, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont donc été révisées à la baisse de 2020 à 2022.

Dans un contexte de pandémie, le PIB mondial (hors zone euro) devrait fortement chuter en 2020, avant d'enregistrer un rebond technique en 2021 et de progresser de 3,9 % en 2022. Le commerce mondial devrait pour sa part enregistrer une baisse de 12,9 % en 2020, avant de se redresser en 2021 et de progresser plus graduellement en 2022.

La demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, chuter de 12 % en 2020, avant de se redresser en 2021 puis de ralentir en 2022. Rappelons que cette demande est calculée en fonction des importations des partenaires commerciaux du Luxembourg et constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Par rapport à nos projections de décembre 2019,

la croissance de cette demande externe a été fortement révisée à la baisse en 2020, et à la hausse en 2021 et 2022.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Euro Stoxx large, devraient reculer fortement en 2020, puis de manière plus modérée en 2021 et 2022. Par rapport à décembre, les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées notablement à la baisse en 2020 et plus modérément en 2021. Les anticipations pour 2022 sont quasi inchangées. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues marginalement à la baisse par rapport à décembre : l'euro devrait désormais s'établir à 1,08 dollar en moyenne annuelle de 2020 à 2022, après 1,12 dollar en 2019. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois ont été marginalement révisées à la baisse pour 2022. Celles portant sur les taux à 10 ans restent inchangées.

Par rapport à l'exercice de décembre 2019, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, nettement moins favorables pour 2020, et plus favorables pour 2021 et 2022.

Tableau 16 :

**Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)²⁶**

	2019	2020	2021	2022
Prix du pétrole en \$/bl	64,0	36 [-23,6]	37,2 [-20,3]	40,7 [-16,1]
Taux de change \$/€	1,12	1,09 [-0,01]	1,08 [-0,02]	1,08 [-0,02]
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,4	-0,4 [0,0]	-0,4 [0,0]	-0,4 [-0,1]
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	0,4	0,3 [0,0]	0,4 [0,0]	0,6 [0,0]
Eurostoxx (évolution en %)	-0,5	-12,1 [-17,1]	-6,7 [-4,0]	-2,9 [-0,2]
Commerce mondial (hors zone euro)	-0,3	-12,9 [-13,7]	8,0 [+5,7]	4,3 [+1,6]
PIB mondial (hors zone euro)	3,0	-4,0 [-7,1]	6,0 [+2,7]	3,9 [+0,5]
PIB zone euro	1,2	-8,7	5,2	3,3
Demande internationale adressée au Luxembourg	1,7	-12,0 [-10,0]	7,4 [+4,7]	4,8 [+1,1]

Source : BCE

Au-delà de ces hypothèses purement techniques et communes à l'Eurosystème, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario général pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail dans la section 1.1.8 de ce bulletin. En 2020, il prévoit un recul du PIB de la zone euro, qui devrait s'établir 8,7 % en dessous de son niveau de 2019 en termes réels. En 2021, le PIB réel devrait rebondir de 5,2 %, pour progresser ensuite de 3,3 % en 2022. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH, devrait quant à elle s'établir à 0,3% en 2020, 0,8 % en 2021 et 1,3 % en 2022.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

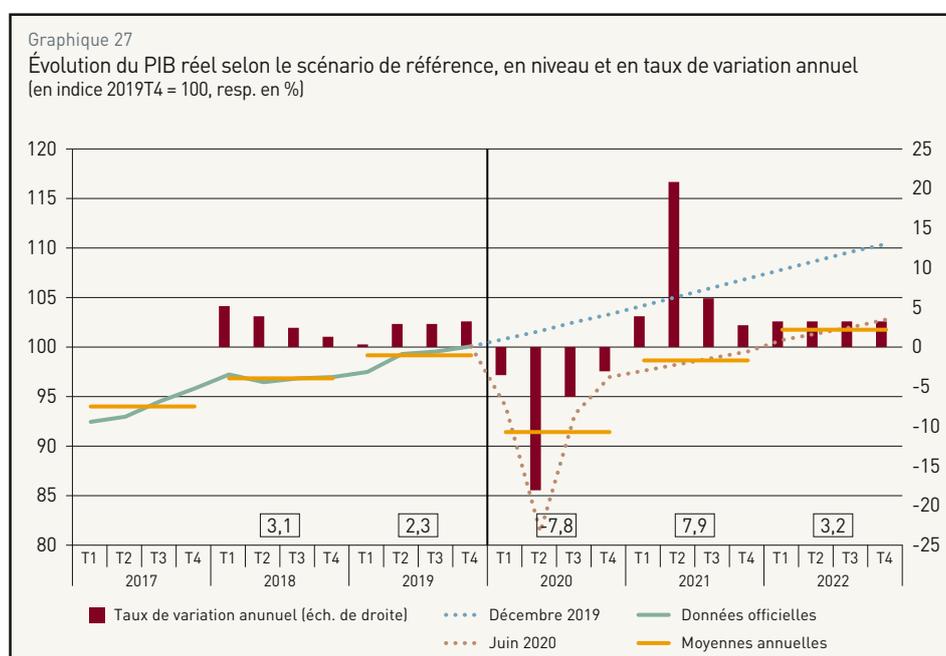
L'incertitude entourant les projections est particulièrement élevée en temps de crise. Afin de mieux cerner cette incertitude, la BCL, à l'instar des autres banques centrales nationales de l'Eurosystème, a choisi de développer trois scénarios – clément, moyen et sévère. Ces scénarios sont établis en fonction d'hypothèses relatives à l'évolution de la pandémie et à l'assouplissement graduel des mesures de confinement.

²⁶ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2019. Celles-ci sont calculées en différence absolue pour le prix du pétrole, en pourcentage pour les variables en niveau et en points de pourcentage pour les taux de croissance, les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

Le scénario moyen été retenu comme scénario de référence puisqu'il apparaissait comme le plus plausible sur la base des informations disponibles à la clôture de l'exercice. Ce scénario est présenté par la suite ; les deux autres scénarios seront abordés dans l'analyse des risques. En dépit de ce choix et d'un profil de croissance du PIB assez différent entre les scénarios, il est important de mentionner que cette approche n'arrive à capter qu'une partie de l'incertitude entourant les projections macroéconomiques. En effet, de nombreux facteurs restent inconnus. Au-delà de l'évolution de la pandémie, il s'agit des répercussions des arrêts de production sur le marché du travail, sur les résultats opérationnels et sur la viabilité des entreprises, ainsi que des conséquences indirectes sur le secteur financier. En outre, la sélection du scénario de référence ne se fonde que sur une appréciation à un moment donné et elle est susceptible d'être rapidement modifiée en fonction de la propagation effective du virus.

Le graphique suivant montre l'évolution du PIB réel tel que projeté selon le scénario de référence.

Le scénario de référence de juin 2020 fait état d'un recul important du PIB réel en 2020, de l'ordre de -7,8 %, soit 10,7 p.p. de moins qu'anticipé en décembre 2019. Les mesures de confinement prises par le gouvernement ont eu un impact considérable sur le niveau du PIB réel (courbe brune). Ce niveau aurait déjà chuté au 1^{er} trimestre 2020 puisqu'un large éventail de mesures ont pris effet à partir du 16 mars, soit les deux dernières semaines du trimestre. Au deuxième trimestre, la chute aurait été encore plus importante, puisque les restrictions mises en place se sont étalées sur six semaines supplémentaires (jusqu'au 10 mai) bien qu'un assouplissement graduel ait déjà été amorcé à partir du 19 avril. La chute trimestrielle serait la plus importante jamais observée au Luxembourg.



Note : La courbe verte montre le niveau du PIB réel (normalisé à 100 au 4^e trimestre 2019) depuis le début de l'année 2017 jusqu'au 4^e trimestre 2019 (dernière observation du STATEC). La courbe brune montre le scénario de référence de juin 2020. Les segments oranges correspondent au niveau annuel moyen du PIB réel. Les barres rouges montrent le taux de variation annuel du PIB réel à fréquence trimestrielle. Les cases donnent le taux de variation annuel du PIB réel à fréquence annuelle. La courbe bleue (en pointillé) montre les projections de la BCL datant de décembre 2019.
Source : BCL

Avec un recul sur deux trimestres consécutifs, l'économie du Luxembourg serait donc aussi en récession technique. Il ne s'agirait toutefois pas d'une récession classique résultant d'une faiblesse de la demande du secteur privé, mais d'une récession atypique provoquée par un choc d'offre négatif, du fait notamment de mesures administratives consistant à interdire certaines activités dans le but de préserver la santé de la population. Cette interprétation de l'évolution de l'activité – un choc d'offre initial auquel risque de se rajouter un choc de la demande dont on ne connaît pas encore l'ampleur – importe pour pouvoir apprécier les mesures économiques prises par le gouvernement (extension du chômage partiel à la plupart des secteurs, aides financières aux entreprises, etc.) (voir l'encadré 3 dans le chapitre 1.2.10). Ces mesures ne peuvent pas empêcher le choc initial, mais, à court terme, elles permettent sans doute d'éviter son amplification à travers des incidences indirectes additionnelles.

Encadré 1 :

ESTIMATION DE LA PERTE D'ACTIVITÉ LIÉE AUX MESURES DE CONFINEMENT SELON L'APPROCHE « PRODUCTION » DU PIB.

Les projections macroéconomiques se fondent en général sur l'approche « demande » du PIB, dont les composantes principales sont les dépenses de consommation des ménages et des administrations publiques, les dépenses d'investissement (des ménages, administrations publiques et entreprises), les exportations et les importations. Les projections de ces dépenses sont préparées en modélisant le comportement des agents économiques, c'est-à-dire en les mettant en relation avec leurs déterminants économiques (indicateurs de revenus, prix relatifs, etc.).

La nature extraordinaire de la crise du COVID-19 a nécessité le recours à des approches inédites pour quantifier la baisse d'activité économique liée aux mesures de confinement. D'abord, une estimation des composantes de la demande est difficile pour l'économie luxembourgeoise en raison i) de son ouverture et ii) d'un manque d'indicateurs économiques pertinents et de qualité suffisante. Ceci est d'autant plus vrai pour de courtes périodes. Puis, les indicateurs à court terme fiables – l'évolution de l'emploi ou du chiffre d'affaires – concernent principalement les activités par branche, donc une décomposition qui ne se rapporte pas à l'optique demande du PIB, mais plutôt à l'optique production. Finalement, le choc du verrouillage de l'économie et la sortie de cette crise ne se sont pas répercutés de manière égale sur les différentes branches de l'économie.

Pour intégrer tous ces aspects dans les scénarios, il a fallu élargir la gamme des modèles macroéconomiques. À l'instar d'autres institutions, la BCL a développé un outil qui s'appuie sur l'approche « production » du PIB, c'est-à-dire la somme de la valeur ajoutée à travers les différentes branches économiques²⁷. En sus, cet outil a été conçu afin d'accommoder des données et des hypothèses à une fréquence hebdomadaire, ce qui est inhabituel mais utile pour mieux intégrer dans les scénarios l'aspect temporel du choc – son point de départ vers la mi-mars et son évolution subséquente.

La démarche utilisée est ascendante et vise à estimer la perte d'activité pour chaque branche de l'économie liée à l'évolution des mesures de confinement semaine par semaine. Cette évaluation se fonde principalement sur des données fournies par les administrations publiques et des données économiques à fréquence plus élevée déjà disponibles. Les données relatives aux demandes de chômage partiel en ont représenté l'élément principal (voir à cet effet l'encadré 2 dans ce bulletin)²⁸. *Stricto sensu*, le chômage partiel n'est pas une mesure du niveau d'activité, mais uniquement de la sous-utilisation du facteur travail. L'exercice technique se fonde donc aussi sur l'hypothèse (assez réaliste) qu'il existe une relation étroite entre cette sous-utilisation du travail (qui est observée) et le niveau d'activité (qui n'est pas observé).

Le tableau 1 montre l'estimation de la perte de la valeur ajoutée brute ventilée selon les principales branches économiques et portant sur la période allant du 16 mars au 10 mai 2020. La fermeture des magasins non essentiels et des chantiers publics (jusqu'au 19 avril), ainsi que les limitations strictes pour les activités du secteur « HORECA », ont eu un impact considérable sur la production dans ces secteurs. La perte d'activité hebdomadaire dans ces branches est estimée à plus de 70 % pendant cette période. De surcroît, les mesures de distanciation sociale ont empêché la production dans beaucoup de branches, surtout dans l'industrie et les activités immobilières.

Au total, pendant cette période de huit semaines, il est estimé que l'activité aurait chuté d'approximativement 26 % par rapport à son niveau normal pour l'économie dans son ensemble. Ainsi, pour interpréter correctement cette estimation, si le verrouillage de l'économie avait duré 52 semaines (1 année), alors, toutes choses égales par ailleurs, le taux de variation annuel du PIB réel aurait été revu à la baisse de 26 p.p. par rapport au scénario de projection antérieur. Cela équivaut à

27 Voir, entre autres, INSEE (2020), Point de conjoncture du 9 avril 2020 ou BCE (2020), Economic Bulletin Issue 3/2020.

28 Ces données ont été disponibles rapidement et avec une large couverture par branches. À l'exception des données du chômage partiel et des résultats des enquêtes d'opinion, il y a en effet très peu de données disponibles en temps réel (et qui ne sont pas sujettes à révisions) qui renseignent sur l'intensité de la crise au deuxième trimestre 2020.

0,5 p.p. (26/52) par semaine ou à 2,2 p.p. (26/12) par mois de verrouillage. Pour huit semaines, la période sous considération, cela ferait donc 4,4 p.p.

Dans son ensemble, l'estimation de la perte d'activité est légèrement inférieure à la proportion des employés en chômage partiel sur cette période (approximativement 33 %), ce qui s'explique par le fait que certaines branches n'étaient pas touchées directement par les mesures de confinement. Ces branches représentent une part assez importante de notre économie (activités financières et d'assurance, services non marchands) et sont caractérisées par une productivité élevée. Au lieu de devoir recourir au chômage partiel, ces branches ont pu, dans une large mesure, profiter des possibilités offertes par le télétravail, ce qui leur a permis de maintenir leurs activités.

Tableau 1 :

Estimation de la perte d'activité liée aux mesures de confinement pendant la période du 16 mars au 10 mai

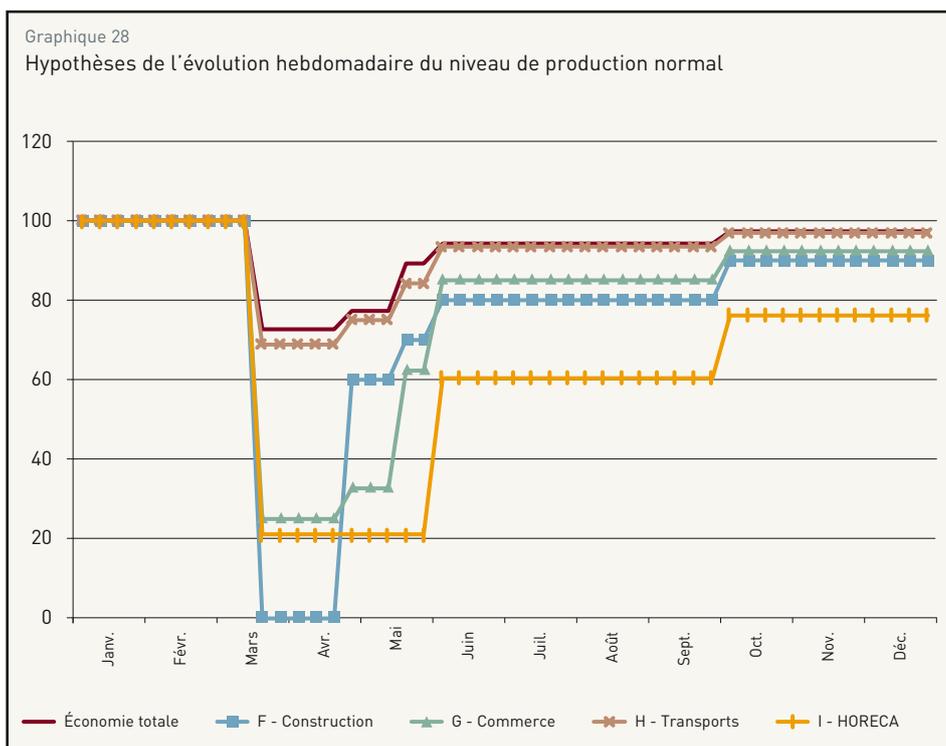
BRANCHES	CODES NACE	PART DANS LE PIB (EN %)	PERTE PAR SEMAINE (EN %)	CONTRIBUTIONS À LA PERTE D'ACTIVITÉ (EN POINTS DE PIB)
Agriculture	A	0,2	13,5	0,0
Industrie, y compris énergie	B-E	6,5	35,5	2,3
Construction	F	6,0	70,0	4,2
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles	G	9,3	71,3	6,6
Transports et entreposage	H	4,4	28,2	1,2
Hébergement et restauration	I	1,6	78,9	1,3
Information et communication	J	7,0	14,4	1,0
Activités financières et d'assurances	K	26,8	5,0	1,3
Activités immobilières	L	7,2	50,0	3,6
Services aux entreprises	M-N	12,5	20,0	2,5
Services princip. non marchands	O-U	18,5	11,1	2,1
Total		100		26,2

Source : STATEC, BCL

L'avantage de l'outil est sa simplicité, sa transparence et sa souplesse d'utilisation. Son aspect mécanique permet en outre d'assurer une cohérence interne des estimations à travers les différents scénarios, qui se distinguent par les hypothèses sous-jacentes relatives à l'évolution de la pandémie. C'est un aspect important puisqu'il permet de limiter la composante arbitraire inhérente à un tel exercice.

En dépit de son utilité et de ses avantages, cet outil a aussi ses limites. En effet, les résultats sont entièrement dépendants i) de la qualité des données de base, en l'occurrence la répartition sectorielle du chômage partiel, ii) de l'hypothèse implicite que la sous-utilisation du travail reflète correctement le recul de l'activité, ainsi que iii) des hypothèses techniques additionnelles adoptées. Ces hypothèses additionnelles concernent les éléments pour compléter ou corriger la répartition sectorielle du chômage partiel afin d'améliorer les estimations des pertes d'activité par branches. Elles concernent aussi les hypothèses sur la sortie graduelle du verrouillage de l'économie, qui serait différente selon les branches (voir le graphique 28). Il faut noter qu'il s'agit exclusivement d'hypothèses techniques qui sont nécessaires pour compléter les estimations et qui, au moment de la finalisation de l'exercice (fin mai), reflétaient le meilleur jugement possible, sans pour autant comporter un aspect normatif.

Dans le scénario de référence, il est admis que les mesures de déconfinement se poursuivraient progressivement sur la seconde moitié de l'année 2020. Ce relâchement entraînera sans doute une certaine détérioration du bilan sanitaire à travers l'augmentation des nouveaux cas d'infection, mais sans pour autant nécessiter un verrouillage additionnel de l'économie. Il est donc nécessaire que les agents économiques se préparent à opérer dans ces conditions difficiles.



Source : BCL

La reprise de l'activité économique amorcée vers le milieu du deuxième trimestre devrait donc se poursuivre au cours de la seconde moitié de l'année. Le graphique 28 montre les hypothèses relatives à l'évolution hebdomadaire du niveau de production, pour l'économie dans son ensemble, mais aussi pour les branches principalement touchées par les mesures administratives. Des restrictions seraient maintenues jusqu'à la fin de l'année 2020 et l'activité économique resterait donc en-dessous de son niveau normal.

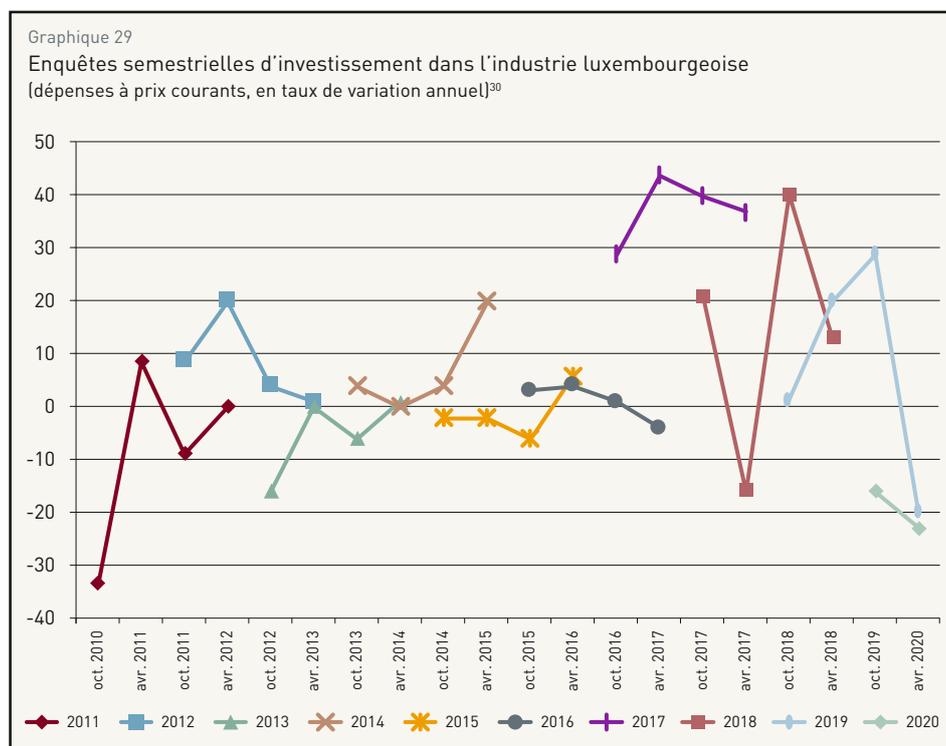
Dans le scénario de référence, la volatilité des marchés financiers et la dégradation de la conjoncture internationale devraient avoir des répercussions négatives additionnelles sur le développement de l'économie luxembourgeoise.

Comme on peut le voir au graphique 27, le niveau du PIB devrait rebondir fortement au troisième trimestre 2020 et progresserait également au quatrième trimestre. Dans son ensemble, la récession serait donc très sévère, mais aussi de courte durée.

L'année 2020 devrait être marquée par une chute de toutes les composantes de la demande, à l'exception sans doute de la consommation publique et des investissements publics. Par contre, dans le secteur privé, le verrouillage de l'économie, la fermeture des magasins non essentiels et l'incertitude liée à la pandémie du COVID-19 auraient un impact largement négatif sur la consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entreprises²⁹. L'affaissement de la demande domestique serait accompagné d'une contribution négative des exportations nettes de biens et services.

29 À ce stade, il est encore difficile d'apprécier dans quelle mesure cette retenue dans les dépenses résulte d'un acte forcé, en l'occurrence la fermeture des magasins et commerces, ou d'un choix délibéré des agents économiques qui reflète la détérioration de leur situation financière ainsi que leur appréciation de la situation économique future.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril 2020 (voir le graphique 29), les chefs d'entreprise du secteur manufacturier anticipent un fort recul de leurs dépenses d'investissement pour l'année en cours. Cependant, cette dégradation aurait déjà commencé avant la pandémie du COVID-19. Selon ces mêmes enquêtes, le taux d'utilisation des capacités de production aurait chuté au deuxième trimestre 2020, atteignant un niveau observé pendant la crise de la dette souveraine en 2012. Néanmoins, les effets de la crise devraient être mitigés par les aides financières de l'État et la mise en œuvre de mesures exceptionnelles de politique monétaire de l'Eurosystème (voir sous 1.1.1).



Source : Commission européenne

Tableau 17 :

Scénario de référence de juin 2020 et révisions par rapport à décembre 2019

(en pourcentage de variation et en points de pourcentage)

	SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE DE JUIN 2020					RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉC. 2019			
	2018	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
PIB réel	3,1	2,3	-7,8	7,9	3,2	-0,5	-10,7	4,8	-0,1
IPCH	2,0	1,6	-0,1	1,4	1,8	-	-1,3	-0,1	0,1
IPCN	1,5	1,7	0,6	1,3	1,7	-	-0,6	-0,3	-0,1
IPCN excluant l'énergie	1,0	1,8	1,4	1,6	1,7	-	-0,1	-0,2	-0,2
IPCN énergie	8,4	1,6	-9,6	-3,3	1,2	-	-7,2	-2,3	1,6
Échelle mobile des salaires	1,0	1,4	2,5	0,0	1,7	-0,2	0,2	-0,8	-
Coût salarial moyen	3,3	1,7	-3,4	4,9	3,4	-0,8	-6,6	3,0	0,9
Emploi salarié	3,8	3,7	1,4	1,1	1,9	-	-1,6	-1,9	-1,2
Taux de chômage	5,4	5,4	6,8	7,1	6,9	-	1,6	2,1	2,1

Source : BCL

À moyen terme, l'assouplissement progressif des restrictions, la perspective de la disponibilité d'un vaccin préventif et la normalisation des marchés boursiers favoriseraient un retour graduel de l'activité économique. À partir du 1^{er} trimestre 2021, le niveau d'activité augmenterait au même rythme qu'admis lors des projections de décembre 2019 (courbe bleue du graphique 27). Donc, au total, l'économie luxembourgeoise ne récupérerait pas la production « perdue » pendant la crise sanitaire. En cumulé,

³⁰ 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 précédente (A-1), l'année en cours (A) et l'année suivante (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence : les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.



sur les années 2020 à 2022, la pandémie se solderait par une perte de production (et de revenu) correspondant approximativement à un quart du PIB réel de 2019. Le niveau de production en fin d'horizon de projection resterait de plus de 5 % inférieur à celui anticipé antérieurement.

Implicitement, il est supposé que ce retour graduel serait possible grâce à l'efficacité des nombreuses mesures prises par le gouvernement pour stabiliser et soutenir l'activité économique, principalement à travers le chômage partiel et les diverses aides financières offertes aux entreprises (voir encadré 3 dans le chapitre 1.2.10), ce qui permettrait de limiter les répercussions négatives sur les activités du secteur privé. Ainsi, on parviendrait à éviter des pertes importantes en termes d'emplois, une hausse significative du chômage et un nombre élevé de faillites d'entreprises dans le secteur non financier. Par ricochet, il est admis que les défauts de paiement sur les crédits bancaires (de la part des ménages et des entreprises) resteraient contenus, ce qui limiterait également les incidences indirectes de cette crise sur le secteur bancaire au Luxembourg.

Cette hypothèse tient en partie au fait que les caractéristiques structurelles du Luxembourg étaient relativement favorables avant la propagation du COVID-19, surtout par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à d'importants besoins d'ajustement interne ou externe. En effet, à la fin de 2019, la Commission européenne avait conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique »³¹. L'absence de tels déséquilibres devrait augmenter la résilience de l'économie face aux chocs et permettre ainsi une sortie de crise plus rapide. Néanmoins, si la position macroéconomique est rassurante, établir un diagnostic de la santé des entreprises locales est un exercice plus délicat³². Enfin, l'économie resterait fragilisée pendant un certain temps, ne serait-ce qu'en raison des conséquences de cette crise sur la situation budgétaire du Luxembourg.

1.2.6.4 Marché de l'emploi et coûts salariaux

La pandémie de COVID-19 a touché de plein fouet le marché du travail. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi total serait passée de 3,5 % en février à 0,9 % en avril 2020. Le taux de postes vacants a diminué mais demeure supérieur à sa moyenne historique. Selon les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, les perspectives d'embauches se sont sensiblement dégradées dans l'ensemble des branches économiques. De même, les derniers mois ont été marqués par un net regain de pessimisme des consommateurs en ce qui concerne l'évolution future du chômage. Finalement, dans le sillage des mesures de confinement qui ont suivi la propagation du coronavirus, le recours au dispositif de chômage partiel a atteint des niveaux sans précédent (voir l'encadré 2 ci-après).

Dans une optique prospective, l'emploi marquerait le pas. Le nombre de personnes occupées devrait progresser de seulement 1,4 % en 2020 et 1,1 % en 2021, avant de se redresser l'année suivante. Le taux de chômage au sens « strict » augmenterait à 6,8 % en 2020 et 7,1 % en 2021. Par la suite, la dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait insuffisante pour entraîner une baisse significative du taux de chômage, qui demeurerait à 6,9 % en 2022 (un niveau supérieur à celui d'avant la crise). À la faible progression de l'emploi s'ajoute un chômage potentiellement structurel. La part importante de chômeurs de longue durée atteste des difficultés d'une partie des chômeurs à retrouver un emploi. De même, les caractéristiques des chômeurs, en partie peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité

31 Elle a néanmoins retenu que le niveau de la dette privée dépasse le seuil indicatif. La Commission a aussi répété que la hausse conjointe et ininterrompue des prix immobiliers et de l'endettement des ménages constitue un risque pour l'économie, bien que ce risque lui semble encore contenu à l'heure actuelle.
Voir sous https://ec.europa.eu/info/publications/2020-european-semester-alert-mechanism-report_en.

32 Fin mai, le STATEC a publié un communiqué relatif à une analyse de la liquidité des entreprises effectuée sur la base des données les plus récentes de la Centrale des Bilans. Il en ressort que la liquidité des entreprises nécessaire pour assurer le bon fonctionnement de leurs activités est à un niveau assez bas, entre autres dans la restauration et le commerce de détail.
Voir STATEC, La Centrale des Bilans : check-up de la santé des entreprises en période de crise, STATENEWS N°16 du 29 mai 2020.

partielle de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion sur le marché du travail primaire.

Nonobstant, les effets sur le taux de chômage seraient atténués par plusieurs facteurs. Tout d'abord, la chute de l'activité devrait, en grande partie, être absorbée par une baisse de la durée moyenne de travail, notamment via un recours accru au chômage partiel. De même, l'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs cycliques et soumis à la concurrence internationale – pourrait ralentir davantage que l'emploi des résidents. Finalement, la relance des mesures pour l'emploi permettrait de contenir la hausse du chômage au sens « strict ». Ainsi, le taux de chômage au sens « large » devrait progresser davantage que le chômage au sens « strict ».

À l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajouterait celui du coût du travail. Face à une incertitude élevée et des perspectives économiques assombries, les partenaires sociaux devraient faire preuve de prudence. De plus, la persistance du chômage à un niveau élevé ne favoriserait guère le pouvoir de négociation des employés, qui devrait demeurer limité. Les estimations du scénario de référence se fondent sur l'hypothèse d'un gel des salaires dans la fonction publique et d'un ajustement du salaire social minimum réel en janvier 2021, eu égard à l'évolution observée des salaires réels horaires en 2018 et 2019. Sur l'horizon de projection, la baisse des heures travaillées serait le principal facteur expliquant l'évolution des salaires nominaux, avec un impact négatif de -6,7 % en 2020 au niveau de l'économie dans son ensemble. Cet effet négatif serait quelque peu atténué par la contribution de l'indexation des salaires sur les prix. Sur base du scénario d'inflation, la prochaine tranche indiciaire devrait être déclenchée au deuxième trimestre 2022. Au total, le coût salarial moyen devrait diminuer de 3,4 % en 2020, avant de se redresser de 4,9 % en 2021 et d'augmenter de 3,4 % en 2022.

Encadré 2 :

AJUSTEMENT DU FACTEUR TRAVAIL DANS LE CONTEXTE DE LA CRISE ACTUELLE

Cet encadré documente les principales hypothèses sur lesquelles reposent nos projections relatives au marché du travail.

1. MODES D'AJUSTEMENT FACE À LA CRISE

En réponse à un choc économique, les entreprises peuvent réduire leurs coûts de main-d'œuvre en ajustant la marge extensive, c'est-à-dire le nombre de personnes employées, ou la marge intensive, c'est-à-dire le nombre moyen d'heures travaillées par les personnes employées. La principale hypothèse sous-jacente à notre scénario de référence est que les entreprises luxembourgeoises privilégieront un ajustement de leur marge intensive.

1.1 Ajustement de la marge extensive

Dans un contexte d'incertitude et d'inquiétude quant à une nouvelle vague de COVID-19, l'ajustement de la marge extensive pourrait, dans un premier temps, passer par un gel, un report, voire une annulation des embauches initialement prévues. Les données disponibles à l'heure actuelle ne permettent pas encore de quantifier l'ampleur de ce mode d'ajustement. Cependant, à titre d'indication, lors de la crise de 2008/2009, l'ajustement de la marge extensive au Luxembourg s'est principalement traduit par une réduction des flux d'entrée dans l'emploi (embauches) plutôt que par une hausse des flux de sortie (licenciements)³³.

33 Pour plus d'informations, voir Brosius J. L'impact de la crise économique sur l'emploi au Luxembourg, 2011, Population et emploi, Cahier N°2011-08. Il convient de noter que cette étude a même observé une baisse des taux de séparation, qui s'est notamment expliquée par un fort recul du nombre de contrats intérimaires (qui, du fait de leur nature sont caractérisés par des taux de séparation élevés) et une baisse du nombre de changements (volontaires) d'emploi (dans un contexte économique morose).

Si les licenciements devenaient inévitables, les entreprises pourraient favoriser la résiliation ou la non-reconduction de contrats temporaires ou à durée déterminée. Le travail intérimaire, en particulier, constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à une baisse de l'activité sans procéder à des licenciements. Le phénomène contraire se produit en début de reprise économique lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents. Le fort repli du nombre d'offres d'emploi intérimaire en mars 2020 (-33 % en base annuelle), suivi d'une hausse au mois d'avril (+7 %) (probablement dans le contexte de la réouverture des chantiers de construction) semble corroborer cette hypothèse. Les contrats temporaires ou à durée déterminée sont particulièrement utilisés dans la construction, l'industrie, les services aux entreprises, le commerce et (dans une moindre mesure) l'hôtellerie et la restauration, qui sont aussi les secteurs les plus touchés par les mesures de confinement.

De manière générale, les expériences passées ont montré que les entreprises luxembourgeoises tendent – tant que possible – à privilégier une rétention de leur main-d'œuvre.

- En effet, les employeurs évoquent régulièrement des difficultés à recruter du personnel³⁴. Traditionnellement, au Luxembourg, une partie de la demande de travail est satisfaite par un afflux de travailleurs provenant de l'étranger (frontaliers ou immigrés). Cependant, face au COVID-19, ce canal de recrutement pourrait subir quelques entraves, ce qui renforcerait les réticences des entreprises à licencier dans la mesure où le recrutement pourrait être encore plus difficile une fois la reprise économique entamée.
- Outre la mise en place de dispositifs publics en matière de politique de l'emploi, comme par exemple le chômage partiel, qui contribuent à atténuer l'impact d'un ralentissement conjoncturel sur l'emploi, la législation du travail est traditionnellement plus stricte au Luxembourg que dans les autres pays européens, ce qui peut constituer un frein à la suppression d'emplois lors d'un repli temporaire de la demande.
- Aux coûts directs (indemnités de licenciement) et indirects (perte de capital humain) s'ajoutent, en cas de reprise, des coûts d'embauche et de formation potentiellement importants.
- L'existence d'une tradition de dialogue social et une forte proportion de contrats à durée indéterminée contribueraient également à réduire l'impact à court terme d'un ralentissement conjoncturel.

1.2 Ajustement de la marge intensive

Les entreprises peuvent ajuster leur marge intensive en flexibilisant ou en réduisant le temps de travail, notamment via l'utilisation de comptes épargne-temps, la réorganisation de congés annuels, la baisse des heures supplémentaires ou encore la hausse du temps partiel³⁵.

Cependant, dans le contexte actuel cet ajustement passerait surtout par un recours massif au chômage partiel³⁶.

34 Selon une enquête réalisée en 2019 auprès d'un échantillon représentatif des entreprises luxembourgeoises, près de 90 % de celles qui ont eu des besoins en recrutement ont déclaré avoir déjà rencontré des difficultés de recrutement. Ces difficultés sont dues le plus fréquemment à l'absence de profils recherchés au Luxembourg ou dans la Grande Région, ou à une qualification insuffisante des profils disponibles. Voir Chambre de Commerce, Enquête de conjoncture des entreprises – Focus thématique : recrutement, Baromètre de l'économie, Édition 1^{er} semestre 2019.

La Chambre des métiers a également évoqué une pénurie de main-d'œuvre croissante dans l'artisanat. Voir Chambre des métiers, Besoin en main-d'œuvre dans l'Artisanat, Résultats de l'enquête 2019, Conférence de presse du 6 novembre 2019

35 Afin de s'adapter aux problèmes pratiques de la distanciation sociale / physique, les entreprises ont eu un recours accru au télétravail. Selon une récente enquête, 69 % des travailleurs seraient passés au télétravail (complet ou en alternance) contre 20 % seulement en 2019. De plus, beaucoup d'employés ont pu bénéficier du congé pour raisons familiales exceptionnel introduit par le gouvernement. Ces deux dispositifs ont été des solutions pragmatiques à court terme pour le contexte actuel, mais il ne s'agit pas d'un ajustement de la marge intensive au sens propre du terme. Voir STATEC, Le télétravail explose : une expérience jugée positive par la majorité des travailleurs, 2020, Statnews N° 15.

36 Ce type de dispositif de rétention de main-d'œuvre présente plusieurs avantages évoqués dans la section précédente. De plus, le chômage partiel atténue le risque de dépréciation de capital humain (et autres effets néfastes liés au passage par des périodes de chômage) en maintenant le salarié dans la vie active. De même, le chômage partiel est susceptible de promouvoir une plus grande équité dans la mesure où le fardeau de l'ajustement est partagé entre salariés, employeurs et État.

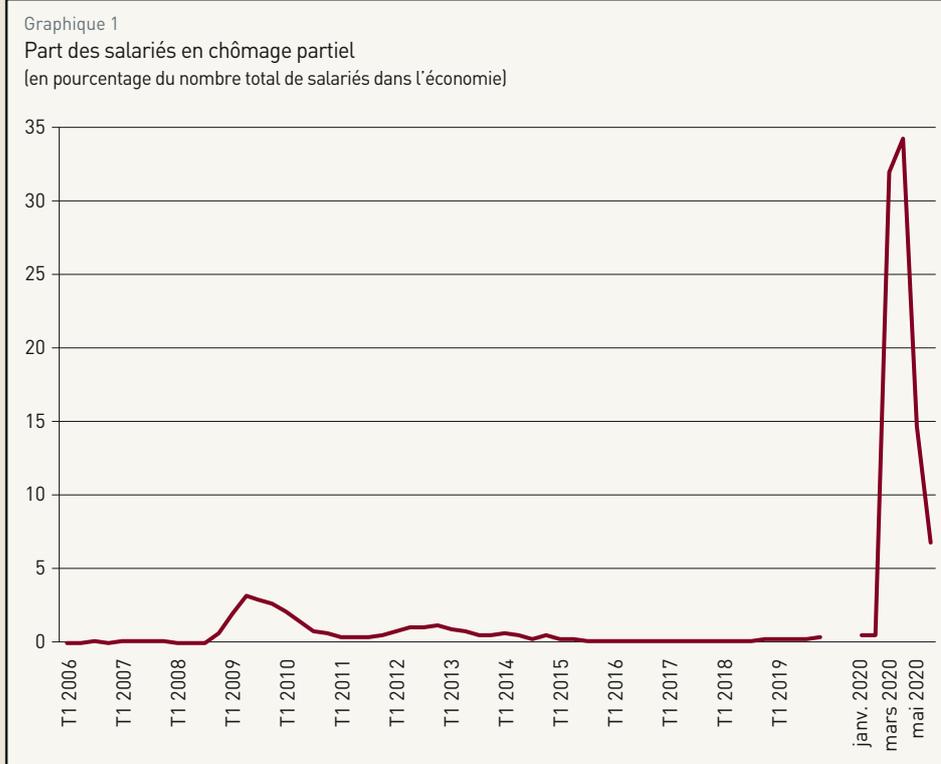
Chômage partiel : évidence empirique et expérience passée

Le dispositif de chômage partiel est un outil puissant qui a prouvé son efficacité lors de la crise de 2008/2009, contribuant largement à limiter les destructions d'emplois³⁷. À l'époque, au plus profond de la crise, le nombre de salariés en chômage partiel s'est établi à près de 10 000 en moyenne mensuelle, l'équivalent de 3,4 % de l'emploi.

Or, face à l'ampleur inédite de la crise liée au COVID-19, le dispositif de chômage partiel existant a été temporairement modifié (voir ci-après), notamment par une flexibilisation des conditions d'accès. Ces modifications ont renforcé la portée de ce dispositif – comme en attestent les chiffres disponibles – et, sans doute, son efficacité.

Sur la base de données préliminaires, le nombre de salariés en chômage partiel se serait établi à près de 143 000 en moyenne aux mois de mars et avril 2020, soit l'équivalent d'un tiers du total des salariés. Pour les mois de mai et juin, les données provisoires font état de respectivement 65 000 et 30 000 personnes travaillant potentiellement à horaire réduit, ce qui correspondrait à 15 % et 7 % de l'emploi salarié³⁸.

Le fort recul de la part des salariés en chômage partiel entre les mois de mars et juin 2020 s'explique par la levée progressive des mesures de confinement. À noter en particulier la reprise des chantiers de construction³⁹ dès le 20 avril, la réouverture des commerces dits non essentiels et des services à la personne (tels que les coiffeurs et instituts de beauté) à partir du 11 mai et la reprise de l'activité dans le secteur de la restauration depuis la fin du mois de mai 2020.



Remarque : les données relatives à l'année 2020 se fondent sur les demandes effectuées par les entreprises et demeurent donc provisoires.
Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

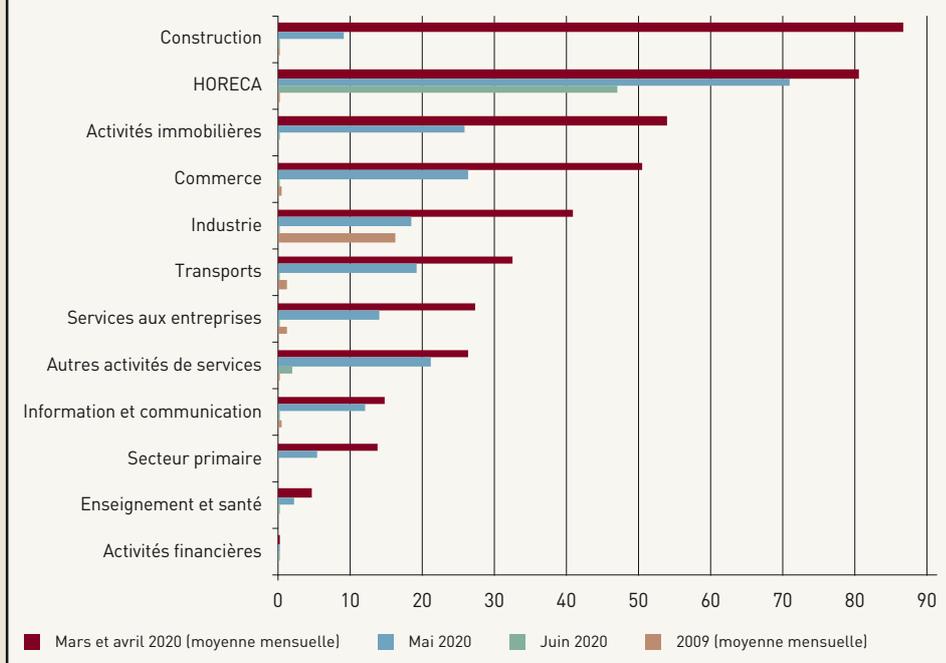
37 Eu égard à la sévérité de la récession économique, l'ajustement du facteur « travail » au recul de l'activité a été moins important qu'escompté. Alors qu'entre le deuxième trimestre 2008 (pic) et le deuxième trimestre 2009 (creux), le PIB en volume a enregistré une baisse de 7 %, la diminution de l'emploi salarié a duré deux trimestres seulement (-0,4 % entre le dernier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009).

38 Il convient de noter que ces données font référence au nombre de salariés dont il est prévisible qu'ils se trouvent en chômage partiel sur la base des demandes effectuées par les entreprises. Le décompte final permettra de déterminer le recours effectif au chômage partiel (qui pourrait s'avérer légèrement inférieur pour tous les mois sous analyse).

39 Les commerces qui vendent du matériel ou des équipements en relation avec le secteur de la construction ont également pu rouvrir leurs portes.

Graphique 2

Part des salariés en chômage partiel selon la branche économique
(en pourcentage du nombre total de salariés dans chaque branche)



Remarque : les données se fondent sur les demandes effectuées par les entreprises et demeurent donc provisoires.
Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Le graphique 2 ci-contre montre la proportion des salariés attendue en chômage partiel dans chaque branche économique. Il n'est pas étonnant de constater qu'à une exception près, les secteurs les plus touchés sont ceux qui ont dû arrêter complètement ou partiellement leurs activités à partir du 16 mars à la suite d'une décision gouvernementale. De fait, selon les données provisoires, en mars et avril 2020, 87 % des salariés du secteur de la construction auraient travaillé à horaire réduit. Cette part aurait atteint 81 % dans l'HORECA et 50 % dans le commerce. Dans l'industrie, 41 % des salariés auraient été en chômage partiel aux mois de mars et avril 2020 du fait de la pandémie de coronavirus⁴⁰.

Au-delà d'un recours massif et sans précédent au chômage partiel, ce graphique révèle également un recours généralisé dans (presque) toutes les branches de l'économie, ce qui n'était pas le cas lors de la crise de 2008/2009, quand le chômage partiel était largement restreint à l'industrie manufacturière.

Aménagement temporaire du dispositif de chômage partiel

- *Extension de la couverture et assouplissement des critères d'éligibilité* : à quelques exceptions près, toutes les branches économiques (et entreprises) sont éligibles au chômage partiel. Le dispositif modifié a également été étendu aux salariés en contrat à durée déterminée, aux apprentis et aux agences d'emploi intérimaire.
- *Simplification et accélération de la procédure* : le gouvernement a introduit une procédure simplifiée et accélérée pour les entreprises qui ont dû arrêter complètement ou partiellement leurs activités à la suite d'une décision gouvernementale (commerce⁴¹, hôtellerie et restauration, construction). Les demandes émanant de ces entreprises sont accordées automatiquement sans passer par le Comité de conjoncture.

Pour les entreprises qui n'entrent pas dans le champ d'application ci-dessus mais qui ont dû cesser totalement ou partiellement leurs activités en raison du coronavirus, un nouveau dispositif de chômage partiel « pour cas de force majeure liée à la crise du COVID-19 » a été créé. Ces demandes sont analysées et accordées au cas par cas par le Comité de conjoncture.

40 Si l'on ajoutait les salariés en chômage partiel de source « conjoncturelle » ou « structurelle », cette part atteindrait 45 %.

41 Activités commerciales et artisanales accueillant du public, à l'exception par exemple des pharmacies, opticiens, services de pressing et de nettoyage de vêtements etc.

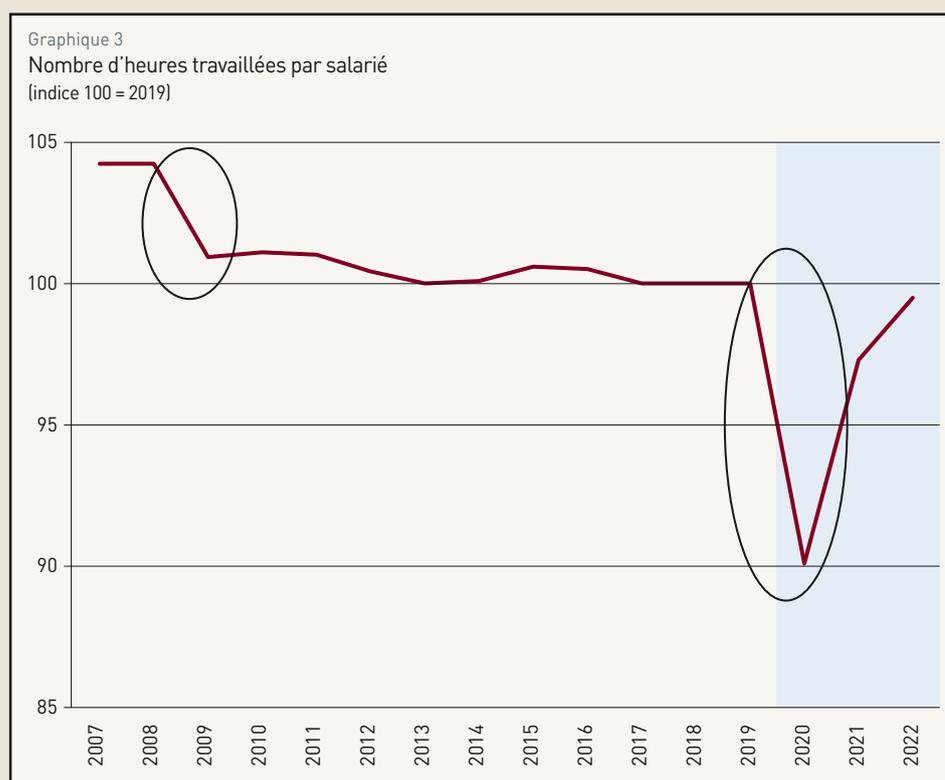
Face à l'urgence de la situation et afin d'alléger le fardeau financier des entreprises, celles-ci se sont vu accorder des avances sur la base du nombre estimé de salariés en chômage partiel⁴². À la fin de chaque mois, les entreprises sont tenues de faire un décompte du nombre d'heures réellement chômées sur la base duquel l'ADEM calculera les sommes effectivement dues par le Fonds pour l'emploi. Le cas échéant, les entreprises doivent rembourser le trop-perçu.

- *Augmentation de l'indemnité de compensation* : au Luxembourg, pendant la période de chômage partiel, l'État rembourse à l'entreprise 80 % des salaires normalement perçus par les salariés concernés pendant les heures chômées. Le remboursement est, en temps normal, limité à 250 % du salaire social minimum (SSM) non qualifié, soit, à l'heure actuelle, 5 355 EUR (= 2 142 EUR x 2,5). Afin de limiter l'incidence financière sur les salariés, le gouvernement a décidé que l'indemnité de compensation ne peut être inférieure au taux du SSM pour salariés non qualifiés. La différence entre le montant de l'indemnité de chômage partiel et le montant du SSM non qualifié est prise en charge par le Fonds pour l'emploi⁴³.

L'indemnité de compensation est soumise aux charges sociales et fiscales généralement prévues en matière de salaires, à l'exception toutefois des cotisations d'assurance contre les accidents et des cotisations dues en matière de prestations familiales. Les cotisations patronales de sécurité sociale restent à la charge de l'employeur. Cela s'applique également à la différence entre le montant de l'indemnité compensatoire et le salaire minimum non qualifié.

Évolution projetée des heures travaillées

Face au recul de l'activité économique, les entreprises opéreraient – en premier lieu – pour un ajustement du nombre d'heures travaillées. Selon notre scénario de référence et au niveau de l'économie dans son ensemble, la durée moyenne de travail diminuerait de 10 % en 2020, avant de se redresser de 8 % en 2021 et de 2 % l'année suivante. La baisse projetée pour 2020 serait, par ailleurs, bien plus importante que celle observée lors de la crise de 2008/2009.



Sources : STATEC (comptes nationaux 2007-2019), scénario de référence (2020-2022) et calculs BCL

42 Bien que les modifications temporaires du régime de chômage partiel aient été prolongées jusqu'au 31 décembre 2020, le gouvernement souhaite une normalisation progressive de la situation. Ainsi, à partir du mois de juin, seules les entreprises dont les activités sont encore limitées après le 11 mai par une décision gouvernementale recevront des avances (par exemple les centres d'activités sportives collectives, les restaurants et cafés etc.). Les demandes des autres entreprises devront passer par le Comité de conjoncture. De même, à partir du mois de juillet, il est prévu que les entreprises et les secteurs les plus touchés (c'est-à-dire à l'heure actuelle encore l'HORECA, le tourisme et l'événementiel) passent progressivement du régime de chômage partiel « COVID-19 » vers le régime de chômage partiel structurel.

43 Pour salariés en chômage partiel qui sont rémunérés à un taux se situant entre 100 % et 120 % du SSM non qualifié, l'État rembourse à l'entreprise 100 % des salaires normalement perçus. Pour ceux rémunérés à un taux supérieur à 120 % du SSM non qualifié, l'État rembourse 80 %.

2. INCIDENCE DE L'AJUSTEMENT DE LA MARGE INTENSIVE SUR LE COÛT SALARIAL MOYEN

Définition de la rémunération des salariés et comptabilisation de l'indemnité de chômage partiel en comptabilité nationale

En comptabilité nationale, l'évolution des coûts salariaux et de main-d'œuvre est jaugée à travers la rémunération des salariés⁴⁴ qui inclut les salaires et traitements bruts (en espèces et en nature⁴⁵) et les cotisations sociales à charge de l'employeur⁴⁶. Les salaires et traitements varient en fonction de plusieurs facteurs : *i)* les salaires négociés, c'est-à-dire les relèvements de salaire consentis lors des négociations collectives, *ii)* l'indexation des salaires sur l'évolution des prix et *iii)* la dérive salariale (ou glissement des salaires), qui constitue un résidu et capte les variations de salaires dues à des facteurs autres que ceux énumérés ci-avant. Par définition, la dérive salariale traduit notamment l'incidence de la situation conjoncturelle sur les salaires effectivement payés au travers des variations des heures travaillées ou des composantes salariales variables telles que les primes, les gratifications, etc.⁴⁷.

Dans le contexte actuel et pendant la période de chômage partiel, l'employeur continue de verser à son salarié le salaire dû au titre des heures travaillées et une indemnité de compensation au titre des heures chômées (qui lui sera remboursée par le Fonds pour l'emploi). Sur la base d'informations préliminaires, en comptabilité nationale, l'indemnité de chômage partiel ne serait pas enregistrée en tant que salaire mais en tant que transfert social de l'État aux ménages. Suivant cette méthode de comptabilisation, le salaire tel que renseigné dans les comptes nationaux, reflèterait le « coût du travail à charge de l'employeur » plutôt que le « revenu perçu par le salarié ».

Pour mieux comprendre les implications de ces choix méthodologiques sur les données/projections, le tableau 1 compare la rémunération effective d'un salarié au coût du travail associé pour l'employeur, en période normale et en période de chômage partiel⁴⁸.

Pour un salarié rémunéré au SSM non qualifié, la perte de revenu associée aux heures chômées est nulle étant donné que l'indemnité de compensation ne peut être inférieure au SSM non qualifié. Dans le même temps, l'employeur voit son coût du travail diminuer de 90 % (et non de 100 % étant donné qu'il reste redevable des cotisations sociales patronales).

Pour les salaires compris entre le SSM non qualifié et le maximum théorique de l'indemnité de compensation, la perte de revenu du salarié s'établit entre 0 et 20 %. Au-delà de ce maximum, le salarié verra sa rémunération effective amputée à hauteur de plus de 20 %.

44 La rémunération des salariés se définit comme le « total des rémunérations en espèces ou en nature que versent les employeurs à leurs salariés en paiement du travail accompli par ces derniers au cours de la période de référence des comptes ». Voir le Règlement (UE) N° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne, pp. 121-126.

45 Les salaires et traitements bruts en espèces incluent également les cotisations sociales et impôts sur le revenu (ou autres) à charge du salarié, même lorsque ces éléments sont retenus à la source par l'employeur et versés directement pour le compte du salarié aux administrations de sécurité sociale, aux autorités fiscales ou autres.

46 Le coût salarial moyen correspond à la rémunération des salariés divisée par le nombre total de salariés.

47 La dérive salariale reflète également des variations dues aux modifications structurelles du marché du travail, comme par exemple les hausses salariales dues à l'ancienneté.

48 Par mesure de simplification, on considère un salarié travaillant à temps plein et une période de chômage partiel d'un mois.

Tableau 1 :

Indemnité de compensation de chômage partiel, coût du travail pour l'employeur et rémunération effective du salarié

		SSM NON QUALIFIÉ (2 142 EUROS)			MAXIMUM THÉORIQUE DE L'INDEMNITÉ DE COMPENSATION (5 355 EUROS)		
		PÉRIODE NORMALE (PN) EN EUROS	CHÔMAGE PARTIEL (CP) EN EUROS	DIFFÉRENCE EN %	PN EN EUROS	CP EN EUROS	DIFFÉRENCE EN %
1	Rémunération brute (effective) du salarié	2 142	2 142	0	6 694	5 355	-20
2	Cotisations patronales*	266	247	-7	831	616	-26
3 = 1 + 2	Rémunération « super-brute » versée par l'employeur	2 408	2 389	-1	7 525	5 971	-21
4 = 3 (PN) ou 4 = 2 (CP)	Coût du travail (effectif) de l'employeur	2 408	247	-90	7 525	616	-92

Remarque : La rémunération « super-brute » est obtenue en ajoutant au salaire brut les cotisations patronales (assurance maladie 3,05 %, assurance pension 8 %, cotisations d'assurance contre les accidents 0,9 % (sauf en période de chômage partiel), cotisations santé au travail 0,11 % et contribution à la Mutualité des employeurs 0,46 %), ce qui correspond à un taux de cotisations sociales employeurs de 12,4 % en moyenne.

Sources : Centre commun de la sécurité sociale, calculs BCL

En conclusion, l'impact du chômage partiel sur la rémunération effective perçue par le salarié, et donc aussi sur son revenu disponible, est bien plus faible que la baisse du coût effectif de l'employeur tel que reflétée dans l'évolution du coût salarial moyen.

Évolution projetée du coût salarial moyen

Le graphique 4 montre l'évolution du coût salarial moyen (tel que défini en comptabilité nationale) et la contribution de chaque composante selon le scénario de référence. Pour l'économie dans son ensemble, le coût salarial moyen baisserait d'approximativement 3,4 % en 2020. Cette baisse se décompose (principalement) en une contribution positive de l'échelle mobile des salaires (indexation) de 2,5 p.p. et une dérive salariale dont l'impact négatif est estimé à près de -7 p.p.

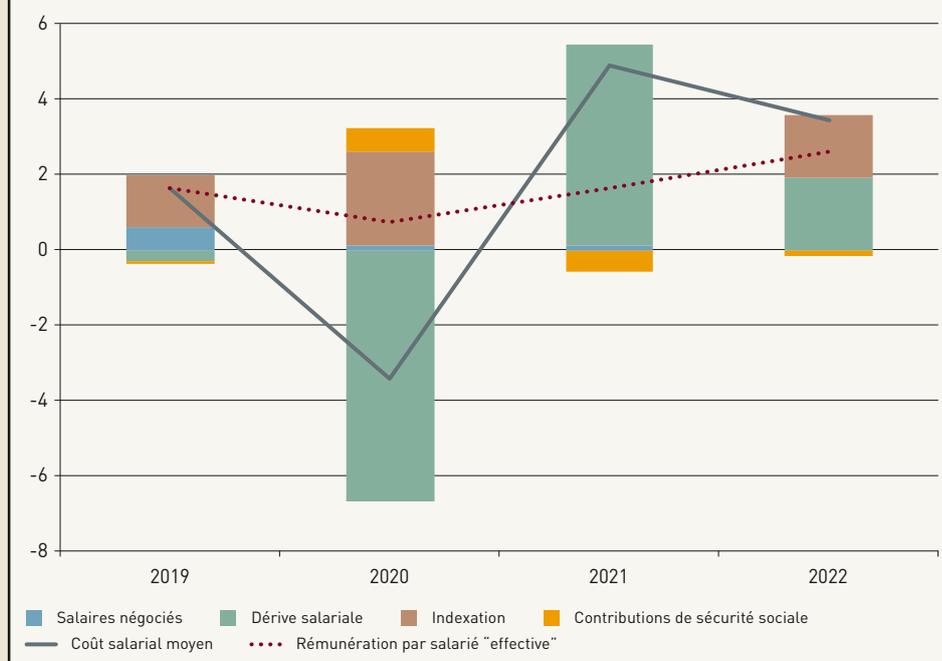
L'estimation de la dérive salariale est en ligne avec l'estimation des heures travaillées qui, à son tour, se fonde sur les hypothèses relatives à l'évolution hebdomadaire du niveau de production normal dans l'économie (voir le graphique 28 dans le chapitre 1 et l'encadré 1 pour plus d'informations)⁴⁹. Si cette évolution reflète principalement l'impact du recours au chômage partiel, elle inclut aussi d'autres éléments tels que la baisse des heures travaillées liée au recours au congé pour raisons familiales exceptionnel, la baisse des heures supplémentaires ou encore le recul des primes distribuées.

Exprimée en termes nominaux, la baisse estimée de la dérive salariale représenterait approximativement 1,8 milliard d'euros. Ce montant est plus élevé que celui initialement prévu par le gouvernement pour le financement des dépenses de chômage partiel et du congé pour raisons familiales exceptionnel, soit une enveloppe budgétaire totale d'1,4 milliard d'euros pour deux mois ; il est aussi plus élevé que les avances versées à ce jour par le Fonds pour l'emploi (soit 780 millions d'euros début juin). Or, il convient de rappeler que le gouvernement a récemment décidé de prolonger jusqu'à la fin de l'année le dispositif modifié de chômage partiel. Cette mesure (dont le coût n'a pas été chiffré) s'inscrit dans le cadre d'un vaste paquet de mesures (« Neistart Lëtzebuerg ») dont le coût global se situerait entre 700 et 800 millions d'euros.

⁴⁹ La démarche ascendante utilisée vise à estimer, pour chaque branche de l'économie, le nombre d'heures de travail perdues par semaine en raison des mesures de confinement. Cette évaluation se fonde principalement sur les données de chômage partiel.

Graphique 4

Décomposition de l'évolution projetée du coût salarial moyen
(en pourcentage ; sauf contributions, en points de pourcentage)



Sources : ADEM, STATEC (comptes nationaux 2019), scénario de référence (2020-2022) et calculs BCL

La courbe rouge pointillée, sur le graphique 4, montre l'évolution projetée de la rémunération moyenne effective perçue par les salariés, soit le total de la rémunération salariale payée par l'employeur augmenté des indemnités de chômage partiel (versées par le Fonds pour l'emploi). Celle-ci devrait ralentir en 2020 sans pour autant diminuer, grâce à l'effet compensatoire de l'indexation et, surtout, des indemnités de chômage partiel.

En 2021, en supposant que le recours au chômage partiel ait largement diminué, les dynamiques seraient différentes. Le coût salarial moyen et la rémunération moyenne perçue par le salarié seraient en hausse, mais le taux de progression serait nettement plus élevé pour le coût salarial moyen.

1.2.6.5 Prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'établirait à seulement 0,6 % en 2020, en forte baisse par rapport à 2019 (+1,7 %). Elle devrait se redresser ensuite pour atteindre 1,3 % en 2021 et 1,7 % en 2022.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir à 1,4 % en 2020, en baisse par rapport à 2019 (+1,8 %). En 2021, elle devrait monter à 1,6 %, pour ensuite atteindre 1,7 % en 2022, ce qui reste toutefois inférieur à sa moyenne historique.

En 2020, l'inflation sous-jacente est influencée par de multiples facteurs. L'introduction de la gratuité des transports publics en mars a impliqué une baisse d'environ 0,4 % de l'IPCN excluant les prix de l'énergie. Cet effet de base négatif perdurera jusqu'en février 2021. La crise liée au COVID-19 et le confinement qui s'en est suivi ont des effets à la fois positifs et négatifs sur les prix à la consommation. Certains biens, qui n'ont pas pu être offerts pendant une période relativement longue, devraient voir leur prix baisser, parfois fortement, afin d'écouler les stocks qui se sont accumulés. Les prix des produits alimentaires, qui ont connu une hausse importante ces derniers mois, devraient en revanche se maintenir à des niveaux élevés sur l'ensemble de l'année. Cela s'explique par une demande stable, voire en hausse, et des coûts de production plus élevés en raison notamment des mesures d'hygiène mises

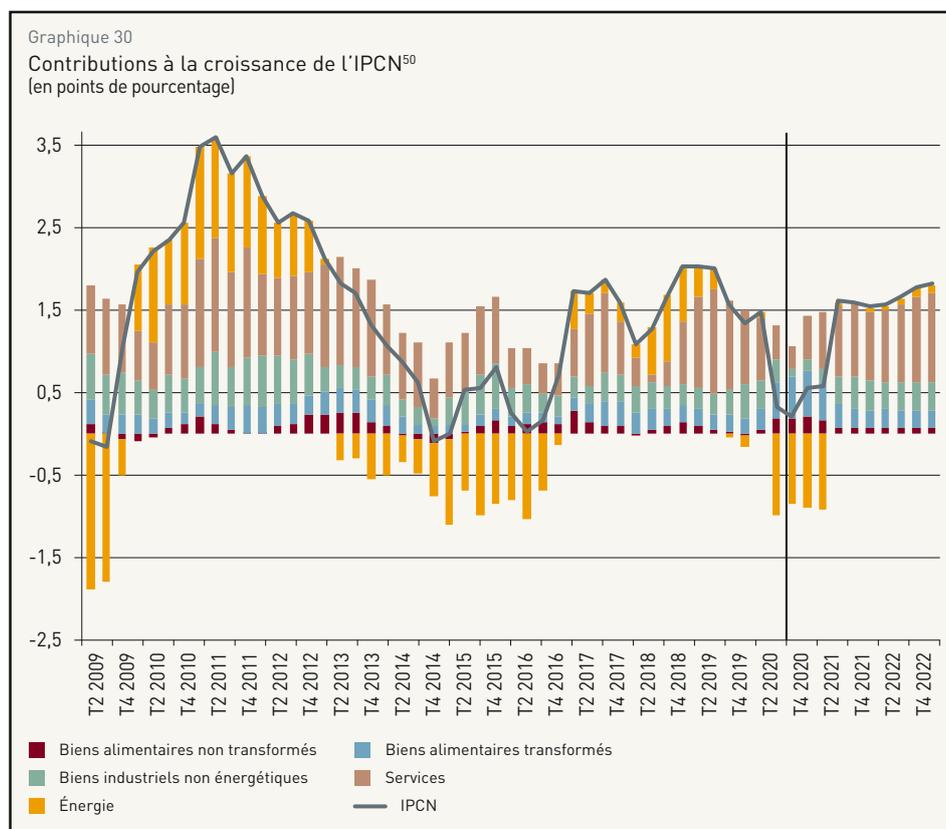
en place et des difficultés d'approvisionnement. Au niveau de certains services, les mesures d'hygiène imposées vont engendrer des coûts supplémentaires non négligeables, mais il reste à déterminer si cela se répercutera de manière significative sur les prix à la consommation. La demande pourrait en effet demeurer faible et plus sensible aux variations de prix, que ce soit pour des raisons pécuniaires (baisse de revenu, augmentation de l'épargne de précaution) ou par la crainte d'une partie de la population de s'exposer au virus. Globalement, à l'exception des prix des produits alimentaires, les effets à la baisse devraient prédominer sans conduire l'inflation sous-jacente à des niveaux excessivement faibles. En faisant abstraction de l'effet de la gratuité des transports, l'inflation sous-jacente n'aurait que légèrement baissé par rapport à 2019. L'inflation globale est quant à elle fortement affaiblie par la chute du prix du pétrole.

Pour le reste de l'horizon de projection, l'inflation sous-jacente devrait augmenter graduellement dans un contexte économique plus favorable, mais resterait contenue par la faible croissance des salaires tant réels que nominaux. L'inflation globale devrait augmenter de manière plus marquée, considérant que la contribution de la composante énergie serait beaucoup moins négative en 2021 et plus positive en 2022.

En fonction de ce scénario et des dernières données disponibles, le paiement de la prochaine tranche indiciaire serait dû pour mai 2022.

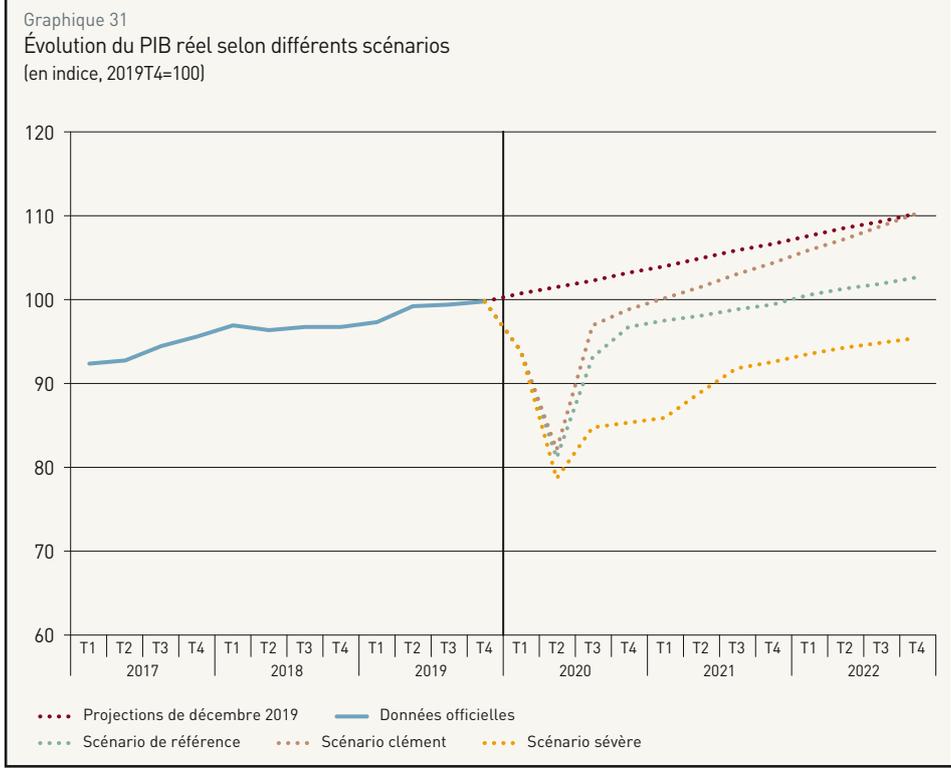
L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait légèrement reculer en 2020 (-0,1 %), notamment parce que les prix de l'énergie y ont un poids plus important que dans l'IPCN. En 2021 et 2022, le taux de progression de l'IPCH serait légèrement supérieur à celui de l'IPCN.

En comparaison avec l'exercice de décembre 2019, la trajectoire de l'inflation sous-jacente a été légèrement abaissée pour l'ensemble de l'horizon de projection, principalement à cause de la crise liée au COVID-19. Les révisions pour le scénario de référence de l'inflation globale sont beaucoup plus marquées en 2020 et 2021, en raison de la chute du prix du pétrole.



Sources : STATEC, BCL (scénario de référence)

⁵⁰ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.



1.2.6.6 Analyse des risques

Dans le cadre de l'exercice de l'Eu-rosystème, la BCL a préparé deux scénarios alternatifs – clément et sévère – pour mieux refléter l'incertitude liée à la crise sanitaire, ainsi que la sensibilité des estimations aux hypothèses retenues pour l'évolution de la pandémie.

Le graphique 31 compare l'évolution du PIB réel selon les différents scénarios à sa trajectoire dans l'exercice de décembre 2019. Le tableau 18 présente des estimations pour d'autres variables⁵¹. La période de confinement s'étend au moins jusqu'à la fin du mois de mai dans tous les scénarios. Les scénarios varient en fonction des effets économiques des mesures de confinement prolongées, du risque d'une nouvelle propagation du COVID-19 et des effets persistants à moyen terme sur l'activité économique.

Le scénario clément est caractérisé par un succès de l'endiguement et une évolution relativement limitée du COVID-19. Par rapport au scénario de référence, le scénario clément permettrait une relance plus rapide de l'activité économique dès 2020. À moyen terme, l'évolution défavorable des marchés financiers aurait des effets limités et temporaires sur les services financiers au Luxembourg. De plus, grâce à des incidences moins négatives sur le marché du travail, le PIB réel se redresserait plus vigoureusement, récupérant son niveau d'avant la crise assez rapidement pour converger, à la fin de l'horizon de projection, vers la trajectoire anticipée dans les projections préparées en décembre 2019. Selon ce scénario, le taux croissance du PIB réel serait de -6,1 % en 2020, de 10,1 % en 2021 et de 5,7 % en 2022.

Tableau 18 :
Les scénarios clément et sévère
(en pourcentage de variation annuel, resp. en % de la population active)

	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
		SCÉNARIO CLÉMENT			SCÉNARIO SÉVÈRE		
PIB réel	2,3	-6,1	10,1	5,7	-13,4	4,8	5,3
IPCH	1,6	-0,1	1,4	1,8	-0,3	1,3	1,7
Taux de chômage	5,4	6,6	6,5	6,3	7,3	7,9	7,7

Source : BCL

51 Voir aussi sous <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojectionsbreakdown202006-e775caee5e.en.pdf>.

Dans le scénario sévère, le risque élevé d'une deuxième vague de COVID-19 ne permettrait pas un assouplissement supplémentaire des mesures dans la seconde moitié de l'année 2020. La sortie du verrouillage de l'économie serait ainsi beaucoup plus graduelle. Les mesures de crise ne sauraient empêcher des effets persistants plus négatifs sur l'économie, ce qui conduirait à une forte augmentation du taux de chômage et des faillites d'entreprises dans le secteur privé. De surcroît, l'environnement international défavorable et le dysfonctionnement des marchés financiers ralentiraient davantage la reprise de l'activité économique. Dans l'ensemble, même en 2022, le PIB réel resterait nettement inférieur à son niveau d'avant la crise. Le taux de croissance du PIB réel s'établirait à -13,4 % en 2020, 4,8 % en 2021 et 5,3 % en 2022.

L'approche fondée sur des scénarios n'est qu'une parmi d'autres pour illustrer les risques entourant des projections. De plus, l'incertitude concernant l'évolution de la pandémie du COVID-19 et les répercussions sur l'économie mondiale reste très élevée. Nul ne saurait garantir une solution médicale d'ici la fin de l'horizon de projection. De fait, de nouvelles vagues d'infections ne sont pas à exclure – comme admis par le FMI dans ses scénarios adverses⁵² – de même que des scénarios encore plus défavorables.

Au-delà des risques émanant de la pandémie, l'évolution de l'économie luxembourgeoise reste évidemment aussi exposée aux risques qui sont habituellement présentés dans cette partie. Il s'agit par exemple du BREXIT, de l'incidence de l'évolution des marchés financiers sur la performance du secteur financier, des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits, des risques pesant sur le marché immobilier résidentiel et des effets liés aux révisions des données de l'économie luxembourgeoise ainsi que l'intégration de nouvelles observations⁵³.

1.2.7 Le commerce extérieur

Au premier trimestre 2020, les exportations de biens ont atteint 3,2 milliards d'euros, soit une baisse de 6 % par rapport au même trimestre en 2019. Les exportations étaient déjà en recul de 5 % au quatrième trimestre 2019, par rapport au même trimestre en 2018. De leur côté, les importations de biens se sont contractées de 8 % pour atteindre 5,2 milliards d'euros au premier trimestre 2020, après avoir ralenti leur progression au dernier trimestre 2019. Le déficit du commerce extérieur s'est, pour sa part, largement résorbé en atteignant 1,5 milliard d'euros au premier trimestre 2020. Il était pourtant en hausse de 12 % à 2 milliards d'euros au dernier trimestre 2019.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, se sont contractées de 14 % au premier trimestre 2020, après avoir déjà reculé au même rythme au dernier trimestre 2019 et même sur toute l'année 2019 (-6 %). Toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont également subi une évolution défavorable au premier trimestre 2020, à l'exception du matériel de transport. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, étaient en recul de 4 % au premier trimestre 2020. Les ventes vers les autres pays d'Europe (hors zone euro), et vers États-Unis se sont réduites de 17 % au premier trimestre 2020. Par contre, les livraisons vers la Chine (environ 3 % du total) ont progressé de 5 % au premier trimestre 2020.

52 Voir FMI (2020) *World Economic Outlook* de printemps 2020, *Scenario Box. Alternative Evolutions in the Fight against COVID-19*, pp.15-16.

53 Pour une présentation détaillée de ces risques, voir le bulletin 2019/3, pp 76-77.

S'agissant des importations de biens, presque toutes les catégories de produits ont reculé au premier trimestre 2020, les baisses les plus importantes ayant affecté le matériel de transport (-12 %), les produits pétroliers (-12 %) ainsi que les produits chimiques (-9 %). Les importations en provenance de la zone euro (85 % de toutes les importations) se sont contractées de 7 % au premier trimestre 2020 alors que celles en provenance des États-Unis (3 % de toutes les importations) se sont effondrées de 47 %. Les biens importés d'Asie (Japon et Chine essentiellement) ont en revanche affiché un recul très léger au premier trimestre 2020.

Tableau 19 :

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	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2008	11 851	1,7	17 510	7,3	-5 659	21,4
2009	9 201	-22,4	13 863	-20,8	-4 662	-17,6
2010	10 638	15,6	16 302	17,6	-5 664	21,5
2011	11 999	12,8	18 786	15,2	-6 786	19,8
2012	10 953	-8,7	18 846	0,3	-7 893	16,3
2013	10 639	-2,9	18 041	-4,3	-7 402	-6,2
2014	11 389	7,1	18 129	0,5	-6 739	-8,9
2015	11 673	2,5	17 658	-2,6	-5 985	-11,2
2016	11 903	2,0	17 636	-0,1	-5 733	-4,2
2017	12 661	6,4	18 984	7,6	-6 323	10,3
2018	13 289	5,0	19 934	5,0	-6 645	5,1
2019	13 271	-0,1	20 365	2,2	-7 095	6,8
4 ^{ème} trim.	3 185	-4,9	5 243	1,2	-2 058	12,4
2020						
1 ^{er} trim.	3 165	-6,0	4 711	-7,8	-1 546	-11,3

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

Sur les quatre premiers mois de 2020, les échanges de biens se sont largement contractés suite à la pandémie du COVID-19. Sur cette période, les exportations et les importations de biens ont en effet reculé de 16 % et de 14 %, par rapport aux quatre premiers mois de 2019. Le déficit des marchandises s'est, pour sa part, aggravé de 44 % à 305 millions d'euros sur les quatre premiers mois de 2020. Cette détérioration s'explique par la contraction du surplus du négoce international (achat et revente de biens à l'étranger sans passage physique de la frontière nationale) qui s'est établi à 1,5 milliard d'euros (-18 %) sur les quatre premiers mois de 2020. Quant au déficit des marchandises du commerce général, il s'est résorbé de 11 % atteignant 1,8 milliard sur les quatre premiers mois de 2020.

Les échanges internationaux de services ont été globalement moins affectés par la crise sanitaire, les exportations (-0,6 %) et les importations (-0,9 %) n'ayant reculé que très légèrement sur les quatre premiers mois de 2020. Le surplus des services s'est élevé à 8 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020 et est resté stable par rapport à la même période en 2019. Les exportations nettes de services financiers sont restées également stables à 5,7 milliards d'euros malgré un léger recul des services explicitement facturés. Le surplus des services non financiers s'est, quant à lui, légèrement amélioré en atteignant 2,3 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020 et ce, malgré un recul des exportations et des importations ayant surtout affecté les voyages.

La balance des revenus a connu une amélioration sensible de son solde négatif qui s'est nettement résorbé en atteignant 6 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020, contre 10 milliards d'euros sur la même période en 2019. Cette évolution favorable provient d'une hausse exceptionnelle des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs directs résidents, une rubrique fréquemment révisable qu'il convient d'interpréter avec précaution.

Au vu des évolutions ci-dessus, le compte courant s'est soldé globalement par un excédent de 1,4 milliard d'euros sur les quatre premiers mois de 2020, comparé à un déficit de 2,3 milliards d'euros sur la même période en 2019.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, sur les quatre premiers mois de 2020, les flux d'investissements directs sont restés caractérisés par des opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-92 milliards d'euros) que pour les engagements (-65 milliards d'euros). Ces opérations, qui ont débuté depuis le second semestre 2017, ont concerné quelques SOPARFI, qui poursuivent leurs opérations de restructuration, de cessation ou de délocalisation de leurs activités.

Concernant les investissements de portefeuille, dans un contexte de chute des cours boursiers consécutive à la pandémie du COVID-19, les non-résidents se sont détournés des actions luxembourgeoises (parts d'OPC en grande partie) qui ont subi de ventes nettes de 12 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020. Les titres de dette luxembourgeois ont également subi des ventes nettes de 43 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020. De leur côté, les résidents luxembourgeois ont réduit leurs placements dans les titres étrangers de participation qui se sont soldées par des ventes nettes de 54 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020. De même, les titres de dette étrangers ont subi des ventes nettes à concurrence de 40 milliards d'euros sur la même période. Les flux d'investissements de portefeuille se sont ainsi soldés par des entrées nettes de capitaux de 38 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2020.

Les flux d'investissements directs et de portefeuille ainsi que les produits dérivés se sont globalement soldés par des entrées nettes de 68 milliards d'euros en 2019, compensées entièrement par des sorties nettes dans les flux d'autres investissements (dépôts et crédits classiques).

Tableau 20 :

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

	JANVIER - AVRIL 2019			JANVIER - AVRIL 2020		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	108 820	111 147	-2 328	112 901	111 511	1 390
Biens	7 050	7 262	-213	5 916	6 221	-305
Marchandises générales (yc « or non monétaire »)	5 216	7 262	-2 046	4 408	6 221	-1 813
Négoce international (exportations nettes)	1 834		1 834	1 508		1 508
Services	31 987	24 058	7 929	31 797	23 843	7 954
Services financiers	17 602	11 940	5 661	18 340	12 682	5 658
Services non financiers	14 386	12 118	2 268	13 457	11 161	2 296
Revenu primaire	66 550	76 548	-9 998	71 968	78 127	-6 160
Revenu secondaire	3 232	3 279	-46	3 221	3 320	-98
COMPTE DE CAPITAL	302	354	-52	497	564	-67
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			-2 379			1 307
INVESTISSEMENTS DIRECTS	36 401	39 067	-2 666	-91 771	-64 669	-27 102
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	8 822	-3 711	12 532	-72 217	-23 068	-49 149
Autres capitaux	27 580	42 778	-15 198	-19 554	-41 601	22 047
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	27 748	30 344	-2 596	-93 369	-54 780	-38 588
Titres de participation	-24 563	30 320	-54 883	-53 713	-12 059	-41 654
Titres de créance	52 311	24	52 287	-39 656	-42 721	3 065
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			7 733			-1 960
AUTRES INVESTISSEMENTS	58 176	63 055	-4 879	168 573	99 651	68 922
AVOIRS DE RÉSERVE			29			35
ERREURS ET OMISSIONS			1			-16

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au quatrième trimestre 2019, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg se sont contractés de 518 milliards d'euros en atteignant 10 486 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2020. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont, de leur côté, baissé de 514 milliards d'euros, en s'établissant à 10 457 milliards d'euros fin mars 2020. Ces importantes baisses s'expliquent en grande partie par la chute des marchés boursiers au premier trimestre 2020 dans le contexte de la pandémie du COVID-19. À cela s'ajoutent des opérations de désinvestissements qui ont continué à affecter les investissements directs au premier trimestre 2020. La position extérieure nette du Luxembourg s'est, quant à elle, détériorée de 4 milliards en atteignant 29 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2020, les avoirs ayant davantage baissé que les engagements financiers extérieurs.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est réduit de 20 milliards à 673 milliards d'euros, fin mars 2020. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est accru de 63 milliards pour s'établir à 458 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est, pour sa part, alourdi de 32 milliards à 1 107 milliards d'euros, fin mars 2020.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 4 736 milliards d'euros, fin mars 2020, après avoir subi un effet-flux négatif (désinvestissements de 95 milliards d'euros), renforcé par un effet négatif de valorisation (50 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 062 milliards d'euros fin mars 2020, soit une baisse de 126 milliards d'euros, résultante également d'un effet-flux négatif (désinvestissements de 79 milliards d'euros) et d'un effet négatif de valorisation (47 milliards d'euros).

Les investissements de portefeuille ont été lourdement impactés par la baisse des cours boursiers au premier trimestre 2020. L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 3 919 milliards d'euros fin mars 2020, soit une chute de 589 milliards d'euros, résultante à la fois d'un effet négatif de valorisation (-420 milliards d'euros) et d'un effet-flux négatif (-169 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 5 026 milliards d'euros fin mars 2020, soit une baisse de 557 milliards d'euros résultante à la fois d'un effet négatif de valorisation (-463 milliards) et d'un effet-flux négatif (-93 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 667 milliards d'euros fin mars 2020, soit une hausse de 199 milliards d'euros résultante d'un effet-flux positif. Il en est de même pour l'encours d'engagements qui s'est accru de 136 milliards d'euros pour atteindre 1 209 milliards d'euros fin mars 2020.

Tableau 22 :

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

	ENCOURS FIN 2019 T4	TRANSACTIONS	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2020 T1
Position extérieure nette	32	1	-5	29
Avoirs extérieurs bruts	11 003	-64	-454	10 486
Engagements extérieurs bruts	10 971	-65	-449	10 457
Investissements directs nets	693	-16	-3	673
Avoirs	4 881	-95	-50	4 736
Engagements	4 188	-79	-47	4 062
Investissements de portefeuille nets	-1 075	-75	43	-1 107
Avoirs	4 508	-169	-420	3 919
Titres de participation	2 143	-58	-328	1 758
Titres de créance	2 365	-111	-92	2 162
Engagements	5 583	-93	-463	5 026
Titres de participation	4 493	-68	-469	3 956
Titres de créance	1 090	-25	6	1 070
Produits dérivés nets	18	3	-18	3
Autres investissements nets	395	89	-27	458
Avoirs	1 468	196	2	1 667
Engagements	1 072	107	29	1 209
Avoirs de réserve	0,94	-0,01	0,02	0,95

Source : BCL

1.2.10 Les finances publiques

Situation budgétaire : revue de l'année 2019

Le solde des administrations publiques⁵⁴ luxembourgeoises, publié début avril 2020 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs⁵⁵, a enregistré un excédent pour l'année 2019 de 1,4 milliard d'euros, soit 2,2 % du PIB. Cette baisse par rapport au solde de 3,1 % du PIB tel que notifié pour l'année 2018, découle essentiellement de la baisse du ratio des recettes totales, couplée à une légère hausse du ratio des dépenses.

La diminution du ratio des administrations publiques en 2019 est attribuable à l'administration centrale, dont l'excédent observé en 2018 (+0,9 % du PIB) s'est transformé en un solde à l'équilibre en 2019. Les soldes des administrations locales et de la Sécurité sociale sont quant à eux restés constants (à 0,4 % et 1,8 % du PIB respectivement).

La dégradation de la situation budgétaire de l'administration centrale entre 2018 et 2019 s'explique par un taux de croissance des recettes totales (+4,4 %) moins important que celui des dépenses totales (+6,6 %). En particulier, l'impôt sur le revenu des collectivités a connu une baisse de -6,0 % entre 2018 et 2019, en raison d'un effet de base lié aux montants exceptionnellement élevés qui avaient été récoltés en 2018. Quant aux dépenses, leur progression entre 2018 et 2019 (+6,6 %) a été portée notamment par la dynamique de la consommation intermédiaire (+8,6 %), la rémunération des employés (+7,4 %), et la formation de capital fixe (+14,6 %).

La dette publique atteignait 14,0 milliards d'euros à la fin de l'année 2019, soit 22,1 % du PIB, en hausse de 1,1 % du PIB par rapport à 2018. Cette hausse a trouvé son origine dans l'émission d'une obligation pour un montant de 1,7 milliard d'euros en novembre 2019, pour anticiper l'arrivée à échéance et le remboursement d'une obligation d'un montant de 2 milliards d'euros en mai 2020.

Projections de finances publiques

Au vu de la situation économique particulière liée à la crise du COVID-19, les projections de finances publiques sont entourées d'une grande incertitude. L'impact réel de la crise sur l'activité économique et la situation budgétaire des administrations publiques est à ce stade difficile à évaluer. De plus, de nouvelles mesures sont susceptibles d'être prises par le gouvernement au fur et à mesure du développement de la crise et de ses répercussions sur l'économie réelle. L'encadré 3 reprend la liste des mesures adoptées jusqu'à présent par le gouvernement en réponse à la crise.

La BCL reviendra en profondeur sur les thématiques liées aux finances publiques et présentera ses analyses dans son avis sur le projet de budget 2021.

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

55 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.

Encadré 3 :

MESURES DISCRÉTIONNAIRES ADOPTÉES PAR LE GOUVERNEMENT EN RÉPONSE À LA PROPAGATION DU COVID-19

Afin de lutter contre les conséquences négatives liées à la crise du COVID-19, le gouvernement luxembourgeois a mis en place des mesures visant à la stabilisation de l'économie.

Le plan initial qui a été présenté le 25 mars a été complété par des mesures supplémentaires principalement axées sur les aides aux petites et moyennes entreprises ainsi que pour les indépendants et les start-up.

Le plan de stabilisation est composé de trois blocs principaux : un bloc comprenant des mesures entraînant des dépenses supplémentaires (ou des moins-values de recettes) pour un montant estimé de 2,257 milliards d'euros, un second bloc incluant des reports de paiement pour un montant estimé de 4,55 milliards d'euros et enfin un troisième bloc axé principalement sur l'octroi de garanties dont le montant maximal pourrait atteindre 3,6 milliards d'euros.

Tableau 1 :

Mesures discrétionnaires adoptées/annoncées en réponse à la propagation du COVID-19

DÉPENSES SUPPLÉMENTAIRES / MOINS-VALUES DE RECETTES (ESTIMATIONS)			
LISTE DES MESURES	CODE SEC	MONTANT EN MILLIONS EUR	% DU PIB
Aides en faveur des ménages (régime au chômage partiel « coronavirus » et congé pour raisons familiales extraordinaire)	D62 (prestations sociales en espèces)	1 333	2,3
Dépenses affectant la consommation intermédiaire	P2 (consommation intermédiaire)	47	<0,1
Aides en faveur des (micro) entreprises, indépendants et start-ups*	D9 (transferts en capital)	684	1,2
Dépenses en matière de gestion de crise sanitaire	P5 (formation de capital)	194	0,3
Total		2 257	3,8
<i>*Dont avances (subventions en capital) aux entreprises remboursables</i>	<i>D9 (transferts en capital)</i>	<i>400</i>	<i>0,7</i>
REPORTS DE PAIEMENT (ESTIMATIONS)			
LISTE DES MESURES	CODE SEC	MONTANT EN MILLIONS EUR	% DU PIB
Impôts directs	D5 (impôts courants sur le revenu, etc.)	1 250*	(2,1)
Impôts indirects	D2 (impôts sur la production et les importations)	300**	(0,5)
Cotisations sociales	D61 (cotisations sociales)	3 000**	(5,1)
Total		4 550	(7,7)

*Calculé suivant le principe de la caisse transactionnalisée

**Calculé suivant la méthode des droits constatés

Source : Programme de stabilité 2020

Tableau 2 :

Garanties/prêts adoptés/annoncés en réponse à la propagation du COVID-19 (montants maximaux)

LISTE DES MESURES	MONTANT EN MILLIONS EUR	% DU PIB
Régime de garanties étatiques pour de nouveaux crédits bancaires	2 500	(4,2)
SNCI - Financement spécial anti-crise	400	(0,7)
SNCI - Garanties PME	200	(0,3)
Office du Ducroire	500	(0,8)
Total	3 600	(6,1)

Source : *Programme de stabilité 2020*

Le 20 mai 2020, le gouvernement a présenté un plan de stabilisation additionnel (« Neistart Lëtzebuerg ») pour un montant de l'ordre de 800 millions d'euros (environ 1,3 % du PIB).

Bien que ces mesures ne fassent pas l'objet d'un chiffrage précis, il semble qu'elles se concentrent principalement sur la prolongation / transformation du chômage partiel « Coronavirus » vers un régime de chômage partiel structurel pour les secteurs les plus touchés ainsi que sur des aides additionnelles accordées aux entreprises n'ayant pu reprendre leur activité lors des premières phases du déconfinement.

2 ANALYSES

- | | | |
|---|--|-----|
| 1 | Enquête de conjoncture auprès des ménages – Examen des intentions des ménages en termes d’achat de biens d’équipement (meubles, appareils électroménagers, etc.) | 82 |
| 2 | Demandes de prêt hypothécaire et tendances de long terme sur le marché immobilier résidentiel | 96 |
| 3 | Decomposing Luxembourg mortgage flows into loan origination and repayments | 103 |

2. ANALYSES

2.1 ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES MÉNAGES – EXAMEN DES INTENTIONS DES MÉNAGES EN TERMES D'ACHAT DE BIENS D'ÉQUIPEMENT (MEUBLES, APPAREILS ÉLECTRO-MÉNAGERS, ETC.)⁵⁶

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.

La question 9 fait partie du volet « intentions en matière d'achat de biens de consommation durables ». L'objectif de cette analyse est de fournir une interprétation générale des évolutions de ces intentions afin d'améliorer leur grille de lecture et leur utilisation à des fins de prévision.

1. Intitulé de la question

Chaque mois, un échantillon de 500 résidents, représentatif de la population totale du Luxembourg, est invité à répondre à la question suivante :

Question 9ⁱ : Par rapport aux 12 mois passés, avez-vous l'intention au cours des 12 prochains mois de dépenser pour l'achat de biens d'équipement (meubles, appareils électroménagers, etc.) :

- beaucoup plus ? (++) ; - un peu plus ? (+) ; - autant ? (=) ; - un peu moins ? (-) ; - beaucoup moins ? (--)
- vous ne savez pas ?

2. Synthèse des réponses individuelles

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 », et « autant ».

⁵⁶ Analyse rédigée par Muriel Nguiffo-Boyom, économiste au département Économie et Recherche.

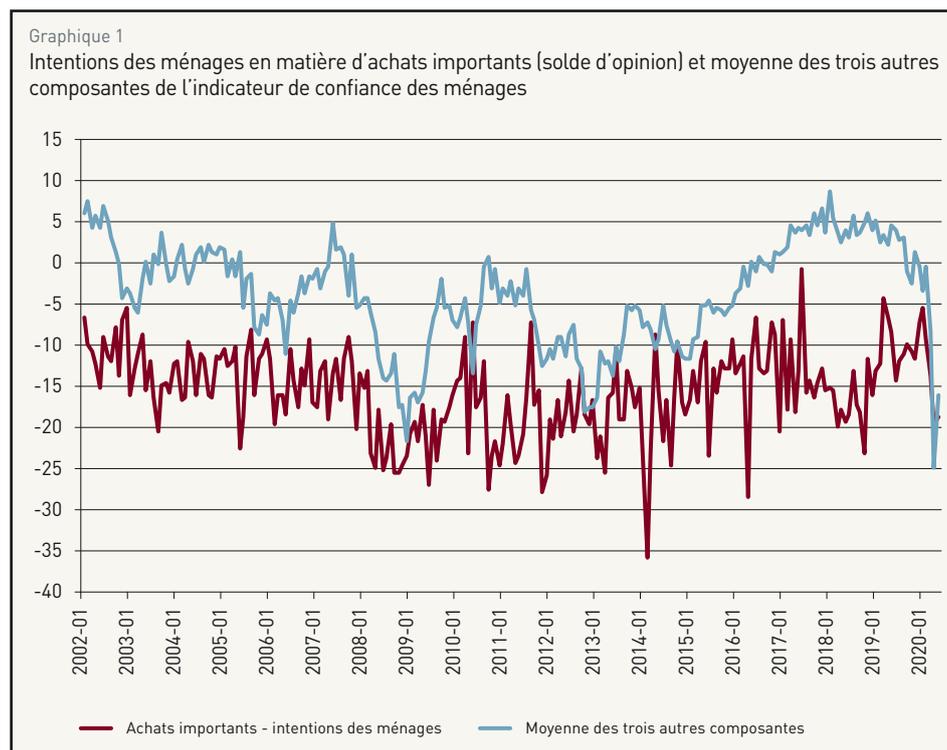
3. Comparaison des réponses avec les autres composantes de l'indicateur de confiance des ménages

Le solde d'opinion calculé sur la base des réponses des consommateurs à la question 9 constitue l'une des quatre composantes de l'indicateur de confiance des ménages. Les trois autres composantes sont les réponses des consommateurs relatives à leur situation financière passée et leurs anticipations portant sur, d'une part, sur la situation économique générale au Luxembourg et, d'autre part, sur leur situation financière personnelle.

Le graphique ci-dessous représente d'une part le solde relatif à la question 9 et, d'autre part, la moyenne des trois autres composantes. Les intentions des ménages en matière d'achats importants sont corrélées à hauteur de 42 % avec la moyenne des trois autres composantes de l'indicateur de confiance des ménages. En dépit de cette relative corrélation, il y a des sous-périodes où les intentions des ménages en matière d'achats importants semblent avoir été moins durement touchées que les trois autres composantes.

4. Objectif ex ante de la question

L'objectif de la question est d'identifier les intentions des ménages en termes de dépenses importantes au cours des douze prochains mois.



Source : BCL

D'un point de vue statistique, ces dépenses font référence aux achats de biens durables. Le système européen des comptes SEC 2010 distingue les biens durables des autres biens de consommation courante (comme l'alimentation ou les vêtements par exemple) du fait de leur durée d'utilisation qui est supérieure à une annéeⁱⁱ.

Le manuel du SEC 2010 fournit une liste détaillée des biens durables (voir les pages 586 et 587). Il en ressort que les dépenses de consommation totale en biens durables comprennent les automobiles, les téléviseurs, le gros électro-ménager (réfrigérateurs, congélateurs, lave-linge), les meubles et les autres biens durables (matériel téléphonique, lecteurs de DVD, lave-vaisselle, appareils de cuisson, caravanes, cycles et motocycles).

Dans le langage courant, les dépenses des ménages liées à certains de ces biens sont parfois décrites comme des dépenses en biens d'équipements ou en « biens d'équipements du foyer » par opposition aux biens dits « de première nécessité »ⁱⁱⁱ.

D'un point de vue économique, la consommation de biens durables se distingue sans doute de la consommation d'autres biens et services.



En effet, comme souligné dans plusieurs études de banques centrales^{iv}, les décisions d'acquisitions de biens durables se rapprochent plus des décisions d'investissement que de celles relatives aux autres biens et services, pour au moins deux raisons. Premièrement, le caractère durable d'un bien offre aux consommateurs une utilité sur plusieurs périodes ; et, deuxièmement, son prix d'achat est relativement élevé par rapport à des biens de consommation plus courante. Il s'ensuit que les dépenses en biens durables sont plus sensibles aux chocs, comme par exemple des variations inattendues de revenus, que les autres biens.

De plus, certains biens durables particuliers peuvent être très sensibles aux mesures fiscales – incitatives ou dissuasives – les concernant. La dynamique des achats d'automobiles, par exemple, a été fortement influencée par les divers dispositifs de primes à la casse ou de changements de normes écologiques – impliquant un relèvement de la fiscalité de certains véhicules –. Ce constat est apparent au vu notamment des statistiques relatives aux nouvelles immatriculations automobiles, que ce soit au Luxembourg ou au niveau de la zone euro.

Enfin, de par leurs prix relatifs élevés, certains biens durables sont – relativement plus fréquemment – financés par l'emprunt ou le recours à l'épargne personnelle. Pour finir, ces dépenses devraient théoriquement pouvoir être retardées sur simple décision, contrairement à la plupart des biens de première nécessité.

5. Classification des dépenses de consommation des ménages

Les dépenses de consommation des ménages sont constituées de leurs achats en biens et services.

Ces dépenses sont généralement présentées selon la nomenclature COICOP (*Classification of Individual Consumption According to Purpose*), la classification des fonctions de consommation des ménages. Cette classification décompose les dépenses en ses 12 principales divisions que sont : produits alimentaires et boissons non alcoolisées ; boissons alcoolisées et tabac ; articles d'habillement et chaussures ; logement, eau, électricité et combustibles ; ameublement, équipement de ménage et entretien ; santé ; transports ; communications ; loisirs, spectacles et culture ; enseignement ; hôtels, cafés, restaurants ; et, biens et services divers. Les données y relatives sont publiées par le STATEC, mais elles ne sont disponibles qu'à fréquence annuelle et, de ce fait, ne se prêtent pas à cette analyse^v.

Les dépenses de consommation peuvent aussi être classées selon la durabilité du bien consommé. En sus de la consommation des services, il y a trois grandes catégories de dépenses de consommation en biens des ménages.

Les biens durables peuvent être utilisés à des fins de consommation de façon répétée ou continue au cours d'une période d'un an ou plus (automobiles, mobilier, réfrigérateurs, autres gros appareils ménagers, etc.).

Les biens semi-durables ne disparaissent pas immédiatement mais doivent être remplacés après un certain temps (vêtements, pneus, petits matériaux électroniques, jeux, jouets, articles de sport, etc.). Ces biens diffèrent des biens non durables en ce qu'ils peuvent être utilisés de manière répétée ou continue sur une période supérieure à un an. Ils diffèrent des biens durables en ce sens que leurs durées de vie attendues, bien que supérieures à un an, sont souvent significativement plus courtes et que leurs prix d'achat sont nettement inférieurs.

Les biens non-durables disparaissent après leur première utilisation (alimentation, boissons, pétrole, etc.).

Cette nomenclature, qui sera utilisée dans la suite de cette analyse^{vi}, correspond à celle du STATEC. Elle est en outre conforme aux définitions adoptées par Eurostat.

Soulignons que le passage de la nomenclature COICOP à la classification de durabilité n'est pas direct. Ainsi, la consommation de biens durables est composée des biens de la classification COCOIP appartenant aux catégories suivantes : ameublement, équipement de ménage et entretien ; santé (il s'agit exclusivement des appareils et matériels thérapeutiques) ; transports ; communications ; loisirs, spectacle et culture ; et, biens et services divers (bijoux et horlogerie).

6. Caractéristiques des dépenses de consommation des ménages

Les données relatives aux dépenses de consommation des ménages qui vont être utilisées sont disponibles en volume (et en valeur), corrigées des jours ouvrés et des variations saisonnières et à fréquence trimestrielle depuis le premier trimestre 1995. Elles sont détaillées en quatre catégories : biens durables, semi-durables, non-durables et services.

Ces séries reprennent les dépenses de consommation totales sur le territoire, donc pas seulement la consommation des résidents, mais aussi la consommation des non-résidents. Ceci importe dans la mesure où l'enquête de conjoncture est uniquement menée auprès des ménages résidents. En théorie, la couverture géographique différente pourrait être la cause d'une relation imparfaite entre, d'une part, les enquêtes et, d'autre part, les dépenses effectives des ménages. En pratique, cet effet est sans doute négligeable puisque la consommation des non-résidents sur le territoire concerne moins les biens durables, mais surtout les boissons alcoolisées, le tabac, les produits pétroliers et aussi les dépenses pour l'hôtellerie et la restauration.

Le tableau 1 présente des statistiques relatives à ces séries.

Au niveau agrégé, il apparaît que les dépenses en biens durables ne représentent qu'une part minimale (8 %) des dépenses de consommation totales, dont la proportion reste toutefois comparable à celle observée en moyenne dans la zone euro (autour de 10 %). Il s'agit du poste le plus faible avec celui des dépenses en biens semi-durables, ce dernier poste représentant en moyenne 8,8 % des dépenses sur la période 1995-2019^{vii}.

Depuis 1995, les variations annuelles des dépenses de consommation en biens durables ont été en moyenne plus fortes et plus volatiles que toutes les autres dépenses de consommation. Le comportement de consommation des ménages a aussi évolué depuis la crise.

Ainsi, entre 1995 et 2007, les dépenses en biens durables ont progressé à un rythme annuel moyen de 4,7 % (avec un écart-type de 4,1), contre 2,5 % (avec un écart-type de 3,5) pour les autres dépenses.

Depuis la crise financière, les ménages ont sensiblement revu leurs habitudes en termes de dépenses. Les dépenses en biens durables ont progressé en moyenne à un rythme de 1,1 %, soit deux fois moins rapide que celui observé en moyenne pour les autres dépenses sur la même période. Par ailleurs, l'écart entre les volatilités des dépenses en biens durables et des autres dépenses s'est fortement accru par rapport à la période d'avant-crise. En résumé, depuis la crise financière, les dépenses des ménages en biens durables progresseraient en moyenne moins vite et, d'autre part, seraient plus variables d'un trimestre à l'autre.

Ce dernier résultat pourrait suggérer que les ménages seraient devenus plus réactifs aux mesures fiscales et autres chocs exogènes et/ou que ce type de dépenses est désormais plus cyclique, *ceteris paribus*. Depuis la crise financière, il y a notamment eu plusieurs ajustements de la fiscalité qui ont

touché les biens durables. Il s'agit par exemple de la hausse de 2 p.p. des taux de TVA entrée en vigueur en janvier 2015 ou des diverses mesures fiscales – incitatives – portant sur les acquisitions de certains types de véhicules.

Tableau 1 :

Principales caractéristiques des dépenses de consommation des ménages

	BIENS DURABLES	AUTRES (BIENS SEMI-DURABLES ET NON-DURABLES ET SERVICES)	TOTAL (BIENS DURABLES + AUTRES)
Parts de la consommation totale (en %)	8,2	91,8	100
Variation moyenne (%)	2,9	2,3	2,4
Écart-type	5,6	2,8	2,8
Avant-crise 1995T1-2007T4			
Parts de la consommation totale (en %)	8,4	91,6	100
Variation moyenne	4,7	2,5	2,7
Écart-type	4,1	3,5	3,4
Après-crise 2008T1-2019T2			
Parts de la consommation totale (en %)	8,1	91,9	100
Variation moyenne	1,1	2,2	2,1
Écart-type	6,2	1,8	2,0

Sources : STATEC, calculs BCL

7. Les séries de référence pour les dépenses de consommation des ménages en biens durables

Le STATEC publie plusieurs séries statistiques qui peuvent être utilisées comme série de référence de ces dépenses importantes. Pour la suite de cette analyse, cinq séries de référence vont être utilisées.

D'abord, il s'agit des dépenses de consommation des ménages dont la ventilation permet d'isoler les biens durables des autres biens et services. Plus précisément, les dépenses de consommation sur le territoire luxembourgeois (ménages résidents et non-résidents) en volume, corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés, en biens durables d'une part (C_Dur), et hors biens durables (c'est-à-dire biens semi-durables, non-durables et services) d'autre part (C_Hordu), sont utilisées. Il s'agit de la décomposition du STATEC qui a été décrite dans la section précédente.

Puis, les données annuelles de la comptabilité nationale montrent que les dépenses de transports représentent le second poste de dépenses le plus important des dépenses de consommation finale des ménages, après celles dédiées au logement au sens large. Parmi ces dépenses, l'achat d'un véhicule personnel compte pour approximativement un tiers (ou approximativement 5 % des dépenses totales). Bref, l'achat d'un véhicule – un bien durable – constitue généralement la dépense la plus importante pour un ménage, après l'acquisition d'un logement. De ce fait, les nouvelles immatriculations automobiles seront utilisées comme série de référence. Il s'agira plus précisément de la série des nouvelles immatriculations de voitures particulières et voitures à usage mixte neuves (Immat), qui présentent le double avantage d'être disponibles mensuellement et non révisées.

Finalement, deux séries statistiques relatives aux chiffres d'affaires dans le commerce de détail seront utilisées : la première concerne les ventes au détail d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication en magasin spécialisé (V_Autic) et, la seconde, les ventes au détail des autres équipements du foyer (meubles, électroménagers, tapis, etc...) en magasin spécialisé (V_Foyer).

Les cinq graphiques ci-dessous représentent les données de l'enquête de conjoncture avec chacune des cinq séries de référence.

Plus précisément, les graphiques 2 et 3 comparent les soldes d'opinion calculés à partir des réponses à la question 9 de l'enquête de conjoncture au cours du premier mois du trimestre^{viii} avec les variations annuelles des dépenses de consommation des ménages respectivement en biens durables et hors biens durables. Les séries statistiques relatives à ces dépenses de consommation sont exprimées en volume, désaisonnalisées et corrigées des effets de calendriers. Elles correspondent aux dépenses effectuées par les ménages résidents et non-résidents du Luxembourg.

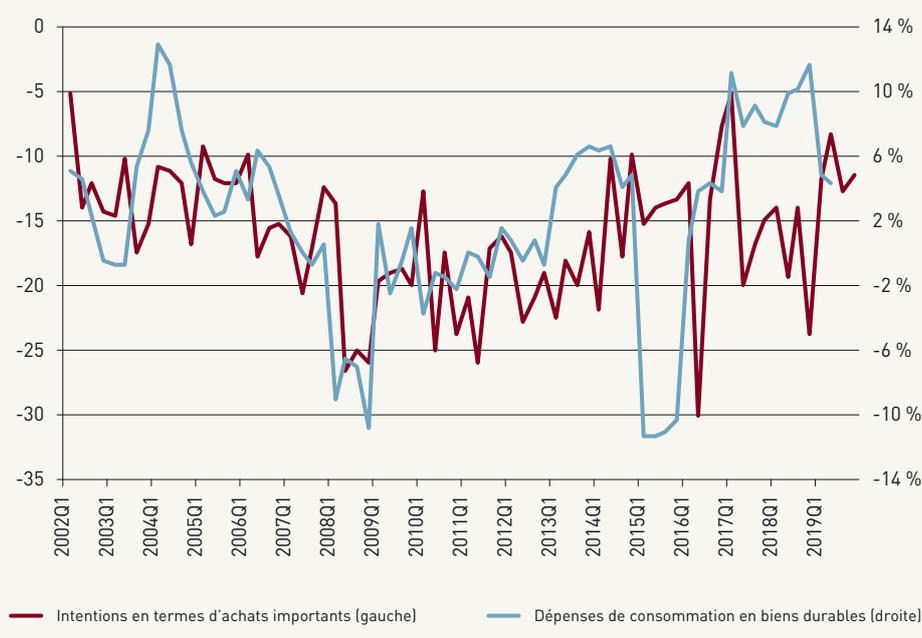
Rappelons que l'enquête de conjoncture est, pour sa part, effectuée auprès des seuls ménages résidents, ce qui signifie que son champ de couverture est plus limité que celui des dépenses et, de manière plus générale des cinq séries de référence utilisées dans cette analyse.

Il n'en demeure pas moins qu'une relation positive entre les intentions des ménages en matière d'achats importants au cours des douze prochains mois et les dépenses de consommation en biens durables semble exister, même si, il est vrai, des décrochages entre les deux courbes sont apparents en 2015 et, plus récemment, depuis 2017 (graphique 2).

Le lien semble en revanche plus lâche – voire inexistant – entre ce même solde d'opinion et les dépenses de consommation des

Graphique 2

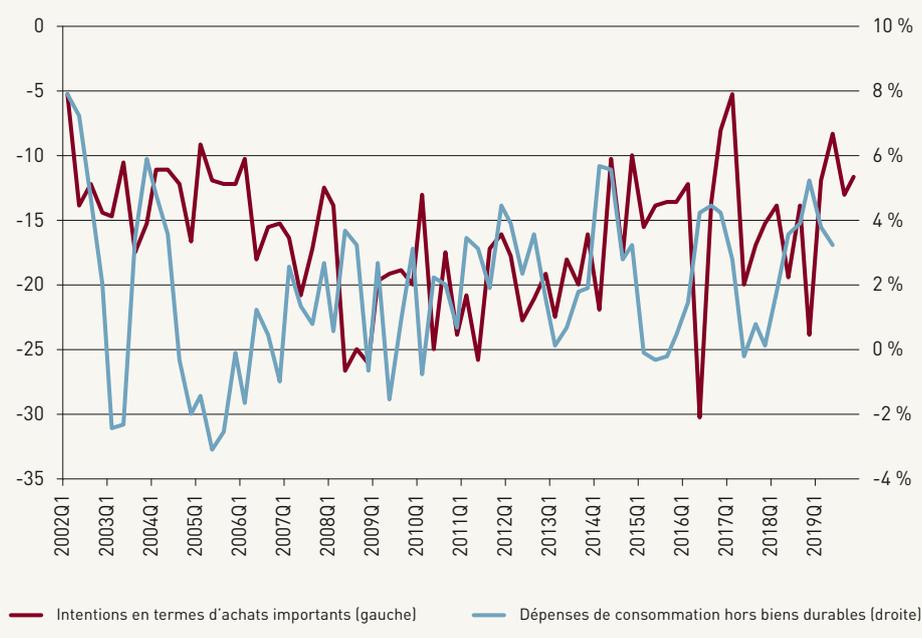
Intentions des ménages en matière d'achats importants (solde d'opinion, échelle de gauche) et dépenses de consommation en biens durables (taux de variation annuel, échelle de droite)



Sources : BCL, STATEC

Graphique 3

Intentions des ménages en matière d'achats importants (solde d'opinion, échelle de gauche) et dépenses de consommation hors biens durables (taux de variation annuel, échelle de droite)



Sources : BCL, STATEC

ménages hors biens durables (graphique 3), ce qui semble logique vu que la question de l'enquête porte sur les biens durables.

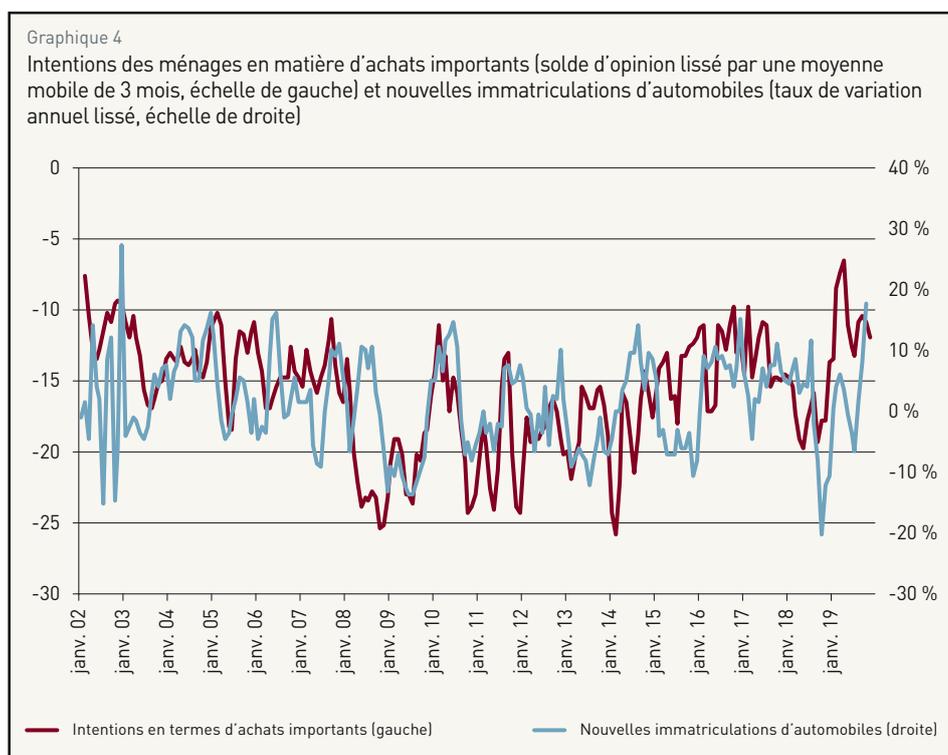
Quelques faits méritent d'être mentionnés pour étayer l'analyse.

En 2015, la hausse généralisée de 2 points de tous les taux de TVA à l'exception du taux super-réduit a coïncidé avec une chute des dépenses de consommation comme illustré dans les graphiques 2 et 3. Le relatif dynamisme des dépenses de consommation en 2014 suggère que les consommateurs avaient non seulement anticipé ce changement de fiscalité, mais aussi dépensé de manière rationnelle d'un point de vue calendaire. En effet, l'annonce de la mesure au printemps 2014 et avec effet au 1^{er} janvier 2015 a pu avoir un impact sur les enquêtes (voir le graphique 1). Curieusement, ce choc fiscal ne semble pas avoir eu d'impact visible dans les réponses des consommateurs aux enquêtes de 2015, alors qu'un effet négatif sur les dépenses de consommation de biens durables est clairement visible en 2015.

On peut par ailleurs relever que les mesures d'allègements fiscaux de 2017 (annoncées au 1^{er} trimestre 2016 et entrées en vigueur au 1^{er} janvier 2017, concomitamment avec une nouvelle tranche d'indexation des salaires) semblent avoir eu des impacts nuancés sur la consommation de biens durables et le solde d'opinion. Ces mesures ont eu une incidence favorable et pérenne sur les dépenses de consommation de biens durables – qui ont enregistré une progression de l'ordre de 10 % au premier trimestre 2017, ce qui constitue la hausse la plus importante depuis le troisième trimestre 2004 – alors que les intentions d'achats ont rejoint leur niveau record au premier trimestre 2017 avant de replonger dès le trimestre suivant. Ces évolutions au cours de l'année 2017 pourraient sembler surprenantes puisque, contrairement aux trois autres composantes de l'indicateur de confiance des ménages, ces intentions n'ont pas présenté de profil ascendant au cours de l'année 2017. Il convient néanmoins de relativiser dans la mesure où les intentions d'achats des consommateurs sont structurellement plus erratiques

que les trois autres composantes de l'indicateur de confiance (voir le graphique 1).

Sur les trois graphiques 4 à 6, les données de base sont de fréquence mensuelle et elles ont été lissées, ce qui permet de réduire leur volatilité et d'augmenter la lisibilité des graphiques. Il apparaît clairement que le bond des immatriculations automobiles et de la vente des autres équipements du foyer fin 2014 – qui a conduit à des taux de croissance records – a été lié à la hausse des taux de TVA entrant en vigueur au 1^{er} janvier 2015. Cette flambée des ventes (fin 2014) ne s'est toutefois pas manifestée au niveau des ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication (graphique 5), ce qui est quelque peu surprenant.



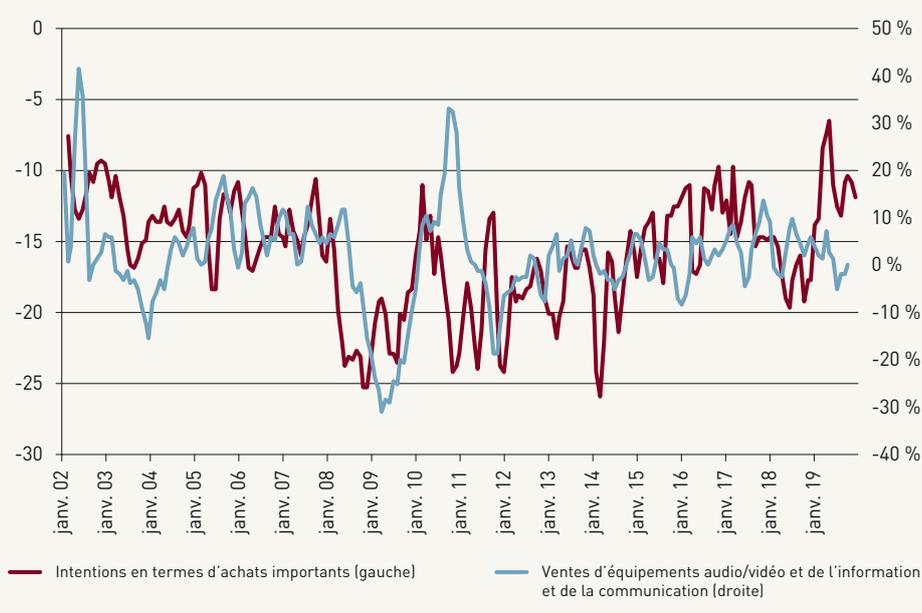
Sources : BCL, STATEC

À ce propos, quelques remarques s'imposent. Les comportements tactiques des consommateurs, qui reviennent à planifier certaines dépenses en fonction des dates d'entrées en vigueur de mesures fiscales impactant certains produits (hausse de TVA par exemple) ou certains revenus (changement de la fiscalité des revenus du travail ou du capital) pourraient ne pas être homogènes suivant les individus bien sûr, mais aussi suivant le type de produit.

Si l'on exclut les mesures spécifiques (qui touchent un type particulier de biens ou de services, comme c'est le cas avec les incitations fiscales en faveur de certains véhicules par exemple), alors il se pourrait que les déterminants des stratégies de certaines dépenses de consommation en biens durables incluent d'autres facteurs que ceux plus traditionnels liés à la fiscalité ou aux revenus par exemple. Une analyse du CREDOC publiée en 1998^{ix} mettait l'accent sur les comportements tactiques (report d'achat) guidés par anticipation d'amélioration technologique future. Aujourd'hui, il se pourrait que les dates d'achat de certains biens durables à haute valeur technologique (smartphone, tablette) soient aussi guidées par des événements autour de l'ouverture d'une boutique ou du lancement d'un nouveau modèle. L'obsolescence programmée de certains biens pourrait aussi avoir une influence sur les comportements tactiques liés à certains biens durables.

Graphique 5

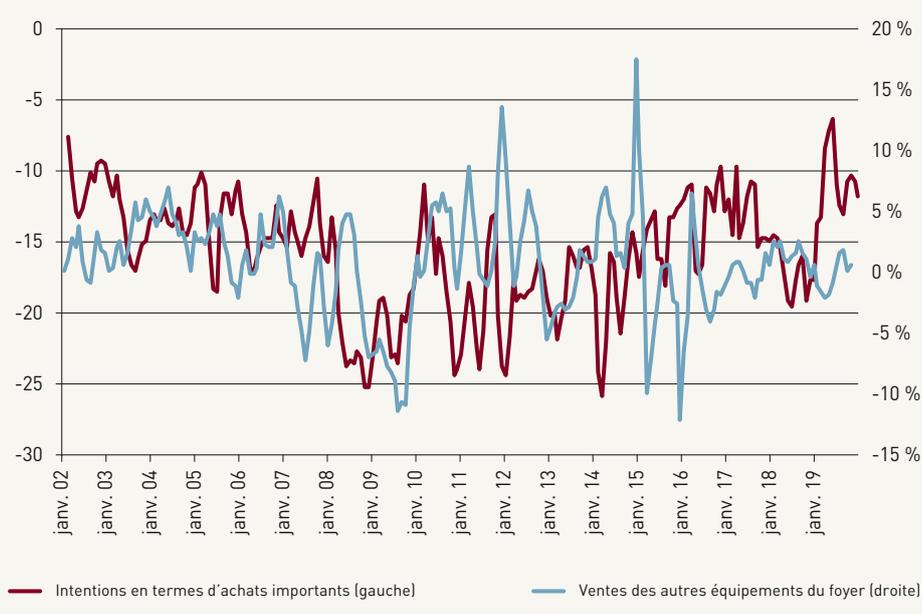
Intentions des ménages en matière d'achats importants (solde d'opinion lissé par une moyenne mobile de 3 mois, échelle de gauche) et ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication (taux de variation annuel lissé, échelle de droite)



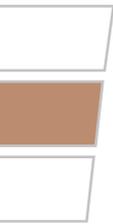
Sources : BCL, STATEC

Graphique 6

Intentions des ménages en matière d'achats importants (solde d'opinion lissé par une moyenne mobile de 3 mois, échelle de gauche) et ventes des autres équipements du foyer (taux de variation annuel lissé, échelle de droite)



Sources : BCL, STATEC



8. Analyse empirique

L'analyse graphique n'a, de manière générale, pas été concluante pour identifier l'existence ou non de relations entre le solde d'opinion et chacune des séries de référence. Cette approche est aussi largement qualitative et le recours à des approches quantitatives est indiqué afin de préciser la nature de ces relations 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 chacune des cinq séries de référence sont calculées. Des décalages de 1 à 12 mois entre les séries sont ensuite introduits dans ces calculs de corrélations.

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 intentions des ménages en matière d'achats importants au cours des douze prochains mois et, d'autre part, chacune des cinq séries de référence à savoir : les dépenses de consommation en et hors biens durables (C_Dur et C_Hordu), les immatriculations automobiles (Immat), les ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication (V_Autic) et les ventes des autres équipements du foyer (V_Foyer). Au moyen de régressions linéaires, le pouvoir prédictif des intentions des ménages en matière d'achats est testé, de même que le caractère déterminant ou pas de chacune des cinq séries de référence sur la formation des intentions des ménages en matière d'achats importants.

Un objectif sera par exemple de déterminer d'une part, si les évolutions des dépenses de consommation passées des ménages sont intégrées par les consommateurs pour la formation de leurs opinions sur les intentions d'achats en biens importants ; et, d'autre part, si ces intentions peuvent s'avérer utiles pour la prévision des dépenses de consommation effective de ces ménages (mesurées par les variations annuelles des dépenses de consommation en et hors biens durables).

9. Résultats empiriques

Pour le calcul des corrélations et des tests de causalité, les taux de variation annuels sont utilisés pour toutes les séries de référence. 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 intentions d'achats en biens importants sont stationnaires sur la période d'étude et donc utilisées en niveau.

Les coefficients de corrélation contemporaine figurent dans le tableau 2 ci-dessous. Comme le graphique 1 l'a déjà indiqué, il existe une certaine corrélation (0,24) entre les intentions des consommateurs en matière d'achats importants (Q9) et les dépenses en biens durables (C_Dur).

En revanche, ces intentions ne sont nullement corrélées aux dépenses de consommation hors biens durables (C_Hordu). Les immatriculations automobiles (Immat) et les ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication en magasins spécialisées (V_Autic) sont faiblement corrélées au solde d'opinion, contrairement aux ventes des autres équipements du foyer qui ne sont pas du tout corrélées au solde d'opinion (V_Foyer).

Tableau 2 :

Coefficients de corrélation contemporaine entre le solde d'opinion et les séries de référence

RÉPONSES DES CONSOMMATEURS \ SÉRIES DE RÉFÉRENCE	C_DUR	C_HORDU	IMMAT	V_AUTIC	V_FOYER
Q9	0,24	-0,05	0,14	0,11	-0,03

Sources : STATEC, calculs BCL

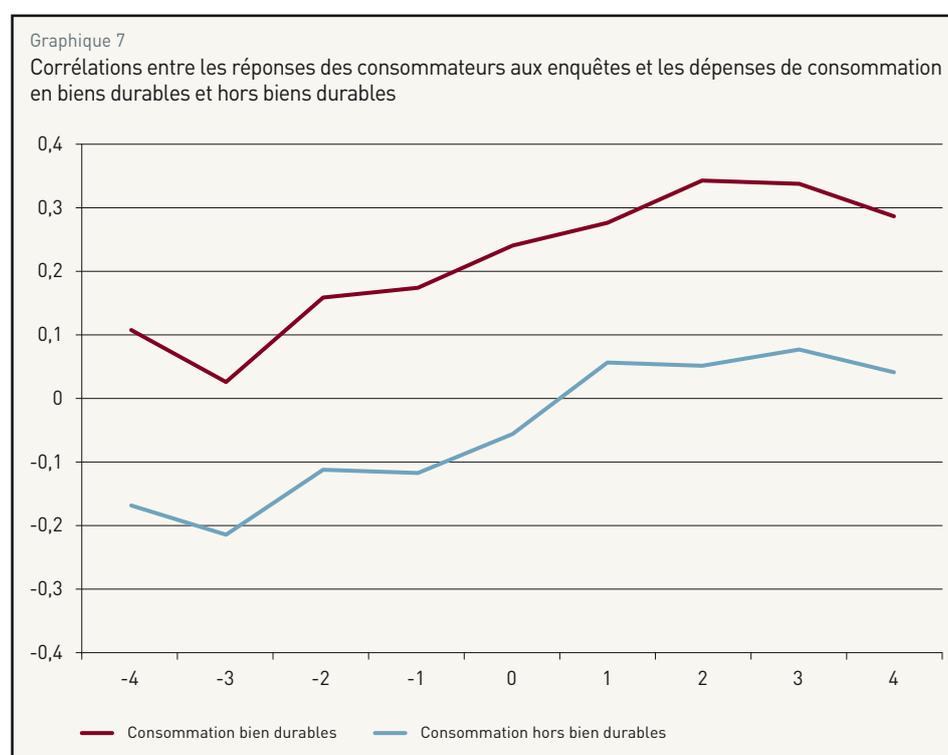
Le graphique 7 ci-dessous présente les coefficients de corrélation entre le soldes d'opinion et, d'une part, les dépenses de consommation en biens durables et, d'autre part, hors biens durables. Ces dernières ont été avancées et retardées de 0 à 4 trimestres. Le graphique 8 présente les coefficients de corrélation entre le solde d'opinion et les trois séries mensuelles (nouvelles immatriculations d'automobiles et les deux séries de ventes dans le commerce de détail) respectivement avancées et retardées de 0 à 12 mois.

Ces résultats indiquent que par rapport aux séries de référence trimestrielles, les réponses des ménages sont en général 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 4 périodes (valeurs positives sur l'axe des abscisses du graphique 7) par rapport aux dépenses de consommation plutôt qu'avancées de 1 à 4 périodes par rapport à ces mêmes dépenses de consommation (valeurs négatives sur l'axe des abscisses du graphique 7).

La corrélation maximale entre les dépenses de consommation en biens durables (en t) et les réponses des consommateurs est atteinte (0,34) lorsque ces dernières sont retardées de 2 trimestres ($t+2$).

Les dépenses de consommation hors biens durables ne présentent

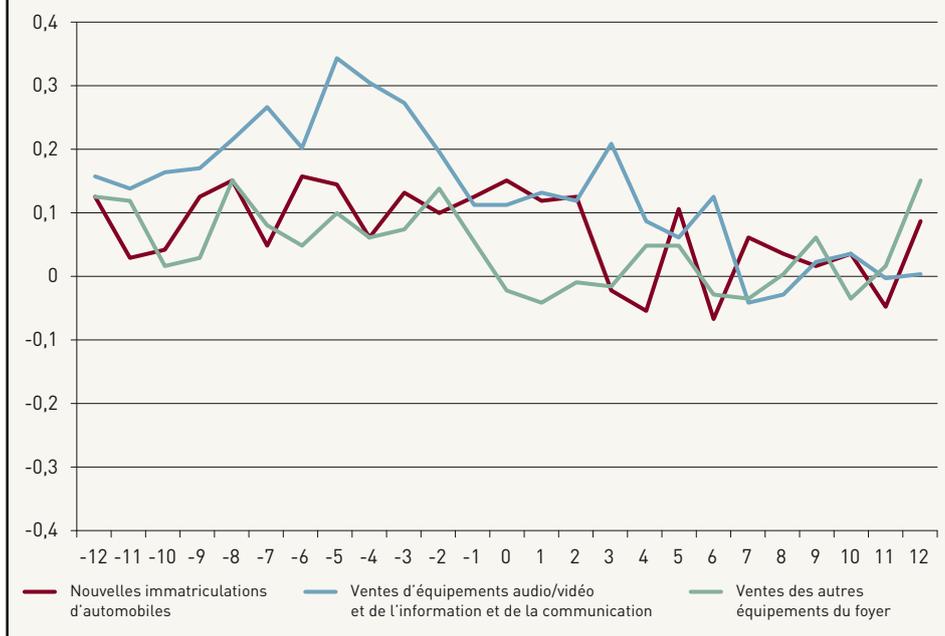
quant à elles aucune corrélation perceptible avec les intentions des ménages en termes d'achats importants. La corrélation maximale en valeur absolue entre ces deux séries, obtenue lorsque le solde d'opinion est retardé de trois périodes, n'est pas statistiquement différente de zéro.



Note : Les courbes indiquent les corrélations entre les réponses des consommateurs et leurs dépenses de consommation. Les abscisses allant de -1 à -4 (respectivement de 1 à 4) indiquent que les réponses des consommateurs ont été avancées (respectivement retardées) de 1 à 4 trimestres par rapport aux dépenses de consommation observées pour le calcul des corrélations.

Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 8
Corrélations entre les réponses des consommateurs aux enquêtes
et les séries de référence mensuelles



Note : Les courbes indiquent les corrélations entre les réponses des consommateurs et les séries de référence mensuelles. 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 trimestres par rapport aux séries de référence pour le calcul des corrélations.

Sources : STATEC, calculs BCL

Sur le graphique 8, il apparaît que les courbes représentant les évolutions des corrélations sont loin d'être monotones. La corrélation maximale avec les immatriculations automobiles (0,15) est obtenue de manière contemporaine et aussi lorsque ces dernières sont retardées de six mois (ce qui pourrait augurer du caractère prédictif des enquêtes sur les immatriculations automobiles). La corrélation maximale de 0,34 (respectivement 0,15) entre le solde d'opinion et les ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication (respectivement ventes des autres équipements du foyer) est obtenue lorsque ces dernières sont retardées de cinq mois (respectivement retardées de huit mois et avancées de 12 mois).

Les tests de causalité ont porté sur le solde d'opinion et les variations annuelles des cinq séries de référence. Plusieurs retards ont été considérés : des retards de 1, 3, 6,

9 et 12 mois ont été introduits pour les séries mensuelles. Lorsque la série de référence est trimestrielle, la trimestrialisation du solde d'opinion s'est effectuée en utilisant soit les données relatives au premier mois de chaque trimestre soit celles résultant de la moyenne des trois mois du trimestre. Des retards de 1, 2, 3 et 4 trimestres ont alors été introduits. Dans le tableau 3, 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 du solde d'opinion permettent d'améliorer la prévision des dépenses de consommation en biens durables des ménages, au-delà de l'information déduite de leurs dépenses passées. Les résultats des tests de causalité sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 3 :

Conclusions des tests de causalité

RETARDS (N)	FRÉQUENCE TRIMESTRIELLE				
	-	1	2	3	4
Méthode de trimestrialisation : Premier mois du trimestre					
C_Dur	-	→ Solde	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité
C_Hordu	-	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité
Méthode de trimestrialisation : Moyenne des trois mois du trimestre					
C_Dur	-	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	→ C_Dur
C_Hordu	-	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité
RETARDS (N)	FRÉQUENCE MENSUELLE				
	1	3	6	9	12
Immat	Pas de causalité	Pas de causalité	→ Solde	Pas de causalité	Pas de causalité
V_Autic	Pas de causalité	→ V_Autic	→ V_Autic	→ V_Autic	Double causalité
V_Foyer	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité	Pas de causalité

Sources : STATEC, calculs BCL

La lecture de ce tableau est la suivante.

Premièrement, les évolutions passées de la série de référence *causent* les intentions des agents. Dans ce cas, le symbole « → Solde » est utilisé pour indiquer que les valeurs passées de la série de référence peuvent expliquer les réponses courantes des consommateurs. Deuxièmement, le symbole « → C_Dur » indique au contraire que ce sont les réponses passées des agents qui *causent* les dépenses de consommation en biens durables. Troisièmement, « → V_Autic » signifie que les réponses passées des consommateurs *causent* les ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication en magasin spécialisé. Quatrièmement, « Pas de causalité » indique que le passé du solde d'opinion ne cause pas les évolutions courantes de la série de référence et vice-versa. 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.

- (i) Il y a très peu de liens de causalité entre le solde d'opinion et les séries de référence. L'absence de causalité est notamment avérée entre, d'une part, le solde d'opinion et, d'autre part, les dépenses de consommation hors biens durables (C_Hordu) et les ventes des autres équipements du foyer (V_Foyer).
- (ii) Un lien de causalité existe entre le solde d'opinion et les immatriculations automobiles ainsi que les dépenses de consommation en biens durables.
- (iii) Cette dernière relation n'est toutefois pas robuste à la méthode utilisée pour trimestrialiser les intentions d'achats en biens importants des consommateurs. Lorsque le premier mois du trimestre est utilisé, alors les variations passées des dépenses de consommation causent le solde d'opinion. En revanche, ce sont les intentions moyennes – sur les trois mois du trimestre – d'achats en biens importants au cours des quatre derniers trimestres qui permettent d'expliquer les variations présentes des dépenses de consommation en biens durables.
- (iv) Les évolutions passées des intentions causent les variations annuelles des ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication en magasin spécialisé dès lors que 3, 6 et 9 retards sont introduits.

10. Conclusions

Les questions de l'enquête de conjoncture ont fait l'objet de multiples analyses, comme nous l'avions déjà mentionné dans plusieurs encadrés des bulletins passés de la BCL^x.

Les résultats pour le Luxembourg présentés dans cette étude s'inscrivent notamment dans la continuité des analyses de la Banque centrale européenne et des travaux de la Commission européenne.

Ainsi, dans une analyse, la BCE (2012)^{xi} examine l'utilité de l'indicateur de confiance des ménages pour l'évaluation des évolutions de la consommation privée dans la zone euro et ses quatre grands pays. Au niveau de la zone euro, les résultats font état d'une déconnexion entre les deux séries sur la période 2001-2007. Les résultats montrent aussi que les liens entre les deux séries sont variables d'un pays à l'autre : la corrélation avec la croissance annuelle de la consommation privée est relativement élevée pour l'Espagne (0,75), légèrement moindre pour la France (0,63) et l'Italie (0,60) et particulièrement faible pour l'Allemagne (0,34).

La BCE (2014) fonde une partie de ses perspectives relatives à la consommation de biens durables dans la zone euro sur les intentions en matière d'achats importants.



La Commission européenne (2012)^{xiii} teste le contenu en information de plusieurs questions de l'enquête auprès des consommateurs de la zone euro et trouve que les intentions d'achats importants ont un pouvoir prédictif sur les dépenses (totales) de consommation des ménages de la zone euro.

Nos conclusions – concernant le Luxembourg – sont plus nuancées. Les résultats ont en effet montré que les réponses des ménages concernant leurs intentions en termes d'achats importants trouvaient un écho dans les statistiques relatives aux ventes d'équipements audio/vidéo et de l'information et de la communication en magasin spécialisé et aux dépenses de consommation des ménages en biens durables. Les résultats de cette analyse permettent de conclure que non seulement les ménages comprennent la question mais aussi que leurs réponses peuvent être considérées comme informatives pour les économistes, et les vendeurs de certains magasins spécialisés.

Les dernières données de l'enquête montrent que les intentions des consommateurs en termes d'achats importants ont baissé de manière notable en mars et avril 2020. Un revirement a été observé en mai, mais il a été largement insuffisant pour compenser le recul des deux mois précédents⁵⁷. Ces baisses ont coïncidé avec l'implémentation des mesures de confinement mises en œuvre pour enrayer l'épidémie du coronavirus. Même si durant les 15 mois précédents, entre janvier 2019 et mars 2020, les intentions des consommateurs sont demeurées au-dessus de leur moyenne historique, les dépenses de consommation des ménages en biens durables devraient tout de même pâtir de l'épidémie du coronavirus. En effet, les fondamentaux de ces dépenses ont été durement impactés par le confinement, les arrêts d'activités (fermetures d'usines, etc.) et le recours des entreprises au chômage partiel. Puis la fermeture de magasins non essentiels entre la mi-mars et la fin avril a impliqué que l'achat de biens durables n'était tout simplement pas possible pour les ménages.

Ces derniers développements, associés à l'inquiétude grandissante des ménages concernant leur situation financière future et la situation économique générale du Luxembourg au cours des 12 prochains mois (ces deux composantes de l'indicateur de confiance des ménages ont fortement chuté au cours des deux derniers mois) plaideraient pour une croissance contenue, pour ne pas dire négative, de la consommation des ménages en biens durables au deuxième trimestre 2020 davantage qu'au premier.

(i) La question 9, qui est l'une des quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg, ne doit pas être confondue avec la question 8 de l'enquête qui porte sur l'intérêt des ménages à faire actuellement des achats importants.

(ii) Eurostat, Système Européen des Comptes 2010 – SEC 2010, p. 194.

(iii) Il convient de noter que le SEC 2010 n'utilise en aucun cas la terminologie « biens d'équipement » lorsqu'il se réfère aux dépenses de consommation des ménages. Cette terminologie est en revanche utilisée en lien avec les dépenses d'investissements des entreprises.

(iv) Banco De España (2013), Economic Bulletin, septembre 2013 ; BCE (2014), Bulletin mensuel de la BCE, mai 2014.

(v) Voir les feuilles « e2108 » et « e2109 » dans le fichier des données de la comptabilité nationale du STATEC.

(vi) D'autres nomenclatures sont utilisées. Ainsi, dans son bulletin mensuel de mai 2014 (voir la note de bas de page 1 page 61), la BCE considère une classification des biens de consommation en trois

57 Pour plus de détails sur les évolutions récentes de l'indicateur de confiance, notamment dans le contexte du COVID-19, voir le chapitre 1.2.3.3 de ce bulletin.

catégories suivant leur durée de vie. Il s'agit des biens de consommation durables qui ont une durée de vie attendue supérieure à trois ans et une valeur relativement élevée ; des biens semi-durables qui ont une durée de vie attendue comprise entre un et trois ans et une valeur comparativement faible ; et les biens non durables qui ont une durée de vie attendue inférieure à un an et une valeur comparativement faible. La première catégorie intègre les automobiles, l'ameublement, les appareils électroménagers ou électriques et électroniques. En revanche, les contenus explicites des deux autres catégories ne sont pas évoqués.

(vii) Les dépenses de consommation en services et biens de consommation non durables représentent en moyenne respectivement 47 % et 37 % des dépenses de consommation totales.

(viii) Une autre méthode de trimestrialisation consiste à calculer la moyenne des mois composant le trimestre. En l'absence d'enjeux majeurs pour l'analyse graphique, nous avons opté pour une seule méthode de trimestrialisation. Lors des analyses suivantes (tests de causalité), nous vérifierons si ces deux méthodes conduisent aux mêmes conclusions.

(ix) Aude Collierie de Borely et Jean-Luc Volatier (1998) : « La place des biens durables dans l'évolution de la consommation. Motivations d'achat des biens durables ». Cahier de Recherche du Crédoc N° 0114, juin 1998.

(x) Voir Bulletins 2018 (03) et 2019 (01) de la BCL.

(xi) Banque centrale européenne (2012) : Bulletin de mars 2012 de la BCE.

(xii) Commission européenne (2012) : « European Business Cycle Indicators », mars 2012.

2.2 DEMANDES DE PRÊT HYPOTHÉCAIRE ET TENDANCES DE LONG TERME SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL⁵⁸

1. Introduction

Selon la troisième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages (LU-HFCS⁵⁹), plus de deux-tiers des ménages au Luxembourg étaient propriétaires de leur résidence principale en 2018. Parmi ces propriétaires, 39 % étaient en train de rembourser un crédit hypothécaire sur leur logement.

Dans le Tableau 1, la population des ménages propriétaires de leur logement est répartie en cinq groupes de taille similaire, selon l'année d'acquisition de leur résidence principale. Naturellement, la plupart des ménages ayant des prêts hypothécaires en cours en 2018 ont acheté leur logement relativement récemment : 63,2 % l'ont ainsi acquis entre 2008 et 2018, tandis que seulement 9,0 % l'ont acheté avant 1999.

En ce qui concerne le montant global des prêts hypothécaires qui étaient en cours en 2018, la part des acheteurs récents était encore plus importante. Les ménages ayant acheté leur logement entre 2008 et 2014 représentaient seulement 24 % de tous les ménages propriétaires en 2018, mais contribuaient à hauteur de 44,2 % à la dette hypothécaire totale. Les ménages ayant acquis leur résidence principale entre 2015 et 2018 constituaient seulement 14 % des propriétaires, mais 36,2 % de la dette totale.

Tableau 1 :

Propriétaires en 2018 et dette hypothécaire sur la résidence principale selon l'année d'acquisition

ANNÉE D'ACQUISITION DE LA RÉSIDENCE PRINCIPALE	(1) PART DE TOUS LES MÉNAGES PROPRIÉTAIRES DE LEUR LOGEMENT	(2) PART DES MÉNAGES PROPRIÉTAIRES REMBOURSANT DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES SUR LEUR LOGEMENT EN 2018	(3) PART DE LA DETTE HYPOTHÉCAIRE SUR RÉSIDENCES PRINCIPALES EN 2018
Avant 1986	20 %	1,9 %	1,7 %
1986 - 1998	21 %	7,1 %	2,2 %
1999 - 2007	20 %	27,9 %	15,7 %
2008 - 2014	24 %	39,8 %	44,2 %
2015 - 2018	14 %	23,4 %	36,2 %
Total	100 %	100,0 %	100,0 %

Sources : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples⁶⁰. Il n'a pas été possible de partager les groupes 4 (2008-2014) et 5 (2015-2018) de façon plus équitable

L'édition 2018 de l'enquête HFCS⁶¹ s'est fondée sur un échantillon représentatif de 1 616 ménages, parmi lesquels 1 207 étaient propriétaires de leur logement et 539 avaient au moins un prêt hypothécaire sur leur habitation principale. Nous nous focalisons ci-après sur les ménages ayant une seule hypothèque, car seulement 69 ménages en avaient davantage.

58 Analyse rédigée par Natalia Andries et Michael Ziegelmeyer, économistes au département Économie et Recherche.

59 En anglais « Household Finance and Consumption Survey ».

60 Les données de l'échantillon sont pondérées pour être représentatives de la population. Lorsqu'un ménage ne sait pas ou ne veut pas répondre à une question, la donnée manquante est imputée par une estimation basée sur les réponses fournies à l'ensemble des questions par l'ensemble des ménages. L'imputation multiple permet de prendre en compte l'incertitude de cette procédure. Pour davantage d'informations, voir le Cahier d'études N° 142 de la BCL.

61 L'exploitation des données issues des vagues antérieures de l'enquête HFCS aurait pu améliorer la précision de nos estimations mais compliquerait l'interprétation des résultats, en les rendant moins pertinents pour la situation actuelle au Luxembourg.

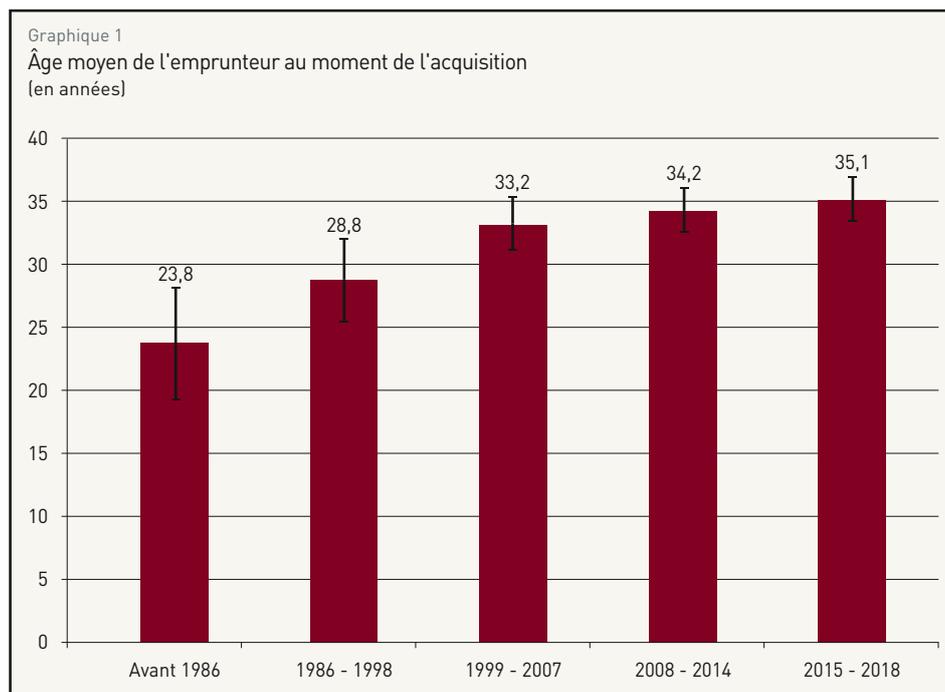
2. Profils des emprunteurs et comportements en matière de demande de prêt

Parmi les ménages ayant un prêt hypothécaire sur leur résidence principale en 2018, l'emprunteur moyen avait 33,6 ans au moment de l'achat de l'habitation. Il est intéressant de noter que l'âge moyen a augmenté à travers le temps, passant de près de 24 ans pour les habitations acquises avant 1986 à près de 35 ans pour les logements achetés en 2015-2018. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 %, aussi par rapport à la période 1986-1998 (Graphique 1). L'augmentation de l'âge moyen pourrait tenir au fait que, face à la hausse des prix des logements, les ménages ont besoin de davantage de temps pour accumuler des économies leur permettant de réaliser l'apport demandé ou pour voir leur revenu s'accroître à mesure qu'ils acquièrent de l'ancienneté dans l'emploi⁶².

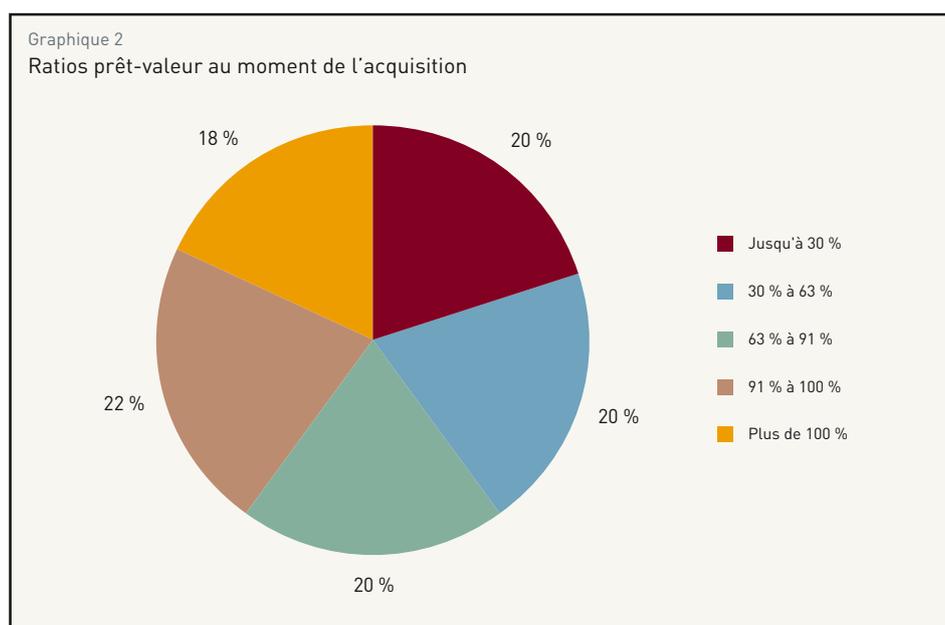
En 2018, l'enquête comprenait une question⁶³ destinée à calculer le ratio prêt-valeur au moment de l'acquisition de la résidence principale. Les réponses proviennent de tous les ménages propriétaires, y compris ceux qui avaient entièrement remboursé leur dette. Il en ressort qu'un cinquième des ménages propriétaires de leur logement avait initialement emprunté jusqu'à 30 % du prix d'achat de l'habitation. Des parts similaires de cette population avaient emprunté entre 30 % et 63 % ou entre 63 % et 91 % du prix total d'acquisition. Enfin, 22 % des ménages propriétaires de leur logement avaient emprunté entre 91 % et 100 % du prix d'acquisition et 18 % de ces ménages avaient emprunté plus de 100 % (en principe pour couvrir des coûts de rénovation ou de

62 Pour une analyse de l'impact du prix du logement sur l'inégalité entre ménages, voir les Cahiers d'études N° 142 et N° 144 de la BCL.

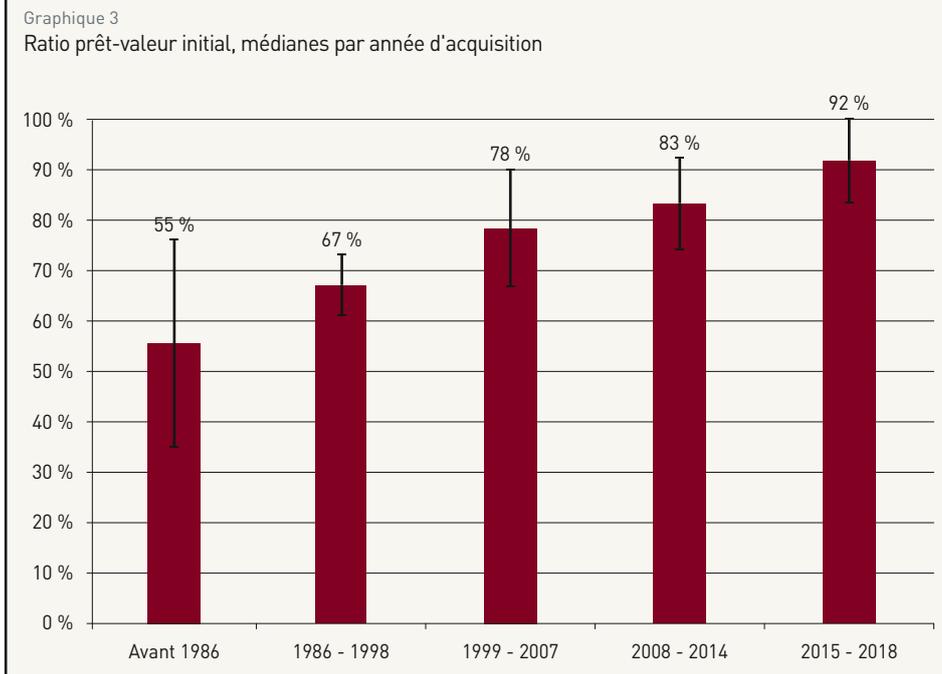
63 « Au moment où vous (ou un membre de votre ménage) avez acquis votre résidence principale, quel montant de la valeur initiale avez-vous payé en utilisant un prêt ou un prêt hypothécaire ? ».



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

transaction), ainsi que le montre le Graphique 2.

Le graphique 3 présente le ratio prêt-valeur initial selon l'année d'acquisition de la résidence principale. Ce ratio a augmenté significativement à travers le temps, passant de 55,4 % pour les ménages ayant acheté leur logement avant 1986 à 91,8 % pour ceux ayant l'acheté entre 2015 et 2018. Vraisemblablement, cette tendance résulte de la hausse régulière des prix des logements depuis les années 1980.

Pour la première fois, l'édition 2018 de l'enquête a demandé aux ménages comment ils ont choisi la banque avec laquelle ils ont contracté leur crédit. À cette question, 63 % ont répondu qu'ils avaient déjà leur relation bancaire

principale avec l'établissement en question, et 18 % ont indiqué que leur choix avait été motivé par le taux d'intérêt le plus bas, (tableau 2).

Tableau 2 :

Raisons données pour le choix de l'institution de crédit

HYPOTHÈQUE PRINCIPALE SUR LA RÉSIDENCE	PART	[INTERVALLE DE CONFIANCE À 95 %]	
1 - Votre ménage effectue ses opérations bancaires avec cette banque	63,2 %	58,0 %	68,4 %
- personne de référence née à l'étranger	57,4 %	49,8 %	64,9 %
- personne de référence née au Luxembourg	68,5 %	61,9 %	75,2 %
2 - Cette banque a offert un taux d'intérêt plus bas	17,7 %	13,9 %	21,5 %
- personne de référence née à l'étranger	21,6 %	15,4 %	27,9 %
- personne de référence née au Luxembourg	14,1 %	9,7 %	18,5 %
3 - Cette banque a demandé une garantie plus faible	4,4 %	2,0 %	6,9 %
4 - Cette banque a demandé un apport plus faible	2,4 %	0,4 %	4,3 %
5 - Cette banque a offert une durée de crédit plus longue	0,5 %	0,0 %	1,0 %
6 - Cette banque applique des frais de gestion plus faibles	0,6 %	-0,1 %	1,2 %
7 - Autre	11,2 %	7,8 %	14,6 %

Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. L'estimation de la variance repose sur des poids de rééchantillonnage basés sur 1 000 répliques⁶⁴

64 Afin de capturer l'erreur d'échantillonnage dans la mesure de l'incertitude, le processus d'échantillonnage est simulé 1 000 fois, générant chaque fois un ensemble différent de poids de rééchantillonnage. Ensuite, les statistiques sont calculées 5 000 fois (1 000 ensembles de poids de rééchantillonnage multipliés par cinq jeux de données complets issus de l'imputation multiple).

Il y a une différence significative de comportement entre les ménages dont la personne de référence est née à l'étranger (255 observations pondérées) et ceux dont la personne de référence est née au Luxembourg (284 observations pondérées). Ceux qui sont nés au Luxembourg ont mis davantage l'accent sur l'existence d'une relation principale avec la banque tandis que ceux qui sont nés à l'étranger ont invoqué les conditions relatives aux taux d'intérêt.

Le Tableau 3 rapporte qu'en moyenne les ménages propriétaires ont déposé moins de deux dossiers de demande de prêt, généralement auprès de banques au Luxembourg. En moyenne, ceux qui sont nés à l'étranger ont déposé plus de demandes de prêt que ceux qui sont nés au Luxembourg. Cela concorde avec l'observation (Tableau 2) que les ménages privilégient l'établissement avec lequel ils ont leur relation bancaire principale, surtout quand la personne de référence est née au Luxembourg. Selon les ménages interrogés, les banques au Luxembourg ont répondu positivement à 88 % des dossiers relatifs à une demande de prêt. La part des réponses négatives n'est pas statistiquement différente pour les ménages dont la personne de référence est née à l'étranger et ceux dont la personne de référence est née au Luxembourg⁶⁵.

Tableau 3 :

Nombre moyen des dossiers de demande de prêt et de réponses positives et négatives

HYPOTHÈQUE PRINCIPALE SUR LA RÉSIDENCE	MOYENNE	[INTERVALLE DE CONFIANCE À 95%]	
Nombre de dossiers de prêt :	1,9	1,8	2,0
- au Luxembourg	1,7	1,6	1,8
- à l'étranger	0,2	0,1	0,2
Nombre de réponses données par les banques au Luxembourg :			
- réponses positives	1,6	1,5	1,7
- réponses négatives	0,2	0,1	0,3

Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. L'estimation de la variance repose sur des poids de rééchantillonnage basés sur 1 000 répliques

Nous estimons une simple régression multivariée pour expliquer le nombre de demandes de prêt déposées par chaque ménage à partir d'un ensemble de ses caractéristiques (sexe de la personne de référence, âge, éducation, secteur d'activité, compétences linguistiques et pays de naissance). Selon nos résultats, le nombre de dossiers déposés est généralement plus élevé pour les ménages dont la personne de référence a un niveau d'éducation plus élevé et parle l'allemand ou le français comme langue maternelle. Les ménages employés dans le secteur financier et dans celui de l'assurance sont susceptibles de déposer moins de dossiers, probablement parce qu'ils bénéficient de conditions favorables à travers leur employeur.

De plus, ceux qui sont nés à l'étranger tendent à déposer plus de dossiers que ceux qui sont nés au Luxembourg. Les ménages composés de membres plus âgés sont susceptibles de déposer moins de dossiers, vraisemblablement parce que la relation bancaire principale a plus d'importance.

Lorsqu'un dossier de demande de prêt est déposé, la banque peut décider de refuser la demande ou d'accorder seulement une partie de la somme, exigeant un apport personnel plus important. Pour les cas où un dossier a été rejeté (même en partie), le Tableau 4 rapporte les raisons telles qu'identifiées par les ménages. Les trois raisons les plus citées sont un revenu insuffisant (39 %), des garanties insuffisantes (37 %) ou un montant trop important du prêt demandé (32 %). Ces réponses ne sont pas surprenantes, car elles correspondent aux éléments habituellement considérés lors de l'évaluation du risque de l'emprunteur.

65 Les demandes de prêt de la part des ménages locataires en 2018 ne sont pas couvertes par l'enquête HFCS.

Tableau 4 :

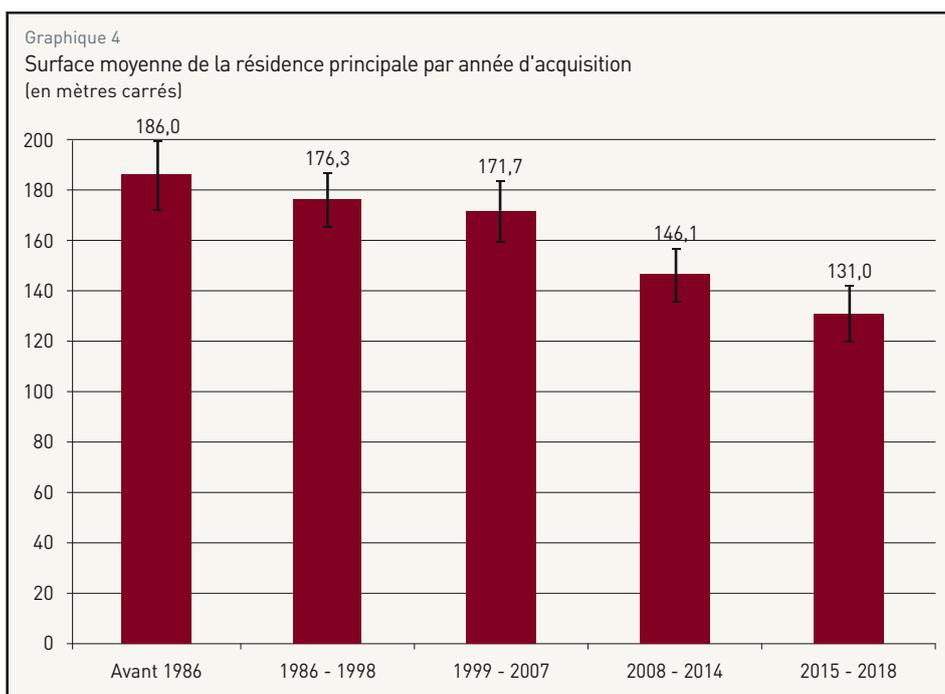
Raisons pour un rejet du dossier de demande de prêt

HYPOTHÈQUE PRINCIPALE SUR LA RÉSIDENCE	PART	[INTERVALLE DE CONFIANCE À 95 %]	
a - Revenu insuffisant	38,5 %	20,3 %	56,8 %
b - Emploi / source de revenu (contrat temporaire)	3,3 %	-2,3 %	8,9 %
c - Garantie insuffisante	37,0 %	22,0 %	52,0 %
d - Mauvaises expériences de crédit dans le passé	3,4 %	-3,0 %	9,7 %
e - Non éligible au type du crédit demandé	2,5 %	-3,1 %	8,1 %
f - Le montant du prêt était trop important	32,0 %	17,7 %	46,3 %
g - Âge	2,9 %	-4,2 %	9,9 %
h - Temps passé à l'adresse actuelle / dans le pays	2,4 %	-3,2 %	8,1 %
i - Institution plus stricte dans les exigences de prêt	19,0 %	7,1 %	31,0 %
j - Aucune raison donnée par l'institution	6,0 %	-0,6 %	12,6 %
k - Assurances	0,0 %		
l - Autre	18,5 %	6,7 %	30,4 %

Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. L'estimation de la variance repose sur des poids de rééchantillonnage basés sur 1 000 répliques

3. Les caractéristiques de la résidence principale

En classant les ménages propriétaires selon l'année d'acquisition de leur logement, il est possible de retracer l'évolution des caractéristiques de la résidence principale, telles que la surface, le type du logement et l'efficacité énergétique. Pour les logements achetés entre 2015 et 2018, la surface moyenne⁶⁶ est de 131 m², en baisse par rapport aux logements acquis avant 1986, dont la surface moyenne est de 186 m² (Graphique 4). La différence est statistiquement significative au seuil de 10 %, aussi par rapport aux logements acquis dans les périodes intermédiaires.



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

La réduction de la surface moyenne du logement est presque entièrement due à l'augmentation de la part des ménages habitant des appartements. Les ménages propriétaires en 2018 ayant acheté leur logement avant 1999 étaient presque deux fois plus nombreux à habiter une maison que ceux ayant acheté entre 2015 et 2018. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 %, également pour les périodes intermédiaires. En distinguant les maisons individuelles des maisons jumelées, la

⁶⁶ Selon le rapport « Le logement en chiffres » du STATEC (2020, page 9), la surface habitable moyenne des logements est de 130 m² au Luxembourg. Elle est respectivement de 168 m² pour les maisons unifamiliales et de 85 m² pour les appartements.

part des propriétaires d'une maison individuelle était de 51,4 % parmi ceux ayant acheté avant 1986 mais seulement de 12,8 % parmi ceux ayant acheté en 2015-2018 (voir le Graphique 5). La différence est statistiquement significative au seuil de 5 % (aussi par rapport aux périodes intermédiaires).

La part des propriétaires habitant un appartement⁶⁷ en 2018 était de 5,3 % parmi ceux ayant acheté leur logement avant 1986 et de 45 % parmi ceux ayant acheté en 2015-2018. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 % (aussi par rapport à ceux ayant acheté pendant les périodes intermédiaires). Cette augmentation semble être principalement liée à la part des propriétaires habitant un appartement dans des immeubles disposant de 2 à 9 logements, qui est passée de 4,4 % chez ceux ayant acheté avant 1986 à 30 % parmi ceux ayant acheté après 2015 (voir le Graphique 6). La différence est statistiquement significative.

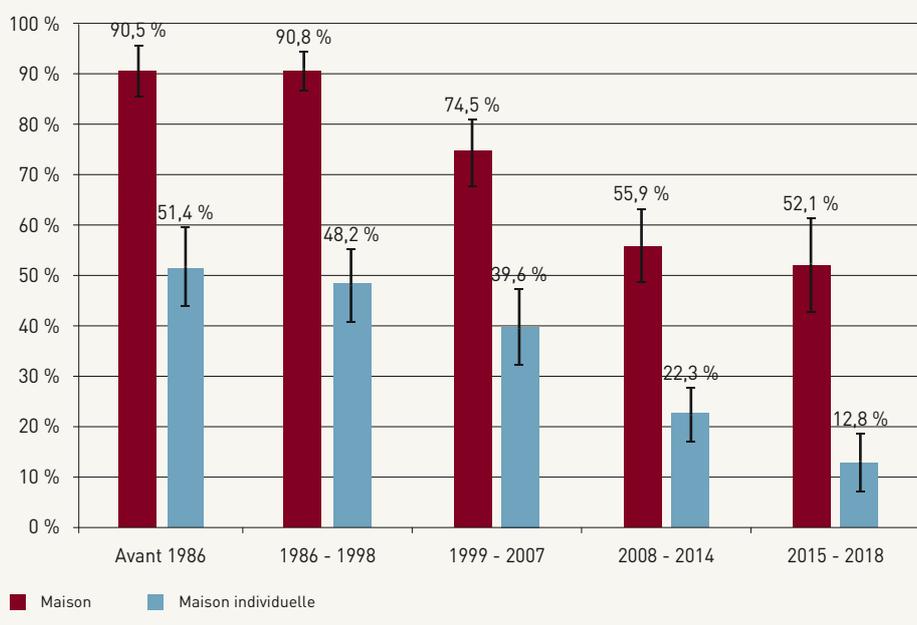
Le Graphique 5 et le Graphique 6 sont cohérents avec les données issues du recensement de la population⁶⁸. D'un côté, la part d'immeubles à appartements dans les logements construits a augmenté à travers le temps, pour passer de 35,4 % en 1981-2000 à 49,9 % pour la période post-2001. De l'autre côté, la part des maisons unifamiliales parmi les constructions

67 Les pourcentages pour les maisons et les appartements ne totalisent pas 100 % du fait de la présence d'une troisième catégorie (fermes et autres types d'hébergements).

68 STATEC (2020): « Le logement en chiffres », Numéro 9, la partie droite du graphique 7.

Graphique 5

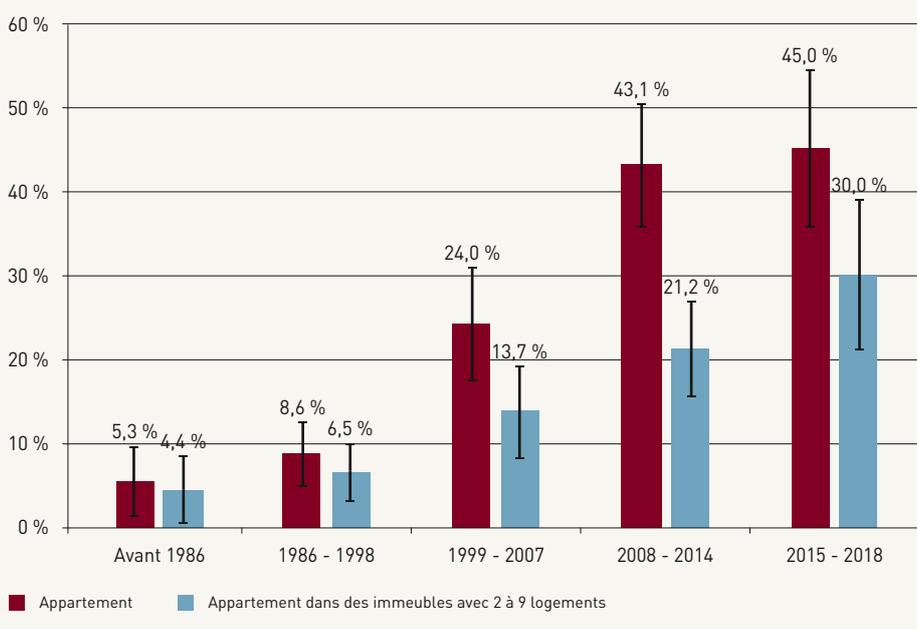
Part des propriétaires en 2018 habitant une maison, par année d'acquisition



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

Graphique 6

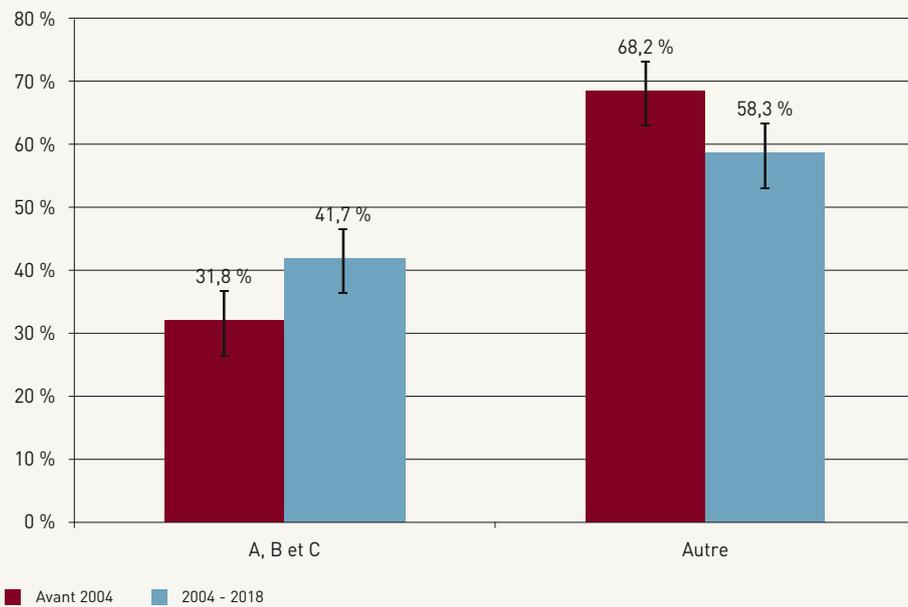
Part des propriétaires en 2018 habitant un appartement, par année d'acquisition



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples

Graphique 7

La classe de performance énergétique en 2018, par année d'acquisition



Source : calculs BCL basés sur la 3^e vague de l'enquête LU-HFCS. Les données sont pondérées et à imputations multiples. Note: la catégorie « autre » inclut les classes D, E, F, G, H et I. La question sur l'efficacité énergétique a généré beaucoup de réponses manquantes qui ont dû être imputées, nous obligeant à considérer seulement deux groupes par année d'acquisition afin de limiter l'incertitude des estimations

neuves est passée de 51,8 % à 36,6 %.

Enfin, le Graphique 7 rapporte l'efficacité énergétique selon année d'acquisition. Les classes A, B et C⁶⁹ représentaient 31,8 % des résidences principales achetées avant 2004, une part qui a augmenté à 41,7 % parmi les résidences achetées en 2004-2018, suggérant une amélioration de la qualité des logements. La différence est statistiquement significative au seuil de 1 %.

4. Conclusion

Nous constatons que les ménages qui recourent à l'emprunt pour acheter leur résidence principale choisissent l'établissement prêteur avant tout sur la base de leur relation bancaire principale et du niveau des taux d'intérêt offerts. Les ménages dont la personne de référence est née au Luxembourg mettent en évidence la relation

bancaire, tandis que ceux qui sont nés à l'étranger accordent plus d'attention aux taux d'intérêt.

Les ménages dont la personne de référence est née à l'étranger tendent à déposer plus de dossiers de demande de prêt que ceux qui sont nés au Luxembourg. Les ménages qui déposent davantage de dossiers sont aussi susceptibles d'avoir un niveau d'éducation plus élevé et de parler le français ou l'allemand comme langue maternelle. Les ménages employés dans le secteur financier sont susceptibles de déposer moins de dossiers, probablement parce qu'ils bénéficient de conditions favorables offertes par leurs employeurs. Selon les ménages interrogés, les établissements bancaires au Luxembourg ont rejeté peu de dossiers. Les principales raisons citées pour des rejets sont un revenu insuffisant, des garanties insuffisantes ou un montant trop important du prêt demandé.

L'âge moyen de l'emprunteur au moment de l'acquisition de la résidence principale semble augmenter à travers les années, ce qui pourrait indiquer que les ménages ont besoin de davantage de temps pour accumuler des économies leur permettant de réaliser l'apport demandé ou pour voir leur revenu s'accroître à mesure qu'ils acquièrent de l'ancienneté dans l'emploi.

Enfin, la surface moyenne des logements a baissé au fil des années, à mesure que la part des appartements s'est accrue par rapport à la part des maisons. L'efficacité énergétique a augmenté à travers le temps, suggérant une amélioration globale de la qualité des logements qui aurait pu contribuer à l'augmentation des prix.

69 Ces classes sont attribuées aux logements ayant une haute efficacité énergétique.

2.3 DECOMPOSING LUXEMBOURG MORTGAGE FLOWS INTO LOAN ORIGINATION AND REPAYMENTS⁷⁰

1. Introduction

This analysis decomposes flows in mortgage lending to Luxembourg households into new loans (loan origination) and loan repayments, following an approach proposed by Adalid and Falagiarda (2019)⁷¹, who provided this decomposition for the euro area as a whole and the largest euro area countries. The approach consists of simulating an aggregate bank loan portfolio on the assumption that individual loans granted every month have a common maturity, monthly interest rate, and predetermined repayment schedule.

In order to understand credit market developments accurately, it is important to distinguish this concept of loan origination from the net mortgage flows that can be calculated from balance sheet data reported by banks.⁷² In fact, repayments of past loans dampen growth in net flows as calculated from bank balance sheets, distorting the picture of credit supply. This is particularly relevant following credit booms and estimating loan originations may help to better identify any restriction in credit supply arising from bank difficulties during the ongoing COVID-19 crisis.

Simulation results confirm that mortgage loan repayments significantly reduced net loan growth in Luxembourg in recent years, much as in the euro area as a whole. In particular, over the past five years, loan origination in Luxembourg grew at an annual average of 13.2%. This is 5.5 percentage points more than would be suggested by calculating net flows from balance sheet data. We show that, as a share of GDP, mortgage loan origination currently stands at a historic high, while net mortgage flows are not yet growing as fast as before the 2008-2009 financial crisis. Loan origination in Luxembourg is growing faster than in the euro area as a whole, as was also the case before 2008. In the years immediately following the financial crisis, loan origination slowed less in Luxembourg than in the euro area as a whole. Finally, starting in 2009, we observe a clear discrepancy between our estimates of loan origination and new loan volumes as reported for the MFI interest rate statistics. This discrepancy suggests that the decline in interest rates lead to significant mortgage renegotiations in Luxembourg.

The following section describes the data used and section 3 discusses the main results. The methodology is detailed in the appendix, while section 4 concludes.

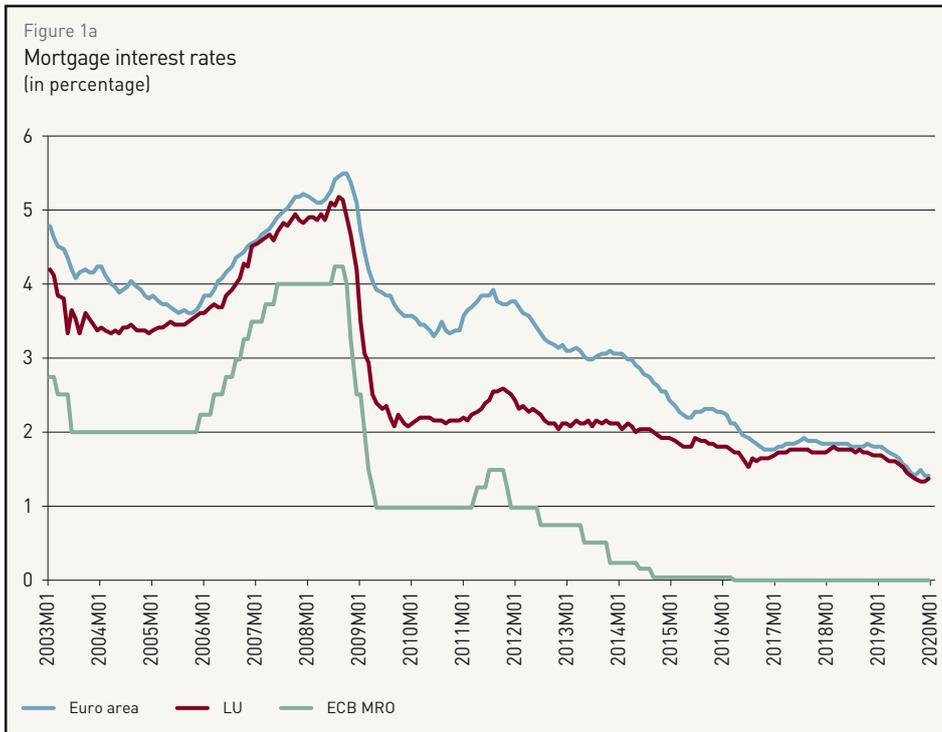
2. Data

We use the algorithm proposed by Adalid and Falagiarda (2019) to decompose net mortgage flows into loan origination and loan repayments (see appendix A for more details on the methodology). This method requires monthly information on net mortgage flows, new lending volumes, average mortgage interest rates and maturities. The series on average mortgage maturity at origination is estimated using data from the Household Finance and Consumption Survey (HFCS), while all other series come from MFI statistical reporting to the BCL and ECB.

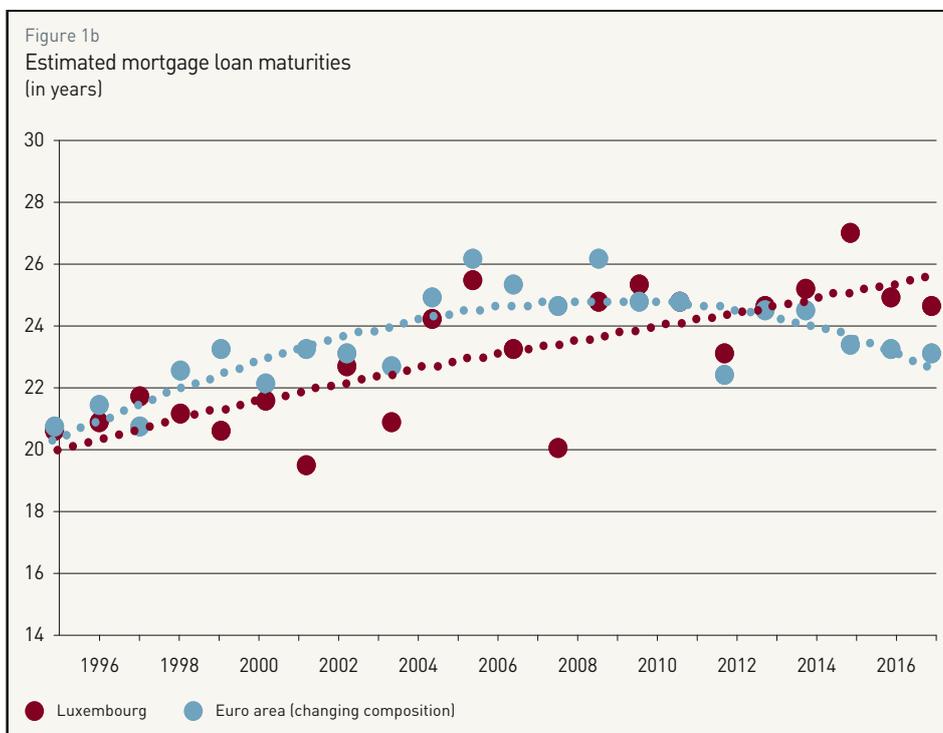
70 Analyse rédigée par Bob Kaempff et Giuseppe Pulina, économistes au département Économie et Recherche.

71 Ramón Adalid, Matteo Falagiarda, "How repayments manipulate our perceptions about loan dynamics after a boom", *Journal of Economics and Statistics*, 2019 (DOI: <https://doi.org/10.1515/jbnst-2019-0034>). Previously published as ECB Working Paper No 2211 / December 2018.

72 Net loan flows are defined in the MFI Balance sheet items (BSI) as the difference in loan stocks corrected for loan transfers, loan revaluations and write offs, reclassifications and exchange rate effects.



Source: ECB MFI interest rates; Note: All maturities combined with weights based on new business volumes.



Source: HFCS; own calculation using all three available survey waves; Estimates from 1996 to 1999 use the 2011 survey wave, from 2000 to 2003 use the 2014 survey wave and since 2004 use the 2017/18 Survey. Data from Finland is missing for all years and data from Spain from 2004. Note: dotted lines are 3rd order Lagrange interpolations.

In particular, the BSI dataset on MFI balance sheet items provides information on monthly net mortgage flows. Mortgage loan data for Luxembourg was only collected starting in 2003. Before this date, the BSI contains estimates based on aggregate loans to the private sector. However, this series is mainly driven by loans to the financial sector, which make it very volatile and not appropriate for our purpose. Therefore, before 2003 we extend the series on net mortgage loan flows using the growth rate of *crédits immobiliers consentis*, a statistic on new mortgage lending collected by the BCL.⁷³

The MIR dataset on MFI interest rates includes new lending volumes, which provide an upper bound for our estimates of loan origination (see appendix A). However, this data on new lending volumes includes loan renegotiations. These do not affect the stock of mortgage loans in bank balance sheets and therefore should not count as loan origination. In addition, until 2009 Luxembourg data on new lending volumes only covered variable rate mortgages. This is a serious limitation as MIR data between 2009 and 2010 indicates that fixed-rate loans accounted for around 15% of new mortgage lending. Therefore, when using new lending volumes as an upper

73 A drawback of the *crédits immobiliers consentis* is that they include mortgage applications that were approved but never actually disbursed. Households often apply to several banks for a given mortgage (e.g., to compare loan conditions), which may lead to multiple mortgage approvals although only one is finally disbursed. The *crédits consentis* series may still be informative if the ratio of loans approved to loans disbursed is relatively stable over time.

bound on loan origination, we scaled up observations before 2009 by 15% to account for the missing fixed rate loans.⁷⁴

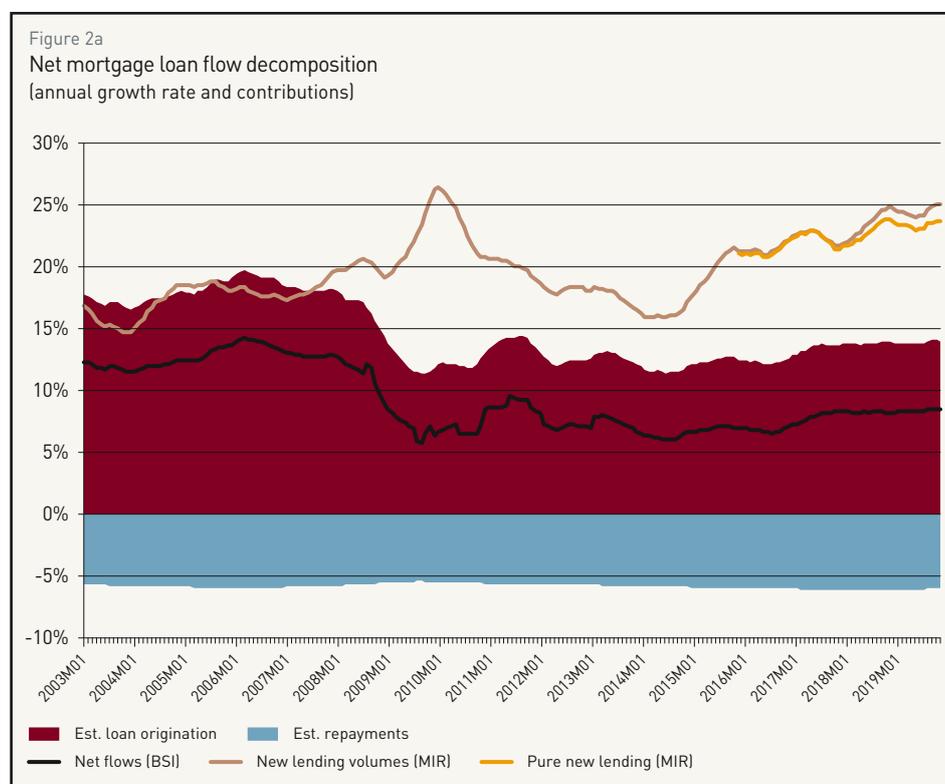
The MIR dataset also provides a monthly series on average mortgage interest rates, but only since 2003 (Figure 1a). We extend this series using retail interest rate statistics⁷⁵ from 1994 to 2003 and a 3-month interbank lending rate going back to 1980.

Finally, data from the HFCS can serve to estimate the evolution of initial mortgage loan maturities over time. The HFCS only collects information on outstanding loans at the time of the survey, so the average mortgage length may be biased upwards, especially for earlier years in the sample. As in Adalid and Falagiarda (2019), we enhance comparability by only considering mortgages with an initial maturity of at least 15 years. We also restrict our HFCS sample to mortgages to purchase, build, or renovate real estate property, and exclude all loan renegotiations and refinancing. Unlike Adalid and Falagiarda (2019), who use data from the second wave of the HFCS, we consider all available weighted and imputed observations, to obtain a representative sample of the population in each survey year. In addition, we focus on the main mortgage secured on the household main residence. In this way, we avoid potentially overstating the importance of mortgages with unusual maturities. Finally, as in Adalid and Falagiarda (2019), we assume a 10-year maturity in 1980 and use a Lagrange polynomial to interpolate the average maturity in each month (Figure 1b).⁷⁶ Note that the estimated trends suggest that the average mortgage maturity lengthened in the euro area until the 2008-2009 financial crisis, after which it appears to shorten. In Luxembourg, instead, it appears that the average mortgage maturity has continued to lengthen after the crisis.

3. Results

Since average mortgage maturities are quite long, we initialise the simulated loan portfolio using monthly data back to January 1980. However, we only analyse results starting in 2003 to decompose reported flows rather than estimated flows (Figure A1 in appendix B provides our complete estimates since 1980).

Figure 2a decomposes net mortgage loan flows into loan origination and loan repayments, with new lending volumes included for comparison. During the 2008-2009 financial crisis, annual growth in

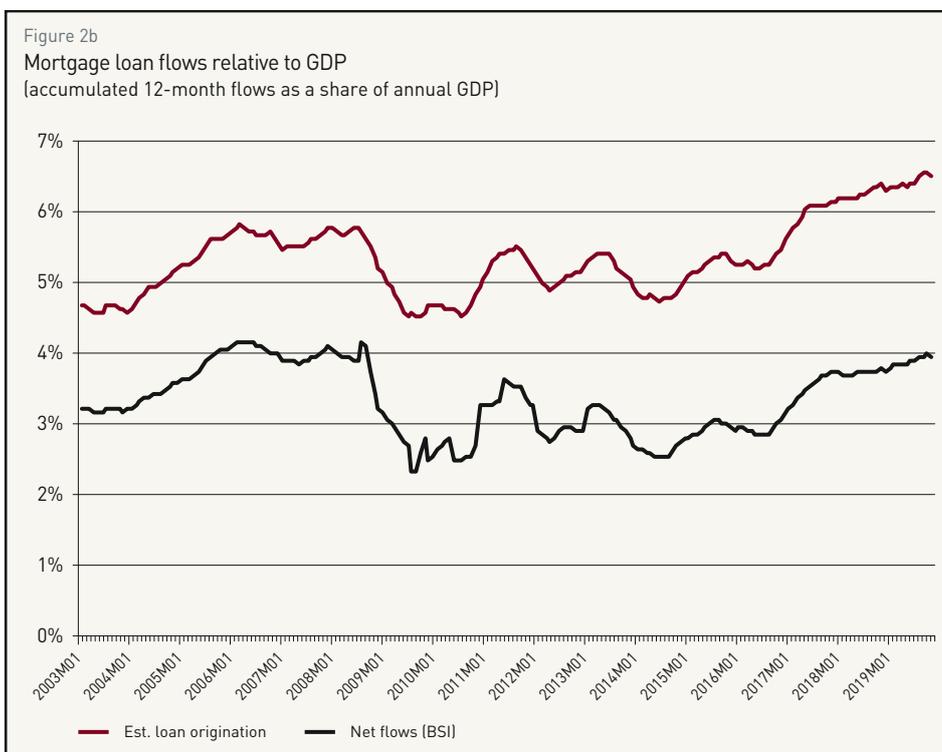


74 We experimented with higher values but 15% was the maximum compatible with plausible loan origination estimates.

75 Retail interest rate data is not harmonized across different EU central banks. At the BCL, these statistics cover household mortgage lending, consumption loans and overnight deposits.

76 Figure A2 in appendix B compares our estimates of average maturity to those following Adalid and Falagiarda (2019).

Source: BCL, own calculation. Note: Loan origination, repayments and new lending volumes are expressed as 12-month cumulated flows divided by the loan stock in $t-12$. Pure new lending excludes loan renegotiations (as reported by banks).



Source: BCL, own calculation.

mortgage loan origination slowed in Luxembourg, from a 2006 peak around 19% of the loan stock to a 2009 trough around 12%. Net flows calculated from bank balance sheets also slowed during the crisis. However, net flows and loan origination responded differently to the crisis. This is more visible in Figure 2b, which reports annual flows as a share of GDP. During the financial crisis, loan origination decreased less as a share of GDP than did net flows, whose recovery starting in 2014 was also more timid. In fact, net flows from bank balance sheets suggest that mortgage lending have not yet reached their level before the 2008-2009 financial crisis. Instead, our estimate of loan origination accelerated relative to GDP to exceed pre-crisis levels in 2017 and currently stands at a historic high. This suggests that loan repayments exert a drag on net

flows that increased during and after the financial crisis. Finally, over the past five years, loan origination in Luxembourg grew at an annual average of 13.2%. This is 5.5 percentage points more than the growth suggested by net flows calculated from the balance sheet data reported by banks.

Comparing loan origination to new lending volumes, the former grew faster in 2003-2004 and again in 2006-2007, probably reflecting the exclusion of fixed rate mortgages from the reporting (as explained in the previous section). After the financial crisis, new lending volumes accelerated to a peak in 2010, following the rapid drop in the Eurosystem rate on main refinancing operations (Figure 1a), while loan origination and net loan flows were slowing. This discrepancy suggests substantial loan renegotiations during this period. More recently, loan origination rose to 14% of the loan stock, while new lending volumes rose even more to reach 25% of the loan stock in 2019. This gap suggests that loan renegotiations continue to account for a substantial share of new lending reported by banks.⁷⁷

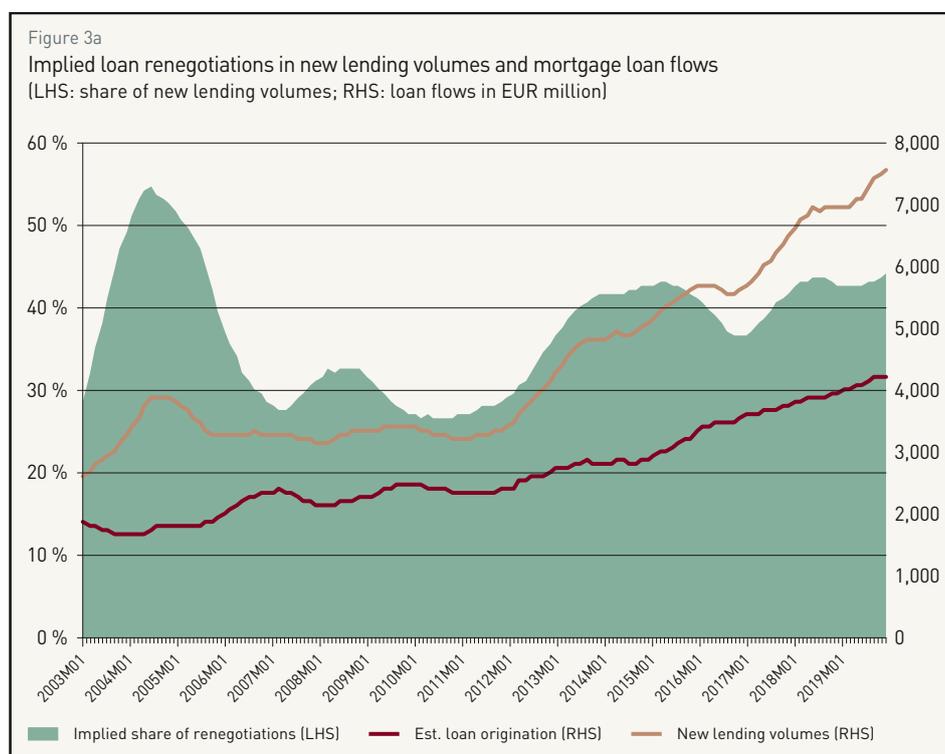
⁷⁷ The MIR data also includes a series on "pure new loans", which should exclude loan renegotiations. However, this does not differ much from new lending loans. Moreover, the large gap between pure new loans (excluding loan renegotiations) and our loan origination estimates suggests that MIR statistics do not include many renegotiations. One possible explanation is that individual loan renegotiations may involve several banks.

This is confirmed by Figure 3a, which reports the implied share of loan renegotiations as computed from the difference between new lending volumes and loan origination estimates.⁷⁸ Developments in implied loan renegotiations appear to reflect important events such as the financial crisis, the sovereign debt crisis in 2012 and the beginning of the Eurosystem asset purchase programme (APP) in 2015. Loan renegotiations peaked at the beginning of 2010, accounting for more than 50% of new mortgage lending. After a decline in 2011, loan renegotiations increased again in 2012, as mortgage interest rates in Luxembourg declined during the sovereign debt crisis. At the beginning of the APP in 2015, loan renegotiations increased once more and have remained at a high level since then. This suggests an ongoing switch from variable-rate to fixed-rate mortgages, which is also consistent with the high share of fixed-rate loans in new mortgage lending⁷⁹. The enduring low interest rate environment is the most likely cause of this switch.

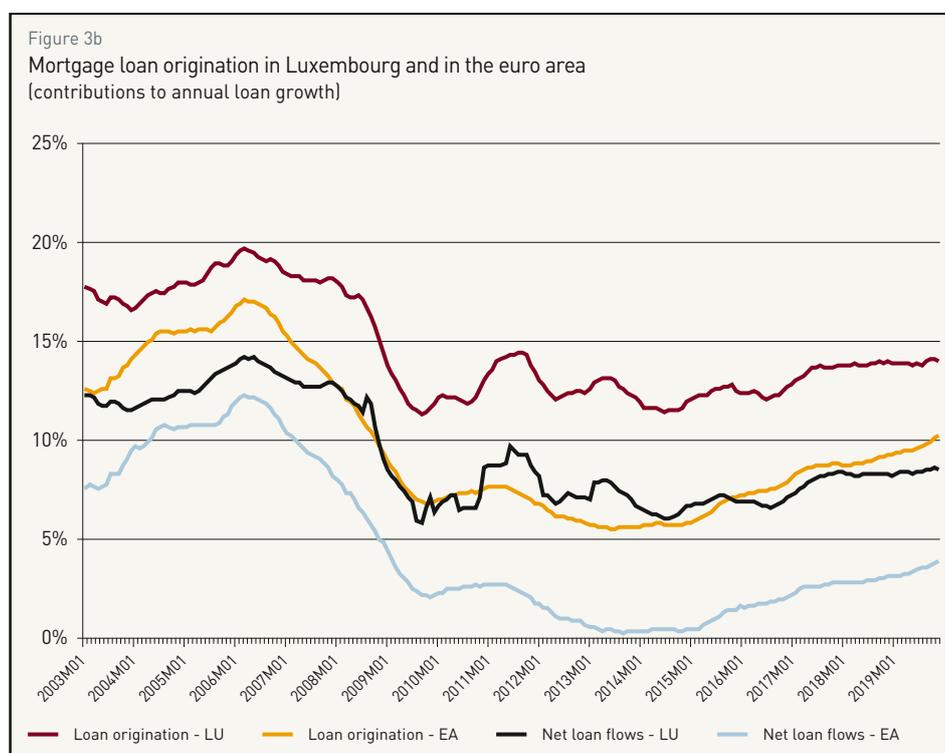
Comparing Luxembourg to the euro area as a whole, before the financial crisis loan origination was slightly lower in the euro area (Figure 3b). During the crisis, the slowdown was more pronounced and more persistent for the euro area as a whole. Growth in mortgage loan origination did not start recovering in the euro area until 2015 and still remains below levels in Luxembourg. Figure 3b also

78 The graph begins in 2009 because new lending volumes before that date included only variable rate loans.

79 According to MIR data, since the beginning of 2015, more than 50% of new mortgage loans are at fixed rates.



Source: BCL, own calculation. Note: The implied share of loan renegotiations is the difference between loan origination and new lending volumes expressed as a share of the latter.



Source: BCL, ECB, own calculations. Note: loan origination is expressed as 12-month cumulated flows divided by the loan stock in $t-12$.

shows that the gap between loan origination and net loan flows is slightly larger for the euro area in the years following the crisis (i.e. repayments contributed more negatively in the euro area). This suggests that the stock of mortgages in the euro area grew more slowly in the years following the financial crisis. In Luxembourg, the stock of mortgages grew more steadily, indicating a relatively smaller effect of repayments (Figure 2a).

4. Conclusions

This analysis decomposed the flows of mortgage loans to Luxembourg households into loan origination and loan repayments to provide better insight into credit market developments.

Results suggest that net flows calculated from bank balance sheets are less informative than loan origination estimates. The financial crisis had a smaller impact on loan origination than suggested by calculating net flows from balance sheet data, which also displayed a more timid recovery. Moreover, loan origination in Luxembourg has increased steadily over the years. This is consistent with banks' replies to the Luxembourg Bank Lending Survey, in which they regularly reported increases in mortgage loan demand along with easing lending standards. Furthermore, the growth in loan origination is comparable to that of house prices, which also increased since 2017. The resulting increase in mortgage indebtedness led the ESRB to issue a warning to Luxembourg in 2016 and a number of other recommendations in 2019.⁸⁰ This analysis confirms that loan origination stands at record high levels, supporting the need to introduce appropriate macro prudential tools to moderate mortgage growth in Luxembourg.

Finally, this study revealed a high and persistent share of loan renegotiations in new mortgage lending, suggesting an ongoing switch from variable-rate to fixed-rate mortgage loans likely driven by the enduring low interest rate environment.

Appendix A – Methodology

For an aggregate bank loan portfolio, net mortgage loan flows (F_t) can be decomposed into two components: loan origination (LO_t) and loan repayments (R_t):

$$F_t = LO_t - R_t \quad (1)$$

Neither LO_t nor R_t can be observed in loan statistics collected by central banks, but they can be estimated using assumptions on their repayment scheme. Over the past years, the most common mortgage contract in Luxembourg has been a fixed rate mortgage with constant instalments and an ex-ante known repayment scheme.⁸¹ This can be expressed as:

$$R_{t,\tau} = LO_t(1+i)^{\tau-M} \left[\frac{1-(1+i)^{-1}}{1-(1+i)^{-M}} \right] \text{ for } t+1 \leq \tau \leq t+M \quad (2)$$

For a loan issued at time t , repayments at time τ ($R_{t,\tau}$) are a function of the initial amount of the loan at origination (LO_t), the initial loan maturity (M) and the interest rate at origination (i). This repayment scheme can easily be extended to accommodate for variable rate loans. The most straightforward

80 See European Systemic Risk Board (ESRB) Warning of 22 September 2016 on medium-term vulnerabilities in the residential sector of Luxembourg [ESRB/2016/09] (https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/161128_ESRB_LU_warning_en.pdf) and ESRB Recommendation of 27 June 2019 on medium-term vulnerabilities in the residential sector in Luxembourg (CERS/2019/6) (https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation190923_lu_recommandation-6577fe0f0d_en.pdf)

81 See European Mortgage Federation, Hypostat – A review of Europe's mortgage and housing markets, September 2019.

example is an adjustable rate loan where initial instalments are set under the assumption that the market interest rate will remain constant over the life of the loan. Changes to lending rates lead to an adjustment in the monthly instalments (interest component), while repayments and loan maturity remain unchanged. This adjustment is shown in Adalid and Falagiarda (2019), Figure 7 and 8.

Using equation 2, a portfolio of loans can be simulated by assuming that all loans originated at time t (LO_t) are repaid from $t+1$ until $t+M$. The portfolio repayments in each period (R_t) thus equal the sum of repayments for all loans active in that period. The following table illustrates the flows associated with a simulated loan portfolio that starts at time t for the first 5 periods. Bank payments to borrowers are shaded red and repayments to the bank in green.

Table:

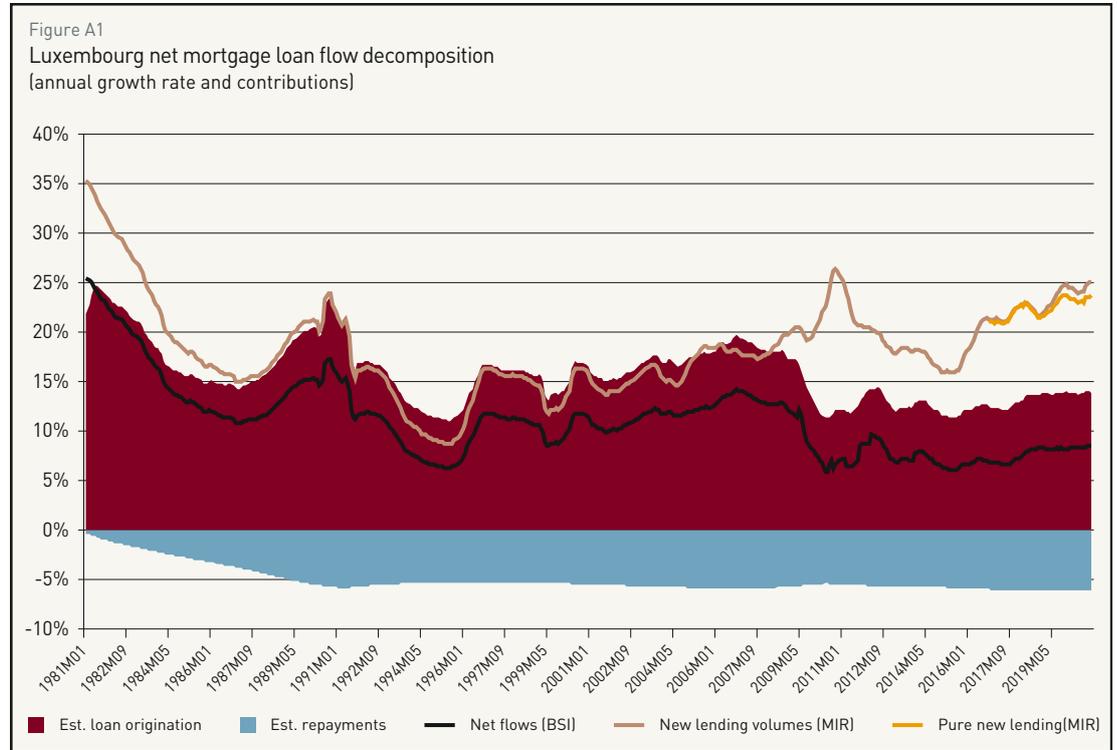
Loan origination and repayments for a loan portfolio with $M = 3$

(flows in each period)

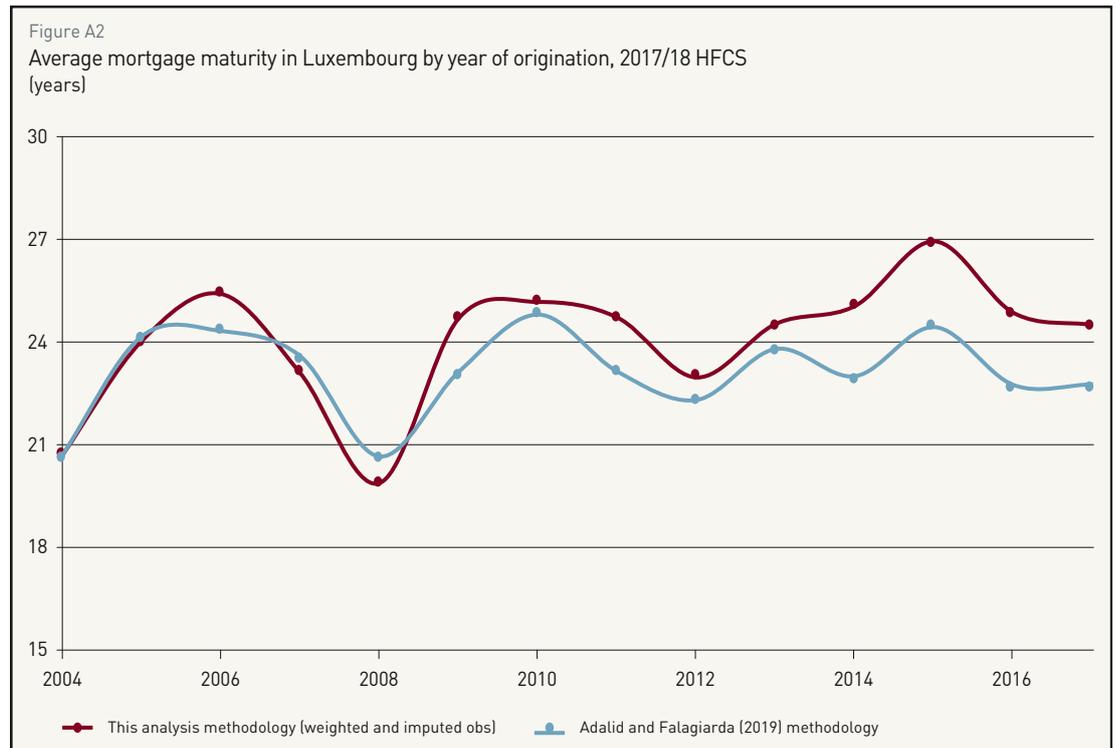
PERIOD	PORTFOLIO		INDIVIDUAL LOAN ISSUED IN				
	Loan origination (LO_t)	Repayments (R_t)	t	$t+1$	$t+2$	$t+3$	$t+4$
t	LO_t	0	LO_t				
$t+1$	LO_{t+1}	$R_{t,1}$	$R_{t,1}$	LO_{t+1}			
$t+2$	LO_{t+2}	$R_{t,2} + R_{t+1,1}$	$R_{t,2}$	$R_{t+1,1}$	LO_{t+2}		
$t+3$	LO_{t+3}	$R_{t,3} + R_{t+1,2} + R_{t+2,1}$	$R_{t,3}$	$R_{t+1,2}$	$R_{t+2,1}$	LO_{t+3}	
$t+4$	LO_{t+4}	$R_{t+1,3} + R_{t+2,2} + R_{t+3,1}$		$R_{t+1,3}$	$R_{t+2,2}$	$R_{t+3,1}$	LO_{t+4}

The simulation algorithm estimates loan originations to ensure that equation 1 holds: each period loan origination minus all repayments must match the observed net loan flows.

Appendix B – Additional figures



Source: BCL, own calculation. Note: Loan origination, repayments and new lending volumes are expressed as 12-month cumulated flows divided by the loan stock in $t-12$. Pure new lending excludes loan renegotiations (as reported by banks).



Source: HFCS, own calculation.

3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	114
2	Circulaires de la BCL	114
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	114
1	Statistiques de politique monétaire	114
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	114
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	115
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	115
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	115
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	115
7	Balance des paiements du Luxembourg	115
8	Commerce extérieur	116
9	Position extérieure globale	116
10	Avoirs de réserve	116
11	Établissements de crédit	116
12	Véhicules de titrisation	116
13	Fonds d'investissement	117
14	Professionnels du secteur financier	117
15	Sociétés de gestion	117
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	117
17	Indicateurs de solidité financière	117
18	Statistiques de paiement	117
4	Publications de la BCL	118
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	120
6	Liste des abréviations	121

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

Règlement 2020/N°28 du 18 mai 2020

Objet : Modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation BCE/2014/31 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties

Domaine : Politique monétaire

Règlement 2020/N°27 du 20 avril 2020

Objet : Modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en oeuvre l'orientation BCE/2014/31 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties

Domaine : Politique monétaire

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

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire 2019/242 du 28 janvier 2019

Objet : Adaptation de la fréquence du rapport S 0.1 «Rapport quotidien sur les dépôts» - Adaptation du rapport TPTBHR (Titre par titre - Données sur le hors-bilan - Clients résidents)

Destinataires : à tous les établissements de crédit

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

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

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

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

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

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

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

4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

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

5 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG

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

6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEISES

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

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

8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg – résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg – investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg – investissements de portefeuille – par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg – autres investissements – par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg – dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg – ventilation géographique des avoirs de portefeuille
- 9.7 Ventilation géographique des Positions d'investissements directs selon le principe directionnel étendu

10 AVOIRS DE RÉSERVE

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

11 ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

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

12 VÉHICULES DE TITRISATION

- 12.1 Bilan agrégé des véhicules de titrisation

13 FONDS D'INVESTISSEMENT

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

14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER

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

15 SOCIÉTÉS DE GESTION

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

16 SOCIÉTÉS D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

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

17 INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

- 17.1 Tableau des indicateurs de solidité financière

18 STATISTIQUES DE PAIEMENT

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin 2019/3, décembre 2019
- Bulletin 2019/2, juillet 2019
- Bulletin 2019/1, avril 2019

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

4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 2020, juillet 2020

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

4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport annuel 2019, juillet 2020

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

4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études 144, juin 2020
Housing and inequality: The case of Luxembourg and its cross-border workers,
par Guillaume Claveres, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina, Jan Stráský, Nicolas Woloszko,
Michael Ziegelmeyer
- Cahier d'études 143, mai 2020
Total Factor Productivity and the Measurement of Neutral Technology,
par Alban Moura
- Cahier d'études 142, mars 2020
The Luxembourg Household Finance Consumption Survey: Results from the third wave,
par Yiwen Chen, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina, Barbara Schuster, Michael Ziegelmeyer
- Cahier d'études 141, mars 2020
Macroprudential stress testing: A proposal for the Luxembourg investment fund sector,
par Kang-Soek Lee
- Cahier d'études 140, janvier 2020
PENELOPE : Luxembourg Tool for Pension Evaluation and Long-Term Projection Exercises,
par Luca Marchiori
- Cahier d'études 139, janvier 2020
Health Subsidies, Prevention and Welfare,
par Luca Marchiori et Olivier Pierrard

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

4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Brochure de présentation de la BCL, édition avril 2018

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

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Fève, P., **A. Moura** and **O. Pierrard** (2019): "Shadow banking and financial regulation: A small-scale DSGE perspective", *Journal of Economic Dynamics and Control*, **101**: 130-144.

Giordana, G., and **M. Ziegelmeier** (2020): "Stress testing household balance sheets in Luxembourg", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, **76**: 115-138.

Lydon, R., **T.Y. Mathä** and S. Millard (2019) "Short-time Work and the Great Recession: Firm-level Evidence from 20 EU Countries", *IZA Journal of Labor Policy*, **8**(2).

4.6.2 Présentations externes

Séminaire économique du STATEC, Luxembourg, 10 février 2020

Comité pour la Protection des Consommateurs Financiers, CSSF, Luxembourg, 23 janvier 2020.

Sixth Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, 16-17 December 2019

2019 Annual Workshop of the ESCB Research Cluster 2, Bundesbank, Frankfurt, 9-11 December 2019

Working Group Econometric Modelling: EAGLE Network, ECB, Frankfurt, November 2019

1st CompNet Data User Conference, France Stratégie, CompNet and Halle Institute for Economic Research, Paris, 8-9 October 2019

31st Annual Conference of the European Association of Labour Economists (EALE), Uppsala, Sweden, 19-21 September 2019

62nd ISI World Statistics Congress, Kuala Lumpur, August 2019



5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

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

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

COMMANDE / ORDER

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

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

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

IGF	Inspection générale des finances
IFM	Institution financière monétaire
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
MFI	Monetary Financial Institution
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLS	Ordinary least squares
OPC	Organisme de placement collectif
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
PIB	Produit intérieur brut
PSC	Pacte de stabilité et de croissance
PSF	Autres professionnels du secteur financier
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	Système européen de comptes
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
TARGET SYSTEM	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
SYSTÈME TARGET	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TCE	Traité instituant la Communauté européenne

UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des États-Unis d'Amérique
VNI	Valeur nette d'inventaire



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

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

www.bcl.lu • sg@bcl.lu