



BULLETIN  
2021

3



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTEME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Section Communication  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [info@bcl.lu](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, le 2 août 2021

Achévé de rédiger le 11 juin 2021

## SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>12</b>
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	13
1.1.3	Les marchés d'actions	14
1.1.4	Les marchés de changes	14
1.1.5	Les prix à la consommation	15
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
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	22
1.2.1	Les prix et les coûts	22
1.2.1.1	Les prix à la consommation	22
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	23
1.2.1.3	Les coûts salariaux	24
1.2.2	Le marché du travail	26
1.2.2.1	L'emploi	26
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	31
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	32
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	45
1.2.5	La croissance économique	49
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2021	53
1.2.6.1	Évolutions récentes	53
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	55
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	56
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	58
1.2.6.5	Prix à la consommation	61
1.2.6.6	Analyse des risques	62
1.2.7	Les relations économiques avec le reste du monde	63
1.2.7.1	Le commerce extérieur	63
1.2.7.2	La balance des paiements	64
1.2.7.3	La position extérieure globale	66
1.2.8	Les finances publiques	68

<b>2</b>	<b>ANALYSES</b>	<b>73</b>
2.1.	HAS THE PHILLIPS CURVE CHANGED? EVIDENCE FOR LUXEMBOURG	75
2.1.1	Introduction	75
2.1.2	What are the explanations for a flattening Phillips curve?	75
2.1.3	The Phillips curve in Luxembourg: recent developments	77
2.1.4	Has the Phillips curve flattened in Luxembourg?	79
2.1.5	The drivers of underlying inflation implied by the Phillips curve model for Luxembourg	82
2.1.6	Concluding remarks	82
2.2.	UN INDICE DES PRIX DES APPARTEMENTS AU LUXEMBOURG BASÉ SUR LA MÉTHODE DES VENTES RÉPÉTÉES	85
2.2.1	Méthodes	85
2.2.2	Source des données et identification des ventes répétées	86
2.2.3	Estimation de l'indice	88
2.2.4	Résultats et comparaison	89
2.2.5	Inconvénients éventuels de la méthode des ventes répétées	91
2.2.6	Conclusion	94
2.2.7	Références	94
2.2.8	Annexe méthodologique	95
2.3.	LE SECTEUR DE L'ASSURANCE AU LUXEMBOURG	98
2.3.1	Les principales catégories de sociétés d'assurance	98
2.3.2	Le cadre réglementaire des sociétés d'assurance luxembourgeoises	99
2.3.3	L'activité des sociétés d'assurance au Luxembourg	100
2.3.3.1	Présentation générale	101
2.3.3.2	La structure du bilan	102
2.3.3.3	La composition du portefeuille	103
2.3.4	Conclusion	106
2.4.	LES TAXES ET DÉPENSES ENVIRONNEMENTALES	107
2.4.1	Introduction	107
2.4.2	Définitions et méthodologie	107
2.4.3	Les taxes environnementales	108
2.4.3.1	Composition des recettes en 2019	109
2.4.3.2	Évolution et mesures récentes	109
2.4.3.3	Comparaison européenne	114
2.4.4	Les dépenses de protection de l'environnement	116
2.4.4.1	Composition des dépenses en 2019	117
2.4.4.2	Évolution et mesures récentes	117
2.4.4.3	Les fonds spéciaux liés à l'environnement	118
2.4.4.4	Comparaison européenne	119
2.4.5	Les engagements européens et luxembourgeois	120
2.4.6	Conclusion	123

2.5.	LES HABITUDES DE PAIEMENT AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO	124
2.5.1	Introduction	124
2.5.2	L'enquête SPACE	124
2.5.3	Les modes de paiement selon le type de transaction	125
2.5.3.1	Les transactions aux points de vente et entre particuliers	125
2.5.3.2	Les achats à distance	127
2.5.3.3	Le règlement de factures et les paiements récurrents	127
2.5.4	Les modes de paiement préférés	128
2.5.5	L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les habitudes de paiement	129
2.5.5.1	L'enquête IMPACT	129
2.5.5.2	Les statistiques des paiements	130
2.5.6	Conclusion	130

### 3 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	134
2	Circulaires de la BCL	134
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	134
1	Statistiques de politique monétaire	134
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	134
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	135
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	135
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	135
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	135
7	Balance des paiements du Luxembourg	135
8	Commerce extérieur	136
9	Position extérieure globale	136
10	Avoirs de réserve	136
11	Établissements de crédit	136
12	Véhicules de titrisation	136
13	Fonds d'investissement	137
14	Professionnels du secteur financier	137
15	Sociétés de gestion	137
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	137
17	Indicateurs de solidité financière	137
18	Statistiques de paiement	137
4	Publications de la BCL	138
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	139
6	Liste des abréviations	140







## VUE D'ENSEMBLE DU BULLETIN 2021/3

Le bulletin 2021/3 de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) fournit un aperçu de la situation économique et de ses perspectives pour la zone euro et le Luxembourg sur base des données disponibles au 11 juin 2021, date de clôture de la publication.

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 l'économie du Luxembourg. Il comprend d'abord une partie rétrospective qui analyse l'évolution de la conjoncture au cours de la première moitié de l'année 2021. L'économie est considérée dans son ensemble, mais aussi par ses principaux secteurs. Ce survol analyse le marché du travail, les relations économiques du Luxembourg avec le reste du monde, et les évolutions en matière de prix et de coûts. Le diagnostic conjoncturel est complété par les projections macroéconomiques telles qu'élaborées par les économistes de la BCL.

Le bulletin comprend également cinq études dédiées à des sujets spécifiques.

Une première analyse applique le cadre de la courbe de Phillips au Luxembourg afin d'évaluer empiriquement si la relation entre l'inflation et l'activité économique a changé depuis la crise financière. Comme dans d'autres pays, il y a raison de croire qu'au Luxembourg la courbe s'est aplatie à travers le temps, de sorte que l'inflation est liée moins étroitement à l'activité économique. Cette analyse permet également de mettre en lumière les principaux moteurs de l'inflation au Luxembourg.

Une deuxième analyse propose un nouvel indice des prix des appartements en appliquant la « méthode des ventes répétées ». Elle illustre comment la mesure des prix des logements peut poser des difficultés en pratique. La méthode des ventes répétées produit un indice de prix qui confirme l'accélération des prix au cours des dernières années, mais cet indice alternatif est moins volatil que les indices de prix hédoniques qui font référence au Luxembourg.



Une troisième analyse présente une vue d'ensemble de l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises sur la base des données collectées par la BCL. Les caractéristiques principales des sociétés d'assurance et leur environnement réglementaire sont exposés dans un premier temps. Les statistiques relatives à l'activité des sociétés d'assurance en termes de composition de bilan et d'allocation de portefeuille sont présentées dans un second temps.

La quatrième analyse se focalise sur l'analyse statistique de la fiscalité environnementale et des dépenses publiques relatives à la protection de l'environnement. Les données luxembourgeoises sont présentées et comparées à celles des pays limitrophes ainsi qu'à l'ensemble de l'Union européenne. La dernière partie est consacrée aux engagements européens et luxembourgeois en matière environnementale.

La cinquième analyse présente les principaux résultats d'une enquête de la BCL sur les habitudes de paiement des ménages au Luxembourg. Cette enquête fait partie de l'étude SPACE (*Study on Payment Attitudes of Consumers in the Euro area*) de l'Eurosystème dont l'objectif a consisté à mieux appréhender les conséquences de la digitalisation croissante de l'économie sur les choix des agents en matière de moyens de paiement. Les résultats de cette enquête sont comparés avec les statistiques des paiements que les banques au Luxembourg déclarent à la BCL.



<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>12</b>
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	13
1.1.3	Les marchés d'actions	14
1.1.4	Les marchés de changes	14
1.1.5	Les prix à la consommation	15
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
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	22
1.2.1	Les prix et les coûts	22
1.2.1.1	Les prix à la consommation	22
1.2.1.2	Les prix à la production et les prix immobiliers	23
1.2.1.3	Les coûts salariaux	24
1.2.2	Le marché du travail	26
1.2.2.1	L'emploi	26
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	31
1.2.3.3	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	32
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	45
1.2.5	La croissance économique	49
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2021	53
1.2.6.1	Évolutions récentes	53
1.2.6.2	Hypothèses techniques et environnement international	55
1.2.6.3	Projections du PIB réel et de ses composantes	56
1.2.6.4	Marché de l'emploi et coûts salariaux	58
1.2.6.5	Prix à la consommation	61
1.2.6.6	Analyse des risques	62
1.2.7	Les relations économiques avec le reste du monde	63
1.2.7.1	Le commerce extérieur	63
1.2.7.2	La balance des paiements	64
1.2.7.3	La position extérieure globale	66
1.2.8	Les finances publiques	68

# 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

Si la reprise de la demande mondiale et l'importante relance budgétaire soutiennent l'activité à l'échelle internationale et dans la zone euro, les perspectives économiques à court terme restent incertaines à cause des infections au coronavirus (COVID-19) et des mesures d'endiguement qui pèsent sur l'activité économique à court terme. Cependant, les importants progrès des campagnes de vaccination et l'assouplissement graduel des mesures d'endiguement renforcent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique au cours de la deuxième moitié de l'année 2021.

Sous l'effet d'une forte augmentation des prix de l'énergie et d'autres facteurs transitoires, l'inflation dans la zone euro est passée de -0,3 % en décembre 2020 à 2,0 % en mai 2021. Le PIB en volume de la zone euro a reculé de 0,6 % au quatrième trimestre 2020 et de 0,3 % au premier trimestre 2021. À moyen terme, la reprise économique dans la zone euro devrait être tirée par un redressement de la demande intérieure et mondiale, soutenue par les conditions de financement favorables et la relance budgétaire, tandis que les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent modérées.

Compte tenu de ces développements, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de confirmer l'orientation très accommodante de sa politique monétaire lors de sa réunion du 10 juin 2021. Le Conseil vise à préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, favorisant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie, soutenant l'activité économique et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Un resserrement des conditions de financement au sens large serait prématuré et constituerait un risque pour la reprise économique en cours et les perspectives d'inflation.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt directeurs inchangés. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement reste inchangé à 0,00 %, ainsi que 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 l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats nets au titre du PEPP se poursuivront à un rythme nettement plus élevé au cours du trimestre à venir que pendant les premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats (dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions) continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement

utilisée. Cependant, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs continuera de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. 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.

Troisièmement, les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs 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.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. Les financements obtenus par le biais de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) jouent un rôle essentiel en faveur de l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Depuis le 11 décembre 2020, les taux d'intérêt du marché monétaire, l'€STR et le taux EONIA, ont légèrement diminué pour se situer le 11 juin 2021 à -0,56 % et -0,48 %, respectivement. 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.

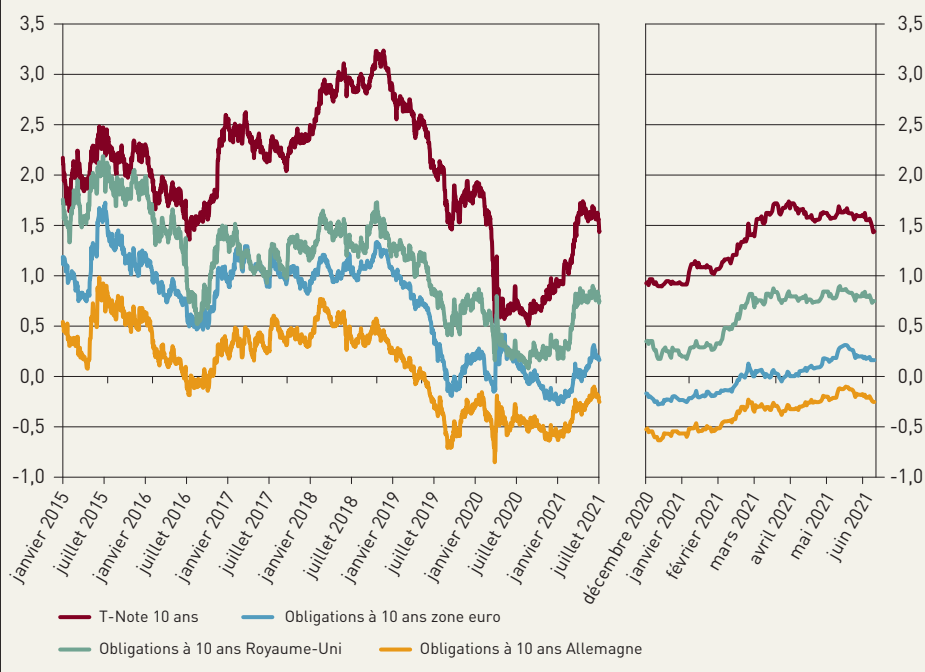
Concernant l'analyse monétaire, en avril 2021 l'agrégat monétaire large M3 a progressé de 9,2 % en rythme annuel, après avoir augmenté de 10,1 % le mois précédent. Ceci suggère un ralentissement de la croissance, même si la dynamique des flux de liquidité demeure robuste. Pour l'agrégat monétaire étroit M1, la progression annuelle était de 12,3 % en avril 2021, en baisse de -1,3 p.p. par rapport à son niveau de mars.

La croissance des crédits octroyés au secteur privé est demeurée élevée en avril. Le rythme de progression annuelle des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a baissé de 2,1 p.p. pour s'établir à 3,2 % en avril 2021. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a été de 3,8 % en avril 2021, en hausse de 0,5 p.p. par rapport au mois précédent.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

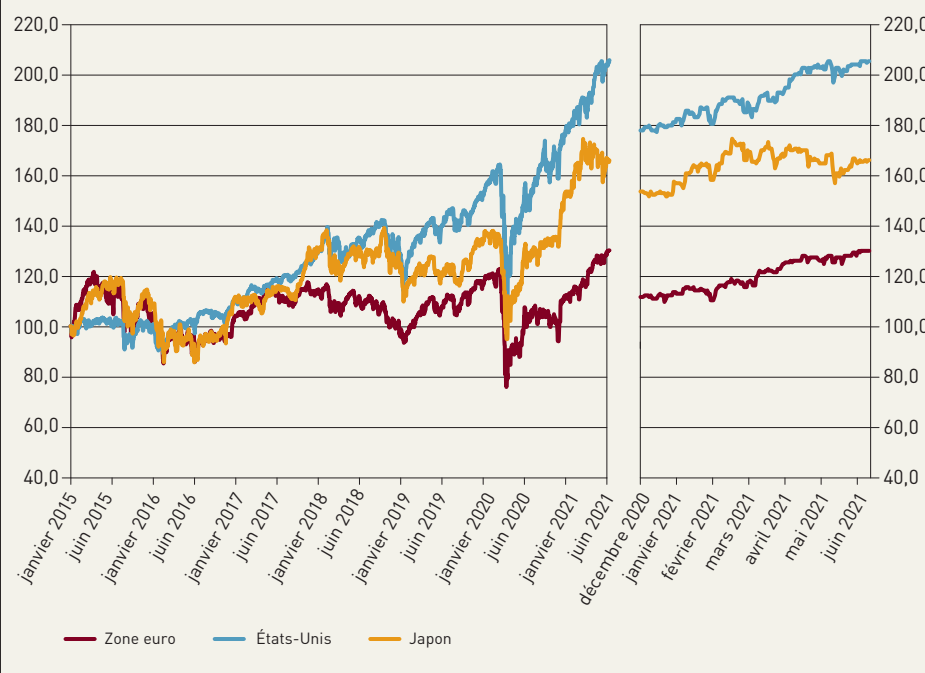
Dans la zone euro, les rendements des titres publics ont augmenté depuis décembre 2020 pour s'établir le 11 juin 2021 à -0,61 % pour les titres à 1 an et à 0,16 % pour les titres à 10 ans. La relance économique mondiale suscitant davantage d'optimisme, les rendements des obligations souveraines ont augmenté en zone euro, tout en restant à des niveaux relativement bas dans l'ensemble (graphique 1). Le différentiel de rendement entre les obligations à 10 ans et les obligations à 1 an se situe à 0,47 p.p.. Ce différentiel s'est creusé du fait des perspectives d'une importante relance économique soutenue par les mesures budgétaires et monétaires et de l'augmentation des anticipations d'inflation à long terme parmi

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



Sources : BCE, Bloomberg

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon  
(Base 100 au 01/01/2015)



Source : Bloomberg

les intervenants sur les marchés financiers.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a aussi augmenté depuis décembre 2020 pour atteindre 1,44 %. Par conséquent, l'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et son équivalent dans la zone euro s'est accru au cours de la période analysée pour s'établir à 1,28 p.p. le 11 juin 2021.

### 1.1.3 Les marchés d'actions

Entre le 11 décembre 2020 et le 11 juin 2021, l'indice boursier américain Standard & Poor's 500 a progressé de 15,7 %, atteignant de nouveaux sommets historiques. En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a augmenté de 17,5 % alors qu'au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 s'est inscrit en hausse de 8,7 % sur la même période. Le fort rebond sur les marchés des actions s'explique notamment par une amélioration des anticipations de futurs bénéfiques et dans une moindre mesure par une réduction de la prime de risque liée aux actions. Au cours des derniers mois, la vitesse de la reprise des indices européens a donc dépassé celle de l'indice de référence américain, ce dernier se situant déjà à des niveaux élevés sous l'effet des élections présidentielles et de la disponibilité imminente des vaccins en fin d'année 2020.

### 1.1.4 Les marchés de changes

Au cours de la période comprise entre le 11 décembre 2020 et le 11 juin 2021, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires

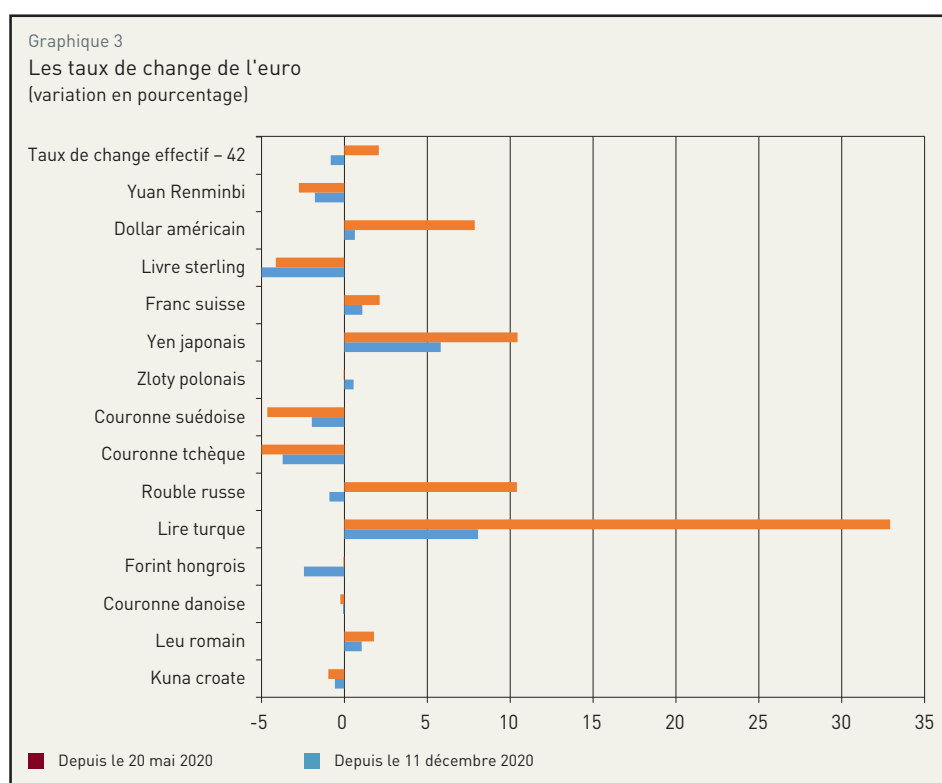
commerciaux de la zone euro, s'est très légèrement déprécié de -1 %. Sur cette même période, l'euro s'est apprécié de 1 % par rapport au dollar américain et déprécié de -6 % vis-à-vis de la livre sterling (voir le graphique 3). Concernant les autres principales devises mondiales, l'euro s'est apprécié de 6 % vis-à-vis du yen japonais et de 1 % par rapport au franc suisse. En revanche, l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du rouble russe (-1 %) et du yuan renminbi (-2 %).

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du zloty polonais et déprécié face à la couronne tchèque et suédoise.

### 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), a reculé en 2020, atteignant seulement 0,3 % en moyenne dans le contexte de la chute des prix pétroliers et de la pandémie de COVID-19. Durant les cinq premiers mois de 2021, l'inflation a rebondi pour s'établir à 1,4 % en moyenne. En mai, selon l'estimation provisoire d'Eurostat, le taux d'inflation aurait été de 2,0 %, son niveau le plus élevé depuis octobre 2018.

Le taux d'inflation de l'IPCH à l'exclusion des produits alimentaires non transformés et de l'énergie s'est établi à 1,1 % en moyenne au cours des cinq premiers mois de l'année 2021, soit un niveau proche de son taux moyen observé en 2020.



Note : Une variation positive (négative) correspond à une appréciation (dépréciation) de l'euro.  
Sources : BCE, Bloomberg



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)**

	2019	2020	2020-T4	2021-T1	2021-AVR.	2021-MAI*
IPCH global	1,2	0,3	-0,3	1,1	1,6	2,0
Produits alimentaires non transformés	1,4	4,0	3,5	1,7	-0,4	0,0
Produits alimentaires transformés	1,9	1,8	1,2	1,2	1,0	0,8
Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,2	-0,3	0,9	0,5	0,7
Énergie	1,1	-6,8	-7,8	-0,6	10,3	13,1
Services	1,5	1,0	0,5	1,3	0,9	1,1
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,2	0,9	0,4	1,2	0,8	0,9

Source : Eurostat \*Estimation rapide

Le quatrième trimestre de 2020 avait été marqué par une inflation négative sous l'effet du recul des prix de l'énergie et des prix des produits manufacturés hors énergie. Au début de l'année 2021, l'inflation des prix de l'énergie, bien que toujours négative, s'est rapprochée de zéro. L'inflation des prix des produits manufacturés hors énergie s'est quant à elle normalisée, atteignant 0,9 % en moyenne au premier trimestre. Les prix des services ont également nettement accéléré pour s'établir à 1,3 % au premier trimestre. Sur la même période, les prix des biens alimentaires non transformés ont décéléré alors que l'inflation des prix des biens alimentaires transformés est restée stable.

En 2020, le prix du pétrole, après s'être effondré en mars, s'est redressé à partir de l'été. Cette tendance s'est poursuivie début 2021, le prix du pétrole se situant désormais à un niveau similaire à celui observé avant la pandémie. Le prix des autres matières premières, qui affichaient également une évolution positive depuis l'été 2020, ont continué leur progression début 2021. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar, qui avait fortement augmenté durant la deuxième moitié de 2020, s'est stabilisé au cours des premiers mois de 2021, atteignant 1,22 \$/€ fin mai.

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

Au cours du premier trimestre 2021, le PIB de la zone euro a reculé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent (après -0,6 % au quatrième trimestre 2020). L'économie de la zone euro est donc entrée en une deuxième récession au quatrième trimestre 2020, après avoir enregistré au premier semestre 2021 la baisse cumulée la plus importante depuis le début des séries SEC2010 en 1995. Cette dernière faisait suite, rappelons-le, aux mesures de confinement liées au COVID-19 qui avaient été mises en place par les États membres en mars 2020.

Au premier trimestre 2021, les dépenses de consommation privée ont reculé de 2,3 % tandis que celles des administrations publiques ont stagné. Toutes les autres composantes ont progressé. L'investissement a augmenté de 0,2 %, les importations de 0,9 % et les exportations de 1,0 %.

Seulement trois pays de la zone euro étaient en récession technique au premier trimestre 2021, à savoir l'Autriche, la France et les Pays-Bas. Les autres pays ont enregistré des évolutions variées, oscillant entre une baisse du PIB de 3,3 % au Portugal et une croissance de 7,8 % en Irlande. En ce qui concerne les pays limitrophes du Luxembourg, au premier trimestre 2021, le PIB s'est redressé en Belgique (+1,0 %), tandis qu'il a reculé de 1,8 % en Allemagne et de 0,1 % en France.

L'emploi dans la zone euro a diminué de 0,3 % au premier trimestre 2021 après avoir progressé de respectivement 1,0 % et 0,4 % aux troisième et quatrième trimestres 2020. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a diminué de 1,8 %.

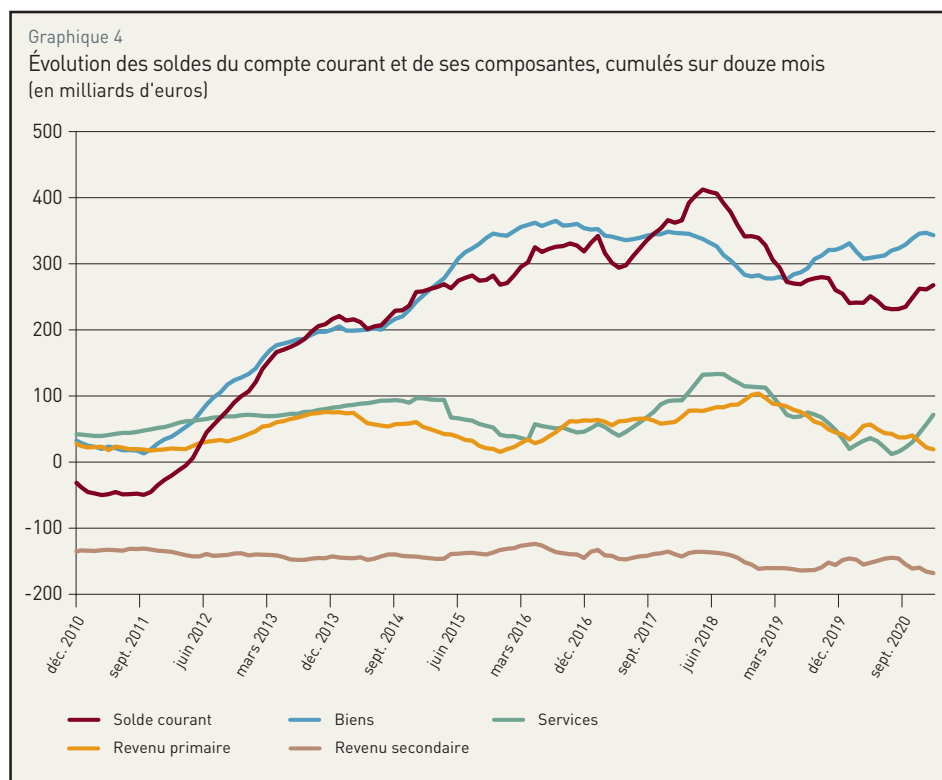
En avril 2021, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 8,0 %, en baisse de 0,1 p.p. par rapport à mars 2021 et en hausse de 0,7 p.p. par rapport au taux de 7,3 % qui prévalait en avril 2020. Selon Eurostat, 13,03 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro en avril 2021. Plusieurs pays ont néanmoins vu leur taux de chômage évoluer défavorablement en avril 2021. Il s'agit notamment de l'Espagne (+0,1 p.p. à 15,4 %), de l'Italie (+0,3 p.p. à 10,7 %) et du Portugal (+0,3 p.p. à 6,9 %).

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


L'excédent courant de la zone euro s'est établi à 250 milliards d'euros (2,2 % du PIB) au cours de l'année 2020, comparé à un surplus de 280 milliards d'euros (2,3 % du PIB) en 2019. Cette légère baisse de l'excédent courant s'explique par une évolution défavorable des excédents des services et du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements) ainsi que par la hausse du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.).

La contribution positive la plus importante à l'excédent courant provient, comme d'habitude, des échanges de marchandises, dont le solde positif s'est établi à 340 milliards d'euros en 2020, soit une hausse de 5 % par rapport au surplus dégagé en 2019. Malgré cette évolution favorable du surplus, les exportations et les importations de biens se sont, de leur côté, fortement contractées (-9 % et -11 %) au cours de l'année 2020. Les plus fortes baisses se sont produites au deuxième trimestre 2020, les exportations et les importations de marchandises ayant reculé respectivement de 22 % et de 21 % par rapport au même trimestre en 2019. La crise sanitaire est à l'origine de ces baisses et a affecté, de façon similaire, les exportations et les importations de services.

Sur base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro a atteint 51 milliards d'euros (1,7 % du PIB) au premier trimestre 2021, contre 102 milliards d'euros (3,4 % du PIB) au dernier trimestre 2020 et 32 milliards d'euros (1,1 % du PIB) au premier trimestre 2020. Avec un surplus de 81 milliards d'euros au premier trimestre 2021, les échanges de marchandises ont continué à contribuer positivement à l'excédent courant de la zone euro. Toutefois, si le surplus de biens s'est inscrit en hausse de 7 % par rapport au premier trimestre 2020, il est ressorti inférieur de 29 % à son niveau du dernier trimestre 2020, en raison d'une évolution défavorable des exportations par rapport aux importations de biens.



Source : BCE



S'agissant du compte des transactions financières, au cours de l'année 2020, les non-résidents ont délaissé les titres de dette à long terme émis par la zone euro, qui ont subi d'importantes ventes nettes, à concurrence de 151 milliards d'euros. Ces ventes se sont poursuivies au premier trimestre 2021, atteignant 53 milliards d'euros. De leur côté, les titres de dette à court terme émis par la zone euro ont fait l'objet d'importants achats nets, à hauteur de 121 milliards d'euros, en 2020. Ces achats nets se sont poursuivis au premier trimestre 2021, à concurrence de 77 milliards d'euros. Sur les marchés des titres de participation, après avoir délaissé les actions au premier trimestre 2020, les non-résidents sont revenus sur les marchés, investissant 97 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2020 et 84 milliards au premier trimestre 2021.

Les résidents de la zone euro ont de leur côté accru leurs achats de titres de dette étrangers, à concurrence de 389 milliards d'euros sur toute l'année 2020 et de 144 milliards au premier trimestre 2021. De même, les transactions sur les titres de participation étrangers ont donné lieu à des achats nets d'un montant de 297 milliards d'euros en 2020 et de 138 milliards au premier trimestre 2021. Dans l'ensemble, les flux d'investissements de portefeuille se sont donc soldés par d'importantes sorties nettes de capitaux, à concurrence de 618 milliards d'euros en 2020 et de 175 milliards d'euros au premier trimestre 2021.

Concernant les autres composantes du compte financier, sous l'effet des rapatriements de capitaux, les investissements directs se sont soldés par des entrées nettes de 108 milliards d'euros en 2020, tandis que des sorties nettes de 9 milliards d'euros ont été enregistrées au premier trimestre 2021. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des entrées nettes de 178 milliards d'euros en 2020, résultant d'une hausse des engagements de l'Eurosystème et des administrations publiques. De même, des entrées nettes de 98 milliards d'euros ont été enregistrées au premier trimestre 2021, en raison d'un accroissement des engagements des institutions financières monétaires (hors Eurosystème).

#### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2021 de l'Eurosystème<sup>1</sup>, le PIB en volume dans la zone euro devrait croître de 4,6 % en 2021, de 4,7 % en 2022 et de 2,1 % en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2021, établies par les services de la BCE, les perspectives d'activité économique ont été révisées à la hausse en 2021 et 2022 et sont demeurées inchangées en 2023.

La consommation privée devrait se redresser au deuxième trimestre, puis accélérer fortement au second semestre 2021 avec l'assouplissement progressif des mesures de confinement, avant de retrouver son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2022. Ce rebond serait également soutenu par une diminution progressive de l'incertitude et un redressement du revenu disponible, et ce malgré l'arrêt de transferts fiscaux. Bien que la consommation privée soit censée être le principal moteur de la reprise, le scénario de référence n'envisage pas de forte contribution de la consommation de rattrapage, car l'important stock d'épargne excédentaire accumulée au plus fort de la pandémie restera largement non dépensé. Le taux d'épargne des ménages, qui avait fortement augmenté depuis le début de la pandémie à cause des facteurs d'épargne forcée et d'épargne de précaution, reviendrait à peu près à son niveau d'avant la pandémie à la mi-2022.

L'investissement immobilier a progressé de manière modérée au premier trimestre 2021 et se situait juste en-dessous de son niveau d'avant la pandémie. À l'avenir, il devrait être soutenu par un rebond du revenu disponible et le retour de la confiance des consommateurs. En outre, une partie de l'épargne excédentaire accumulée devrait être utilisée pour le financer. Au final, l'investissement immobilier devrait

<sup>1</sup> Voir sous [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202106\\_eurosystemstaff-7000543a66.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202106_eurosystemstaff-7000543a66.en.html).


continuer à se redresser fortement au cours de l'année 2021 avant de revenir progressivement à des taux de croissance plus modérés sur le reste de l'horizon de projection. L'investissement des entreprises devrait faire preuve de résilience et se redresser de manière substantielle en 2021, atteignant son niveau d'avant-crise d'ici la fin de l'année. Plus spécifiquement, un rebond plus solide devrait se produire au second semestre 2021 dans un contexte où la demande mondiale et intérieure se redresse, la croissance des bénéfiques s'améliore, les conditions de financement sont favorables et le plan « Next Generation EU », dit NGEU<sup>2</sup>, a un impact positif sur les dépenses d'investissement des entreprises. Cependant, la croissance de ces dernières sur l'horizon de projection devrait être limitée en raison de l'augmentation de l'endettement brut des sociétés non financières pendant la pandémie. Malgré de solides liquidités, les entreprises doivent en effet rétablir la santé de leur bilan.

Le commerce de la zone euro a été plombé au premier trimestre 2021 par l'incertitude entourant les nouveaux termes commerciaux avec le Royaume-Uni, les goulots d'étranglement dans le secteur logistique mondial et les contraintes d'approvisionnement qui sont particulièrement présentes dans l'industrie des semi-conducteurs. Les écarts de production - plus favorables pour les secteurs des produits manufacturés que ceux des services - devraient se réduire cette année et les indicateurs actuellement disponibles signalent une reprise progressive des services de voyage au deuxième trimestre. Les parts de marché à l'exportation devraient achever leur reprise à la fin de 2022 puis, à moyen terme, se stabiliser autour des valeurs observées avant la pandémie tout en restant quelque peu modérées dans les pays plus dépendants des exportations de voyages. Enfin, la croissance des importations devrait être plus forte que ne le laisserait présager la demande intérieure. Cela est dû au contenu élevé en importations des exportations et aux solides importations de services liés au tourisme dans certains pays du nord de la zone euro.

Le taux de chômage devrait rester globalement inchangé en 2021 avant de revenir à son niveau d'avant-crise d'ici la fin 2023. Une contraction de l'emploi au premier trimestre 2021, liée à l'extension des mesures de confinement et à la baisse d'activité associée, a conduit à une augmentation du chômage. Les projections anticipent qu'une grande partie des travailleurs bénéficiant de programmes de maintien dans l'emploi retrouveront un emploi régulier, bénéficiant de la forte reprise post-pandémique. Par conséquent, le taux de chômage devrait être plutôt stable pour le reste de 2021, avant de baisser progressivement au cours des deux prochaines années pour atteindre 7,3 % d'ici fin 2023.

Concernant les finances publiques, les mesures budgétaires extraordinaires prises par tous les pays de la zone euro en réponse à la pandémie ont continué à atténuer l'impact macroéconomique de la crise du COVID-19 en 2021 et de soutenir la reprise. Alors que les mesures de restrictions sanitaires se sont poursuivies en 2021, les gouvernements ont prolongé les mesures d'urgence, les ont progressivement intensifiées et/ou ont adopté de nouvelles mesures de soutien. La relance discrétionnaire liée à la crise est estimée à près de 4½ % du PIB pour 2021 (environ 1¼ point de pourcentage de plus que dans les projections de mars 2021). La plupart des mesures supplémentaires sont temporaires et devraient être annulées en 2022. Certaines ont été prolongées et, conjointement avec d'autres mesures de relance, y compris les dépenses financées par le NGEU, elles devraient entraîner une relance annuelle d'environ 1½ % du PIB en 2022 et 1¼ % en 2023. La plupart de ces mesures sont des dépenses supplémentaires sous forme de transferts et de subventions aux entreprises, y compris dans le cadre de programmes de maintien de l'emploi. Les mesures classées dans la rubrique « consommation publique » reflètent pour la plupart des dépenses de santé plus élevées, y compris les salaires, liées à la campagne de vaccination. Du côté des recettes, les mesures concernent les baisses d'impôts directs et indirects. Les investissements supplémentaires

2 « Next Generation EU » est un instrument temporaire de relance de 750 milliards d'euros destiné à aider à réparer les dommages économiques et sociaux immédiats causés par la pandémie de COVID-19. Il vise, sur la période 2021-2027, à rendre l'Europe de l'après-COVID-19 plus verte, plus numérique, plus résiliente et mieux adaptée aux défis actuels et à venir.



du gouvernement, bien que limités en 2020, ont une part plus importante dans les plans de relance à partir de 2021, principalement en raison des mesures attendues financées par le NGEU. En tenant compte de l'impact des subventions NGEU sur les recettes, s'élevant à environ 0,6 % du PIB par an, l'orientation budgétaire devrait être expansionniste en 2021, se resserrer en 2022 et rester globalement neutre en 2023.

Dans ce contexte, le déficit budgétaire de la zone euro devrait se réduire légèrement en 2021 et plus sensiblement à partir de 2022. Le taux d'endettement de la zone euro devrait culminer en 2021 à 99 % du PIB, puis baisser légèrement par la suite. La baisse sur 2022-2023 est principalement due aux écarts favorables entre les taux d'intérêt et les taux de croissance, qui font plus que compenser la persistance, quoiqu'en baisse, des déficits primaires. Par rapport aux projections de mars 2021, le déficit budgétaire et la dette de la zone euro ont été révisés à la hausse, notamment pour 2021, en raison des mesures de relance supplémentaires. La révision plus importante de la dette publique en 2021 s'explique par des effets de base à partir de 2020, liés à un ajustement déficit-dette plus élevé que prévu précédemment. Cela reflète entre autres le reclassement de certains soutiens au secteur privé dans les comptes publics de certains pays.

Compte tenu de l'incertitude significative qui continue d'entourer 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. Par rapport au scénario de référence, le scénario clément envisage un déploiement plus rapide, une meilleure acceptation du public et une plus grande efficacité des vaccins, y compris contre les nouveaux variants viraux. Cela permettrait un assouplissement plus rapide des mesures de confinement et leur suppression progressive d'ici fin 2021. Le scénario sévère envisage, de son côté, une possible résurgence de la pandémie dans les prochains mois avec l'émergence de variants plus infectieux du virus, une réduction de l'efficacité des vaccins et le maintien de certaines mesures de confinement jusqu'à mi-2023, ce qui *in fine* pèserait sur le niveau de l'activité économique.

Selon le scénario clément, le PIB réel reviendrait à son niveau d'avant-crise dès le troisième trimestre 2021. En moyenne annuelle, le rebond du PIB réel s'établirait à 6,2 % en 2021 et il serait suivi de modérations de la croissance en 2022 (+5,5 %) et 2023 (+2,2 %). Dans le scénario sévère, la reprise de 2021 serait nettement plus modeste (+2,9 %) et la croissance s'établirait ensuite à 2,3 % en 2022 et 2,2 % en 2023. Dans ce scénario sévère, il est prévu que le PIB ne retrouve son niveau d'avant-crise qu'à la fin de 2023.

Lors de sa réunion du 10 juin 2021, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro étaient dans l'ensemble équilibrés. D'un côté, la reprise pourrait s'avérer encore plus forte du fait de perspectives plus favorables pour la demande mondiale et d'une réduction plus rapide que prévu de l'épargne des ménages une fois que les restrictions sociales et de déplacements auront été levées. D'un autre côté, la pandémie en cours – y compris la propagation de mutations virales – et ses répercussions sur les conditions économiques et financières continuent d'être des sources de risque à la baisse.

En ce qui concerne les prix, l'inflation en rythme annuel dans la zone euro s'est accélérée, passant de 1,3 % en mars à 1,6 % en avril puis à 2,0 % en mai 2021. Cette évolution est principalement due à une forte augmentation des prix de l'énergie, reflétant à la fois d'importants effets de base hausiers et des progressions en rythme mensuel, et, dans une moindre mesure, à une légère hausse des prix des produits manufacturés hors énergie. L'inflation devrait encore augmenter vers l'automne, reflétant surtout des effets de base défavorables liés à la réduction temporaire de la TVA en Allemagne au deuxième semestre 2020. Elle devrait ralentir à nouveau au début de l'année prochaine, avec la dissipation des facteurs temporaires et l'atténuation des évolutions des prix mondiaux de l'énergie.

Les projections macroéconomiques de juin 2021 établies par l'Eurosystème pour la zone euro, tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,9 % en 2021, de 1,5 % en 2022 et de 1,4 % en 2023. Par rapport aux projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, largement en raison de facteurs temporaires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Elles sont restées inchangées pour 2023, car l'augmentation de l'inflation sous-jacente est contrebalancée, dans une large mesure, par une baisse attendue de l'inflation des prix de l'énergie.

Tableau 2 :

**Projections macroéconomiques pour la zone euro**

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

	JUN 2021				MARS 2021			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB réel	-6,8	4,6	4,7	2,1	-6,9	4,0	4,1	2,1
Consommation privée	-8,0	2,9	7,0	2,0	-8,0	3,0	5,9	2,1
Consommation publique	1,4	3,4	-0,8	1,0	1,0	2,9	0,1	1,1
Investissement	-8,2	7,3	5,5	2,8	-8,4	5,5	5,9	3,3
Exportations	-9,8	9,0	6,5	3,7	-10,5	7,5	5,5	3,4
Importations	-9,3	8,3	7,0	3,6	-10,0	6,6	6,4	3,6
Emploi	-1,6	0,3	1,2	1,0	-1,7	-0,2	1,3	1,0
Taux de chômage <sup>3</sup>	7,8	8,2	7,9	7,4	7,8	8,6	8,1	7,6
IPCH	0,3	1,9	1,5	1,4	0,3	1,5	1,2	1,4
IPCH hors énergie	1,0	1,2	1,4	1,6	1,0	1,1	1,2	1,5
Solde budgétaire des administrations publiques <sup>4</sup>	-7,3	-7,1	-3,4	-2,6	-7,2	-6,1	-3,1	-2,4
Dette brute des administrations publiques <sup>5</sup>	98,0	99,4	96,3	95,2	96,9	98,2	96,1	95,1

Source : BCE

3 Pourcentages de la population active.

4 Pourcentages du PIB.

5 Pourcentages du PIB.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

##### Les prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), après avoir atteint 0,8 % en 2020, a accéléré durant les cinq premiers mois de 2021 pour s'établir à 1,7 % en moyenne.

Tableau 3

##### Évolution de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) et de ses composantes et de l'IPCH au Luxembourg (taux de variation annuels)

	2019	2020	2020-T4	2021-T1	2021-AVRIL	2021-MAI
IPCN global	1,7	0,8	0,5	1,3	2,1	2,5
Produits alimentaires non transformés	1,2	3,6	3,5	0,8	-1,5	0,9
Produits alimentaires transformés	1,7	2,2	2,0	1,3	0,0	0,5
Produits manufacturés hors énergie	1,0	1,2	1,1	1,4	1,4	1,3
Énergie	1,6	-7,9	-10,1	0,5	19,4	23,7
Services	2,3	1,3	1,1	1,3	1,2	1,4
IPCN hors produits alimentaires et énergie	1,8	1,3	1,1	1,3	1,3	1,4
IPCH	1,6	0,0	-0,5	1,0	3,3	4,0

Sources : STATEC, calculs BCL

Début 2021, le profil de l'inflation a été marqué par le report des soldes du mois de janvier au mois de février à la suite de la pandémie de COVID-19. Cela s'est traduit par une forte accélération de l'inflation en janvier et par un taux d'inflation légèrement négatif en février (voir le graphique ci-après). L'inflation globale, qui a atteint 2,0 % en mars, a encore légèrement progressé en avril avant d'accélérer plus fortement en mai sous l'effet de la hausse des prix des produits pétroliers qui, en outre, avaient affiché de faibles niveaux durant la même période de 2020. L'inflation IPCN hors produits alimentaires et énergie est d'ailleurs restée globalement stable au cours des cinq premiers mois de 2021 par rapport à 2020, s'établissant à 1,3 % en moyenne. Cela s'explique par la stabilité de l'inflation de ses sous-composantes, à savoir les produits manufacturés hors énergie et les services.

Le différentiel d'inflation IPCN avec la zone euro, qui avait atteint +0,6 p.p. en 2020, s'est établi à 0,0 p.p. en moyenne en janvier et février, avant de progresser pour atteindre 0,5 p.p. en moyenne de mars à mai.<sup>6</sup> Le différentiel d'inflation calculé sur la base de l'IPCH comme mesure de l'inflation globale au Luxembourg, s'est accru bien plus fortement, s'établissant à 1,6 p.p. en moyenne de mars à mai. Cette différence tient à la part plus importante de l'énergie dans l'IPCH et à la forte inflation de cette composante depuis le mois de mars<sup>7</sup>. L'inflation des prix de l'énergie, qui est soutenue par la progression des prix du pétrole et le faible niveau de ceux-ci durant la même période de 2020, a été amplifiée au Luxembourg par l'introduction d'une taxe CO<sub>2</sub> en janvier 2021 et par une sensibilité élevée des prix des carburants

6 Le différentiel d'inflation est ici mesuré sur la base de l'IPCN pour le Luxembourg et de l'IPCH pour la zone euro.

7 En excluant la composante énergie de l'IPCH, le différentiel d'inflation avec la zone euro n'a atteint que 0,4 p.p. en moyenne en avril et en mai.

à une variation du prix du pétrole à cause d'un niveau d'accise qui reste faible<sup>8,9</sup>.

Le différentiel d'inflation par rapport aux pays limitrophes a augmenté, mais de manière moins prononcée que par rapport à la zone euro, ce qui s'explique par une inflation relativement élevée observée en Allemagne et en Belgique. En termes cumulés, sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au premier trimestre 2021, le différentiel d'inflation du Luxembourg a atteint respectivement +11,7 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +10,0 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>10</sup>, les perceptions et les anticipations d'inflation connaissent depuis la fin de l'année 2020 une évolution similaire et globalement en nette hausse.

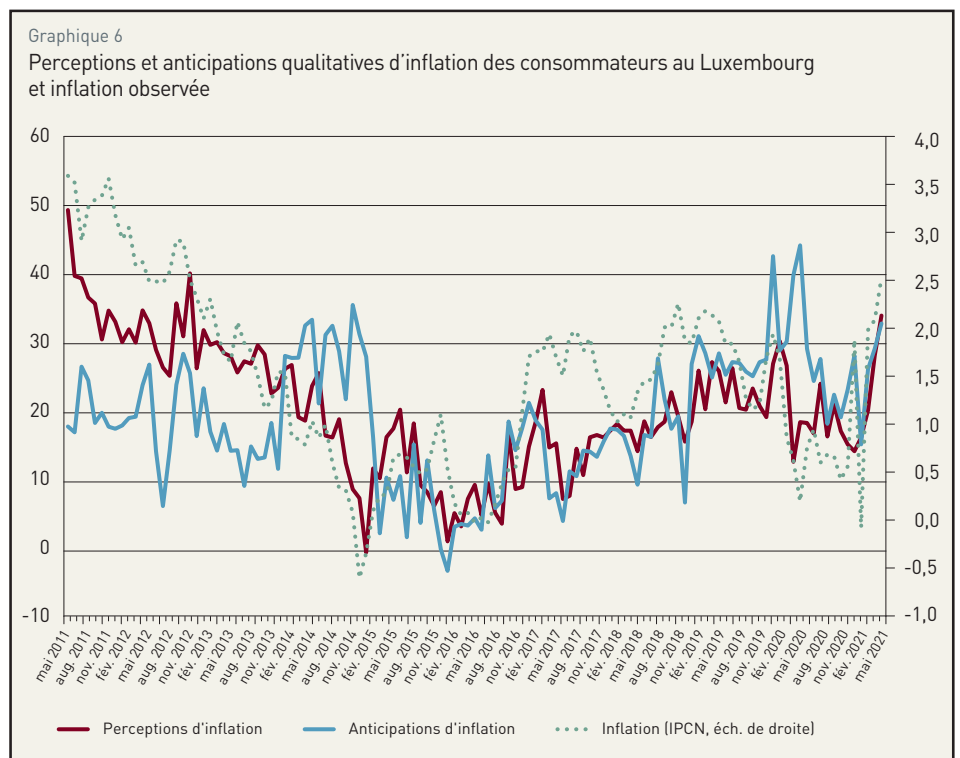
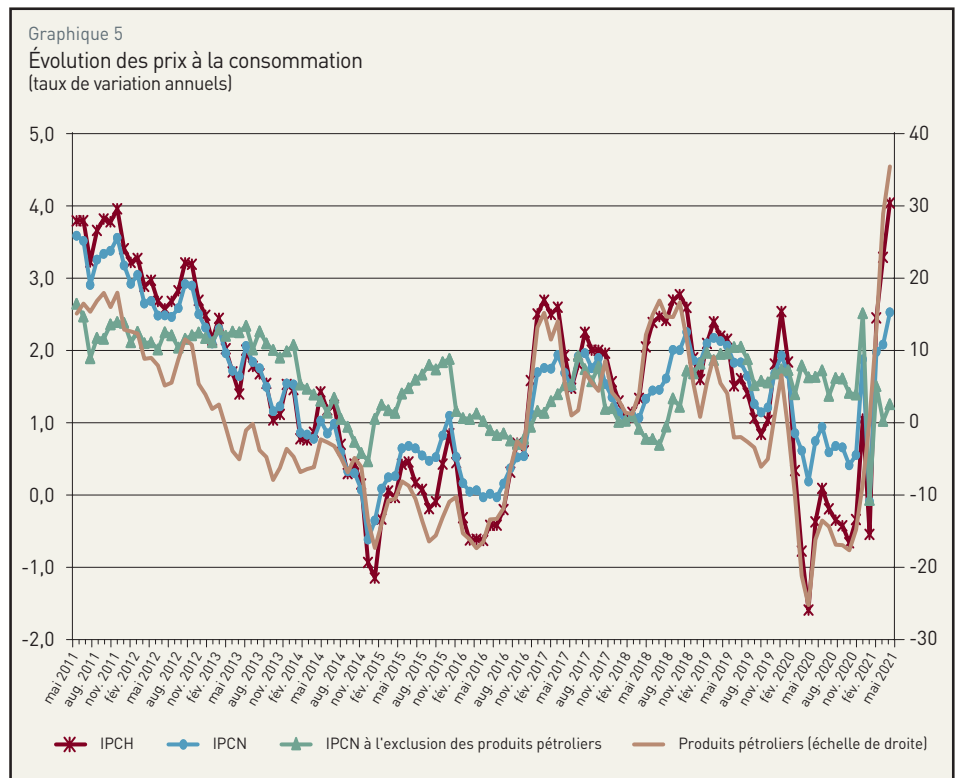
### 1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Après deux années successives de recul, les prix à la production ont connu une forte hausse au premier trimestre 2021, progressant de 5,3 % par rapport au quatrième trimestre 2020. Tous les types de

8 L'impact de la taxe CO<sub>2</sub> sur l'IPCN en 2021 est estimé à +0,25 p.p.

9 Les accises étant une taxe unitaire qui ne dépend pas du prix de vente du produit taxé, son montant reste constant malgré les variations du prix de vente. Plus cette part fixe dans le prix de vente est faible (comme c'est le cas au Luxembourg), plus le prix total des carburants réagira aux variations des prix du pétrole.

10 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.





biens ont affiché des prix à la production en hausse à l'exception des biens d'équipement, dont les prix sont restés stables.

Après avoir progressé de 2,9 % en 2019, les prix à la construction ont progressé de 3,0 % en 2020. Les prix de vente de l'immobilier résidentiel<sup>11</sup> ont continué leur progression soutenue, enregistrant une hausse de 14,5 % en 2020. Les prix immobiliers ont progressé de 2,8 % au troisième trimestre 2020 sur une base trimestrielle, et ont fortement accéléré, à 4,7 %, au quatrième trimestre.

Tableau 4

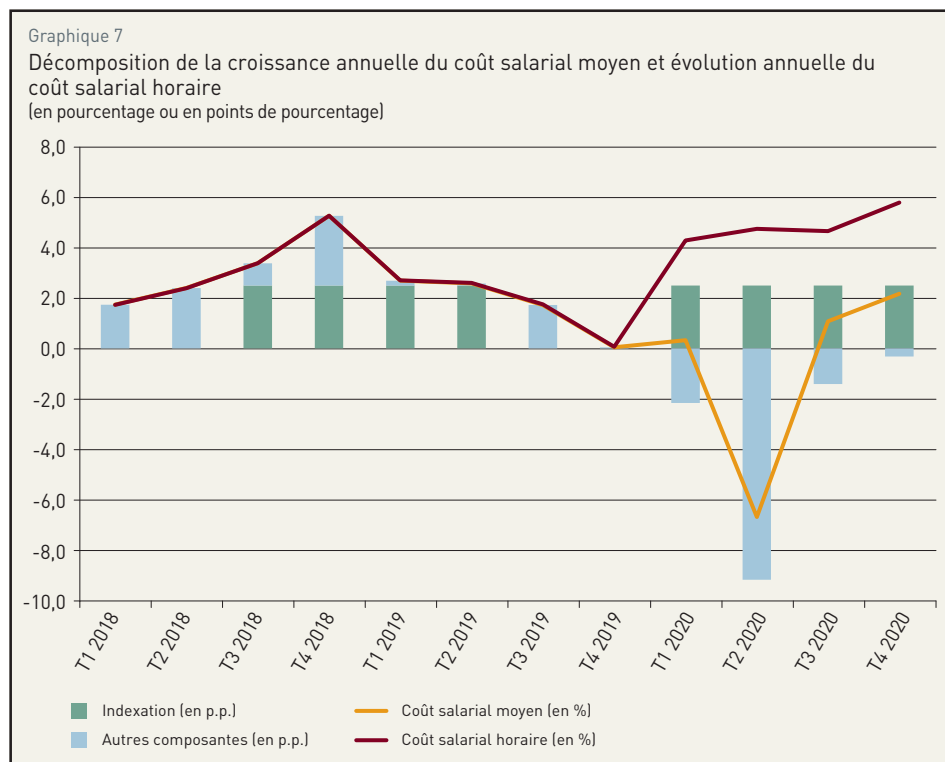
**Prix à la production industrielle**  
(en variation par rapport à la période précédente)

	2020	2020-T1	2020-T2	2020-T3	2020-T4	2021-T1
Ensemble des produits industriels	-1,9	-1,3	3,6	-4,9	-2,4	5,3
Biens intermédiaires	-3,5	-1,6	1,0	-3,5	-2,5	6,9
Biens d'équipement	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Biens de consommation	0,5	-2,1	18,1	-13,8	-5,9	4,1
Biens énergétiques	-0,5	-0,3	-0,4	-2,9	-0,1	6,5
Prix à la construction	3,0	1,9*		1,0*		
Prix immobiliers résidentiels	14,5	4,0	4,3	2,8	4,7	

\* Les prix à la construction sont disponibles pour les 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



Sources : STATEC, calculs BCL

La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en mars 2021, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 2,2 % au quatrième trimestre 2020. Une analyse détaillée révèle que la contribution de l'indexation des salaires sur les prix (+2,5 p.p.) a permis de compenser l'apport légèrement négatif des « autres composantes » (-0,3 p.p.), qui incorporent les éléments dits « réels », tels que les salaires négociés, les primes et gratifications ou encore

11 Voir aussi l'analyse « Un indice des prix des appartements au Luxembourg basé sur la méthode des ventes répétées » présentée dans ce bulletin.

la variation du volume de travail<sup>12</sup>. Pour sa part, le coût salarial horaire, qui fait abstraction de l'évolution du volume de travail, aurait augmenté de 5,8 % en glissement annuel.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme la hausse du coût salarial moyen au quatrième trimestre 2020, mais témoigne d'un rebond plus fort que celui retracé 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 méthodologiques<sup>13</sup>.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques, à l'exception de la branche « commerce, transports et HORECA ». Cette baisse s'explique notamment par une diminution du volume de travail, sous l'effet du recours (encore important) au dispositif de chômage partiel et ce, dans un contexte marqué par de nouvelles restrictions sanitaires en fin d'année 2020.

Tableau 5

## Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T4 2019	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Industrie, y compris énergie	-0,4	-4,5	-5,8	11,9	1,6	-0,1	-3,5	-9,2	-0,2	2,4
Construction	-0,3	-4,7	-12,8	23,0	-1,9	1,4	-3,6	-16,2	2,0	0,4
Commerce ; réparation d'automobiles et de motocycles ; transports et entreposage ; hébergement et restauration	-0,1	-2,5	-16,3	21,4	-1,2	0,1	-2,2	-19,3	-1,1	-2,2
Information et communication	-4,4	4,4	-4,2	2,3	1,6	-1,3	1,7	-3,0	-2,5	3,9
Activités financières et d'assurance	0,1	1,6	0,2	-0,1	-0,9	-0,2	2,0	0,6	1,9	0,9
Activités immobilières	-0,1	-4,6	-9,1	18,7	0,1	0,2	-2,9	-13,6	2,7	3,1
Activités spécialisées, scientifiques et techniques ; activités de services administratifs et de soutien	0,4	-0,8	-8,2	11,3	5,2	-0,3	1,9	-7,5	1,8	6,8
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	-0,2	1,7	-1,1	1,1	0,0	-0,0	1,9	0,2	1,6	1,9
Arts, spectacles et activités récréatives ; autres activités de services	-0,0	-1,5	-9,6	14,3	-1,7	1,8	-0,3	-10,3	1,8	0,1
Coût salarial moyen - économie totale	-0,2	-0,8	-6,2	8,9	0,7	0,0	0,3	-6,7	1,1	2,2

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées des variations saisonnières.

Sources : STATEC, calculs BCL

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une accélération de la croissance du coût salarial moyen. L'indexation des salaires sur les prix a permis de compenser la contribution encore légèrement négative des composantes dites réelles. 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.

12 Dans ce contexte, il convient de rappeler que le coût salarial moyen n'intègre pas les indemnités de chômage partiel versées par le Fonds pour l'emploi. Or, lorsque ces indemnités sont très élevées, comme c'est le cas durant la période de la COVID-19, il existe une différence assez importante entre l'évolution du coût salarial moyen (payé par l'employeur) et la rémunération salariale effective (reçue par le salarié). Voir aussi le chapitre 1.2.6.4. et notamment le graphique 29 ci-après.

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

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Le marché du travail a enregistré un fort ralentissement lié à la crise de la COVID-19, mais les plus récentes données disponibles laissent espérer une amélioration de la situation de fond. Selon des estimations du STATEC, la progression annuelle de l'emploi salarié se serait établie à 1,9 % au premier trimestre 2021. Au mois d'avril 2021, l'emploi aurait progressé de 3,7 % en glissement annuel. Cette forte accélération doit cependant être nuancée dans la mesure où elle s'explique, en partie du moins, par un effet de base positif. En neutralisant cet effet, la progression annuelle de l'emploi se serait établie à environ 2 %.

Tableau 6

#### Emploi et chômage

(taux de variation annuel moyen, sauf indication contraire)

	2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	AVR-21
Emploi salarié total	1,9	2,0	1,7	1,9	3,7
Salariés frontaliers	2,1	2,2	2,1	2,6	4,8
Salariés résidents	1,7	1,7	1,2	1,3	2,6
Travailleurs indépendants	2,8	2,7	2,1	1,3	1,3
Emploi total	2,0	2,0	1,7	1,9	3,5
Offres d'emploi non satisfaites (stock)	-5,4	-8,3	-3,1	-8,2	32,2
Postes vacants déclarés au cours du mois (flux)	-14,0	-15,6	-8,3	-8,9	55,0
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict)	21,4	22,8	19,5	12,7	-9,9
Taux de chômage au sens strict (en % de la population active)	6,3	6,4	6,3	6,2	6,1
Mesures pour l'emploi	-4,9	-2,7	-4,9	1,4	20,8
Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large)	15,8	17,2	14,3	10,9	-5,7

Remarque : les données relatives au premier trimestre et au mois d'avril 2021 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives aux salariés résidents incluent uniquement les résidents travaillant sur le territoire luxembourgeois.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

L'emploi des salariés frontaliers et des salariés résidents de nationalité étrangère, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a vu sa progression ralentir sensiblement lorsque la crise sanitaire a éclaté. Depuis, la progression de l'emploi frontalier s'est redressée, sans pour autant atteindre les taux de croissance observés avant la crise.

L'analyse sectorielle, telle que retracée par les comptes nationaux, montre que deux secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg au quatrième trimestre 2020. Il s'agit du secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et du secteur de la construction. En revanche, les branches « commerce, transports et HORECA » et l'industrie ont contribué négativement à la progression annuelle de l'emploi salarié total.

L'emploi intérimaire, qui est comptabilisé dans le secteur des services aux entreprises, s'est contracté en glissement annuel de 10 % au quatrième trimestre 2020, après une baisse de 25 % le trimestre précédent<sup>14</sup>. Par 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 procéder à des licenciements (du moins dans un premier temps). Le phénomène contraire se

14 Selon les plus récentes données disponibles, le travail intérimaire aurait poursuivi son repli au mois de janvier 2021 (-6 % par rapport à janvier 2020).

produit en début de reprise économique, lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à une main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents.

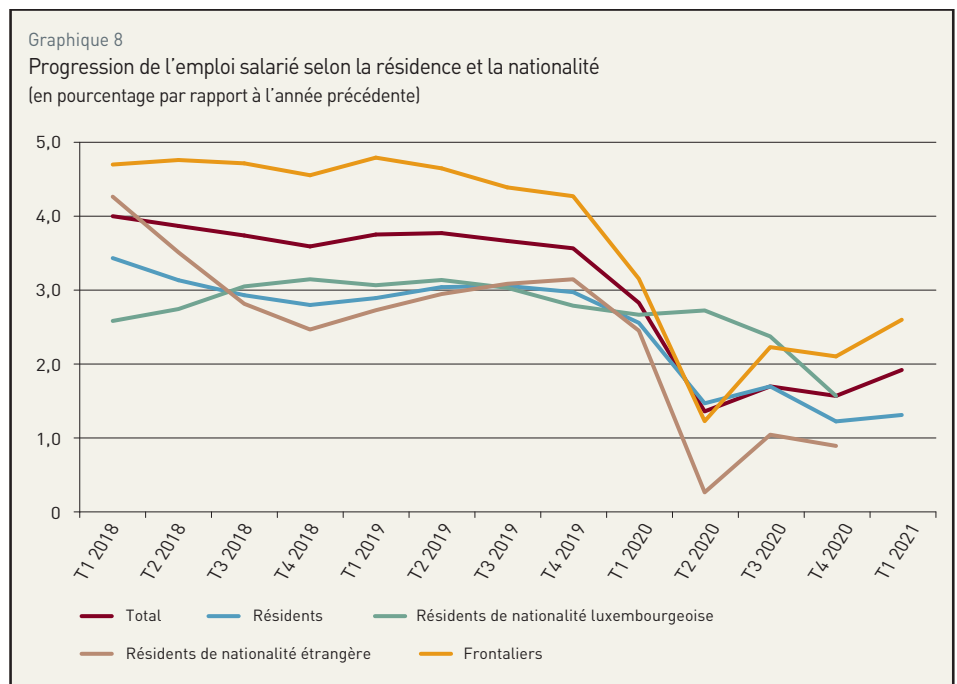
Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont graduellement redressées au cours des derniers mois, par rapport au niveau très bas atteint en avril 2020. Elles demeurent cependant négatives dans l'industrie, le commerce et les services non financiers. Les anticipations d'évolution du chômage des consommateurs se sont également améliorées, tout en demeurant défavorables.

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 établie à près de 7 400 unités au premier trimestre 2021, soit une baisse de 8,2 % par rapport à la période correspondante de 2020. En revanche, le nombre d'offres d'emploi a fortement rebondi au mois d'avril, ce qui a conduit le taux d'emploi vacants à atteindre un niveau historiquement élevé<sup>15</sup>.

### 1.2.2.2 Le chômage

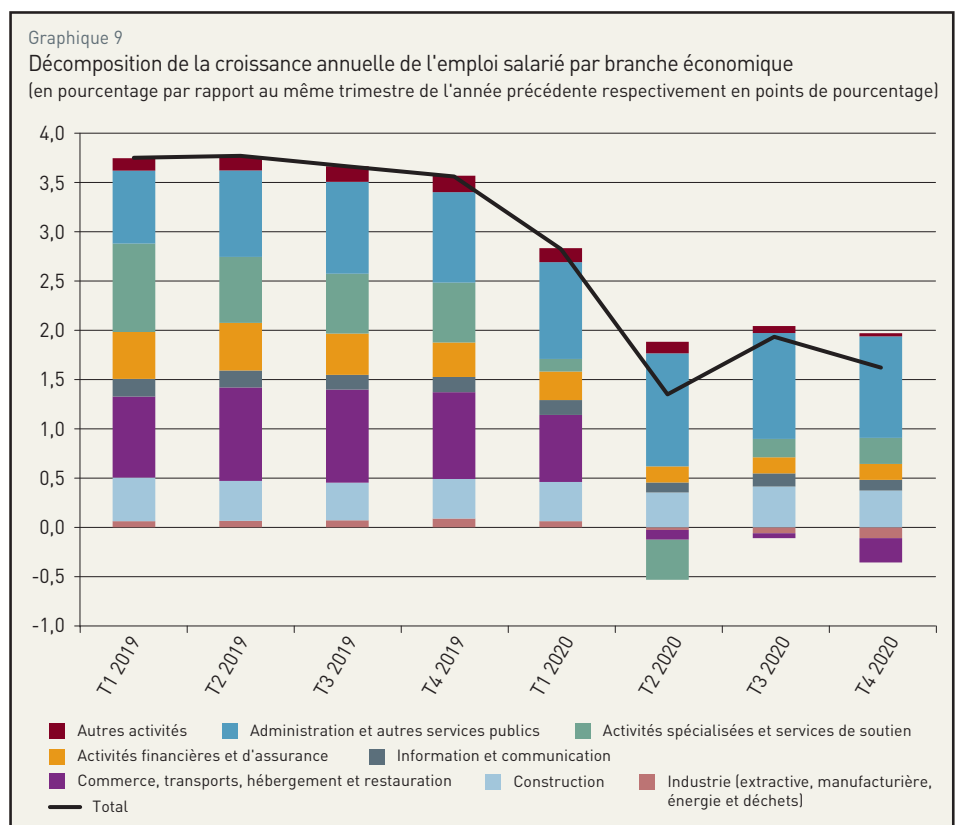
Après avoir atteint son point le plus haut depuis cinq ans en avril 2020 (à 7 % de la population active), le taux de chômage au sens « strict »

15 Ce dernier s'est établi à 1,6 % en moyenne au cours du premier trimestre 2021 et à 1,8 % en avril 2021, contre 0,5 % en moyenne au cours de la période allant de janvier 1998 à août 2008.

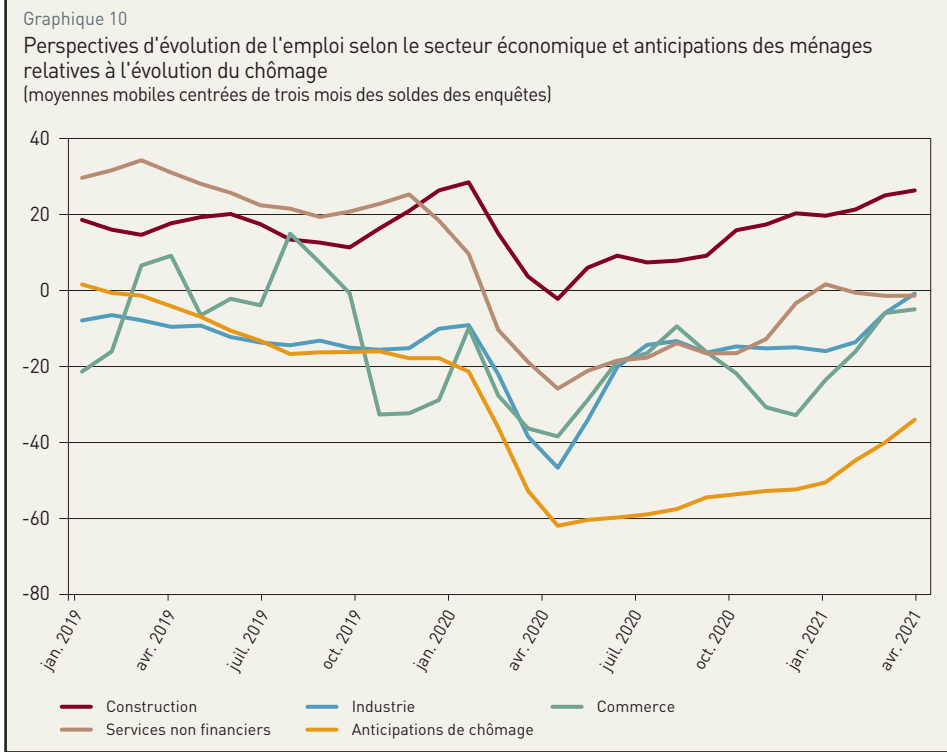


Remarque : les données relatives au premier trimestre 2021 demeurent provisoires. Par ailleurs, lors de la rédaction de ce bulletin, la répartition de l'emploi salarié résident par nationalité n'était pas encore disponible en ce qui concerne le premier trimestre 2021.

Sources : STATEC, calculs BCL



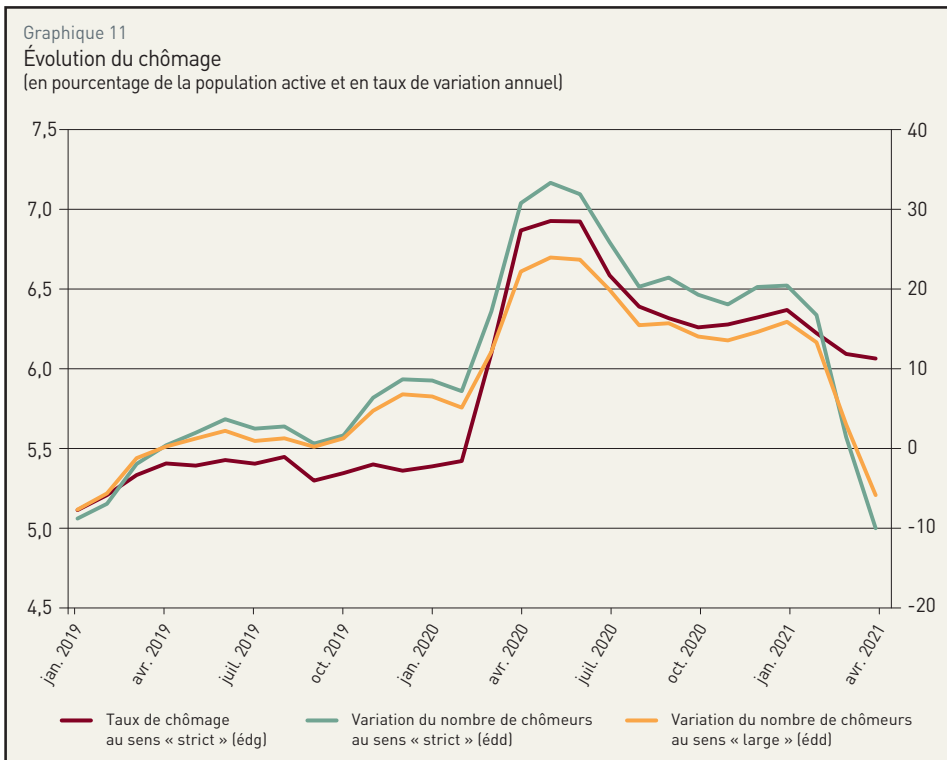
Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL



Sources : BCL, Commission européenne, STATEC, calculs BCL

a réintégré une trajectoire descendante, pour s'établir à 6,1 % en avril 2021. Ce taux demeure cependant largement supérieur à son niveau de 2019.

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 (+12 % en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année 2021). De même, après avoir subi de plein fouet les effets de la crise, le nombre de jeunes chômeurs (âgés de moins de 30 ans) a évolué favorablement au cours des derniers mois<sup>16</sup>.



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

16 Dans ce contexte, il convient de rappeler que l'emploi des jeunes est caractérisé par un taux de rotation élevé qui s'expliquerait par la nature qualitative des emplois occupés par ces derniers et en particulier par leur surreprésentation dans des contrats temporaires (contrats à durée déterminée ou travail intérimaire). Par ailleurs, en tant que nouveaux entrants sur le marché du travail, les jeunes travailleurs ne bénéficient pas de l'ancienneté qui confère aux travailleurs plus âgés une certaine protection 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 (et l'âge).

En revanche, le chômage de longue durée a sensiblement augmenté en un an<sup>17</sup>.

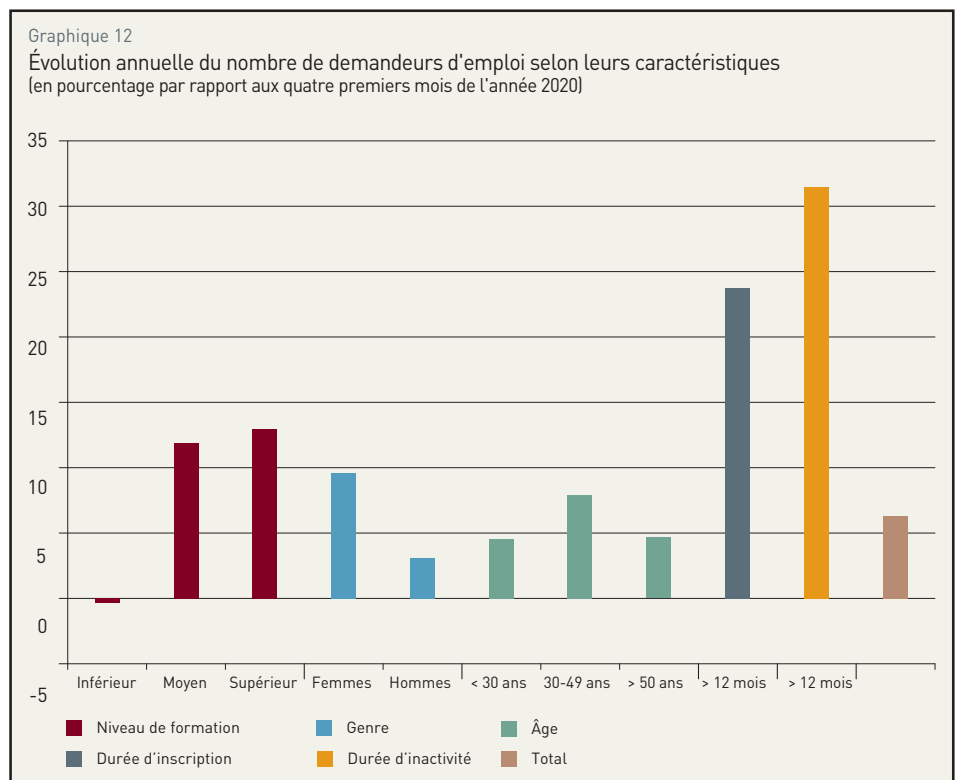
Dans le sillage des mesures de confinement, le recours au chômage partiel a atteint des records historiques en mars et avril 2020 : la part des salariés travaillant (potentiellement) à horaire réduit s'est établie à 33 % en moyenne chaque mois. Depuis le mois de juillet 2020, cette proportion tourne autour des 7 %, soit un niveau élevé d'un point de vue historique. Le durcissement des conditions d'accès au chômage partiel à partir du mois de juillet 2021 devrait se traduire par une baisse du recours à ce dispositif.

### 1.2.3 Les activités sectorielles

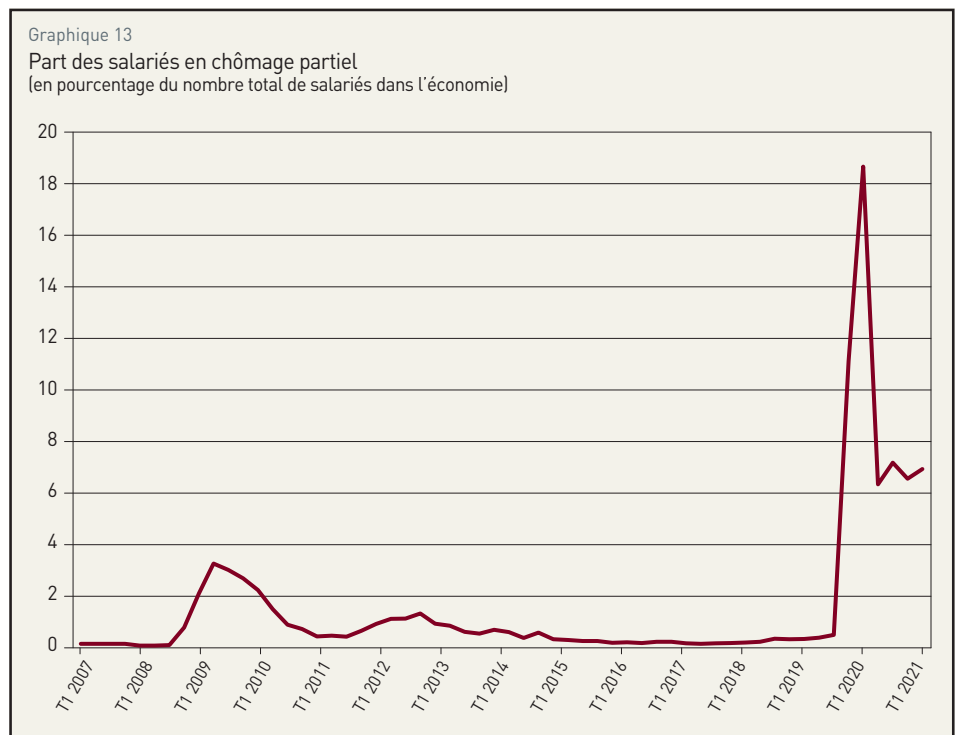
#### 1.2.3.1 L'industrie et la construction

La **production industrielle**, qui avait déjà reculé en 2019, a poursuivi sa tendance baissière en 2020, celle-ci s'étant même amplifiée dans le contexte de la crise liée à la COVID-19. Sur l'ensemble de l'année, la production industrielle a reculé de 10,7 %. Au troisième trimestre, portée par la reprise de l'activité, la production a toutefois moins reculé qu'au

17 La part des demandeurs d'emploi qui sont au chômage depuis plus de 12 mois dans le total des chômeurs s'est établie à 49,1 % au cours des quatre premiers mois de 2021, contre 42,2 % au cours de la période correspondante de 2020. La hausse du chômage de longue durée est encore plus visible du côté des demandeurs d'emploi inactifs depuis plus de 12 mois, dont la part s'est établie à 36,9 % durant les quatre premiers mois de 2021. À titre de rappel, la « durée d'inactivité » des demandeurs d'emploi correspond à la « durée pendant laquelle un demandeur d'emploi n'était ni en emploi, ni affecté à une mesure pour l'emploi et ni en congé de maladie ou de maternité ».



Sources : ADEM, calculs BCL



Remarque : les données relatives aux années 2020 et 2021 se basent sur les demandes effectuées par les entreprises et demeurent donc provisoires.

Sources : ADEM, Comité de conjoncture, STATEC, calculs BCL

cours des deux trimestres précédents. Cette embellie s'est poursuivie au premier trimestre 2021, la production industrielle augmentant de 3,8 %.

L'indicateur de confiance dans l'industrie, en baisse depuis 2018, avait vu son recul s'accroître durant la première moitié de 2020, atteignant alors des niveaux exceptionnellement bas. Depuis l'été 2020, la confiance s'est toutefois nettement améliorée et se situe désormais à des niveaux supérieurs à sa moyenne historique.

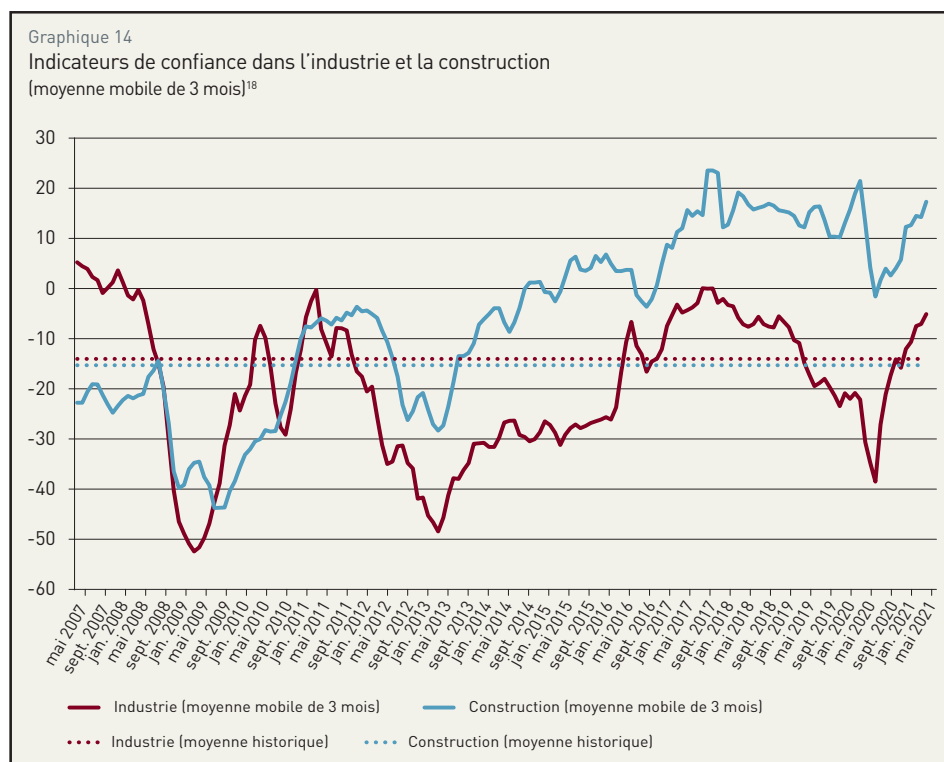
Cette dynamique est également observée au sein de la zone euro. La production industrielle, après avoir chuté de 8,5 % en 2020, a progressé de 2,7 % au premier trimestre 2021.

Tableau 7

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

	2019	2020	2020-T1	2020-T2	2020-T3	2020-T4	2021-T1
<b>Industrie</b>							
Production par jour ouvrable - Total	-3,1	-10,7	-10,0	-22,3	-7,8	-2,0	3,8
Production par jour ouvrable - Sidérurgie	-9,1	-9,2	-20,8	-17,0	-1,4	6,1	3,5
Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue	-2,9	-10,8	-9,6	-22,5	-8,0	-2,4	15,2
<b>Construction</b>							
Production par jour ouvrable - Total	0,9	-8,0	-6,8	-19,7	-1,7	-2,9	10,3
Heures travaillées	1,4	-9,5	-7,6	-21,2	-3,6	-4,8	8,7
Permis de bâtir	-1,2	-6,2	-27,4	31,7	-13,9	-5,5	

Sources : STATEC, calculs BCL



Sources : Commission européenne, calculs BCL

L'activité dans le secteur de la **construction** a aussi fortement chuté en 2020. Le recul de la production s'est établi à 8 % en moyenne, alors que le nombre d'heures travaillées diminuait de manière plus marquée (-9,5 %). L'activité dans la construction s'est améliorée plus rapidement que dans l'industrie, n'étant plus que légèrement négative au troisième trimestre, mais a de nouveau décéléré au dernier trimestre. Au premier trimestre de 2021 en revanche, la production a progressé de plus de 10 % par rapport au même trimestre de 2020.

Le nombre de permis de bâtir délivrés a reculé de 6,2 % sur l'ensemble de l'année 2020.

<sup>18</sup> Données corrigées pour les variations saisonnières.

Comme dans l'industrie, la confiance dans le secteur de la construction connaît une nette embellie depuis l'été (voir le graphique 14).

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

L'année 2020, marquée par l'apparition de la COVID-19 et les mesures de confinement qui ont suivi, a vu les statistiques relatives aux chiffres d'affaires (CA) dans le commerce accuser de fortes baisses (voir le tableau 8). Les statistiques des ventes dans le commerce de détail corrigées des ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et des ventes par correspondance (VPC) font état d'une hausse du CA en 2020. Ce dernier résultat est sans doute inattendu, compte tenu des fermetures temporaires des magasins non essentiels et des mesures de distanciation sociale qui ont jalonné l'année.

Les données disponibles pour les premiers mois de l'année 2021 font apparaître des évolutions fort contrastées suivant les secteurs. Le commerce de détail a stagné au cours du premier trimestre 2021. Les ventes et réparations d'automobiles et de motocycles et le CA dans le commerce de gros ont en revanche nettement progressé ce trimestre-ci.

Les nouvelles immatriculations automobiles ont de leur côté progressé de 4,6 % au premier trimestre 2021. Les données relatives au mois d'avril font état d'une progression des immatriculations automobiles au Luxembourg de 263 %, en raison d'effets de base extrêmement favorables. Ces mêmes effets ont joué au niveau de l'Union européenne, où les immatriculations ont progressé de 219 % en avril. Ces effets de base, qui se sont déjà modérés au mois de mai avec une hausse de 33 % des nouvelles immatriculations au Luxembourg, devraient s'estomper dès cet été.

Le secteur de l'hôtellerie-restauration a été touché de plein fouet par la pandémie, non seulement en raison des mesures de restriction-confinement mises en œuvre par le Luxembourg et les pays frontaliers pour endiguer la pandémie, mais aussi du fait de la succession de fermetures et réouvertures partielles qui ont affecté leurs capacités d'accueil. De fait, les évolutions du CA de ce secteur sont négatives depuis mars 2020 et un cinquième trimestre consécutif de baisse a été enregistré à l'issue du mois de mars 2021.

Le secteur des transports a enregistré de son côté des évolutions globalement positives sur les premiers mois de l'année 2021. La hausse moyenne en 2020 du CA dans le transport aérien, qui s'est expliquée par le montant record des recettes d'un acteur majeur du fret aérien, s'est poursuivie au début de l'année 2021. Le CA dans le transport aérien a ainsi fortement crû au premier trimestre 2021, à l'inverse de ceux des deux autres modes de transports, qui n'ont que peu évolué. Le secteur des services de l'entreposage et les services auxiliaires aux transports a de son côté vu son CA nettement progresser au premier trimestre 2021.



Tableau 8

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

(en taux de variation annuel)

	2019	2020	2020-T1	2020-T2	2020-T3	2020-T4	2021-T1
Immatriculations de voitures	4,2	-17,9	-19,9	-45,4	11,2	-6,9	4,6
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	8,1	-7,3	-7,7	-29,8	12,9	1,1	9,9
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	4,6	-14,7	-8,7	-32,9	-10,0	-5,0	4,5
Commerce de détail	5,6	-3,2	0,4	-15,9	4,7	-1,8	0,0
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)**	4,0	2,0	1,1	-6,7	8,9	4,6	4,5
Hôtels et restaurants	4,6	-30,8	-13,5	-59,2	-17,2	-31,0	-31,2
Transports aériens	-4,9	15,3	-11,2	23,5	7,8	37,5	65,4
Transports par eau (voie maritime)	24,8	-5,1	3,9	7,2	-16,3	-11,3	0,1
Transports terrestres	4,1	-9,4	-1,1	-18,3	-6,9	-10,3	-0,7
Entreposage et services auxiliaires des transports	-8,2	6,6	4,3	2,0	8,6	11,2	9,5

Sources : STATEC, calculs BCL

\* En valeur

\*\* VPC : vente par correspondance ; VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés.

Note : Les secteurs du commerce, des transports et de l'entrepôt et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2020 près de 30 % de la valeur ajoutée du secteur des services non financiers, soit un peu plus que les 25 % du secteur non marchand (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 a fortement chuté en avril 2020, atteignant ainsi son minimum historique, avant d'amorcer une tendance haussière. En mai 2021, l'indicateur de confiance se situait 23 points au-dessus du niveau observé 13 mois plus tôt. Il a donc renoué avec des niveaux analogues à ceux de la mi-2019<sup>19</sup>.

Il convient cependant de souligner qu'à l'instar des 13 derniers mois, les évolutions au mois le mois de la confiance des ménages ont semblé suivre les développements liés à la crise sanitaire<sup>20</sup>. Ainsi, les espoirs suscités par les découvertes vaccinales annoncées par plusieurs laboratoires pharmaceutiques à partir du mois de novembre 2020 semblent avoir dopé la confiance des consommateurs durant les deux mois suivants. En effet, en dépit des mesures de restriction entrées en vigueur à la fin du mois de novembre 2020 en raison de la résurgence des cas de contaminations à la COVID-19, l'indicateur de la confiance des consommateurs du Luxembourg s'est amélioré de manière notable au tournant de l'année 2020 / 2021. Depuis, de manière quasi-ininterrompue, le niveau de confiance des consommateurs a progressé. Au plan sanitaire, la campagne de vaccination est en cours et le nombre des nouvelles infections quotidiennes est nettement orienté à la baisse depuis la fin du mois de mars. Enfin, les comptes nationaux, publiés à la mi-mars 2021, ont montré que la chute du PIB du Luxembourg enregistrée en 2020 avait été non seulement nettement moins forte qu'attendu mais aussi moins sévère que celle observée à l'échelle de la zone euro.

Ce dernier résultat est à rapprocher des anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg, qui s'est fortement redressée au cours des trois derniers mois, repassant ainsi au-dessus de sa moyenne historique. En mai 2021, ces anticipations ont même atteint un niveau proche de leur maximum historique observé en janvier 2018. Les révisions des anticipations des ménages portant sur leur situation financière ont été en moyenne plus mesurées : elles évoluent à nouveau au-dessus de leur moyenne historique depuis deux mois, tout en restant encore bien en deçà du maximum historique atteint en mars 2017.

19 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](http://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/05_Economie_reelle/index.html)

20 Voir le chapitre 1.2.3.3 du Bulletin 2020/2 de la BCL.

En ce qui concerne les deux autres composantes de l'indicateur de confiance, les derniers résultats de l'enquête font état d'évolutions nettement moins favorables. La perception par les ménages de leur situation financière est restée en moyenne en-dessous de son niveau prépandémique. Les intentions des ménages en termes d'achats importants, qui présentent une tendance haussière sur les cinq premiers mois de l'année 2021, restent en moyenne moins élevées, elles aussi, que celles qui prévalaient avant la pandémie.

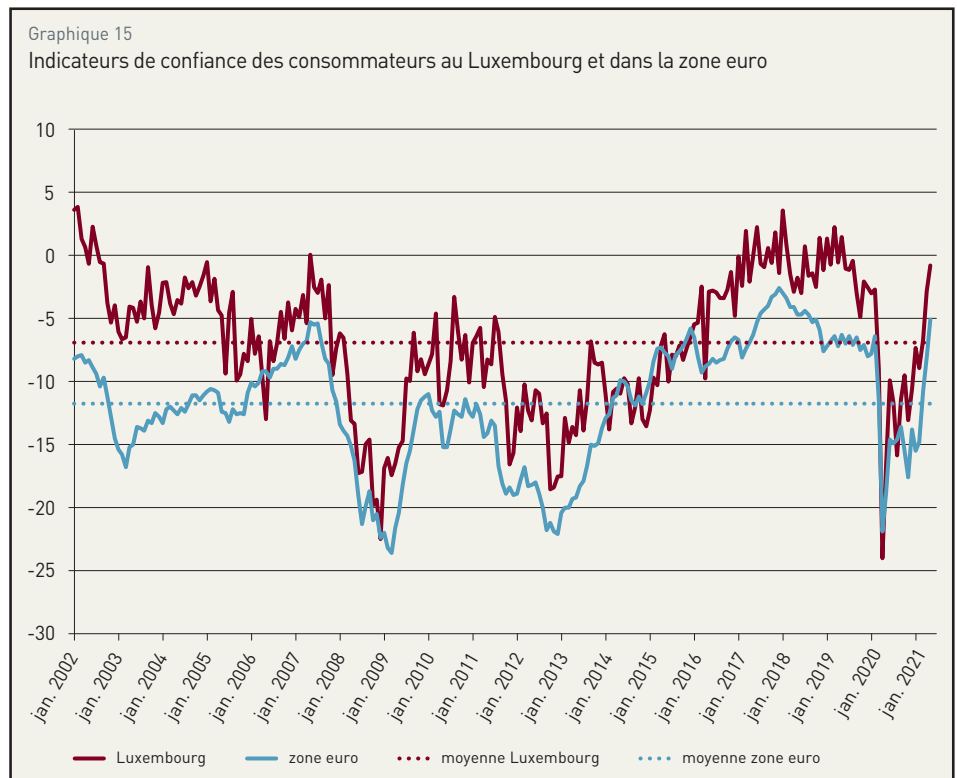
L'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro a pour sa part enregistré un quatrième mois consécutif de hausse en mai 2021. Toutes les composantes de cet indicateur se sont améliorées au cours des trois derniers mois. Cette amélioration de la confiance des consommateurs a été observée dans les six grands pays de la zone euro.

### 1.2.4 Le secteur financier

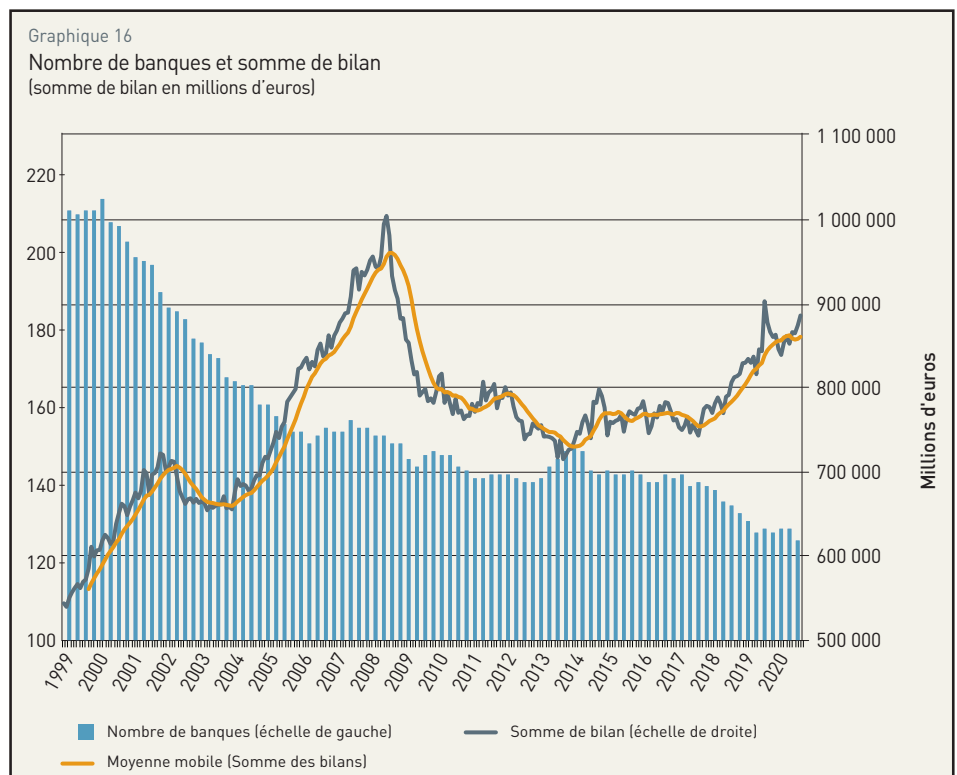
#### 1.2.4.1 Les établissements de crédits

##### L'évolution du nombre d'établissements de crédit

Au 30 avril 2021, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 125 unités, contre 128 en décembre 2020. En ce qui concerne l'origine géographique, les établissements de crédit établis au Luxembourg proviennent de 26 pays différents. Les établissements allemands dominent le paysage bancaire de la Place financière avec 21 entités, suivis par les établissements français



Sources : BCL, Commission européenne



Source : BCL

(14 entités), chinois (également 14 entités) et suisses (12 entités). Il convient de mentionner que 9 établissements de crédit sur les 125 sont d'origine luxembourgeoise.

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

Si, entre la fin de 2015 et la fin de 2019, l'emploi dans le secteur bancaire a globalement évolué à la hausse, une inversion de tendance est discernable depuis le début 2020. Ceci semble davantage imputable à des réorganisations structurelles au niveau européen à la suite du Brexit qu'à la pandémie de COVID-19. À la fin du premier trimestre 2021, le secteur bancaire employait 26 145 individus, ce qui constitue une baisse de 240 emplois par rapport au premier trimestre 2020. Néanmoins, l'évolution est de nouveau positive en glissement trimestriel, le secteur comptant 85 employés de plus à la fin du premier trimestre 2021 qu'au 31 décembre 2020.

### Le bilan des établissements de crédit

Au 30 avril 2021, 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 884,7 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse de 8,1 milliards d'euros, soit 0,9 % par rapport au 30 avril 2020.

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

Les créances interbancaires représentaient plus de la moitié (54,4 %) du total de l'actif fin avril 2021. Ces créances ont augmenté de 25,1 milliards d'euros pour porter l'encours à 481,6 milliards d'euros, soit une hausse de 5,5 % en glissement annuel.

Tableau 9

#### 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*
	04-2020	12-2020	04-2021	04-2020 - 04-2021		12-2020 - 04-2021		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	456 519	457 501	481 624	25 105	5,5	24 123	5,3	54,4
Créances sur la clientèle	259 736	234 502	243 308	-16 428	-6,3	8 806	3,8	27,5
Portefeuille titres	136 096	137 874	138 610	2 514	1,8	736	0,5	15,7
Autres actifs	24 248	21 251	21 166	-3 082	-12,7	- 85	-0,4	2,4
Total de l'actif	876 599	851 128	884 708	8 109	0,9	33 580	3,9	100,0

Source : BCL

\* Poids relatif par rapport au total des actifs/passifs

Les dépôts des établissements de crédit luxembourgeois auprès de la BCL ont augmenté de 79,2 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre 216,5 milliards d'euros fin avril 2021. Ce montant se décompose en 130,3 milliards d'euros sur les comptes courants et 86,1 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, bien que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur la période. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 27 avril 2021, le montant moyen a été de 5,3 milliards d'euros, auxquels se sont ajoutées des réserves excédentaires moyennes de 118,9 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont diminué de 16,4 milliards d'euros en glissement annuel, soit une baisse de 6,3 %, pour atteindre un encours de 243,3 milliards d'euros fin avril 2021. Entre avril 2020 et avril 2021, les banques de la place ont réduit l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 1 249 millions d'euros, soit une diminution de 4,2 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 3,7 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 11 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a augmenté de 2,5 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 138,6 milliards d'euros fin avril 2021, soit une hausse de 1,8 %. Ce portefeuille représentait 15,7 % du total de l'actif en fin de période et se composait à 92,3 % de titres de créance à revenu fixe et à 7,7 % de titres à revenu variable comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2021, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 127,9 milliards d'euros, ce qui correspond à une hausse de 1,7 milliard d'euros (1,4 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a progressé de 0,8 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 3,1 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 21,2 milliards d'euros fin avril 2021, soit 2,4 % de l'actif.

#### Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a décru de 18,2 milliards d'euros sur un an, pour atteindre un encours de 283,5 milliards d'euros fin avril 2021. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 9,8 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors BCL ont diminué de 28,0 milliards d'euros sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un déficit net d'avoirs interbancaires à concurrence de 2,8 milliards d'euros fin avril 2021.

Tableau 10

#### 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*
	04-2020	12-2020	04-2021	04-2020 - 04-2021		12-2020 - 04-2021		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	301 781	278 452	283 547	-18 234	-6,0	5 095	1,8	32,0
Dettes envers la clientèle	416 919	422 054	456 358	39 439	9,5	34 304	8,1	51,6
Dettes représentées par un titre	69 456	62 710	57 433	-12 023	-17,3	-5 277	-8,4	6,5
Autres passifs	88 443	87 912	87 370	-1 073	-1,2	- 542	-0,6	9,9
Total du passif	876 599	851 128	884 708	8 109	0,9	33 580	3,9	100,0

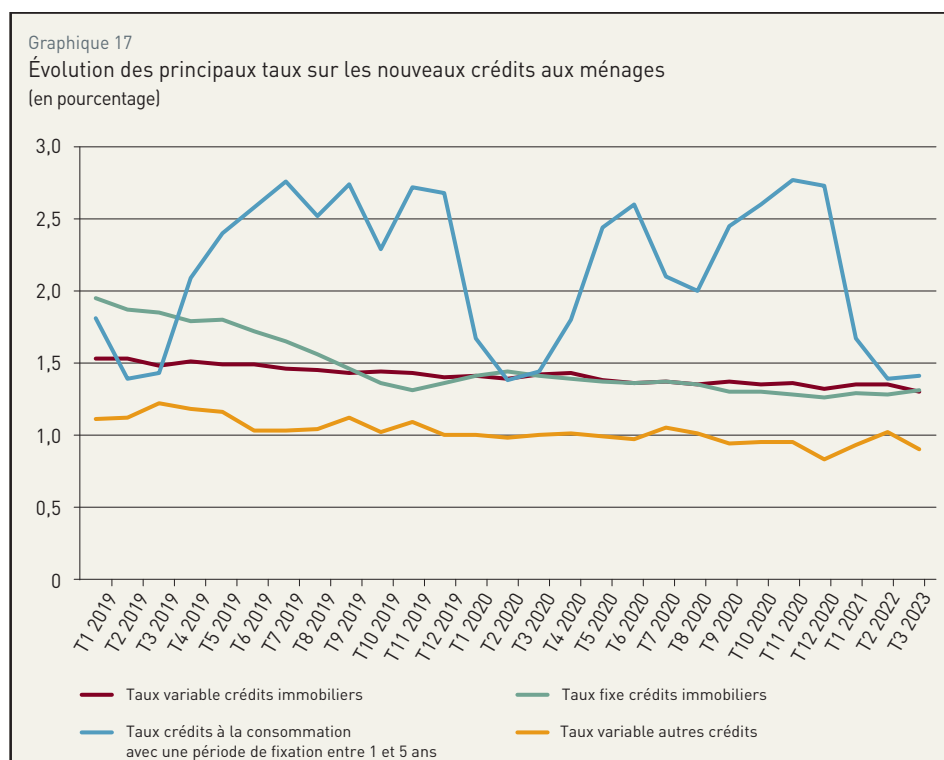
Source : BCL

\* Poids relatif par rapport au total des actifs/passifs

Au 30 avril 2021, les dettes envers la clientèle non bancaire ont augmenté de 39,4 milliards d'euros (soit 9,5 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 456,4 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 51,6 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques.

Cette évolution est presque intégralement imputable à une hausse conséquente des dépôts de la clientèle résidente dans la zone euro (+28,8 milliards d'euros).

Graphique 17  
Évolution des principaux taux sur les nouveaux crédits aux ménages  
(en pourcentage)



Source : BCL

Le financement par émission de titres de créance a diminué de 12,0 milliards d'euros par rapport à avril 2020 et a représenté 57,4 milliards d'euros en fin de période, soit 6,5 % du total du passif.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 1,1 milliard d'euros en rythme annuel pour s'établir à 87,4 milliards d'euros fin avril 2021, soit 8,1 % du passif.

### Taux d'intérêt

Selon les derniers chiffres disponibles relatifs au mois de mars 2021, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouvellement octroyés par les banques luxembourgeoises aux ménages et aux entreprises de la zone euro sont restés relativement stables.

Le taux variable des nouveaux crédits immobiliers aux ménages s'est inscrit à 1,30 % au mois de mars 2021, un niveau assez stable par rapport au mois précédent (1,35 %), tandis que le volume d'activité mensuelle a été évalué à 302 millions d'euros en mars 2021, contre 161 millions d'euros un an auparavant. Le taux fixe sur les crédits immobiliers nouvellement accordés a atteint 1,27 % durant le mois de mars 2021, tandis que le volume de ces crédits s'est inscrit à 616 millions d'euros.

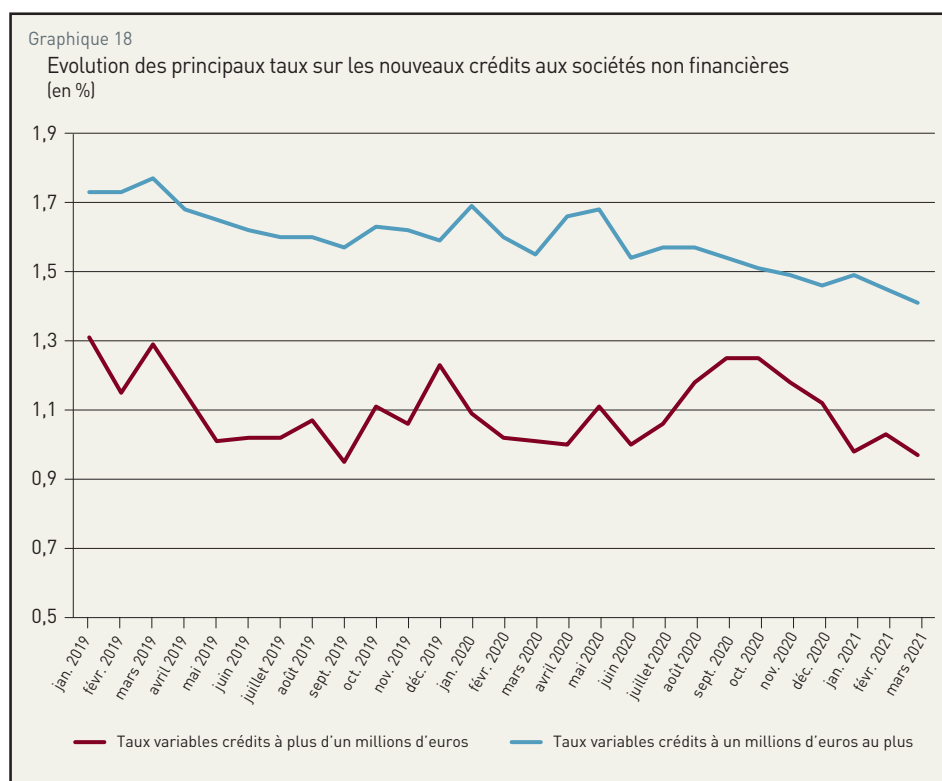
Les observations récentes de taux (fixes) à long terme moins élevés que les taux (variables) à court terme s'expliquent par le fait que ces derniers sont souvent des crédits ponts qui répondent à des besoins spécifiques de clients et sont plus onéreux. De plus, les taux fixes se fondent sur les taux longs de marché alors que les taux variables reposent davantage sur d'autres facteurs tels que les taux directeurs de la BCE et des fixings interbancaires. En comparaison annuelle, le taux d'intérêt fixe s'est contracté de 10 points de base pour ce type de contrats tandis que le volume d'activité mensuelle a progressé de 204 millions d'euros. Après un ralentissement de l'activité observé lors du premier confinement au mois d'avril 2020, l'octroi de nouveaux crédits immobiliers est donc reparti à la hausse et a dépassé les niveaux observés avant la crise, tiré par une demande soutenue.

Concernant les crédits à la consommation, le taux sur les nouveaux crédits accordés avec une période de fixation de 1 à 5 ans s'est établi à 1,41 % en mars 2021, pour un volume d'activité de 75 millions d'euros. En comparaison annuelle, ce taux d'intérêt a diminué de 3 points de base tandis que le volume d'activité a augmenté de 28 millions d'euros.

Comme illustré sur le graphique ci-dessus, cette série est marquée par d'importants effets saisonniers en raison des conditions avantageuses offertes par les banques durant le traditionnel festival de l'automobile, qui persistent au premier trimestre. 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.

Le taux variable sur la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages s'est replié de 10 points de base sur un an pour s'établir à 90 points de base en mars 2021. Notons que cette catégorie hétérogène 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. Le volume d'activité mensuel s'est inscrit à 906 millions d'euros durant la dernière période de référence, en hausse de 13 millions d'euros en comparaison mensuelle.



Source : BCL

Les principaux taux d'intérêt des nouveaux prêts aux entreprises ont suivi une évolution contrastée. Le taux variable sur les crédits nouvellement accordés avec une catégorie de montant inférieur à un million d'euros, qui reflète les conditions d'emprunt des petites et moyennes entreprises, s'est élevé à 1,41 % en mars 2021, contre 1,55 % un an auparavant. Le volume d'activité mensuel s'est établi à 823 millions d'euros en mars 2021, en retrait de 18 millions d'euros sur un an. Le taux variable pour les nouveaux contrats supérieurs à un million d'euros, qui sont typiquement consentis aux entreprises plus grandes, a atteint 0,97 % en mars 2021, contre 1,01 % durant le mois de mars 2020. Le volume de nouveaux prêts s'est inscrit à 4 577 millions d'euros durant la dernière période de référence, en hausse de 884 millions d'euros en comparaison mensuelle.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Le taux d'intérêt sur les dépôts à vue des ménages s'est établi à 4 points de base en mars 2021 tandis que le taux sur les dépôts à vue des sociétés non financières est descendu à -1 point de base. Concernant l'ouverture de nouveaux dépôts à terme, le taux avec une maturité initiale à un an s'est établi à 7 points de base en avril 2021 pour les ménages et à -20 points de base pour les sociétés non financières.

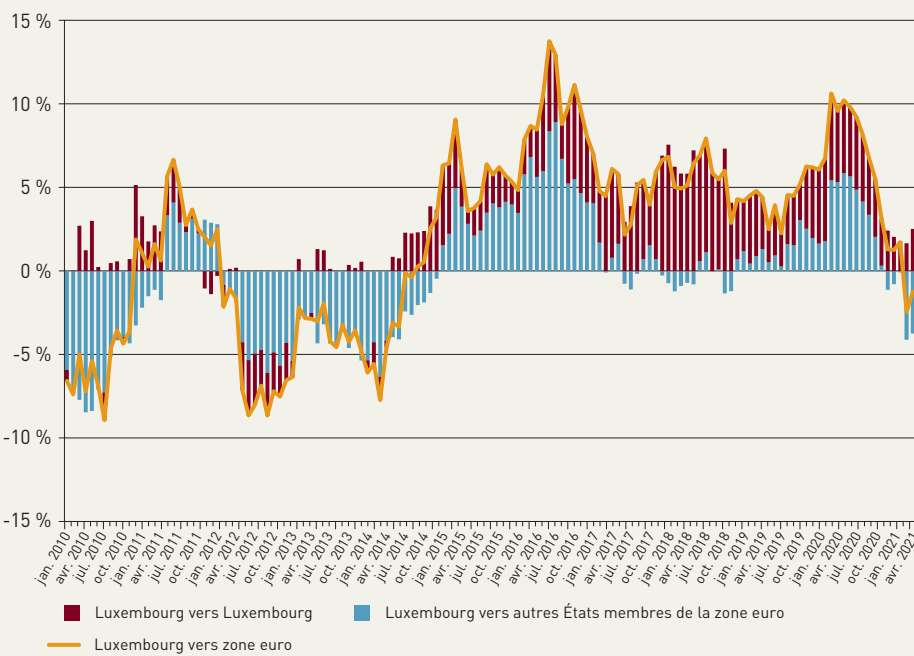
### L'évolution des crédits au secteur privé

En avril, les crédits que les banques luxembourgeoises ont octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro ont diminué de 1,1 % sur base annuelle, après une progression de 0,2 % en moyenne au premier trimestre 2021. Cette décélération est principalement due à une baisse des crédits aux sociétés non financières (SNF) de -13,2 % sur base annuelle en avril (après -6,4 % par an au premier trimestre). Cette diminution est partiellement imputable à un effet de base, les fonds mis à disposition des entreprises (majoritairement étrangères) ayant nettement augmenté au début de la crise de la COVID-19,

Graphique 19

Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM

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



Source : BCL

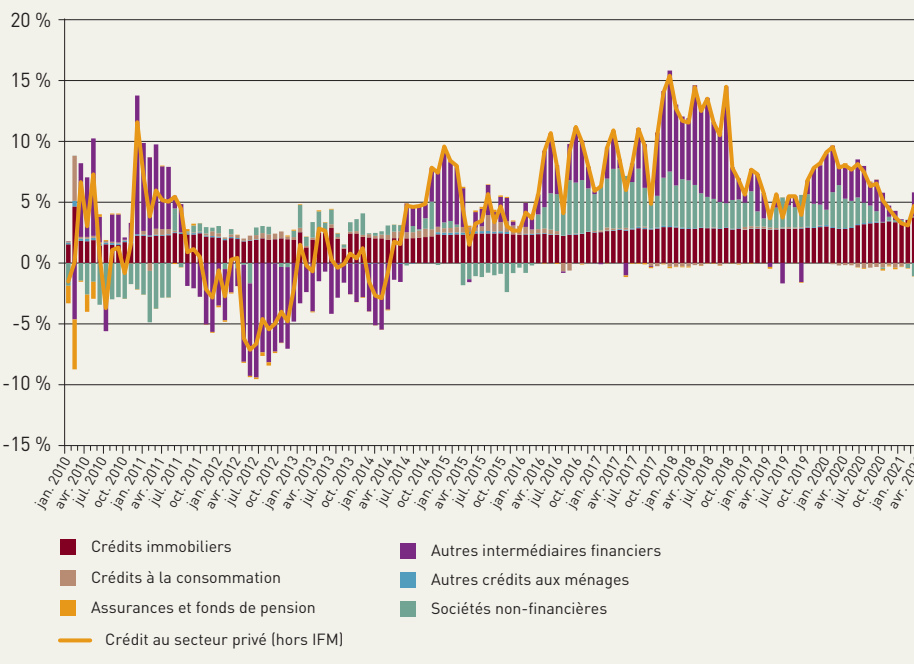
mais également à une baisse plus généralisée des crédits aux entreprises octroyés par des succursales étrangères. Le rythme de croissance des crédits aux SNF octroyés par les principales banques de détail au Luxembourg a pourtant accéléré depuis le quatrième trimestre 2020 pour se situer, au premier trimestre 2021, à un niveau comparable à celui d'avant la crise.

Dans le graphique 19, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. En raison des phénomènes précités, au mois d'avril, la contribution des crédits aux contreparties non résidentes à la croissance annuelle a été nettement négative, tandis que la contribution des crédits aux contreparties résidentes est demeurée positive et n'a que légèrement diminué depuis le début de l'année.

Graphique 20

Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes

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



Source : BCL

Selon les données d'avril 2021, le secteur non financier a absorbé la plupart des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro : 41 % des encours ont été attribués aux sociétés non financières, 31 % aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 26 % aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financiers et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à un rythme annuel de 4,7 % en avril (voir graphique 20), une accélération par rapport à la croissance enregistrée au premier trimestre

(3,4 % par an en moyenne). Cette accélération est largement attribuable aux crédits aux AIF résidentes, qui ont contribué à hauteur de 2,0 p.p. à la croissance en avril (0,3 p.p. au premier trimestre). Pourtant, la contribution des crédits aux sociétés non financières est devenue négative à -1,1 p.p. en avril, par rapport à 0,1 p.p. en moyenne au premier trimestre. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages ont contribué à hauteur de 3,8 p.p. en avril (après 3,4 p.p. en moyenne au premier trimestre).

Concernant l'évolution par secteur résident depuis le début de l'année, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont accéléré à 11,0 % en avril, par rapport à une croissance de 10,0 % en moyenne au premier trimestre. Les crédits à la consommation ont légèrement augmenté, progressant à un taux annuel de 1,6 % en avril, contre 1,2 % 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 baisse annuelle de -3,6 % en avril par rapport à une quasi-stabilité au premier trimestre (0,1 %). Ce recul est toutefois largement imputable aux activités d'un nombre limité de succursales de banques étrangères. La progression annuelle des crédits octroyés aux AIF résidents était de 6,5 % en avril après 0,9 % au premier trimestre.

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

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques. L'enquête contient aussi des questions sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits<sup>21</sup>. Lors de l'édition d'avril 2021, 143 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont six au Luxembourg.

Au cours du premier trimestre 2021<sup>22</sup>, les banques ont durci leurs critères d'octroi<sup>23</sup> pour toutes les catégories de prêts couvertes par le BLS. En particulier, pour les prêts immobiliers, l'indicateur du durcissement a atteint un sommet historique. Les banques expliquent ce durcissement par une diminution de leur tolérance au risque, mais également par les mesures macro-prudentielles introduites avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2021.

La demande de crédits immobiliers a baissé au premier trimestre 2021, ce que les banques attribuent à un effet anticipatoire des nouvelles mesures macro-prudentielles, qui a tiré la demande au quatrième trimestre 2020. Les banques anticipent une reprise de la demande au deuxième trimestre 2021. Du côté des entreprises, la baisse de la demande de crédits s'est poursuivie essentiellement par une diminution de l'investissement en capital fixe, mais les banques anticipent une reprise de la demande au deuxième trimestre. Elles n'ont pas indiqué de changements de la demande pour les prêts garantis par l'État au premier trimestre.

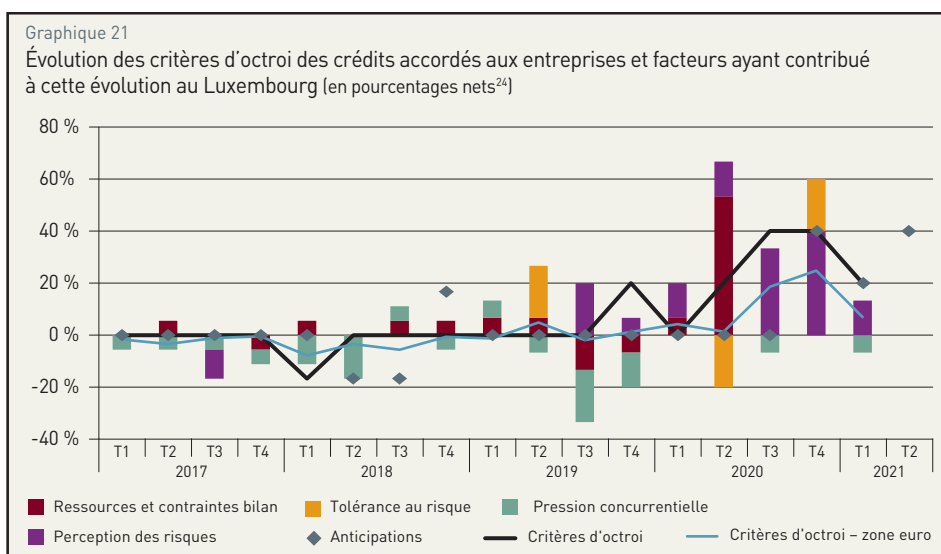
21 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante [https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201804.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf). Les résultats pour le Luxembourg sont disponibles dans l'Entrepôt de données statistiques (*Statistical data warehouse* (SDW)) de la BCE.

22 L'enquête BLS d'avril a été menée du 11 au 26 mars 2021. Les questions sur les « trois derniers mois » font référence à la période comprise entre janvier à mars 2021. Les questions sur les « trois prochains mois » font référence à la période allant d'avril à juin 2021.

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



## Crédits accordés aux entreprises



Note : « Ressources et contraintes 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

entreprises. Elles ont cependant indiqué un effet assouplissant de la pression concurrentielle sur leurs critères d'octroi.

Dans la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré qu'au cours du premier trimestre 2021, elles ont également durci leurs critères d'octroi de crédit aux entreprises. Elles ont principalement attribué ce durcissement à une diminution de leur tolérance aux risques et à une dégradation des risques concernant l'activité économique.

Pour le deuxième trimestre 2021, les banques au Luxembourg comme dans la zone euro ont déclaré s'attendre à nouveau à un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises.

Les banques au Luxembourg ont également durci les conditions d'octroi<sup>25</sup> des prêts aux entreprises au cours du premier trimestre, surtout pour les grandes entreprises, par une augmentation des frais autres que les intérêts. Elles ont cependant baissé leurs marges sur les prêts de risque moyen et signalé, pour les crédits aux PME, un assouplissement au niveau des demandes de garanties, des montants et de la durée moyenne des crédits. À l'échelle de la zone euro, les banques ont également baissé leurs marges sur les prêts de risque moyen, mais elles ont signalé une hausse de leurs marges sur les prêts risqués et ont augmenté leurs demandes de garanties.

La demande de crédits émanant des entreprises a diminué au cours du premier trimestre (graphique 22). Les banques ont noté une baisse de la demande de la part des grandes entreprises et des PME. La demande

24 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.

25 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.

a également baissé pour les prêts à court terme comme pour les crédits à long terme. Les banques attribuent cette baisse à un recul des besoins de financements pour l'investissement en capital fixe et pour la gestion des stocks de la part des entreprises.

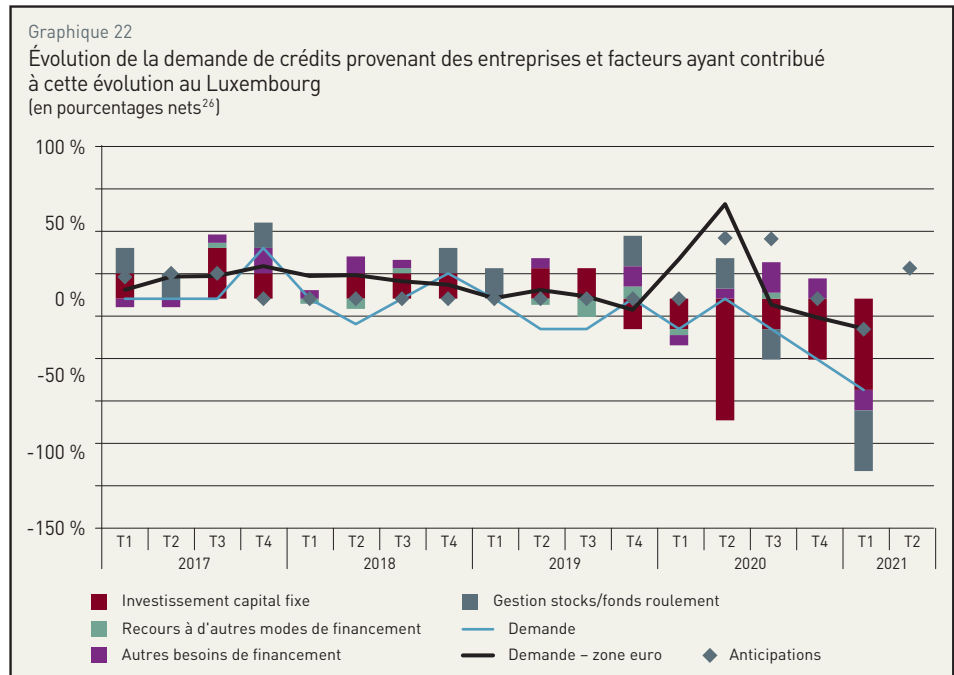
Au niveau de la zone euro, les banques ont également signalé une légère diminution de la demande de crédits de la part des entreprises. Cette diminution a été essentiellement attribuée à une réduction de l'investissement en capital fixe. Cependant, des restructurations de dettes auraient eu un effet positif sur la demande de crédit.

Les banques au Luxembourg et au niveau de la zone euro ont anticipé une reprise de la demande de crédits de la part des entreprises pour le deuxième trimestre.

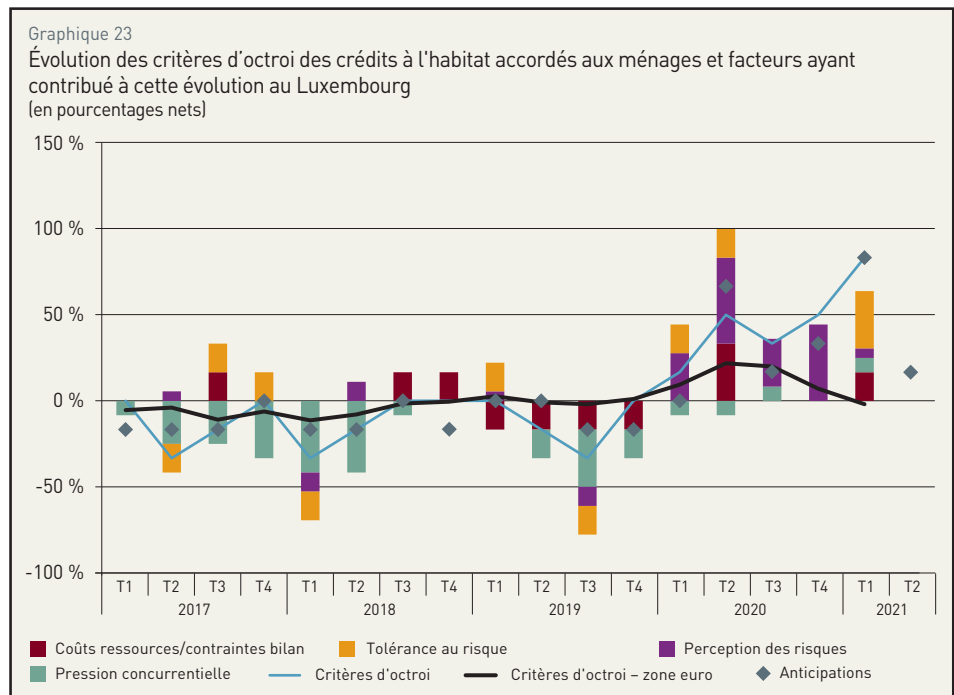
*Crédits à l'habitat accordés aux ménages*

Concernant les crédits à l'habitat octroyés aux ménages, au cours du premier trimestre 2021, les critères d'octroi se sont durcis au Luxembourg (voir graphique 23). Les pourcentages nets ont atteint un sommet historique, indiquant un durcissement sans précédent. Les banques ont souligné

26 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.



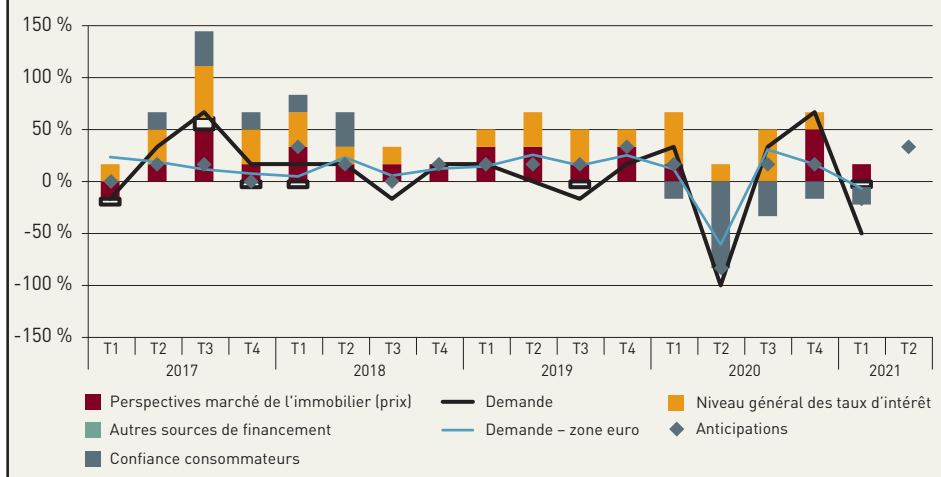
Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Émission ou remboursement de titres de créances » et « Émission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la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



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 ».

Source : BCL

une détérioration de leur perception des risques liés à la solvabilité de l'emprunteur et de leur tolérance aux risques. Elles ont également indiqué un effet durcissant des mesures macro-prudentielles (fixation de plafonds pour la quotité d'emprunt) introduites avec effet au 1<sup>er</sup> janvier 2021. Dans la zone euro, les banques ont légèrement assoupli leurs critères d'octroi, notant à la fois une augmentation de la pression concurrentielle et une diminution persistante de leur tolérance au risque.

Pour le deuxième trimestre 2021, les banques au Luxembourg comme dans la zone euro ont déclaré s'attendre à un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts immobiliers aux ménages.

Concernant les conditions d'octroi des crédits à l'habitat, les banques ont surtout rapporté une réduction de leur quotité d'emprunt (ratio prêt-valeur) au premier trimestre, mais également une augmentation de leurs marges sur les prêts risqués et une diminution de la durée moyenne des crédits. Elles ont attribué le durcissement de ces conditions d'octroi principalement aux nouvelles mesures macro-prudentielles. Dans la zone euro, les banques ont diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen, mais elles ont augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués. Les autres conditions d'octroi sont restées globalement inchangées.

Au premier trimestre, les banques ont constaté une diminution de la demande des ménages relative aux crédits à l'habitat (graphique 24). Selon les banques, cette baisse est principalement attribuable aux nouvelles mesures macro-prudentielles qui ont créé un effet d'anticipation au quatrième trimestre 2020 et donc mené à un recul de la demande des ménages au premier trimestre 2021. Les perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix) ont cependant continué à avoir un effet positif sur la demande. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué une diminution de la demande de crédits immobiliers, en l'attribuant principalement à une baisse de la confiance des consommateurs et à une augmentation du financement par l'épargne de la part des ménages. Les perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et le niveau faible des taux d'intérêt ont continué de soutenir la demande de crédits, selon les banques de la zone euro.

Les banques au Luxembourg comme au niveau de la zone euro ont anticipé une reprise de la demande de crédits immobiliers de la part des ménages pour le deuxième trimestre.

#### 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 avait pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur la capacité des banques à transférer le risque.

Pour le premier trimestre 2021, les banques ont signalé un assouplissement de leur conditions d'accès au financement par dépôts à court terme. Pour le deuxième trimestre, elles anticipent une poursuite de cet assouplissement. Elles n'ont pas indiqué de changements dans leur conditions d'accès aux différentes sources de financements de marché et elles n'anticipent pas de changements au deuxième trimestre. Au niveau de la zone euro, les banques ont noté une amélioration 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 stabilisation de leur conditions d'accès au financement pour ces segments.

Les banques ont également été interrogées sur d'éventuels effets, sur leurs actifs et leur rentabilité, du programme étendu d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Selon les banques au Luxembourg, entre octobre 2020 et mars 2021, les achats d'actifs par l'Eurosystème ont contribué à une amélioration de leur position de liquidité et de leurs conditions de financement de marché. Les banques ont pourtant aussi signalé une dégradation de leur niveau de rentabilité à travers une détérioration de leurs marges nettes d'intérêt, partiellement compensée par des plus-values réalisées sur les titres détenus. Pour la période entre avril et septembre 2021, les banques au Luxembourg anticipent une continuation des effets positifs sur leurs coûts des ressources et des effets négatifs sur leur rentabilité.

Selon les banques de la zone euro, entre octobre 2020 et mars 2021, 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 anticipent une diminution de ces effets sur la période d'avril à septembre 2021. Comme au Luxembourg, les banques de la zone euro ont déclaré un impact négatif d'une détérioration de leur marge d'intérêt sur leur niveau de rentabilité et anticipent une persistance de ces effets sur les mois à venir.

Une autre question *ad hoc* portait sur l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Dans l'échantillon luxembourgeois, comme dans la zone euro, les banques ont déclaré qu'entre octobre 2020 et mars 2021, cette mesure avait eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. Le taux négatif a aussi quelque peu contribué à faire baisser les taux d'intérêt que les banques appliquent aux prêts aux entreprises et aux ménages, ainsi que les marges sur ces prêts. Au Luxembourg, comme dans la zone euro, le taux négatif de la facilité de dépôt a aussi eu une incidence positive sur les volumes de crédits accordés aux ménages et aux entreprises. Du côté des dépôts, les banques au Luxembourg et dans la zone euro ont indiqué que, depuis octobre 2020, le taux négatif de la facilité de dépôt a conduit à une baisse des taux de rémunération appliqués aux dépôts.

Une sous-question visait à évaluer l'incidence du système à deux paliers mis en place pour la rémunération des excédents de liquidité. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, comme celles de la zone euro, ont indiqué que, depuis octobre 2020, 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. Au Luxembourg, comme dans la zone euro, les banques ont fait part d'un léger impact négatif sur leurs taux de crédits et d'un impact légèrement positif sur leurs taux de dépôts.

### Comptes de profits et pertes

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit (y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois) a progressé de 10,3 % sur un an pour s'établir à 1,3 milliard d'euros à la fin du mois de mars 2021. Le produit net bancaire qui regroupe les principales sources de revenus s'est inscrit à la hausse en comparaison annuelle, porté par les commissions nettes et des éléments non récurrents liés aux autres revenus nets.

Tableau 11

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

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	03-2020	03-2021	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN POUR CENT
1	Produits d'intérêts	3 432	2 324	-1 108	-32,3
2	Intérêts bonifiés	1 977	1 131	-846	-42,8
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 455	1 193	-262	-18,0
4	Revenus nets sur commissions	1 527	1 667	140	9,2
5	Revenus sur opérations de change	241	244	3	1,2
6	Dividendes reçus	76	57	-19	-25,0
7	Autres revenus nets	-154	241	395	256,5
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	1 690	2 209	519	30,7
9	Produit bancaire (3+8)	3 145	3 402	257	8,2
10	Frais de personnel	894	937	43	4,8
11	Frais d'exploitation	895	879	-16	-1,8
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 788	1 905	117	6,5
13	Amortissements sur immobilisé non financier	163	180	17	10,4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 194	1 317	123	10,3

Sources : CSSF, calculs BCL

Au niveau des revenus récurrents, les produits d'intérêts se sont contractés de 32,3 % en rythme annuel, pour s'inscrire à 2,3 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2021. Les charges d'intérêts ont diminué de 42,8 % durant cette période, pour atteindre 1,1 milliard d'euros. Par conséquent, la marge d'intérêts s'est établie à 1,2 milliard d'euros fin mars 2021, en baisse de 18 % en glissement annuel. Cette orientation à la baisse de la marge sur intérêts est partagée par plus de deux tiers des banques. Les commissions nettes perçues ont continué de s'inscrire à la hausse (9,2 % en rythme annuel) pour s'élever à 1,7 milliard d'euros au premier trimestre 2021.

Les autres sources de revenus ont globalement progressé entre mars 2020 et mars 2021. Cette hausse trouve son origine dans le solde affiché par la catégorie résiduelle des autres revenus nets, qui est fortement influencée par les résultats d'une banque de la place financière.

Le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées, a augmenté de 8,2 % sur un an pour atteindre 3,4 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2021.

Du côté des charges bancaires, tant les frais de personnel que les frais d'exploitation et amortissements des actifs immobilisés ont progressé par rapport aux niveaux affichés en mars 2020. L'ensemble de ces frais a augmenté de 134 millions d'euros en comparaison annuelle pour s'élever à 1,9 milliard d'euros au mois de mars 2021. Ainsi, le coefficient d'exploitation, qui rapporte ces frais au produit net bancaire, s'est établi à 61,3 % au premier trimestre 2021.

Dans ce contexte, le résultat net avant provisions et dépréciations a progressé de 10,3 % en glissement annuel, pour s'élever à 1,3 milliard d'euros en mars 2021.

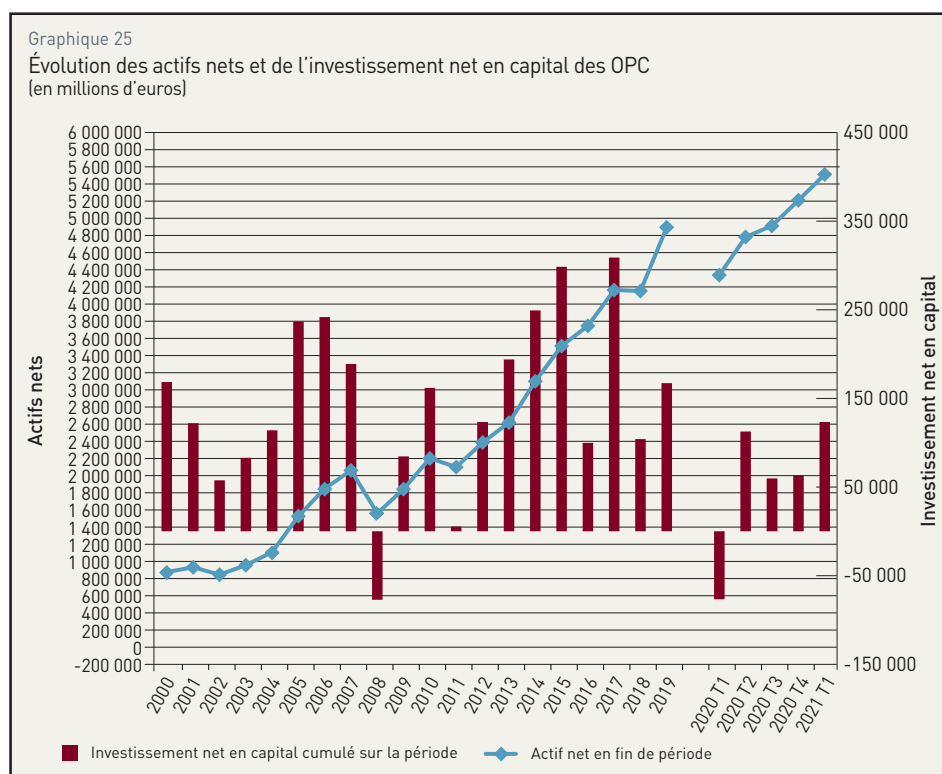
### 1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

#### L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de septembre 2020, le nombre de fonds d'investissement a augmenté de 93 unités, pour s'établir à un total de 6 344 unités à la fin mars 2021. Le nombre de compartiments a également augmenté de 180 unités au cours de cette période, passant ainsi de 17 844 à 18 024 unités<sup>27</sup>.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de 12,2 % pour s'établir, à la fin mars 2021, à 5 504 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation positifs (412 milliards d'euros) à la faveur, notamment, de la dynamique des indices boursiers mondiaux. Les investissements nets ont également contribué de manière significative à la hausse des actifs sous gestion (186 milliards d'euros). Dans l'ensemble, les fortes pertes enregistrées au premier trimestre de l'année 2020 par les fonds d'investissement luxembourgeois ont été largement effacées, la VNI ayant atteint, en fin de période, un niveau historiquement élevé.



Sources : CSSF, BCL

<sup>27</sup> Les chiffres relatifs à l'activité des OPC incluent, depuis décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés. Voir à ce sujet l'encadré du bulletin 2021/1 sur « Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés ».

Tableau 12

## Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif

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

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL <sup>1)2)</sup>	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS <sup>3)3)</sup>	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	409	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	413	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	402	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	414	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	409	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	412	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	403	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	407	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	381	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	331	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	197	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	195	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	170	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015	3 878	14 108	161	3 506 201	16 032	-99 502	93 986	13,3		
2016 <sup>4)</sup>	4 144	14 595	155	3 741 330	5 403	55 044	235 129	2,9		
2017	4 044	14 728	145	4 159 614	20 998	2 817	418 284	11,2		
2018	5 557	16 832	139	4 147 403	103 938	-116 149	-12 211	-0,3		
2019	6 011	17 547	147	4 890 835	166 909	576 523	743 432	17,9		
2020										
jan.	6 017	17 594	147	4 964 066	36 383	36 849	678 699	15,8	73 231	1,5
fév.	6 055	17 629	148	4 843 374	10 631	-131 322	494 016	11,4	-120 692	-2,4
mars	6 092	17 675	148	4 331 555	-123 700	-388 119	-118 068	-2,7	-511 819	-10,6
avril	6 122	17 684	145	4 587 473	42 519	213 399	82 245	1,8	255 918	5,9
mai	6 162	17 755	144	4 663 918	32 956	43 489	245 295	5,6	76 445	1,7
juin	6 184	17 791	142	4 776 522	36 969	75 635	250 884	5,5	112 604	2,4
juillet	6 208	17 829	142	4 807 833	31 552	-241	207 759	4,5	31 311	0,7
août	6 230	17 843	139	4 886 943	11 424	67 686	264 158	5,7	79 110	1,6
sept.	6 251	17 844	139	4 906 458	16 381	3 134	204 576	4,4	19 515	0,4
oct.	6 275	17 868	141	4 887 428	3 171	-22 200	171 659	3,6	-19 029	-0,4
nov.	6 318	17 908	141	5 095 814	20 959	187 427	284 436	5,9	208 386	4,3
dec.	6 326	17 960	137	5 205 465	38 976	70 675	314 630	6,4	109 651	2,2
2021										
jan.	6 328	18 007	137	5 287 019	43 315	38 239	322 953	6,5	81 554	1,6
fév.	6 337	18 012	134	5 329 978	23 372	19 586	486 604	10,0	42 959	0,8
mars	6 344	18 024	134	5 504 485	56 333	118 174	1 172 930	27,1	174 507	3,3

Sources : CSSF, BCL

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 relatives à l'année 2017.

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.

5) À partir de décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés soumis au reporting de la BCL sont inclus 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 13

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

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

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014 <sup>1)</sup>	1 159 128	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						
jan.	1 606 498	1 646 357	1 184 822	152 776	262 130	112 166
fév.	1 633 216	1 563 035	1 170 641	155 679	274 019	124 053
mars	1 444 532	1 350 909	1 057 218	159 615	262 343	121 236
avril	1 490 434	1 476 900	1 102 692	164 108	260 716	123 440
mai	1 507 663	1 508 650	1 104 388	163 870	242 855	124 159
juin	1 522 227	1 541 758	1 105 961	162 312	253 485	127 728
juillet	1 525 453	1 573 007	1 120 248	161 261	252 309	146 199
août	1 535 459	1 639 272	1 124 168	161 194	256 644	147 467
sept.	1 544 375	1 644 521	1 118 696	162 402	256 720	152 416
oct.	1 549 438	1 617 106	1 100 531	173 681	233 899	170 759
nov.	1 565 692	1 771 146	1 134 200	172 589	228 739	173 352
dec.	1 563 588	1 834 723	1 142 953	173 055	225 598	178 596
2021						
jan.	1 589 003	1 916 333	1 161 990	183 991	236 502	196 153
fév.	1 590 455	1 987 766	1 175 214	184 653	241 918	197 686
mars	1 608 423	2 102 653	1 209 519	186 323	246 707	209 729

Source : BCL

1) 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.

2) 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 décembre 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.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une hausse de 4,1 %. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 27,9 % sur la même période pour atteindre un encours de 2 103 milliards d'euros à la fin du mois de mars 2021. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 8,1 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les « autres fonds » ont respectivement affiché des évolutions de leur total bilantaire de 14,7 %, -3,9 % et 37,6 %.

## Les OPC monétaires

### *Le nombre de compartiments*

Fin mars 2021, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 134 unités, un effectif en baisse de 5 unités par rapport au mois de septembre 2020.

### *Les actifs sous gestion*

Entre la fin du troisième trimestre de 2020 et la fin du premier trimestre de 2021, le montant des actifs sous gestion a baissé de -6,6 %, passant de 411 milliards d'euros à 384 milliards d'euros. Cette évolution s'explique principalement par les rachats nets de parts, qui ont atteint 32 milliards d'euros au cours de cette période.

### *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 2021, le portefeuille de titres représentait 74,9 % de l'actif, soit 294 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 23,6 %, soit 93 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 (-1,9 %) et d'une baisse de l'encours des créances (-20,3 %).

Tableau 14

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	03-2020	09-2020	03-2021	03-2020 - 03-2021		09-2020 - 03-2021		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	03-2021
Créances	117 053	116 386	92 758	-24 295	-20,8	-23 628	-20,3	23,6
Portefeuille titres	244 338	299 640	294 012	49 674	20,3	-5 628	-1,9	74,9
Autres actifs	5 680	5 897	5 597	- 83	-1,5	- 300	-5,1	1,4
Total de l'actif	367 071	421 923	392 367	25 296	6,9	-29 556	-7,0	100,0

Source : BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) 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 (155 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (82 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (54 milliards d'euros).

Entre la fin du troisième trimestre de 2020 et la fin du premier trimestre de 2021, le volume total des titres en portefeuille, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, a baissé de -1,7 %. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement évolué de -9,9 %, +1,9 % et +2,1 %.

Tableau 15

**Portefeuille de titres autres que des actions détenues par les OPC monétaires par contrepartie**(encours en fin de période<sup>1)</sup>)

ÉMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	03-2020	09-2020	03-2021	03-2020 - 03-2021		09-2020 - 03-2021		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Etablissements de crédit	130 185	152 131	155 085	24 900	19,1	2 954	1,9	53,2
Administrations publiques	63 002	90 881	81 891	18 889	30,0	-8 990	-9,9	28,1
Autres secteurs	49 379	53 157	54 289	4 910	9,9	1 132	2,1	18,6
Total	242 566	296 169	291 265	48 699	20,1	-4 904	-1,7	100,0

Source : BCL

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) 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 2020 a fait ressortir une baisse du PIB réel de 1,3 % en 2020 sur fond de crise de la COVID-19, après une hausse de 2,3 % en 2019. L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale, publiée en mars 2021, n'a pas apporté de révisions aux données publiées antérieurement.

D'après cette version des comptes nationaux, en 2020, la consommation privée aurait diminué de 7 % tandis que la consommation publique aurait augmenté de 7 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en baisse de 9 %, après une hausse de 4 % en 2019. De leur côté, les exportations et les importations auraient augmenté de respectivement 3 % et 2 %. La performance du commerce extérieur, dont la contribution à la croissance économique se serait établie à 1,4 p.p., aurait ainsi permis de compenser partiellement la baisse de la demande interne.

Tableau 16

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

	2018	2019	2020
Consommation privée	3,3	2,8	-6,9
Consommation publique	3,6	5,7	6,9
Formation brute de capital fixe	-5,9	4,0	-8,8
Exportations	0,5	0,8	2,5
Importations	-0,3	0,9	2,1
Exportations nettes	4,6	0,5	4,0
Produit intérieur brut	3,1	2,3	-1,3

Source : STATEC

Dans l'optique production du PIB, en 2020, la diminution de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, se serait expliquée principalement par les contributions négatives de la branche « commerce, transports et HORECA », de l'industrie et des services financiers. En revanche, la branche « information et communication » et le secteur public au sens large auraient fourni des contributions positives (à hauteur respectivement de +1,1 p.p. et +0,7 p.p.) à l'évolution annuelle de la valeur ajoutée.

Sur cette base, la chute de l'activité économique aurait été nettement moins importante que prévu et également moins sévère que dans les pays limitrophes ou la zone euro. Néanmoins, il faut aussi relever que l'incertitude entourant ces estimations est particulièrement élevée à l'heure actuelle. Cette incertitude concerne les estimations de 2020, mais aussi celles des années antérieures<sup>28</sup>.

En effet, les estimations de la comptabilité nationale pour l'année 2019 sont encore basées sur « l'outil trimestriel » du STATEC et elles n'ont pas encore été actualisées depuis mars 2020, ce qui est inhabituel. En outre, ces données sont susceptibles de changer sous l'effet de la grande révision des comptes nationaux initialement prévue pour l'année 2020, mais qui a été reportée à l'année 2021<sup>29</sup>. Dans ce contexte, l'interprétation des données de la comptabilité nationale n'est pas une chose aisée.

En ce qui concerne les exportations et les importations de biens et services, il existe de grandes différences entre les estimations de la balance des paiements et les estimations de la comptabilité nationale, pour 2020 comme pour les années antérieures. À titre d'exemple, selon la comptabilité nationale, les exportations, les importations et les exportations nettes de biens et services (à prix courants) ont progressé en 2020 par rapport à l'année 2019. Selon les estimations de la balance des paiements en revanche, ces mêmes agrégats affichent tous un recul en 2020 par rapport à 2019. Les différences seront largement réduites lorsque les deux compilations seront alignées l'une sur l'autre, mais à ce stade il est impossible d'anticiper dans quelle mesure ces révisions affecteront le niveau et le taux de croissance du PIB en volume (et en valeur) de 2020 et des années antérieures.

En ce qui concerne l'optique production du PIB, on est confronté à une autre forme d'incertitude. Selon les données officielles, la valeur ajoutée a chuté dans la plupart des branches de l'économie sauf dans la branche « information et communication » et dans le secteur non marchand. En ce qui concerne

<sup>28</sup> Voir aussi l'encadré « Les données récentes de la comptabilité nationale » dans le bulletin 2018/3 de la BCL.

<sup>29</sup> Outre les actualisations et corrections d'usage, les grandes révisions intègrent également des révisions méthodologiques. Dans le passé, le STATEC avait relevé que l'estimation des agrégats macroéconomiques au Luxembourg est très sensible à certains choix méthodologiques. Il convient aussi de noter que cette grande révision a déjà eu une incidence sur les données de la balance des paiements.

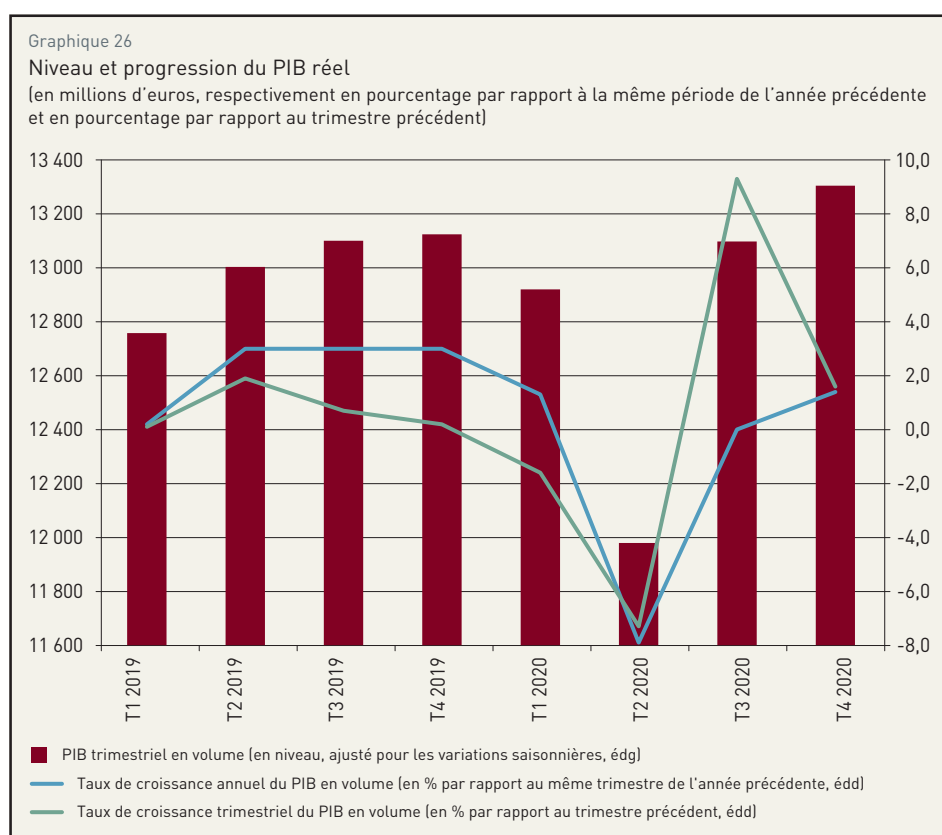
le secteur non marchand, la progression de la valeur ajoutée peut sans doute être expliquée par les dépenses additionnelles du gouvernement lors de la pandémie. En revanche, pour la branche « information et communication », on ne dispose pas de telles informations. Il n'y a par exemple pas d'indicateurs alternatifs ou à fréquence élevée<sup>30</sup> susceptibles de fournir une bonne approximation de l'évolution de la valeur ajoutée de cette branche. Il est donc également impossible de juger de la forte croissance de cette branche en 2020 (+17 % de la valeur ajoutée en volume) et pour les années antérieures<sup>31</sup>.

De manière générale, il faut noter que les informations fournies s'avèrent insuffisantes et ne permettent guère à un observateur externe, même averti, de se forger une image claire de l'état et de l'évolution de l'économie luxembourgeoise. Ce constat pose de sérieux problèmes, notamment dans le contexte des projections macroéconomiques et budgétaires, car le PIB est un indicateur clé pour l'évolution attendue de variables importantes telles que l'emploi, les recettes fiscales, l'écart de production, etc.

### Comptes trimestriels

Selon la première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2020, le PIB réel aurait augmenté de 1,6 % par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une hausse de 1,4 %.

La ventilation des composantes de la demande révèle qu'au quatrième trimestre 2020, la consommation privée aurait diminué de 4 % en glissement annuel. Ce repli s'inscrit dans un contexte marqué par la pandémie et les nouvelles mesures de restriction sanitaire. Par contre, la consommation publique aurait augmenté de 6 %. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en baisse de 10 % (après une hausse de 9 % au cours du trimestre précédent). Les exportations et les importations auraient augmenté de respectivement 7 % et 6 %. En glissement trimestriel, toutes les composantes de la demande se



Sources : STATEC, calculs BCL

30 Il n'y a par exemple pas de série intra-annuelle qui renseignerait sur l'évolution du chiffre d'affaires ou de la production de la branche.

31 Ceci a aussi été un handicap particulièrement important lors de la crise de la COVID-19 puisque les économistes ont dû recourir à des outils non conventionnels pour estimer l'incidence de la pandémie sur l'activité économique. Voir notamment l'encadré « Estimation de la perte d'activité liée aux mesures de confinement selon l'approche « production » du PIB » publié dans le bulletin 2020/1 de la BCL.

seraient inscrites en hausse, à l'exception de la formation brute de capital fixe (-12 %) et de la consommation privée (-2 %).

Tableau 17

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Consommation privée	-4,5	-16,5	23,9	-2,3	-3,1	-19,9	-0,9	-3,5
Consommation publique	0,2	4,1	0,3	0,9	4,2	8,2	6,0	5,6
Formation brute de capital fixe	-18,7	-7,4	36,3	-11,8	-12,1	-20,2	9,0	-9,5
Exportations	-1,7	-2,0	5,5	5,0	3,2	-1,7	1,4	6,7
Importations	-1,5	-2,7	7,9	2,7	1,8	-2,6	3,0	6,2
<b>PIB réel</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>9,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

Au niveau sectoriel, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement diminué au quatrième trimestre 2020 par rapport à la même période de l'année précédente dans le commerce au sens large (y compris transports et HORECA) (-8 %) et les services aux entreprises (-4 %). En revanche, la valeur ajoutée se serait inscrite en hausse dans toutes les autres branches. En glissement trimestriel, la valeur ajoutée aurait augmenté dans l'ensemble des secteurs, à l'exception de la branche « commerce, transports et HORECA » (-5 %) et dans une moindre mesure, des services aux entreprises et de la construction (-1 %).

Tableau 18

**Croissance de la valeur ajoutée par branche économique**

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Secteur primaire	1,7	-3,6	3,2	0,5	1,5	-3,9	1,8	1,6
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-2,4	-18,3	26,9	4,4	-5,0	-23,3	-1,8	5,6
Construction	-4,2	-13,3	28,1	-0,9	-4,5	-18,4	6,3	5,5
Commerce, transports, hébergement et restauration	-7,1	-15,2	23,1	-5,2	-5,1	-22,0	-2,8	-8,0
Information et communication	8,2	5,0	2,4	10,5	11,4	11,9	13,5	28,6
Activités financières et d'assurance	0,9	-5,2	0,8	4,0	2,8	-3,9	-6,5	0,2
Activités immobilières	1,8	-0,7	1,4	0,6	2,2	1,3	2,4	3,0
Services aux entreprises et location	-2,3	-7,3	7,2	-1,0	4,5	-7,1	-1,3	-3,9
Administrations publiques, éducation et santé	0,0	-0,6	4,5	1,1	4,5	2,6	5,7	5,0
Autres activités de services	-2,3	-2,4	4,6	3,8	-0,8	-3,1	-0,9	3,5
<b>Valeur ajoutée totale</b>	<b>-1,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>8,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>
<b>PIB réel</b>	<b>-1,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>9,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>

Sources : STATEC, calculs BCL

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. En effet, les comptes nationaux sont régulièrement sujets à des révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Par ailleurs, le contexte actuel est entouré d'une incertitude particulièrement importante.

Dans ces conditions, il convient de mentionner qu'au niveau des comptes nationaux trimestriels, la plus récente version (publiée en mars 2021) a apporté des révisions au profil de croissance du PIB en volume sur douze mois : +0 % au lieu de +0,5 % pour le troisième trimestre 2020, -7,9 % au lieu de -7,8 % pour le deuxième et +1,3 % au lieu de +1,5 % pour le premier.

En ce qui concerne le premier trimestre 2021, le STATEC a publié fin mai son estimation « Flash » pour le PIB réel<sup>32</sup>. Selon cette estimation, le PIB en volume aurait augmenté de 1,4 % au premier trimestre 2021 par rapport au trimestre précédent et de 4,9 % par rapport au même trimestre de l'année précédente. Néanmoins, et comme il est coutume pour les estimations « Flash », les détails supplémentaires sur l'évolution des composantes du PIB réel ne sont pas disponibles.

## 1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2021

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel inédit et difficile, datent de décembre 2020<sup>33</sup>. La propagation de la COVID-19 a constitué un choc majeur pour l'économie, non seulement au Luxembourg et dans la zone euro, mais aussi au niveau mondial. L'activité économique dans la zone euro au cours de l'année 2020 a été largement impactée par l'évolution de la pandémie. Ainsi, après une récession sévère au premier semestre 2020, le PIB réel a fortement rebondi au troisième trimestre à la suite du ralentissement des nouvelles infections au cours de l'été 2020. Par contre, l'émergence en automne d'une seconde vague de la pandémie et l'activation de nouvelles mesures sanitaires a à nouveau pesé sur l'activité économique au quatrième trimestre 2020. Au Luxembourg, l'activité économique a connu une évolution similaire, bien qu'à un niveau plus favorable par rapport à la zone euro dans son ensemble. Dans ce contexte, la BCL prévoyait, lors de la finalisation de ses dernières projections, une chute importante de la croissance du PIB réel à -5,2 % en 2020 et une forte reprise en 2021 et 2022.

### 1.2.6.1 Évolutions récentes


Depuis la finalisation des projections de décembre 2020, le diagnostic conjoncturel est resté mitigé. La publication, en mars 2021, des comptes nationaux annuels a révélé un impact de la crise sanitaire sur l'activité économique bien inférieur aux anticipations antérieures. La chute du PIB réel aurait été seulement de -1,3 %. Sur la base de ces données, l'impact de la pandémie sur l'activité économique aurait également été beaucoup moins sévère au Luxembourg que dans le reste de la zone euro. Même si l'évolution sur le marché du travail et la performance du secteur financier présageaient une certaine résilience de l'économie luxembourgeoise, ce résultat est malgré tout surprenant<sup>34</sup>. Cette évolution est surtout liée à une très bonne performance de la branche « Information et communication ». Ce secteur, à lui tout seul, aurait contribué à concurrence de +1.3 p.p. à la croissance du PIB réel en 2020, ce qui constitue

32 C'est la deuxième fois que le STATEC publie une « estimation flash ».

L'estimation « flash » se distingue de la « première estimation » du PIB en volume à plusieurs égards : Elle intervient plus tôt (avec un délai de moins de 60 jours, contre 75-90 jours pour la « première estimation »), on se limite à l'estimation d'un trimestre (on ne communique donc pas sur les trimestres précédents) et on ne publie pas la décomposition du PIB en volume (optiques production, dépenses et revenus).

33 Voir BCL, bulletin 2021/1, pp. 60-71

34 Voir aussi la section 1.2.5 sur la comptabilité nationale.



une contribution historiquement élevée. Néanmoins, en l'absence d'informations plus détaillées, il est impossible d'interpréter cette performance et ses liens potentiels avec la pandémie.

L'évolution de l'activité au second semestre de l'année 2020, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait montré des signes d'accélération par rapport aux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation annuel aurait été de 0,7 % en moyenne au second semestre, contre -3,2 % au semestre précédent. L'acquis de croissance pour l'année 2021, tel qu'enregistré à la fin du quatrième trimestre 2020 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait déjà à 3,7 %. Rappelons toutefois l'incertitude très élevée entourant l'estimation des comptes nationaux trimestriels.

Il faut aussi noter que, contrairement au cycle de publication normal, les estimations de la comptabilité nationale pour l'année 2019 n'ont pas encore été actualisées et que leur mise à jour a été reportée à une date ultérieure. Il s'agit donc toujours de la première estimation des données de l'année 2019, elle-même fondée sur les comptes nationaux trimestriels dont on sait qu'ils peuvent être sujets à des révisions importantes. Des révisions des données historiques peuvent également avoir une incidence sur les projections des agrégats macroéconomiques, en l'occurrence celles relatives à la première année qui suit les données.

Depuis l'émergence à l'automne 2020 de la seconde vague de la pandémie, le nombre d'infections et d'hospitalisations est resté élevé au premier trimestre 2021. Ce n'est qu'au cours du deuxième trimestre 2021 que leur évolution laisse entrevoir un ralentissement de la propagation du coronavirus. Dans ce contexte, le gouvernement a largement maintenu les mesures sanitaires introduites à l'automne 2020. Cependant, en comparaison des mesures sanitaires prises en mars 2020 lors de la première vague, ces mesures ont été davantage ciblées et ont concerné de ce fait moins de branches d'activité. Au début de l'année 2021, le gouvernement a aussi lancé la campagne de vaccination contre la COVID-19. À la fin du mois de mai 2021, environ 20 % de la population adulte avaient reçu deux doses de vaccin. La stratégie de vaccination COVID-19 du Luxembourg prévoit d'atteindre un taux de vaccination de la population adulte de 70 % à l'été 2021.

S'agissant de la première moitié de l'année 2021, les évolutions sur les marchés financiers ont été plutôt favorables. Les marchés boursiers, tels que reflétés par l'indice Euro Stoxx50, se sont inscrits en hausse depuis janvier 2021. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a progressé de 13 % (sur une base annuelle) au premier trimestre 2021, de sorte que l'acquis de croissance de la VNI fin avril pour l'année 2021 s'est chiffré à 13 %. L'industrie des fonds devrait donc à nouveau connaître une année de forte expansion, malgré le contexte économique plutôt difficile. En outre, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, le produit bancaire (+8,2 %) s'est inscrit en hausse au premier trimestre 2021<sup>35</sup>, malgré une baisse sur la marge d'intérêt des banques (-18 %). Cependant, il reste à voir si la crise économique et sanitaire n'aura pas un impact additionnel sur les résultats des banques, notamment par le truchement des dépréciations et la constitution de provisions.

Depuis le début de la pandémie, de nombreuses mesures prises par le gouvernement dans le but de stabiliser et de soutenir l'activité économique, principalement à travers le chômage partiel et les diverses aides financières offertes aux entreprises, ont permis de limiter les répercussions négatives sur les activités du secteur privé. Ainsi ont été évités des pertes d'emplois importantes, une hausse significative du chômage et un nombre élevé de faillites d'entreprises dans le secteur non financier.

Au total, sur base de ces observations, l'activité économique au Luxembourg devrait fortement rebondir en 2021. Cette reprise de l'activité économique devrait aussi se poursuivre par la suite avant de se normaliser graduellement à moyen terme.

35 Pour les détails, voir la section 1.2.4.1 sous « Comptes de profits et pertes ».

### 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 19.

Entre novembre 2020 et mai 2021, le prix du pétrole a progressé de près de 58 %, pour s'établir à 68 dollars le baril. D'après les hypothèses fondées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait pointer autour de 70 dollars le baril en juin 2021 et baisser ensuite progressivement jusqu'en décembre 2023. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 66 dollars en 2021, 65 dollars en 2022 et 62 dollars en 2023. Par rapport aux prévisions de décembre 2020, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la hausse de 2021 à 2023.

Après s'être inscrit en baisse en 2020, le PIB mondial (hors zone euro) devrait enregistrer un rebond technique en 2021 avant de progresser ensuite plus modérément en 2022 et 2023. Le commerce mondial devrait quant à lui se redresser nettement en 2021 avant de progresser plus graduellement en 2022 et 2023.

La demande internationale adressée au Luxembourg devrait, pour sa part, se redresser nettement en 2021 puis ralentir en 2022 et 2023. 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 2020, la croissance de cette demande externe a été révisée à la hausse en 2021 et 2022 et est restée quasiment inchangée en 2023.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice EuroStoxx large, devraient rebondir en 2021, quasiment stagner en 2022, avant de s'inscrire en légère baisse en 2023. Par rapport à décembre dernier, les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées à la hausse de façon nette en 2021, et de manière plus anecdotique en 2022 et 2023. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues marginalement à la hausse par rapport à décembre : l'euro devrait désormais s'établir à 1,21 dollar en moyenne annuelle de 2021 à 2023, après 1,14 dollar en 2020. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à trois mois et sur les taux à 10 ans ont été globalement révisées à la hausse de 2021 à 2023.

Par rapport à l'exercice de décembre 2020, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, plus favorables pour 2021 et quasi inchangées pour 2022 et 2023.



Tableau 19

**Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques**  
**(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>36</sup>**

	2020	2021	2022	2023
Prix du pétrole en \$/bl	42,3 (0,7)	65,8 (21,8)	64,6 (18,9)	61,9 (15,0)
Taux de change \$/ €	1,14 (0,00)	1,21 (0,03)	1,21 (0,03)	1,21 (0,03)
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	-0,4 (0,0)	-0,5 (0,0)	-0,5 (0,1)	-0,3 (0,2)
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	0,0 (0,0)	0,2 (0,3)	0,5 (0,5)	0,7 (0,6)
Eurostoxx (évolution en %)	-3,7 (0,5)	20,2 (16,4)	-0,5 (2,1)	-2,3 (0,3)
Commerce mondial (hors zone euro)	-8,5 (0,7)	10,8 (3,6)	4,9 (1,0)	3,7 (0,3)
PIB mondial (hors zone euro)	-2,4 (0,6)	6,2 (0,4)	4,2 (0,4)	3,7 (0,1)
PIB zone euro	-6,8	4,6	4,7	2,1
Demande internationale adressée au Luxembourg	-10,3 (0,5)	8,1 (1,6)	6,4 (1,5)	3,4 (-0,2)

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 1.1.7 de ce bulletin. En 2021, le PIB réel devrait rebondir de 4,6 %, pour progresser ensuite de 4,7 % en 2022 et 2,1 % en 2023. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH, devrait quant à elle s'établir à 1,9 % en 2021, 1,5 % en 2022 et 1,4 % en 2023.

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

Les projections de la BCL de juin 2021 font état d'une progression importante du PIB réel en 2021, de l'ordre de 4,9 %. Le niveau du PIB réel devrait donc fortement rebondir dans le contexte d'un endiguement de la pandémie. Dans l'hypothèse d'une baisse sensible du nombre d'infections et d'hospitalisations ainsi que d'une progression de la vaccination à partir du deuxième trimestre 2021, l'économie luxembourgeoise devrait reprendre graduellement un fonctionnement normal. Compte tenu de son ouverture vers le monde extérieur, le Luxembourg devrait également profiter de la relance économique importante anticipée dans la zone euro. Ainsi, malgré une incidence de la crise sanitaire en 2020 bien moindre qu'anticipée lors des projections antérieures, le taux de croissance du PIB réel resterait largement inchangé par rapport aux projections de décembre 2020.

La reprise de l'activité économique devrait aussi se poursuivre en 2022. En 2023, la croissance devrait se normaliser et se rapprocher de la moyenne de la croissance luxembourgeoise telle qu'observée depuis la crise financière en 2008/2009.

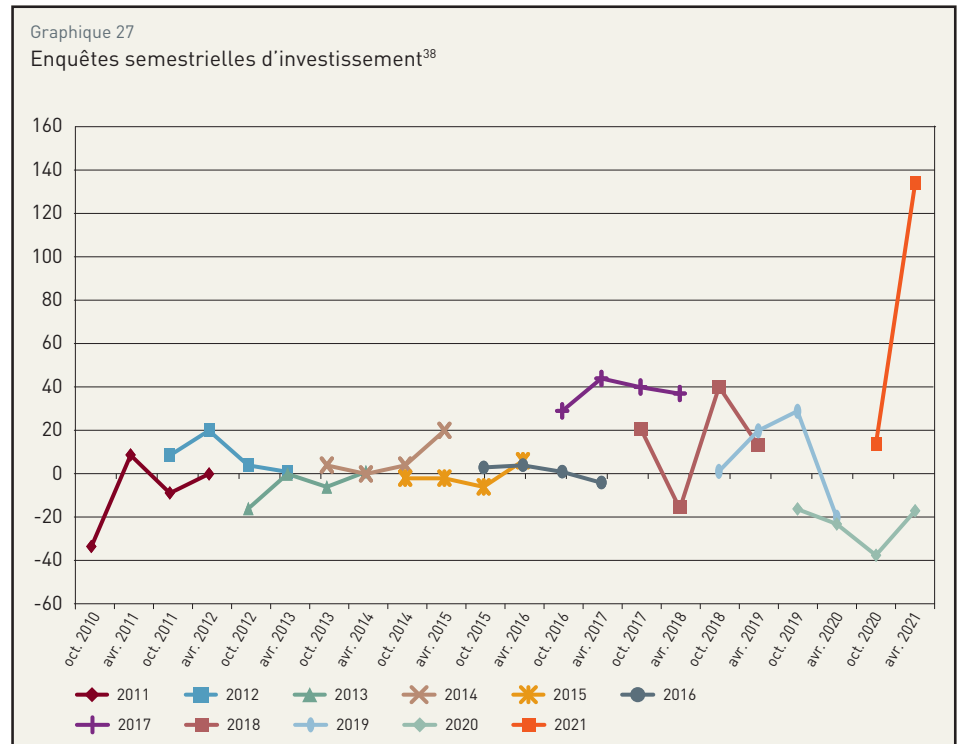
L'année 2021 devrait être marquée par une progression de toutes les composantes de la demande, à l'exception des investissements publics<sup>37</sup>. Dans le secteur privé, la levée progressive des mesures de confinement aurait un impact largement positif sur la consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entreprises. La progression de la demande domestique serait accompagnée d'une contribution positive des exportations nettes de biens et services.

<sup>36</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2020. 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.

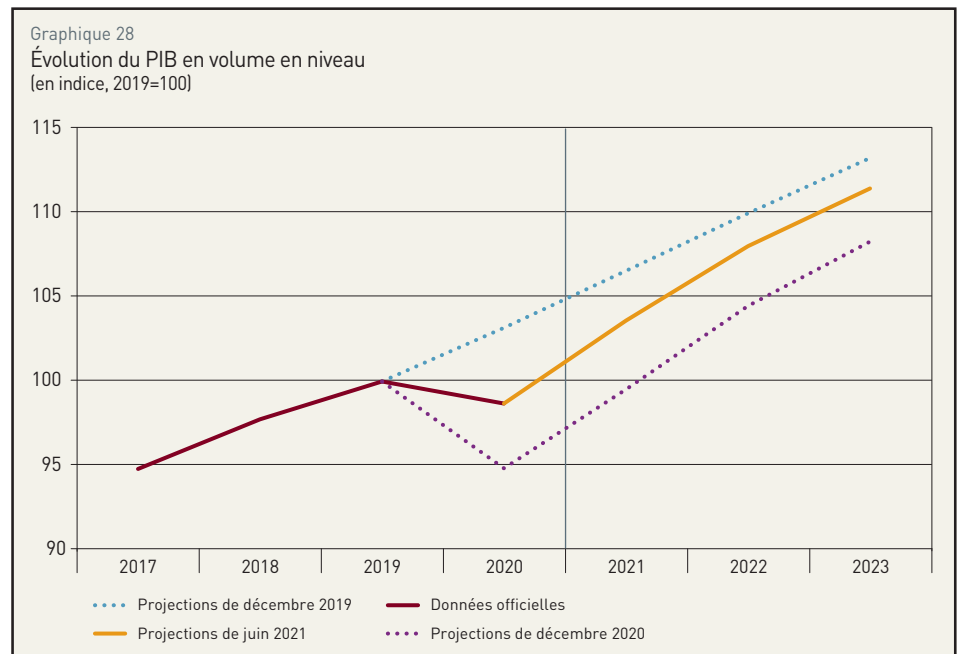
<sup>37</sup> Pour les investissements publics, le recul anticipé pour 2021 tient largement à un facteur technique, notamment leur forte expansion en 2020 liée d'une part à l'enregistrement de l'achat de l'avion militaire et, d'autre part, aux mesures mises en œuvre par le gouvernement pour combattre la pandémie et enregistrées en tant que formation de capital fixe.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril 2021 (voir le graphique 27), les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus plus optimistes en matière d'investissements et anticipent un fort rebond de leurs dépenses d'investissement pour l'année en cours. L'expansion telle qu'elle est annoncée à l'heure actuelle serait la plus importante jamais recensée au Luxembourg. Après avoir rebondi au troisième trimestre 2020, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier se serait stabilisé au niveau observé avant la crise sanitaire. En général, si les effets de la crise sur les résultats opérationnels des entreprises sont considérables, leurs incidences sur les résultats financiers devraient être atténuées 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).

Malgré la sortie rapide de la récession sévère au premier semestre 2021 et le rebond important de l'activité, l'économie luxembourgeoise ne récupérerait pas la production « perdue » pendant la crise sanitaire. En cumulé, sur les années 2020 à 2023, et par comparaison avec le scénario d'avant la crise de la COVID-19<sup>39</sup>, la pandémie se solderait par une perte de production (et de revenu)



Source : Commission européenne



Source : BCL

38 Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, les taux de variation annuels des dépenses d'investissement sont calculés à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année 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.

39 Pour les calculs, nous nous sommes basés sur les projections de la BCL de décembre 2019, le dernier scénario macroéconomique disponible avant la pandémie.

correspondant approximativement à 11 % du PIB réel de 2019<sup>40</sup>. Le niveau de production en fin d'horizon de projection resterait d'environ 2 % inférieur à celui anticipé en décembre 2019.

Implicitement, il est supposé que le retour graduel de l'activité économique à moyen terme serait possible grâce au maintien des 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. Ainsi, 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 de la 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 2020, la Commission européenne a conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique »<sup>41</sup>. 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 délicat. 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.

Tableau 20

#### Projections macroéconomiques générales de juin 2021 et révisions par rapport à décembre 2020

(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)

	PROJECTIONS DE JUIN 2021					RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉC. 2020			
	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
PIB réel	2,3	-1,3	4,9	4,4	3,4	3,8	0,2	-0,5	-0,4
IPCH	1,6	0	2,7	1,7	1,7	-	0,8	-	-0,1
IPCN	1,7	0,8	2	1,7	1,8	-	0,5	-	0,1
IPCN excluant l'énergie	1,8	1,5	1,3	1,7	1,9	-0,1	-0,3	-	0,2
IPCN énergie	1,6	-7,9	12,8	1,3	0	0,2	11,9	0,3	-1,3
Échelle mobile des salaires	1,4	2,5	0,2	2,3	1,2	-	0,2	0,4	-0,2
Coût salarial moyen	1,7	-0,7	4,2	4,1	2,7	1	1,7	-0,8	-1
Emploi salarié	3,7	1,9	1,6	2,3	2,9	-	0,4	0,2	0,2
Taux de chômage	5,3	6,3	6,6	6,3	5,9	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4

Source : BCE

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

La pandémie de coronavirus a fortement pesé sur le marché du travail mais les plus récentes données disponibles laissent espérer une amélioration de la situation de fond. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi total serait passée de 1,7 % au quatrième trimestre 2020 à 1,9 % au premier trimestre 2021. Le taux d'emploi vacants s'est largement redressé et a atteint un niveau proche des records historiques. D'après les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, les perspectives d'embauches se sont redressées au cours des derniers mois, tout en demeurant négatives dans l'ensemble

40 Cette perte serait moindre qu'anticipé lors de l'exercice précédent, essentiellement en raison d'un meilleur résultat en 2020.

41 Elle a néanmoins retenu que le niveau de la dette privée, la hausse des coûts salariaux unitaires et la progression des prix immobiliers dépassent 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/2021-european-semester-alert-mechanism-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/2021-european-semester-alert-mechanism-report_en).

des branches économiques, à l'exception de la construction. Les derniers mois ont aussi été marqués par une amélioration des perspectives des consommateurs en ce qui concerne l'évolution du chômage. Finalement, dans le sillage de la levée progressive d'une large partie des restrictions sanitaires, la part des salariés en chômage partiel a fortement reculé (par rapport au pic atteint au printemps 2020) pour se stabiliser depuis lors autour des 7 %, un niveau encore élevé d'un point de vue historique<sup>42</sup>. La suppression, à partir du mois de juillet 2021, des conditions favorables d'accès au chômage partiel devrait se traduire par un recul du recours à ce dispositif.

Dans une optique prospective, l'emploi marquerait le pas. Le nombre de personnes employées devrait progresser de seulement 1,6 % en 2021, avant de se redresser graduellement les deux années suivantes. Le taux de chômage au sens « strict » atteindrait un point haut à 6,6 % 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 s'établirait à 5,9 % en 2023, et donc à un niveau supérieur à celui d'avant la crise. À la faible progression de l'emploi s'ajoute un chômage potentiellement structurel, dont la résorption est par définition un processus très lent. En effet, le ralentissement de l'activité économique - *a priori* d'ordre conjoncturel et temporaire - est susceptible d'avoir des effets néfastes durables sur le chômage par le phénomène d'hystérèse (via par exemple la perte de capital humain ou un phénomène « insiders / outsiders »<sup>43</sup>). La part grandissante de chômeurs de longue durée témoigne des difficultés d'une partie des chômeurs à retrouver un emploi. De même, les caractéristiques des demandeurs d'emploi, en partie peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité partielle de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion sur le marché du travail primaire.

Nonobstant, la hausse du chômage resterait contenue au regard de l'ampleur du choc déclenché par la crise sanitaire et ce pour plusieurs raisons. *i)* La chute de l'activité a, en grande partie, été absorbée par une baisse de la durée moyenne de travail, en particulier via un recours accru au chômage partiel. Le durcissement des critères d'éligibilité au chômage partiel à partir du mois de juillet 2021 pourrait se traduire par des pertes d'emploi. Bien que l'ampleur de cet effet demeure à ce stade incertaine, cette hypothèse explique la hausse projetée du taux de chômage en 2021. Les données empiriques indiquent que l'ajustement de la marge intensive du travail serait aussi passé par une flexibilisation ou une réduction du temps de travail, notamment via l'utilisation de comptes épargne-temps, la réorganisation de congés annuels, le recours au télétravail, la baisse des heures supplémentaires ou encore la hausse du temps partiel. Ces évolutions sont en ligne avec les expériences passées qui ont montré que

42 Le chômage partiel est un dispositif de prévention des licenciements. L'objectif est de permettre aux entreprises de maintenir l'emploi en cas de perte d'activité temporaire et de favoriser un ajustement de la marge intensive du travail, c'est-à-dire des heures travaillées. Face à l'ampleur inédite de la crise liée à la COVID-19, le dispositif de chômage partiel existant a été temporairement modifié, notamment par une flexibilisation des conditions d'accès. Ces modifications ont renforcé la portée de cet outil et, sans doute, son efficacité.

À l'heure actuelle, le recours au dispositif de chômage partiel concerne principalement les branches dont l'activité est encore largement conditionnée par des restrictions sanitaires (telles que l'HORECA, le commerce, les autres activités de services ou encore les transports) ou des branches qui subissent les répercussions d'une faible demande internationale (l'industrie manufacturière).

43 Selon les théories économiques « insiders / outsiders », l'existence de coûts de rotation de l'emploi conférerait aux salariés expérimentés et « permanents » (les « insiders ») un plus grand pouvoir de négociation et une protection accrue contre les pertes d'emploi. En revanche, la population des « outsiders », qui englobe les chômeurs et les travailleurs occupant un emploi « instable » dans le secteur secondaire ou informel de l'économie, subirait de manière disproportionnée l'ajustement de l'emploi face à un choc économique (avec des périodes de chômage récurrentes et des perspectives de carrière maussades).

les entreprises luxembourgeoises tendent - tant que possible - à privilégier une rétention de la main-d'œuvre<sup>44</sup>. Selon nos projections et au niveau de l'économie dans son ensemble, le nombre d'heures travaillées par personne employée se redresserait de 3,1 % en 2021 - une année qui serait encore marquée par un recours élevé au chômage partiel - et de 2,5 % en 2022, avant de se normaliser l'année suivante. *ii)* De même, l'emploi frontalier - surreprésenté dans des secteurs cycliques et soumis à la concurrence internationale - ralentirait davantage que l'emploi des résidents. *iii)* À cela s'ajoute la relance des mesures pour l'emploi, qui ont diminué dans le sillage de la crise sanitaire, et qui 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, les partenaires sociaux devraient faire preuve de prudence. De même, la persistance du chômage à un niveau élevé ne favoriserait guère le pouvoir de négociation des employés, qui devrait demeurer limité. Les estimations tiennent compte de l'accord salarial signé dans la fonction publique qui prévoit un gel des salaires réels sur une large partie de l'horizon de projection. Les projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajusté en janvier 2023, eu égard à l'évolution projetée des salaires horaires réels en 2020 et 2021<sup>45</sup>. Sur l'horizon de projection, la progression des salaires nominaux s'expliquerait principalement par la contribution de l'indexation des salaires sur l'évolution des prix. Sur la base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires devraient être déclenchées en fin d'année 2021 et au troisième trimestre 2023. Au total, les salaires nominaux devraient progresser d'un peu plus de 4 % en 2021 et 2022, avant de décélérer à 2,7 % l'année suivante.

Le graphique 29 montre l'évolution du coût salarial moyen (tel que défini en comptabilité nationale<sup>46</sup>) et la contribution de chaque composante. Le coût salarial moyen aurait diminué de près de 1 % en 2020. Cette baisse se serait (principalement) décomposée en une contribution positive de l'échelle mobile des salaires (indexation) de 2,5 p.p. et une dérive salariale dont l'impact négatif se serait établi à environ -4 p.p.

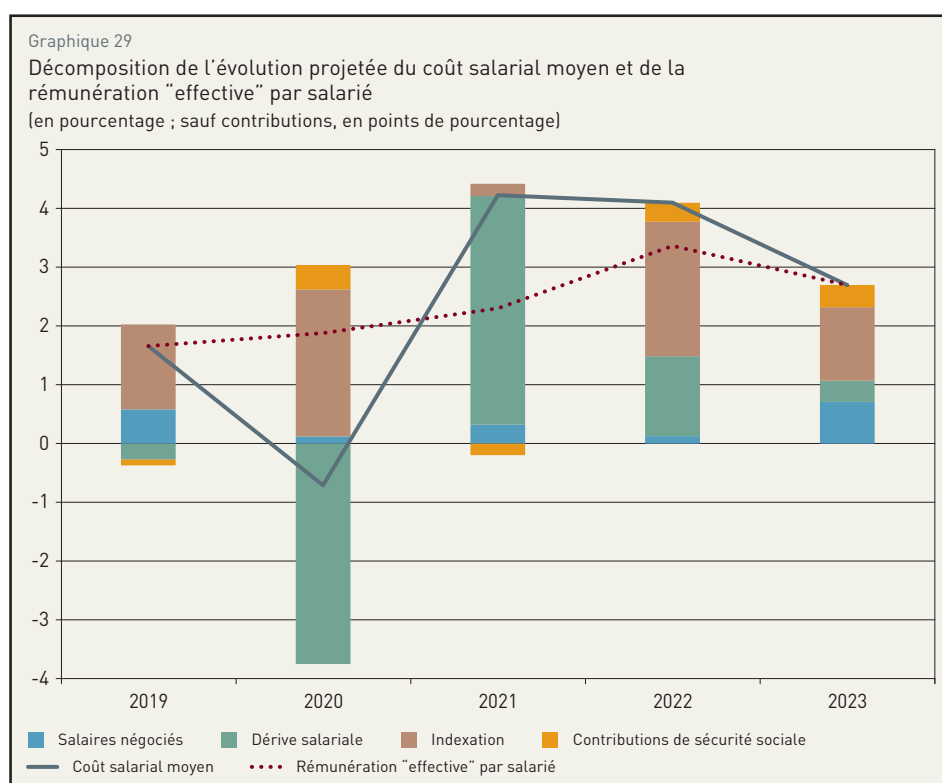
44 Cela s'expliquerait notamment par les difficultés de recrutement de personnel, fréquemment mises en avant par les employeurs luxembourgeois. Traditionnellement, au Luxembourg, une partie de la demande de travail est satisfaite par un afflux de travailleurs provenant de l'étranger (frontaliers ou immigrés). Cependant, face à la COVID-19, ce canal de recrutement aurait subi quelques entraves (comme en témoigne le recul du solde migratoire en 2020), ce qui aurait renforcé les réticences des entreprises à licencier dans la mesure où le recrutement pourrait être encore plus difficile une fois la reprise économique entamée. Si les licenciements devenaient inévitables (en particulier, une fois abolies les conditions favorables de recours au chômage partiel), les entreprises devraient continuer à favoriser la résiliation ou la nonreconduction 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 fort repli de l'emploi intérimaire observé depuis le début de la pandémie semble corroborer cette hypothèse. Par ailleurs, dans un contexte d'incertitude et d'inquiétude quant à de nouvelles vagues de COVID-19, l'ajustement de la marge extensive (c'est-à-dire du nombre de personnes employées), devrait continuer à passer, en premier lieu, par un gel, un report, voire une annulation des embauches initialement prévues. Les données disponibles à l'heure actuelle semblent aller dans ce sens. En effet, la hausse du chômage observée jusqu'à présent s'est principalement expliquée par une réduction des flux de sortie du chômage (embauches) plutôt que par une hausse des flux d'entrée (licenciements). Dans ce contexte, il convient aussi de mentionner qu'on ne peut pas exclure l'apparition d'un « effet de découragement » qui pourrait s'avérer particulièrement important pour les chômeurs en fin de droits ou n'ayant pas droit aux allocations de chômage (comme les jeunes qui entrent sur le marché du travail). Face à la hausse du chômage et aux perspectives incertaines, certains pourraient, en effet, décider de ne pas (ou ne plus) s'inscrire auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM).

45 Rappelons qu'au Luxembourg, le salaire social minimum (SSM) est régi par le Code du travail et son niveau est fixé par la loi. Le SSM connaît deux types de revalorisations. *i)* La première résulte de l'adaptation automatique du SSM en fonction de l'évolution du coût de la vie (mécanisme d'indexation). *ii)* La deuxième dépend du développement économique et vise à faire participer les salariés rémunérés au SSM aux bénéfices de la croissance économique. À cette fin, tous les deux ans, le gouvernement soumet à la Chambre des députés un rapport sur l'évolution des conditions économiques générales et des revenus, accompagné, le cas échéant, d'un projet de loi portant sur l'ajustement du niveau du SSM. Le SSM est donc de manière générale adapté tous les deux ans en fonction de l'évolution moyenne des salaires horaires réels dans le reste de l'économie au cours des années A-2 et A-3.

46 Voir l'encadré 2 « Ajustement du facteur travail dans le contexte de la crise actuelle », publié dans le Bulletin BCL 2020/1 (p. 61-68) pour plus de détails.

La dérive salariale est globalement en ligne avec l'évolution des heures travaillées, dont le recul reflète principalement l'impact du recours au chômage partiel. Cette évolution inclut cependant aussi d'autres éléments tels que la baisse des heures travaillées liées au congé pour raisons familiales exceptionnel, la baisse des heures supplémentaires ou encore le recul des primes distribuées.

La courbe rouge, sur le graphique 29, montre l'évolution estimée de la rémunération moyenne effective perçue par les salariés, soit le total de la rémunération payée par l'employeur augmenté des indemnités de chômage partiel (versées par le Fonds pour l'emploi). Celle-ci n'aurait pas diminué en 2020, grâce à l'effet compensatoire de l'indexation<sup>47</sup> et, principalement, des indemnités de chômage partiel.



Sources : ADEM, STATEC (comptes nationaux 2020), projections (2021-2023) et calculs BCL

En 2021 et en 2022, en supposant que le recours au chômage partiel ait largement diminué, les dynamiques seraient différentes. Le coût salarial moyen et la rémunération effective 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

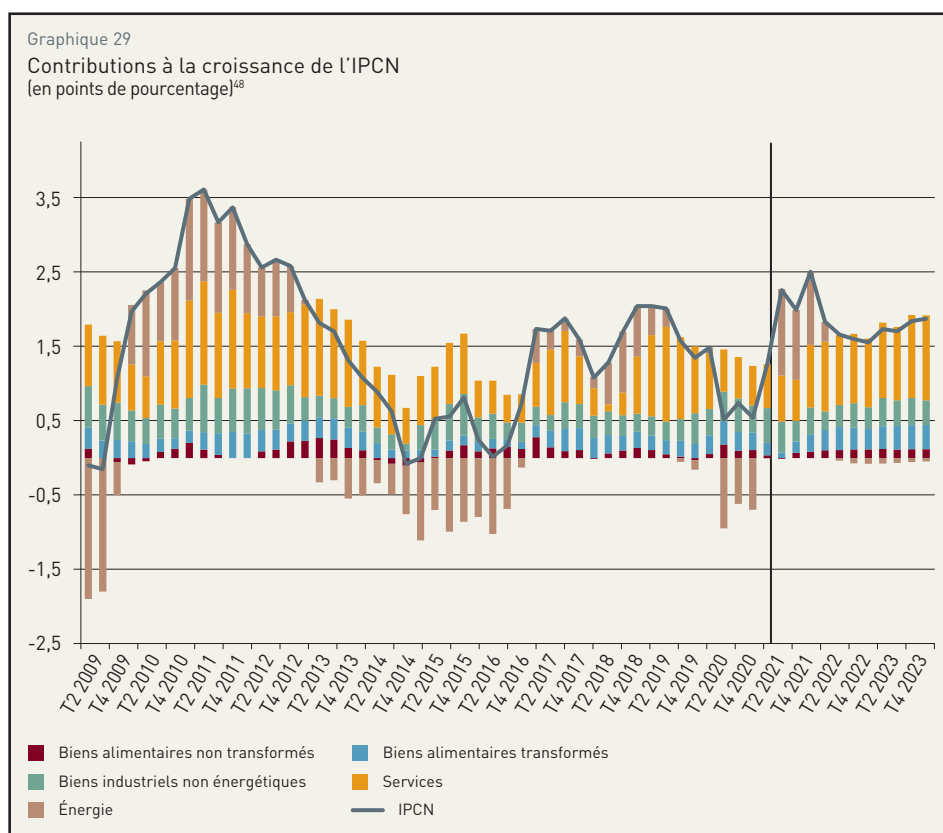
L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), s'établirait à 2,0 % en 2021, en forte accélération par rapport à 2020 (0,8 %). Elle décélèrerait ensuite en 2022 pour atteindre 1,7 %, avant de réaccélérer légèrement, à 1,8 %, en 2023.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait s'établir à 1,3 % en 2021, en décélération par rapport à 2020 (1,5 %). Elle accélérerait ensuite à 1,7 % en 2022 et 1,9 % en 2023, proche de sa moyenne historique.

À court terme, l'impact à la hausse de l'augmentation du salaire minimum en janvier 2021 et la dissipation de l'effet de la mise en place de la gratuité des transports publics en mars 2020 serait atténué par la faible augmentation des salaires (autres que le salaire minimum) et une inflation modérée dans la zone euro et la plupart des pays voisins du Luxembourg. L'Allemagne devrait toutefois connaître une inflation relativement élevée en raison de mesures spécifiques (introduction d'une taxe CO<sub>2</sub> et le retour aux taux de TVA habituels après une baisse temporaire en 2020). En 2022, l'inflation sous-jacente accélérerait dans le contexte de l'indexation des salaires (prévue pour la fin 2021) et d'une accélération

<sup>47</sup> Hors indexation, la rémunération effective perçue par le salarié aurait diminué de 0,6 % en 2020 (après une légère hausse de 0,2 % l'année précédente).

Graphique 29  
Contributions à la croissance de l'IPCN  
(en points de pourcentage)<sup>48</sup>



Sources : STATEC, BCL (projections)

de l'inflation des prix des biens alimentaires. En 2023, l'augmentation des salaires réels impliquerait une nouvelle accélération de l'inflation sous-jacente.

Après avoir été inférieure à 1,0 % en 2020, l'inflation globale rebondirait à 2,0 % en 2021, sous l'effet de la contribution largement positive de la composante énergie, à la suite de l'augmentation significative des prix du pétrole et de l'introduction d'une taxe CO<sub>2</sub> en janvier 2021. L'incidence du relèvement des accises sur l'essence, le diesel et le mazout de chauffage sur le taux de variation annuel moyen de l'IPCN serait de 0,25 p.p. en 2021. D'autres augmentations de la taxe CO<sub>2</sub>, plus faibles, sont anticipées pour les années subséquentes mais leur impact sur l'inflation serait plus modéré et l'inflation globale s'établirait alors à un niveau similaire à l'inflation sous-jacente. Notons encore que l'impact de la taxe CO<sub>2</sub> sur l'inflation

a été neutralisé dans le mécanisme de l'indexation des salaires. Dans ce contexte, et en fonction des dernières données disponibles, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est prévu pour décembre 2021. La tranche subséquente serait due en juillet 2023.<sup>48</sup>

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avec une hausse annuelle de 2,7 % en 2021, présenterait un taux de progression nettement supérieur à l'IPCN en 2021, notamment parce que les prix de l'énergie, qui s'afficheraient en forte hausse en 2021, y ont un poids plus important. Pour le reste de l'horizon de projection, l'inflation IPCH connaîtrait une évolution similaire à celle de l'inflation IPCN.

En comparaison avec l'exercice de décembre 2020, les projections de l'inflation sous-jacente ont été revues à la baisse pour 2021 et à la hausse pour 2023. Elles sont inchangées pour 2022. La projection d'inflation globale a été fortement relevée pour 2021, à la suite de la révision à la hausse des hypothèses sur le prix du pétrole. Pour le reste de l'horizon de projection, l'inflation globale est globalement inchangée.

#### 1.2.6.6 Analyse des risques

L'incertitude entourant les projections est particulièrement élevée en temps de crise, toutefois, elle a diminué par rapport aux projections antérieures. Un scénario extrême incluant un confinement complet de l'économie tel que nous l'avons connu au printemps 2020 est devenu nettement moins probable avec la découverte de plusieurs vaccins. Dans le contexte de la pandémie, l'incertitude est d'abord liée

<sup>48</sup> 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.

à la vitesse du déploiement des vaccins, au relâchement des mesures restrictives et à leur incidence sur le fonctionnement de l'économie, tant au niveau national qu'au niveau européen et international. Ces risques agissent dans les deux directions. D'un côté, la campagne de vaccination pourrait se terminer plus tôt qu'anticipé. D'un autre côté, différents obstacles, comme l'émergence et la multiplication de nouveaux variants du virus, pourraient compromettre l'efficacité de la vaccination et nécessiter le maintien de mesures de restrictions durant une plus longue période<sup>49</sup>.

Au-delà de l'évolution de la pandémie, les répercussions de la crise économique se manifestent également sur le marché du travail, sur les résultats opérationnels et la viabilité des entreprises ainsi que, de manière indirecte, sur le secteur financier. Ces incidences pourraient s'avérer plus négatives que ne le prévoit le scénario central. À cet effet, il reste à voir dans quelle mesure la suppression progressive des diverses aides financières octroyées par l'État, entre autres le chômage partiel, impactera le taux de chômage et les entreprises dans le secteur non financier.

Au-delà des risques émanant de la pandémie, l'évolution de l'économie luxembourgeoise reste évidemment également exposée aux risques qui sont habituellement présentés dans cette partie. On peut citer par exemple l'incidence de l'évolution des marchés financiers sur la performance du secteur financier, les adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits, les risques pesant sur le marché immobilier résidentiel ou encore les effets liés aux révisions des données de l'économie luxembourgeoise (voir notamment sous 1.2.5)<sup>50</sup>.

## 1.2.7 Les relations économiques avec le reste du monde

### 1.2.7.1 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2020, les exportations et les importations de biens se sont contractées respectivement de 10 % et de 11 % par rapport à l'année 2019. Les plus fortes contractions ont eu lieu au deuxième trimestre 2020, les exportations et les importations ayant reculé respectivement de 22 % et de 24 % (par rapport au même trimestre de 2019), du fait de l'impact négatif du premier confinement lié à la pandémie de COVID-19. Le déficit du commerce extérieur s'est, pour sa part, largement résorbé (-12 %), atteignant 6,4 milliards d'euros sur toute l'année 2020. Par ailleurs, en 2020, les indices des valeurs unitaires ont signalé une baisse plus importante des prix à l'importation (-2,5 %), qu'à l'exportation (-1,5 %). En conséquence, l'indice des termes de l'échange s'est amélioré de 1 % en 2020, contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

Les données du premier trimestre 2021 montrent une reprise du commerce extérieur, les exportations ayant atteint 3,2 milliards d'euros, soit une hausse de 3,5 % par rapport au même trimestre de 2020. De leur côté, les importations de biens se sont accrues de 3 % pour atteindre 4,8 milliards d'euros au premier trimestre 2021. Le déficit du commerce extérieur est, pour sa part, reparti à la hausse (2 %), atteignant 1,6 milliard d'euros au premier trimestre 2021.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, se sont contractées de 18 % en 2020, mais ont augmenté de 1 % au premier trimestre 2021. Toutes les autres grandes catégories de biens exportés ont également subi une évolution défavorable en 2020 mais se sont redressées légèrement au premier trimestre 2021. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent

49 Afin de mieux cerner cette incertitude, l'Eurosystème a développé deux scénarios additionnels, clément et sévère, pour les projections macroéconomiques de la zone euro dans son ensemble. Voir le chapitre 5 dans la publication [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202106\\_eurosystemstaff-7000543a66.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202106_eurosystemstaff-7000543a66.en.pdf).

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



habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont reculé de 9 % en 2020 mais progressé de 5 % au premier trimestre 2021. Les ventes en dehors de la zone euro, qui avaient fortement reculé en 2020, ont par contre continué à se détériorer au premier trimestre 2021.

S'agissant des importations de biens, presque toutes les catégories de produits ont reculé en 2020, les baisses les plus importantes ayant affecté les produits pétroliers (-37 %), les produits chimiques (-5 %), le matériel de transport (-9 %), ainsi que les machines et équipements (-10 %). Les importations de toutes ces catégories de biens se sont redressées au premier trimestre 2021, à l'exception des produits pétroliers qui ont continué à reculer (-11 %). Les importations en provenance de la zone euro (85 % de toutes les importations) et des autres pays européens se sont contractées de 10 % en 2020 alors que celles en provenance d'Amérique et d'Asie ont reculé davantage. Au premier trimestre 2021, les livraisons en provenance de la zone euro, des États-Unis et de la Chine se sont redressées tandis que celles en provenance d'autres régions ont poursuivi leur recul.

Tableau 21

### 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	19 933	5,0	-6 645	5,1
2019	13 245	-0,3	20 509	2,9	-7 264	9,3
2020	11 945	-9,8	18 300	-10,8	-6 355	-12,5
2020						
1 <sup>er</sup> trim.	3 119	-7,1	4 715	-8,1	-1 596	-10,1
2 <sup>e</sup> trim.	2 693	-22,5	3 952	-23,8	-1 259	-26,3
3 <sup>e</sup> trim.	3 019	-6,8	4 719	-3,5	-1 700	3,0
4 <sup>e</sup> trim.	3 114	-1,9	4 913	-7,4	-1 800	-15,5
2021						
1 <sup>er</sup> trim.	3 228	3,5	4 859	3,1	-1 631	2,2

Source : STATEC

#### 1.2.7.2 La balance des paiements

##### Le compte courant

Le compte courant s'est soldé par un excédent de 352 millions d'euros au premier trimestre 2021, comparé à un déficit de 155 millions d'euros au même trimestre en 2020. Cette amélioration s'explique principalement par une réduction du déficit des revenus d'investissements qui peut toutefois fortement fluctuer d'un trimestre à l'autre.

Les échanges des biens se sont soldés par un excédent de 763 millions d'euros au premier trimestre, soit une légère hausse de 1 % par rapport au même trimestre en 2020. Affichant des taux de croissance d'environ 10 %, les exportations et les importations des marchandises du commerce général se sont largement redressées au premier trimestre 2021. Avec un excédent de 1 milliard d'euros au premier trimestre 2021, le négoce international (achats et ventes de biens sans passage par le territoire national) s'est, pour sa part, amélioré de 25 %.

L'excédent des échanges internationaux de services s'est, quant à lui, contracté de 4 % à 5 milliards d'euros au premier trimestre 2021, dans un contexte où les importations (8 %) ont augmenté davantage que les exportations (5 %). Au niveau des sous-rubriques cependant, les évolutions étaient plus contrastées. Les exportations des services non financiers se sont contractées de 3 % alors que les importations ont augmenté de 2 %. L'excédent des services non financiers, s'est en conséquence, contracté de 40 % à 633 millions d'euros au premier trimestre 2021. Ce sont notamment les voyages, les services personnels, culturels et relatifs aux loisirs, les autres services aux entreprises ainsi que les services d'assurance qui étaient en baisse. Les échanges internationaux de services financiers, quant à eux, étaient en forte hausse, avec 11 % pour les exportations et 14 % pour les importations. Leur excédent s'est accru de 5 % à 4,6 milliards d'euros au premier trimestre 2021. Cette évolution s'explique par l'appréciation des actifs moyens gérés par les fonds d'investissement au cours du premier trimestre 2021.

La balance des revenus primaires a connu une amélioration de son solde négatif qui s'est résorbé de 10 % à 5,5 milliards d'euros au premier trimestre 2021. Cette évolution favorable provient d'une baisse des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs non-résidents, une rubrique fréquemment révisable qu'il convient d'interpréter avec précaution.

Le solde des revenus secondaires (transferts courants) s'est également amélioré en dégageant un déficit de 97 millions d'euros au premier trimestre 2021, comparé à un déficit de 188 millions d'euros au même trimestre en 2020. Cette amélioration s'explique surtout par la réduction progressive des indemnités versées aux frontaliers suite à la pandémie du Covid-19 (chômage partiel, congé extraordinaire pour raisons familiales, etc.).

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

Dans le compte financier, au premier trimestre 2021, les flux d'investissements directs ont connu une importante baisse tant pour les avoirs (-1 milliard d'euros) que pour les engagements (-6 milliards d'euros). Cette évolution est liée aux opérations de restructuration qui ont affecté, au cours des dernières années, le secteur des SOPARFI et qui semblent avoir marqué le pas au premier trimestre 2021.

Concernant les investissements de portefeuille, suite à la forte reprise des marchés financiers depuis le deuxième trimestre 2020, les transactions sur les actions luxembourgeoises se sont soldées par des entrées nettes de 117 milliards d'euros au premier trimestre 2021, comparées à des sorties nettes de 63 milliards d'euros au même trimestre en 2020. Les titres de dette luxembourgeois ont en revanche continué à subir des ventes nettes ayant atteint 8 milliards d'euros au premier trimestre 2021. Les transactions sur titres étrangers de participation se sont soldées par des achats nets de 88 milliards d'euros au premier trimestre 2021, comparés à des ventes nettes de 57 milliards au même trimestre en 2020. Les titres de dette étrangers ont, de leur côté, subi des achats nets, à concurrence de 21 milliards d'euros au premier trimestre 2021, comparés à des ventes nettes de 92 milliards au même trimestre en 2020.

Tableau 22

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

	1 <sup>ER</sup> TRIMESTRE 2020			1 <sup>ER</sup> TRIMESTRE 2021		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>98 988</b>	<b>99 142</b>	<b>-155</b>	<b>95 094</b>	<b>94 742</b>	<b>352</b>
Biens	5 849	5 098	751	6 405	5 643	763
Marchandises générales (dont «or non monétaire»)	5 032	5 098	-66	5 383	5 643	-260
Négoce international (exportations nettes)	817	0	817	1 023	0	1 023
Services	24 256	18 831	5 426	25 502	20 298	5 203
Services financiers	13 749	9 389	4 360	15 274	10 704	4 570
Services non financiers	10 507	9 441	1 066	10 228	9 595	633
Revenu primaire	66 417	72 561	-6 144	60 730	66 247	-5 517
Revenu secondaire	2 465	2 652	-188	2 457	2 554	-97
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>404</b>	<b>461</b>	<b>-57</b>	<b>199</b>	<b>249</b>	<b>-50</b>
	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>	<b>AVOIRS</b>	<b>ENGAGEMENTS</b>	<b>NET</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>-171</b>			<b>269</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-109 443	-85 520	-23 922	-1 250	-5 898	4 648
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-85 712	-49 900	-35 812	-7 174	-15 056	7 882
Autres capitaux	-23 731	-35 620	11 890	5 925	9 158	-3 234
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-149 990	-77 522	-72 468	109 334	108 656	679
Titres de participation	-57 567	-63 458	5 891	88 416	116 943	-28 527
Titres de créance	-92 423	-14 064	-78 359	20 918	-8 288	29 206
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			3 040			-4 121
AUTRES INVESTISSEMENTS	182 841	89 648	93 193	20 023	21 040	-1 018
AVOIRS DE RÉSERVE	-13		-13	80		80
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>41</b>			<b>-34</b>

Sources : BCL / STATEC

### 1.2.7.3 La position extérieure globale

Par rapport au quatrième trimestre 2020, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 485 milliards d'euros, atteignant 11 370 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2021. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont, de leur côté, augmenté de 482 milliards d'euros, s'établissant à 11 336 milliards d'euros fin mars 2021. Ces hausses s'expliquent en grande partie par des effets positifs de valorisation. La position extérieure nette du Luxembourg s'est, quant à elle, améliorée de 3 milliards, à 34 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2021, les avoirs financiers extérieurs ayant davantage augmenté que les engagements.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 23 milliards à 715 milliards d'euros, fin mars 2021. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) s'est contracté de 21 milliards pour s'établir à 193 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est, pour sa part, réduit de 10 milliards, à 887 milliards d'euros fin mars 2021.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est accru à 4 699 milliards d'euros, fin mars 2021, après avoir subi un effet positif de valorisation (92 milliards d'euros). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 3 984 milliards d'euros fin mars 2021, soit une hausse de 69 milliards d'euros résultant également d'un effet positif de valorisation.

L'encours d'avoirs en investissements de portefeuille s'est établi à 5 101 milliards d'euros fin mars 2021, soit une hausse de 317 milliards d'euros, liée à un large effet positif de valorisation (207 milliards d'euros) et à un effet-flux positif (109 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a atteint 5 989 milliards d'euros fin mars 2021, soit une hausse de 307 milliards d'euros résultant d'un large effet positif de valorisation (199 milliards d'euros) et d'un effet-flux positif (109 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 402 milliards d'euros fin mars 2021, soit une hausse de 44 milliards d'euros résultant d'un effet-flux positif (20 milliards d'euros), renforcé par un effet de change positif. L'encours d'engagements s'est, pour sa part, accru de 65 milliards d'euros pour atteindre 1 209 milliards d'euros fin mars 2021.

Tableau 23

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

	ENCOURS FIN 2020T4	TRANSACTIONS	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS	ENCOURS FIN 2021T1
<b>Position extérieure nette</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>34</b>
Avoirs extérieurs bruts	10 885	124	361	11 370
Engagements extérieurs bruts	10 854	124	358	11 336
<b>Investissements directs nets</b>	<b>692</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>715</b>
Avoirs	4 607	-1	93	4 699
Engagements	3 915	-6	75	3 984
<b>Investissements de portefeuille nets</b>	<b>-897</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>-887</b>
<b>Avoirs</b>	<b>4 785</b>	<b>109</b>	<b>207</b>	<b>5 101</b>
Titres de participation	2 343	88	179	2 610
Titres de créance	2 442	21	28	2 491
<b>Engagements</b>	<b>5 681</b>	<b>109</b>	<b>199</b>	<b>5 989</b>
Titres de participation	4 804	117	183	5 104
Titres de créance	877	-8	16	884
<b>Produits dérivés nets</b>	<b>20</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>12</b>
<b>Autres investissements nets</b>	<b>215</b>	<b>-1</b>	<b>-21</b>	<b>193</b>
Avoirs	1 358	20	24	1 402
Engagements	1 143	21	44	1 209
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,97</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,04</b>	<b>1,01</b>

Source : BCL

## 1.2.8 Les finances publiques

### Situation budgétaire : revue de l'année 2020

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises pour l'année 2020, publié début avril 2021 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs<sup>51</sup>, a enregistré un déficit de 2,6 milliards d'euros, soit 4,1 % du PIB<sup>52</sup>. Cette forte détérioration par rapport à l'excédent budgétaire de 2,4 % du PIB notifié pour l'année 2019 découle d'une hausse du ratio des dépenses totales couplée à une légère baisse du ratio des recettes, conséquences de la crise économique et sanitaire qui a éclaté au début de l'année et des mesures de soutien mises en place par le gouvernement.

La dégradation du ratio des administrations publiques en 2020 est attribuable principalement à l'administration centrale, dont le solde à l'équilibre observé en 2019 s'est transformé en un déficit conséquent (5,2 % du PIB) en 2020 (cf. tableau 24). Dans une moindre mesure, les soldes des deux autres sous-secteurs se sont également dégradés : celui des administrations locales est passé de 0,5 % à -0,2 % du PIB (soit une baisse de 0,7 % du PIB) et celui de la Sécurité sociale est passé de 1,9 % du PIB à 1,3 % du PIB (soit une baisse de 0,6 % du PIB).

La dégradation de la situation budgétaire des administrations publiques entre 2019 et 2020 s'explique par une légère décroissance des recettes totales (-1,2 %) et une forte croissance des dépenses totales (+14 %).

Du côté des recettes, les impôts directs à charge des sociétés ont notamment connu une forte baisse (-17,7 %). Celle-ci a découlé de plusieurs facteurs : 1) la possibilité pour les entreprises de demander une annulation de leurs avances et un délai de paiement pour les soldes d'impôts restant dus ; 2) un ralentissement du traitement des déclarations d'impôt par l'Administration des contributions directes (ACD), entraînant une baisse des recettes de l'impôt sur le revenu des sociétés perçues sous la forme d'arriérés d'impôts ; 3) l'effet décalé de la réforme fiscale de 2017 et la baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités de 18 % à 17 % en 2019 et 4) le caractère non récurrent des revenus imprévus encaissés entre 2017 et 2019. Ceux-ci étaient dus à la mise en place de la déclaration électronique obligatoire pour les entreprises ainsi qu'aux recours importants aux soldes d'impôts liés à des exercices antérieurs. Concernant les autres postes principaux de recette, les impôts indirects ont affiché une baisse de 1,4 % en 2020 et les impôts directs à charge des ménages et les cotisations sociales ont enregistré une hausse de 5,6 % et de 5,2 %, respectivement. Cette croissance a été permise grâce aux mesures prises par le gouvernement pour maintenir l'emploi : les prestations sociales versées dans le cadre du chômage partiel « COVID-19 » et du congé pour raisons familiales exceptionnel ont en effet été soumises à l'imposition du revenu des personnes physiques et aux cotisations sociales, une partie des aides versées revenant ainsi dans les caisses de l'État.

Du côté des dépenses, de fortes augmentations ont été observées au niveau des transferts sociaux (+16,4 %), des investissements directs (+26,1 %) et indirects (+37,3 %), des subsides (+12,6 %), de la consommation intermédiaire (+8,2 %) et de la rémunération des salariés (+9,8 %), conséquence des nombreuses mesures mises en place par le gouvernement en réaction à la crise.

51 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.

52 Selon Eurostat, le déficit affiché pour 2020 pourrait avoir été surestimé d'un montant maximum de 0,3 % du PIB. Cette surestimation trouverait son origine dans le traitement des délais de paiement pour certains impôts accordés dans le contexte de la pandémie de COVID-19.

Tableau 24

## Évolution des soldes, recettes et dépenses des administrations publiques

(% du PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	DIFFÉRENCE 2019-2020
Recettes adm. pub.	44	43,3	44,6	44,4	43,6	43,3	43	43,6	45,4	44,7	43,7	-1
Dépenses adm. pub.	44,3	42,6	44,1	43,5	42,2	42	41	42,3	42,3	42,3	47,8	5,5
<b>Solde adm. pub.</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>3</b>	<b>2,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,5</b>
Recettes adm. centrale	30,1	29,4	30,4	30,6	30,3	29,9	29,6	29,7	31,2	30,5	29,5	-1
Dépenses adm. centrale	32,2	30,9	32,3	31,6	30,5	30,3	29,7	30,3	30,4	30,5	34,7	4,2
<b>Solde adm. centrale</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,2</b>
Recettes adm. locales	5,3	5,2	5,4	5,2	5	4,8	4,9	4,9	5,2	5,2	5	-0,2
Dépenses adm. locales	5,1	4,9	4,8	4,8	4,7	4,5	4,7	4,7	4,8	4,8	5,2	0,4
<b>Solde adm. locales</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>
Recettes séc. soc.	20,2	19,6	20,3	20,1	19,5	19,3	18,8	19,5	19,5	19,4	20,6	1,2
Dépenses séc. soc.	18,5	17,8	18,4	18,5	18,1	17,9	17	17,7	17,7	17,5	19,3	1,8
<b>Solde séc. soc.</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,6</b>

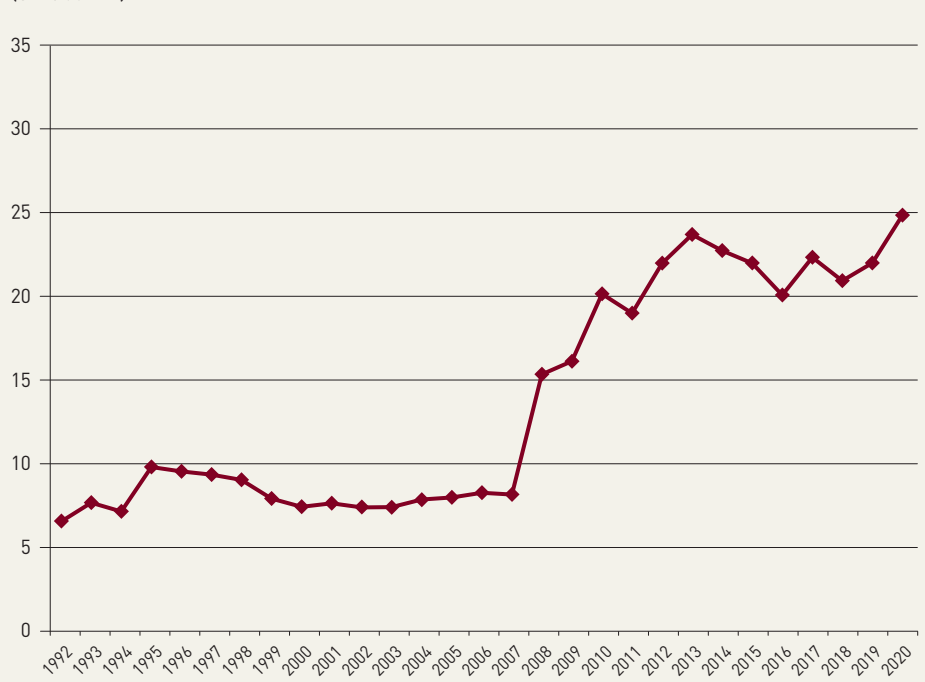
Sources : STATEC, calculs BCL

Il ressort du tableau 24 que l'administration centrale est en majeure partie responsable de la dynamique du solde des administrations publiques observée ces dernières années. Depuis 2010, année pour laquelle l'administration centrale affichait un solde de -2,1 % du PIB, le solde de l'administration centrale est resté en déficit jusqu'en 2018, année pour laquelle un surplus de 0,8 % du PIB a été enregistré, avant de revenir à l'équilibre en 2019.

En ce qui concerne la dette publique, elle atteignait 15,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2020, soit 24,9 % du PIB, en hausse de 2,8 % du PIB par rapport à 2019 (cf. graphique 31). Cette hausse a trouvé son origine notamment dans l'émission d'une obligation (composée de deux tranches) le 22 avril 2020 pour un montant total de 2,5 milliards d'euros (3,9 % du PIB). Le 14 septembre 2020, le gouvernement a également émis une obligation souveraine « durable » pour un montant de 1,5 milliard d'euros (2,3 % du PIB).

## Projections de finances publiques

Dans son Programme de Stabilité 2021, le gouvernement prévoit une amélioration du solde des administrations publiques, qui passerait de -4,1 % du PIB en 2020 à -2,0 % du PIB en 2021. Cette

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

Source : STATEC

amélioration découlerait d'un rebond de l'activité économique et d'une baisse des dépenses en lien avec les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises en réaction à la crise. Le solde continuerait de s'améliorer au cours des années ultérieures, retrouvant l'équilibre en 2024 avant de passer en territoire positif en 2025.

Tableau 25

**Projection des soldes, recettes et dépenses des administrations publiques**  
(% du PIB)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)							
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2021			PROJECTIONS				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Gouvernement (Programme de Stabilité 2021)</b>	3,0	2,4	-4,1	-2,0	-1,3	-0,4	0,0	0,4
dont administration centrale	0,8	0,0	-5,2	-3,1	-2,4	-1,5	-1,0	-0,5
dont communes	0,4	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
dont sécurité sociale	1,8	1,9	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,7
<b>Commission européenne (Projections de printemps 2021)</b>			-4,1	-0,3	-0,1			

Sources : Programme de Stabilité 2021, STATEC, Commission européenne

La Commission européenne prévoit quant à elle une forte amélioration du solde dès 2021, avec un déficit de seulement 0,3 % du PIB, soit une amélioration d'environ 3,8 % du PIB par rapport au solde affiché en 2020. Cette amélioration surviendrait malgré un contexte économique toujours marqué par la crise et le maintien de mesures de soutien aux entreprises et aux ménages. Pour 2022, le solde ne s'améliorerait que légèrement et s'élèverait à -0,1 % du PIB. Il serait donc relativement stable, malgré la probable annulation des mesures temporaires de soutien aux entreprises et aux ménages toujours en place en 2021 dans le cadre de la crise de la COVID-19.

Les fortes divergences dans les projections des soldes des administrations publiques présentées ci-dessus témoignent de la situation économique particulière liée à la crise de la COVID-19 et de la grande incertitude qui entoure encore les projections de finances publiques. Il est également difficile à ce stade d'évaluer dans quelle mesure le Fonds de relance « Next Generation EU » (NGEU) affectera la trajectoire des recettes et des dépenses des administrations publiques dans les années à venir. Selon la Commission européenne, le montant total accordé au Luxembourg s'élèvera à 247 millions d'euros. Dans ce montant sont inclus les 93 millions d'euros de subventions versées au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR), comme détaillé dans le Plan pour la reprise et la résilience (PRR) transmis par le Luxembourg à la Commission européenne en date du 30 avril 2021.

En ce qui concerne les règles budgétaires européennes, la Commission européenne a annoncé que la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) mise en place en 2020 resterait en vigueur en 2022 et qu'une désactivation est attendue à partir de 2023. Le Luxembourg devra donc à nouveau respecter en 2023 les règles du PSC (sous réserve d'une modification de celles-ci), notamment le maintien d'un solde structurel en phase avec l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT), qui est actuellement fixé à +0,5 % du PIB pour la période 2020-2022. Un nouvel OMT sera défini au printemps 2022 pour la période 2023-2025.

La BCL reviendra en profondeur sur les thématiques liées aux finances publiques et présentera ses analyses dans son avis sur le projet de budget 2022.







<b>2 ANALYSES</b>	<b>73</b>
2.1. HAS THE PHILLIPS CURVE CHANGED? EVIDENCE FOR LUXEMBOURG	75
2.1.1 Introduction	75
2.1.2 What are the explanations for a flattening Phillips curve?	75
2.1.3 The Phillips curve in Luxembourg: recent developments	77
2.1.4 Has the Phillips curve flattened in Luxembourg?	79
2.1.5 The drivers of underlying inflation implied by the Phillips curve model for Luxembourg	82
2.1.6 Concluding remarks	82
2.2. UN INDICE DES PRIX DES APPARTEMENTS AU LUXEMBOURG BASÉ SUR LA MÉTHODE DES VENTES RÉPÉTÉES	85
2.2.1 Méthodes	85
2.2.2 Source des données et identification des ventes répétées	86
2.2.3 Estimation de l'indice	88
2.2.4 Résultats et comparaison	89
2.2.5 Inconvénients éventuels de la méthode des ventes répétées	91
2.2.6 Conclusion	94
2.2.7 Références	94
2.2.8 Annexe méthodologique	95
2.3. LE SECTEUR DE L'ASSURANCE AU LUXEMBOURG	98
2.3.1 Les principales catégories de sociétés d'assurance	98
2.3.2 Le cadre réglementaire des sociétés d'assurance luxembourgeoises	99
2.3.3 L'activité des sociétés d'assurance au Luxembourg	100
2.3.3.1 Présentation générale	101
2.3.3.2 La structure du bilan	102
2.3.3.3 La composition du portefeuille	103
2.3.4 Conclusion	106
2.4. LES TAXES ET DÉPENSES ENVIRONNEMENTALES	107
2.4.1 Introduction	107
2.4.2 Définitions et méthodologie	107
2.4.3 Les taxes environnementales	108
2.4.3.1 Composition des recettes en 2019	109
2.4.3.2 Évolution et mesures récentes	109
2.4.3.3 Comparaison européenne	114
2.4.4 Les dépenses de protection de l'environnement	116
2.4.4.1 Composition des dépenses en 2019	117
2.4.4.2 Évolution et mesures récentes	117
2.4.4.3 Les fonds spéciaux liés à l'environnement	118
2.4.4.4 Comparaison européenne	119
2.4.5 Les engagements européens et luxembourgeois	120
2.4.6 Conclusion	123



2.5.	LES HABITUDES DE PAIEMENT AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO	124
2.5.1	Introduction	124
2.5.2	L'enquête SPACE	124
2.5.3	Les modes de paiement selon le type de transaction	125
2.5.3.1	Les transactions aux points de vente et entre particuliers	125
2.5.3.2	Les achats à distance	127
2.5.3.3	Le règlement de factures et les paiements récurrents	127
2.5.4	Les modes de paiement préférés	128
2.5.5	L'impact de la pandémie de Covid-19 sur les habitudes de paiement	129
2.5.5.1	L'enquête IMPACT	129
2.5.5.2	Les statistiques des paiements	130
2.5.6	Conclusion	130

## 2.1 HAS THE PHILLIPS CURVE CHANGED? EVIDENCE FOR LUXEMBOURG<sup>1</sup>

### 2.1.1 INTRODUCTION

The Phillips curve represents the relationship between inflation and real economic activity. It is the standard framework to explain and forecast inflation. This curve assumes a short-run link between inflation and economic slack<sup>2</sup> (see e.g. Bobeica and Sokol, 2019). Despite considerable uncertainty surrounding its exact specification, empirical evidence on the Phillips curve generally suggests that in recent decades inflation has become less responsive to movements in aggregate economic activity, including changes in the output gap. For instance, using several measures of slack, Stock and Watson (2019) find that the slope of the US Phillips curve declined in 1961-83, in 1984-99 and again in 2000-19, with most recent coefficient estimates being statistically indistinguishable from zero. Estimates for other advanced economies also suggest a similar flattening in 1984-99 and in 2000-19 (see Kamber et al., 2020, and Del Negro et al., 2020).

On the other hand, some authors find that although the slope of the Phillips curve has declined, it still remains significant (Ciccarelli and Osbat 2017, and Berson et al 2018) and that the role of expected inflation in determining actual inflation has actually increased (Blanchard et al, 2015, IMF, 2016).

The analysis that follows briefly elaborates on some of the possible explanations advanced for the flattening of the Phillips curve and applies the Phillips curve framework to Luxembourg over 1995-2019 to, first, empirically assess whether the relationship between inflation and economic activity changed since the Great Financial Crisis and, second, shed light on the main drivers of inflation in Luxembourg.

### 2.1.2 WHAT ARE THE EXPLANATIONS FOR A FLATTENING PHILLIPS CURVE?

The Phillips curve relationship depends on many economic factors, each of which could explain the decline in the coefficient on economic slack. The economic literature tends to group explanations in three categories<sup>3</sup>:

(i) **Globalisation and international developments influencing domestic inflation.** Globalisation affects inflation through several channels. First, a growing share of imports in GDP tends to increase the weight of international prices relative to domestic prices, reducing the response of domestic mark-ups to the state of the domestic economy. Second, the opening of new markets to international trade and the extension of global value chains may have reduced the importance of domestic measures of slack relative to global measures of slack. Third, the decline in labour bargaining power (increased mobility of production) and firms' pricing power (increased competition from abroad) may have reduced second-round effects.<sup>4</sup> Finally, inflation across countries displays an important common factor associated with globalisation, which explains a substantial part of variation in national inflation rates.<sup>5</sup>


1 Analysis drafted by Roberta Colavecchio, economist at the Department of Economics and Research.

2 Economic slack refers to excess supply capacity that appears when actual output (or GDP) is below potential output (potential GDP), where potential output is usually defined as the level that can be sustained without generating inflationary or deflationary pressure.

3 See Constâncio (2017).

4 Second-round effects reflect price- and wage-setters' ability to increase prices (through mark-ups or marginal costs) in response to a relative price shock. This could raise inflation expectations, transforming temporary price shocks into more persistent inflationary pressures.

5 Ciccarelli and Mojon (2010) and Ferroni and Mojon (2014) find that global inflation helps to forecast domestic inflation.



(ii) **Expectations better anchored to central bank targets.** Increased credibility of central bank policies means that inflation is more affected by (long-term) inflation expectations and less by cyclical phenomena. For example, better conduct of monetary policy increases credibility and therefore the weight that price setters put on policy targets when they set their price, reducing the link between inflation and output fluctuations<sup>6</sup>. Bullard (2018) claims that the Phillips curve slope may no longer be statistically different from zero because central banks have become more active and more successful in fighting inflation deviations from their policy targets.

(iii) **Non-linearities and time variation in the Phillips curve.** The coefficient on economic slack may depend on the sign, size or persistence of the gap measuring economic slack (output gap or unemployment gap), on the level and volatility of inflation, or on the degree of anchoring of inflation expectations.<sup>7</sup>

Bobeica and Sokol (2019) offer some insight on the drivers of euro area underlying inflation since the Great Financial Crisis. Estimating a large set of specifications for the Phillips curve<sup>8</sup>, these authors calculate inflation contributions from economic slack, inflation expectations and external prices. In particular, the article finds that:

- 1) Between 2011 and 2013, Phillips curve estimates only partially account for the weakness in underlying inflation<sup>9</sup>.
- 2) Between 2013 and 2018, Phillips curve estimates explain most of the weakness in underlying inflation. However, the relative importance of economic slack, inflation expectations and external prices varied.
- 3) Between 2017Q4 and 2018Q3, Phillips curve estimates only poorly account for the weakness of inflation (increasing contribution of unexplained residuals).

The analysis below reflects similar Phillips curve estimates for Luxembourg and evaluates changes in the responsiveness of inflation to economic activity since 2000. This period is particularly interesting, as the euro area experienced two recessions (in 2008-2009 and in 2011-2014) and a protracted low inflation episode starting in 2013.

6 See Constâncio (2017).

7 See, for example, Box 2 in Bobeica and Sokol (2019).

8 The basic specification is a version of the hybrid New Keynesian Phillips curve, with inflation driven by forward-looking inflation expectations, past inflation (to capture backward-looking expectations and other sources of persistence) and firms' marginal costs, proxied by measures of slack or economic activity. Several external variables are included to control for supply shocks.

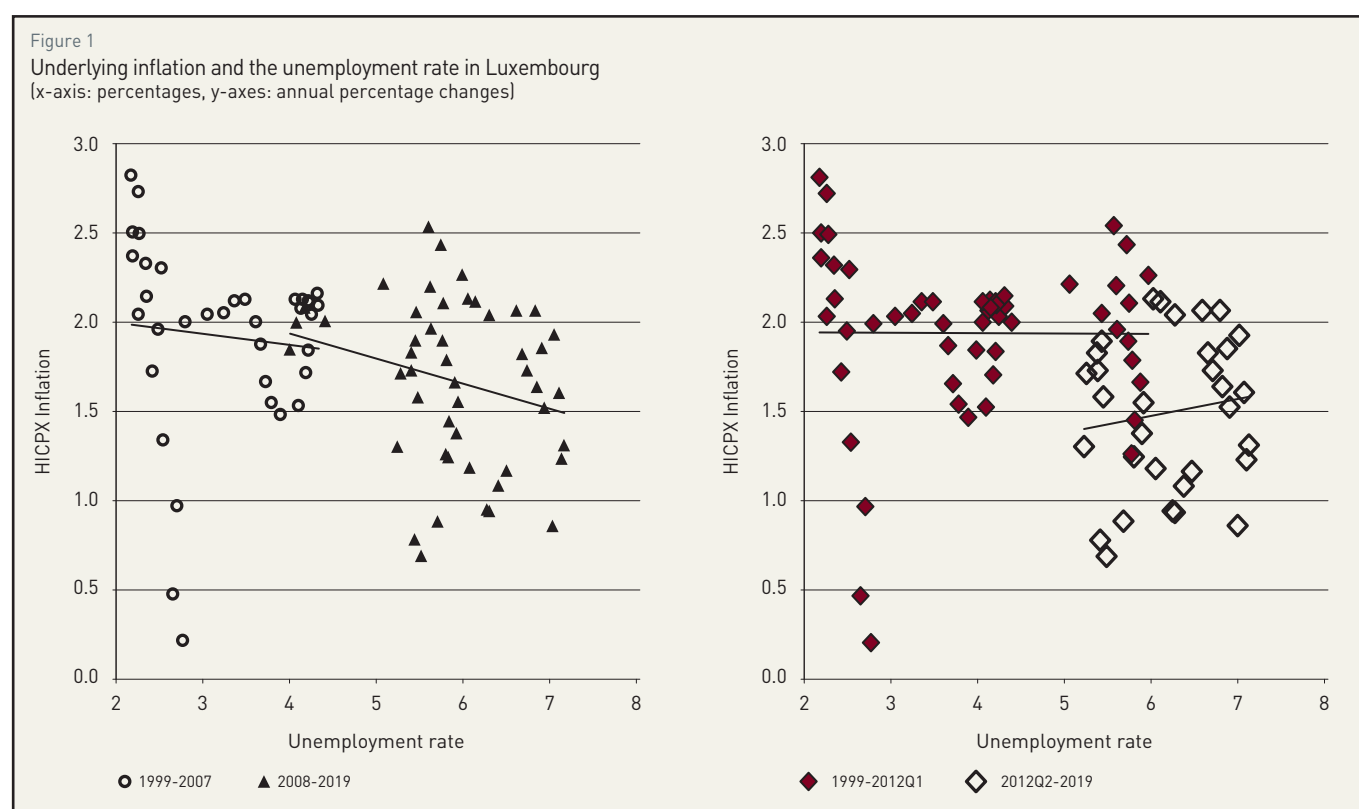
9 In the recessions of 2008 and 2011, inflation did not fall as much as predicted by the Phillips curve, and in the economic recovery it did not rise as much as predicted. The empirical literature refers to Europe's 'missing disinflation' and 'missing inflation' (e.g. Ciccarelli and Osbat 2017, Bobeica and Sokol 2019). However, Ball and Mazumder (2020) have argued that this pattern is not as puzzling as suggested. Using core inflation measures that strip out transitory shocks to headline inflation, they find the Phillips curve captures most inflation movements since the start of the euro.

### 2.1.3 THE PHILLIPS CURVE IN LUXEMBOURG: RECENT DEVELOPMENTS

Figure 1 provides a first look at the relationship between underlying inflation, measured by the year-on-year change in the consumer price index excluding energy and food (HICPX)<sup>10</sup>, and the national unemployment rate.<sup>11</sup>

Over two subsamples (1999Q1-2007Q4 and 1999Q1-2012Q1) correlations between inflation and unemployment are very low and provide hardly any evidence of the Phillips curve relationship. This section extends the bivariate analysis in Figure 1 by reporting a set of Phillips curve estimates that also account for inflation expectations and external prices.

Following Bobeica and Sokol (2019), we estimated a variety of specifications to allow for different sources of uncertainty<sup>12</sup>. First, we estimated Phillips curves over the entire sample using different measures



Sources: Statec data, seasonally adjusted, BCL calculations

Note: Linear regression lines for the two subsamples are shown in grey.

10 Following Bobeica and Sokol (2019), underlying inflation is measured as HICP inflation excluding energy and food. Underlying inflation is more closely linked to domestic drivers than inflation in the headline index HICP. After excluding volatile energy and food prices, the harmonised and the national consumer price indices are quite similar. Data is seasonally adjusted using the EViews implementation of Tramo-Seats.

11 The unemployment rate is the seasonally adjusted series published by STATEC. The original formulation by Phillips (1958) used unemployment as a proxy for economic slack.

12 The (full) estimation sample spans 1995Q1 to 2019Q4, except for specifications employing inflation expectations from consumer surveys, which are only available since 2002Q1, somewhat limiting the comparability of results.

of economic slack<sup>13</sup> and of inflation expectations. Then, for all specifications, we evaluated evidence of parameter change by comparing estimates over different sub-samples, as well as by means of rolling regressions.<sup>14</sup>

The baseline specification is as follows<sup>15</sup>:

$$\pi_t = \mu + \rho \cdot \pi_{t-1} + \theta \cdot \pi_t^e + \beta \cdot x_{t-1} + \gamma \cdot \pi_{t-2}^{imp} + \varepsilon_t$$

where  $\pi_t$  is price inflation in period  $t$ ,  $\pi_t^e$  is an inflation expectations measure,  $x_t$  is a measure of economic slack and  $\pi_t^{imp}$  is a measure of imported inflation capturing external price shocks. Inflation is measured by annualised quarter-on-quarter growth of the HICPX.

Two measures of inflation expectations are considered:

- average of past four quarters of the year-on-year inflation rate<sup>16</sup>
- inflation expectations from the monthly consumer confidence survey conducted by the BCL as part of the harmonised EU surveys.

And eight measures of economic slack:

- annualised quarter-on-quarter growth in real GDP
- unemployment rate (quarterly average)
- output gap (quarterly real GDP deviation from Hodrick-Prescott trend)<sup>17</sup>
- unemployment gap (quarterly deviation from Hodrick-Prescott trend)
- unemployment recession gap<sup>18</sup>
- short-term unemployment rate<sup>19</sup>
- European Commission output gap (linear interpolation of annual estimates)
- IMF output gap (linear interpolation of annual estimates).

Imported inflation is measured as year-on-year growth in the deflator of Luxembourg imports (goods and services) from outside the euro area.<sup>20</sup>

For each measure of slack or economic activity, Figure 2 compares the estimated Phillips curve slope coefficient  $\beta$  across specifications. This coefficient displays the expected sign in virtually all cases, but is rather close to zero and is statistically significant in only 16 % of specifications considered. This evidence is consistent with the visual impression in Figure 1. Regarding the other drivers, the  $\rho$

13 Economic slack is unobservable and must be estimated using one of several possible filters or models, which might differ in their information content for inflation forecasting.

14 Rolling regressions compute time-varying parameter estimates by rolling a window of a fixed width through the entire data sample and re-estimating parameters in each window. If rolling-window estimates vary over time, this suggest parameter instability.

15 The choice of functional form and estimation strategy addresses tractability and simplicity concerns, but also reflects the proven ability of such models to fit euro area data reasonably well. For a discussion of this specification, see Ciccarelli and Osbat, eds. (2017).

16 As in Bobeica and Sokol (2019), year-on-year inflation rates are considered a better measure of inflation expectations.

17 Conclusions were robust in comparison to other de-trending methods (Harvey-Jaeger, Kuttner, Apel-Jansson).

18 As proposed by Stock and Watson (2010).

19 Ratio of those unemployed for less than one year to the active population. Data available since 2000M1 only.

20 Conclusions were unchanged using the deflator of Luxembourg imports of goods and services from all trading partners.

coefficient on inertia, the  $\theta$  coefficient on expectations and the  $\gamma$  coefficient on external prices are often significant, confirming that economic slack alone is insufficient to adequately explain inflation developments.

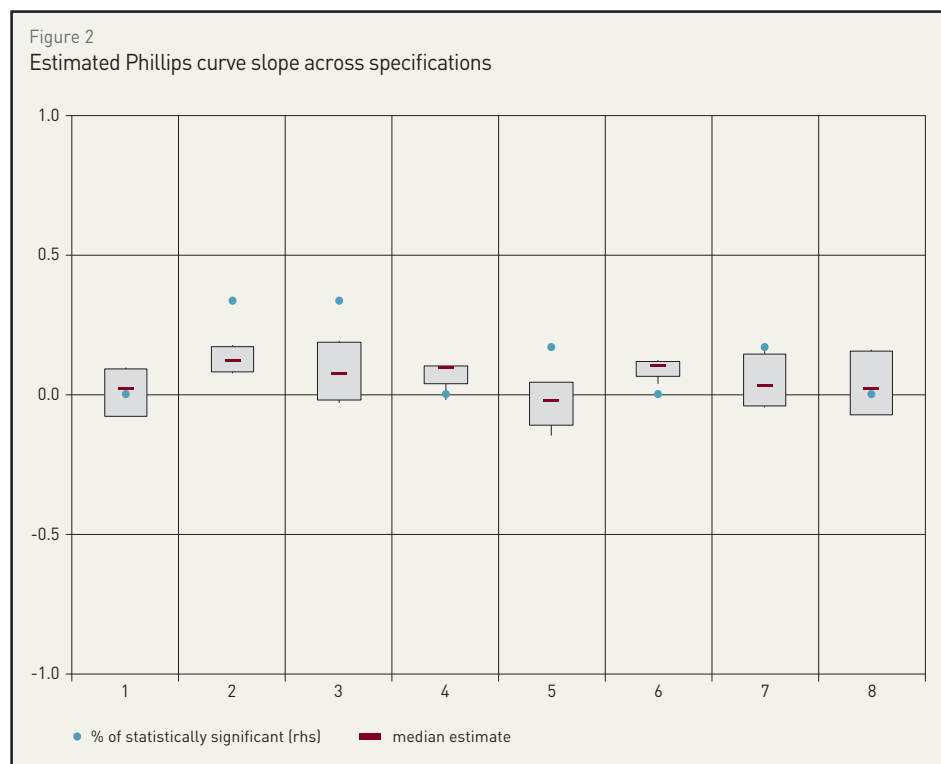
The long-run slope coefficient, calculated as  $\beta/(1-\rho)$ , represents the long-term elasticity between slack and inflation. Since the estimated  $\rho$  coefficient is close to zero, the long-run slope of the Phillips curve turns out to be very close to the (short-run) slope,  $\beta$  (Figure 7 in the Appendix).

#### 2.1.4 HAS THE PHILLIPS CURVE FLATTENED IN LUXEMBOURG?

In Luxembourg, did the relationship between inflation and real activity change following the Great Financial Crisis in 2008? This section addresses this question with two approaches. First, we use different subsamples to estimate the specifications of the baseline Phillips curve above using different measures of slack and of expectations. The subsample split is chosen using two potential “break dates”: 2007Q4 and 2012Q1, both marking well-documented episodes of instability in euro area inflation [see, e.g. Ciccarelli and Osbat 2017 and Bobeica and Sokol 2019]. We then compare the two subsamples estimates to full-sample estimates. Second, we perform rolling-window analysis for one standard Phillips curve specification (using the HP measure of the output gap)<sup>21</sup> to evaluate time variation in the coefficients.

Figure 3 summarises the results of the first exercise. The Phillips curve slope estimates generally lie below the 45-degree line, suggesting that for most specifications the coefficient associated with the slack measure is lower when more recent observations are added to the sample. This holds true for both subsamples (left and right panels of Figure 3). However, in about 60 % of cases the estimated slope coefficients are not statistically different from zero. This indication of high uncertainty also means that this exercise only provides weak evidence of flattening.

The remainder of this section provides time-varying estimates of the Phillips curve coefficient by rolling a window with a fixed width through the entire sample. If the estimated parameters differ across windows, this suggests instability over time.



Sources: European Commission, IMF, Statec data and BCL calculations

Notes: measures of slack along x-axis: (1) annualised quarter-on-quarter growth rate of real GDP; (2) unemployment rate; (3) output gap - Hodrick-Prescott; (4) unemployment gap - Hodrick-Prescott; (5) unemployment recession gap; (6) short-term unemployment rate; (7) output gap - European Commission; (8) output gap - IMF. Unemployment rates/gaps have been inverted for comparison. Sample: Q1 1995 to Q4 2019. All measures of slack/tightness are standardised for the coefficients to be comparable across specifications. The vertical bars show the range of coefficients across all specifications estimated using a given measure of economic slack/tightness or activity.

21 This Phillips curve specification had the best in-sample fit [adjusted R-squared].



Figure 3  
Phillips curve slope estimates in two sub-samples



Sources: Statec data and BCL calculations

Note: To ensure coefficients are comparable across specifications, unemployment rates/gaps have been inverted and all slack/tightness measures are standardised. Source: BCL calculations

The rolling window includes 40 consecutive observations<sup>22</sup>, meaning that the first rolling window contains observations for 1995Q1 through 2004Q4, the second rolling window contains observations for 1995Q2 through 2005Q1, and so on. We associate coefficient estimates from the first available rolling window with the date 2005Q1. Among the 32 variants of the baseline Phillips curve, the rolling-window analysis focuses on the one including the Hodrick-Prescott output gap, past inflation and the extra euro area import deflator. We also included a dummy variable marking wage indexation episodes, since Luxembourg has a system of universal wage indexation<sup>23</sup>, a semi-automatic mechanism that institutionalises second-round effects. This dummy equals 1 whenever the quarter includes a month in which the indexation mechanism triggered a 2.5 % raise in all wages (and social transfers) in the economy and zero otherwise. The estimated equation included the contemporaneous dummy term and its first two lags.

In Figure 4, the rolling window estimates of the output gap coefficient (top-left panel) display a sharp decline between 2008 and 2009 and hover around 0.1 until 2014, when they are no longer statistically different from zero. More specifically, a one percent change in the output gap would raise underlying inflation by approximately 0.5 percentage points between 2005 and 2007, but only by approximately 0.1 percent between 2009 and 2014. This result is consistent with a flattening of the Phillips curve in

22 Similar conclusions are reached with rolling windows including 28, 32 or 50 observations. Zivot and Wang (2006) note that there is no fixed rule to guide the choice of window size. In general, shorter windows are preferred for higher frequency data and longer windows to yield smoother estimates.

23 The automatic wage indexation is triggered by a 2.5 % increase in the national index of consumer prices since the last indexation episode. This is a strictly backward-looking mechanism.

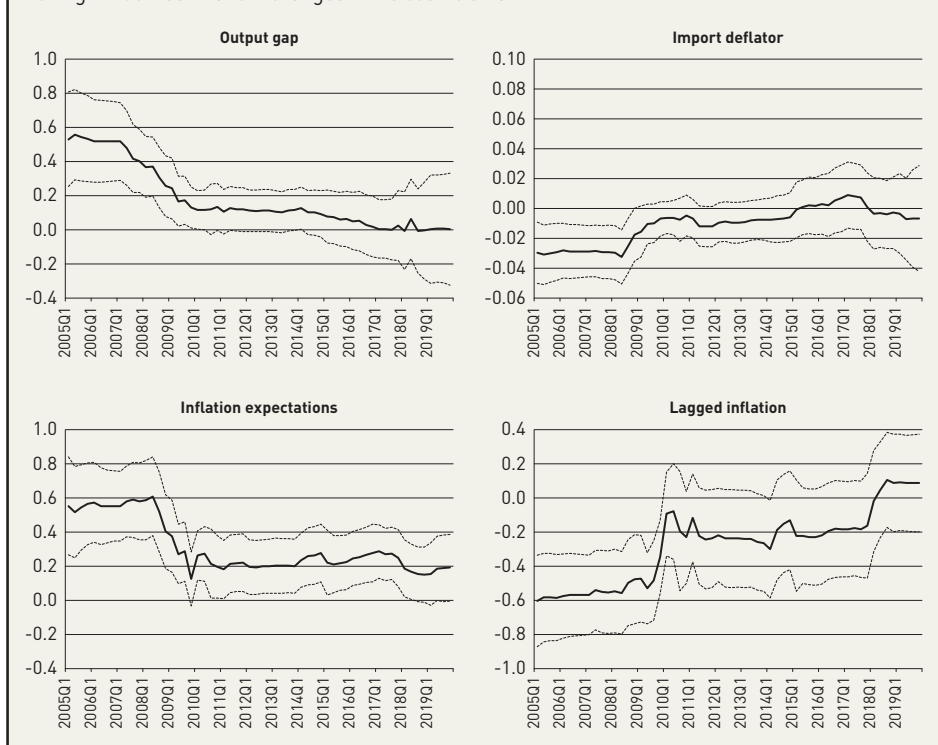
Luxembourg following the Great Financial Crisis.<sup>24</sup>

The coefficients on the other variables also show signs of instability during the 2008-2009 recession. In the bottom left panel, the coefficient on inflation expectations declines sharply but remains sizeable and statistically significant for virtually all the rolling window estimates until the end of the sample. The specified equation proxies inflation expectations with the trailing four-quarter average of year-on-year inflation, so the estimated coefficient implies that between 2011 and 2019 a one percentage point increase in this measure would raise underlying inflation by approximately 0.2 percentage points. This suggests that Luxembourg inflation has a sizeable backward-looking component, consistent with the wage indexation mechanism. Towards the end of the sample, the uncertainty surrounding the rolling estimates increases to the point that “backward-looking” inflation expectations appear to be the only driver with a significant impact on inflation.

Figure 5 shows that, in Luxembourg, traditional Phillips curve determinants account for less

<sup>24</sup> Ciccarelli and Osbat (2017) find a statistically significant relationship between inflation and economic activity in most euro area countries and evidence of some instability in the slope of the Phillips curve. However, the picture is very heterogeneous across countries in terms of increased or decreased sensitivity of inflation to economic slack. Their sample includes data from 1995Q1 to 2014Q4 and, their estimates suggest that the slope coefficient associated to the slack measure is 0.2 for the euro area as a whole, 0.15 for France, 0.25 for Spain, 0.05 for Germany and Italy (not statistically significant) and 0.15 for Luxembourg (also not statistically significant).

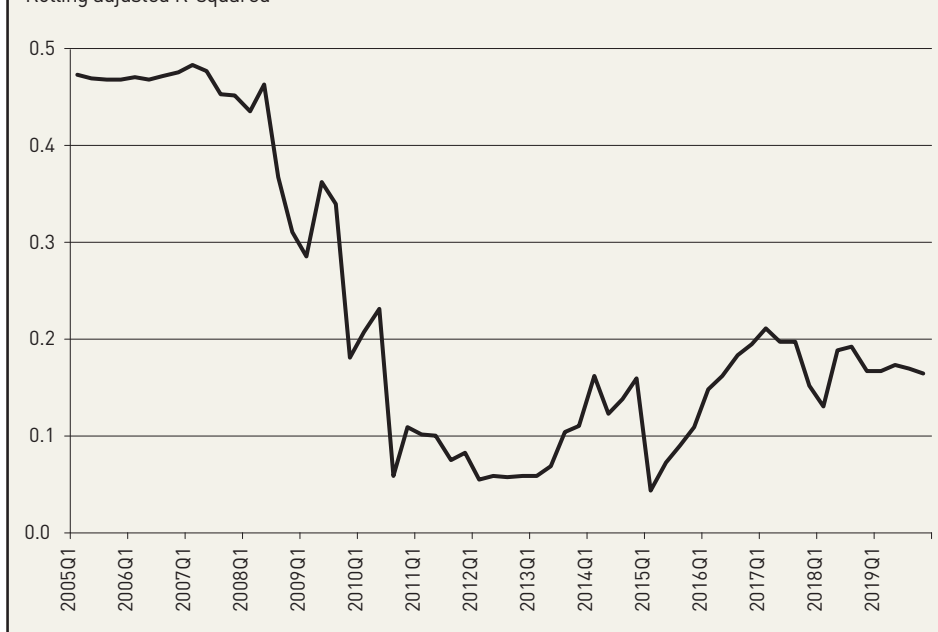
Figure 4  
Rolling window estimation: changes in the coefficients



Sources: Statec data and BCL calculations

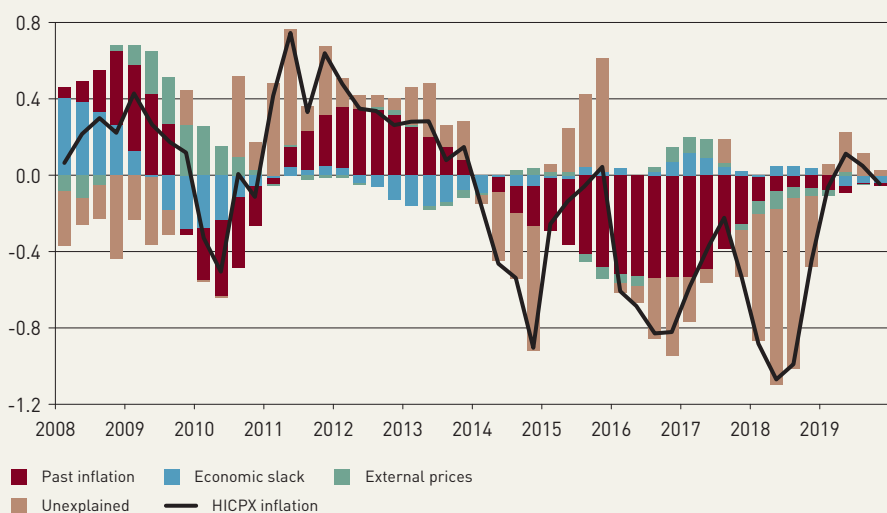
Note: The dotted lines are the 90% confidence bands.

Figure 5  
Rolling adjusted R-squared



Sources: Statec and BCL calculations

Figure 6  
Phillips curve-based decomposition of underlying inflation  
(annual percentage changes and percentage point contributions;  
all values in terms of deviations from their averages since 1999)



Source: BCL calculations

Notes: Phillips curve model considered in Section 4. Contributions are derived as in Yellen, J.L., "Inflation Dynamics and Monetary Policy", speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, Amherst, 24 September 2015.

than 20 percent of underlying inflation variability between 2017 and 2019. This is in line with the findings by Bobeica and Sokol (2019) for the euro area, where the more recent weakness of underlying inflation is difficult to explain within the Phillips curve framework.

### 2.1.5 THE DRIVERS OF UNDERLYING INFLATION IMPLIED BY THE PHILLIPS CURVE MODEL FOR LUXEMBOURG

The Phillips curve model estimated in Section 4 can provide a historical perspective on the relative importance of the main drivers of underlying inflation in Luxembourg. For the three main drivers, Chart 6 displays their respective contributions to inflation (deviations from average since 1999) between 2008 and 2019.<sup>25</sup>

The relative importance of the three key inflation drivers changed over the sample. As suggested in Section 4, inflation expectations (proxied by past inflation) and economic slack contributed to explain high inflation in 2008–2009 as well as the decline in inflation during the 2010–2011 recession. Underlying inflation fell well below its historical average in 2014, where it remained until 2019. Based on Chart 6, the early part of this period was dominated by unexplained factors (grey bars) after which inflation expectations dominated until 2017, when their contribution began to fade. In 2018–2019, the large negative contribution from unexplained residuals (grey bars in the chart) suggests that the Phillips curve was unable to account for recent weakness in inflation.

### 2.1.6 CONCLUDING REMARKS

The empirical analysis above implemented a standard single-equation linear Phillips curve, including lagged inflation, a measure of economic slack, a measure of inflation expectations and a measure of import prices. The main results can be summarised as follows. First, over the whole sample from 1995 to 2019, the traditional Phillips curve can only explain a limited part of inflation volatility in Luxembourg. In particular, the Phillips curve slope is found to be rather flat and often not statistically significant. Inertia, inflation expectations and external prices<sup>26</sup> do appear to affect price developments in Luxembourg, but they only explain a limited part of inflation volatility. Second, Luxembourg inflation has a sizeable backward-looking component. According to the rolling estimates, "backward-looking" inflation

<sup>25</sup> This *ex post* analysis uses the full sample estimates of the Phillips curve coefficients.

<sup>26</sup> Luxembourg imports include a lot of intermediate consumption and imports of services, both of which are not consumer goods. This might explain why the role of imported inflation in the estimated Phillips curve is not so important. Luxembourg imports its consumer goods mainly from the neighbouring economies. This represents a limitation of the analysis presented here. Future work may consider using the deflator of goods imports only (excluding services) or a CPI-deflated real effective exchange rate.

expectations appear to be the only driver to maintain a significant impact on inflation throughout the sample. This finding is consistent with the backward-looking nature of automatic wage indexation in Luxembourg. Third, there is some evidence that the Phillips curve in Luxembourg has flattened since 2007. The rolling-window results suggest that all Phillips curve parameters display some instability, especially around the 2008-2009 recession. This result is common in other euro area economies (Ciccarelli and Osbat, 2017). Fourth, increasing uncertainty after 2017 suggests that the Phillips curve can only provide limited insight into recent inflation developments in Luxembourg.

## References

Ball, L and S Mazumder (2020): "A Phillips Curve for the Euro Area", ECB working paper 2354.

Berson, C, L de Charsonville, P Diev, V Faubert, L Ferrara, S Guilloux-Nefussi, Y Kalantzis, A Lalliard, J Matheron and M Mogliani (2018): "Does the Phillips curve still exist?", Bank of France, Rue de la Banque, issue 56, February.

Blanchard, O, E Cerutti and L Summers (2015): "Inflation and activity: two explorations and their monetary policy implications", IMF Working Papers, no WP/15/230.

Bobeica, E and A Sokol (2019), "Drivers of Underlying Inflation in the Euro Area Over Time: A Phillips Curve Perspective", ECB Economic Bulletin 4.

Bullard, J. (2018), The Case of the Disappearing Phillips Curve: a presentation at the 2018 ECB Forum on Central Banking Macroeconomics of Price- and Wage-Setting, Sintra, Portugal, No 314, Speech, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Ciccarelli, M. and B. Mojon (2010): "Global Inflation", The Review of Economics and Statistics, 92(3): 524-535.

Ciccarelli, M and C Osbat (2017), "Low Inflation in the Euro Area: Causes and Consequences", European Central Bank occasional paper 181.

Constâncio, V. (2017), "Understanding and Overcoming Low Inflation", Remarks at the Conference on "Understanding inflation: lessons from the past, lessons for the future?", Frankfurt am Main, 21 and 22 September 2017.

Del Negro, M., M. Lenza, G. E. Primiceri, and A. Tambalotti (2020), "What's up with the Phillips Curve?", BPEA Conference Draft, Spring.

Ferroni, F. and B. Mojon (2014): "Domestic and Global Inflation", mimeo.

International Monetary Fund (2016), *World Economic Outlook*, Chapter 3, October.

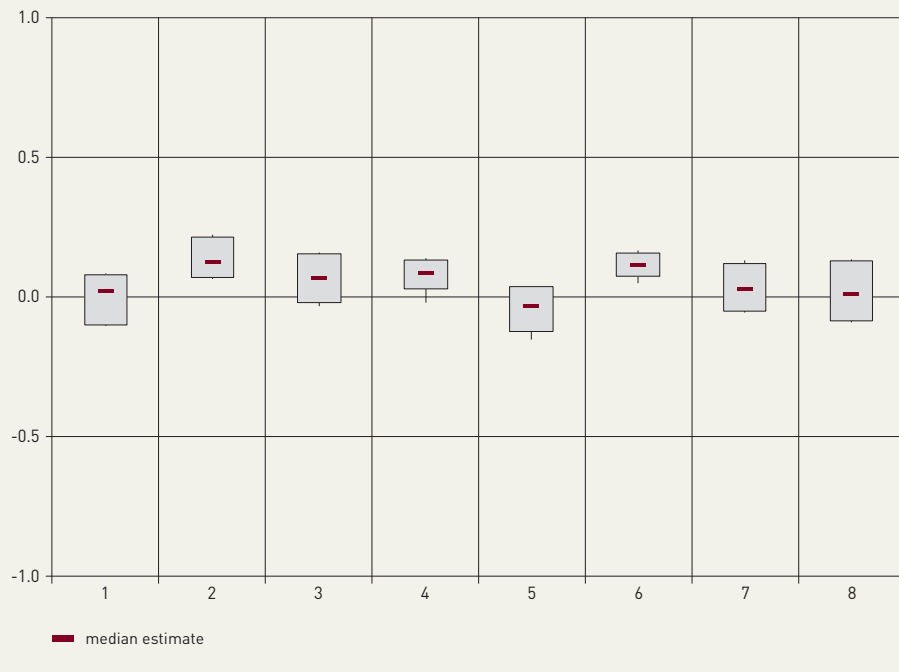
Kamber, G., M. S. Mohanty and J. Morley (2020), "What Drives Inflation in Advanced and Emerging Market Economies?" BIS Paper No. 111a.

Phillips, A W (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica* 25: 283-299.

Stock, J and M Watson (2010) "Modeling Inflation After the Crisis", NBER Working Paper No. 16488.



Figure 7  
Estimated Phillips curve long-run slope across specifications



Sources: European Commission, IMF, Statac and BCL calculations  
Notes: The following measures of slack are considered: (1) annualised quarter-on-quarter growth rate of real GDP; (2) unemployment rate; (3) Hodrick-Prescott output gap; (4) Hodrick-Prescott unemployment gap; (5) unemployment recession gap; (6) short-term unemployment rate; (7) output gap - European Commission; (8) output gap - IMF. The unemployment rates/gaps have been inverted. Sample: Q1 1995 to Q4 2019. All measures of slack/tightness are standardised for the coefficients to be comparable across specifications. The vertical bars show the range of coefficients across all specifications including a particular measure of economic slack/tightness or activity.

Stock, J and M Watson (2019): "Slack and cyclically sensitive inflation", NBER Working Paper No 25987.

Zivot, E., and J. Wang (2006), "Modeling Financial Time Series with S\_PLUS®". 2<sup>nd</sup> ed. NY: Springer Science+Business Media, Inc.

Appendix (Figure 7)

## 2.2 UN INDICE DES PRIX DES APPARTEMENTS AU LUXEMBOURG BASÉ SUR LA MÉTHODE DES VENTES RÉPÉTÉES <sup>27</sup>

La progression rapide des prix immobiliers au Luxembourg suscite bien des inquiétudes (voir la section 3 du chapitre 1 de la Revue de Stabilité financière de la BCL). Dans ce contexte, il est indispensable que les décisions de politique économique se fondent sur des indicateurs fiables. Au Luxembourg, le STATEC publie chaque trimestre l'indicateur rapide C concernant les prix de vente des logements<sup>28</sup>. Cette publication présente les prix moyens par transaction, les prix moyens par mètre carré ainsi que des indices dits « hédoniques » qui cherchent à éliminer les différences dans les caractéristiques des logements. Les indicateurs de prix sont ventilés en différentes catégories, distinguant les maisons anciennes des appartements anciens et neufs, ce qui permet de comparer la dynamique des prix sur ces segments du marché. Or, chacune de ces mesures de prix a ses avantages et ses désavantages, comme expliqué plus bas.

Cette analyse présente un nouvel indice des prix en appliquant la « méthode des ventes répétées » pour comparer sa fiabilité à celle des indices déjà disponibles. L'analyse montre en quoi la mesure des prix des logements peut poser des difficultés en pratique. Si la méthode des ventes répétées produit un indice de prix qui confirme l'accélération des prix au cours des dernières années, cet indice alternatif est moins volatil que les indices hédoniques qui sont utilisés comme indices de référence au Luxembourg. En fournissant une image plus claire des évolutions à court terme, cet indicateur alternatif pourrait apporter une aide aux choix des politiques publiques.

La section suivante donne un aperçu des différentes méthodes utilisées pour mesurer l'évolution des prix des logements. Ensuite, nous présentons les données utilisées dans cette analyse avant de décrire la méthode des ventes répétées. La quatrième section compare l'évolution des prix des appartements mesurés par les différents indices et la cinquième section évoque les inconvénients potentiels de l'indice basé sur les ventes répétées.

### 2.2.1 MÉTHODES

Les indices des prix les plus simples sont les moyennes ou les médianes<sup>29</sup> des prix observés pour l'ensemble des transactions d'une période donnée, typiquement un mois ou un trimestre. Un indice peut facilement être construit en répétant ce calcul pour chaque période et en le divisant par la valeur obtenue pour la période de base. L'avantage d'un tel indice réside dans la facilité de son mode de calcul et de son interprétation. Le calcul ne nécessite que des informations sur les transactions individuelles (prix et date) et l'indice qui en résulte mesure une tendance générale des transactions à travers le temps. Or, comme plusieurs auteurs l'ont noté (voir Englund, Quigley et Redfearn, 1999 ; Jansen, 2008 ; Thion, Favarger et Hoesli, 2001), les indices des prix moyens ou des prix médians peuvent donner une impression trompeuse de l'évolution des prix sur une période donnée. En effet, les transactions sont différentes à chaque période, ce qui modifie la composition de l'échantillon utilisé pour calculer les prix moyens ou médians. Ainsi, une période durant laquelle les transactions portent surtout sur des logements haut de gamme pourrait être suivie par une période où les transactions concernent surtout des logements bas de gamme, créant une fausse impression de détérioration du prix pour l'ensemble du stock de logements (y compris ceux qui n'ont pas été vendus). Différentes méthodes existent pour pallier les effets des

<sup>27</sup> Analyse rédigée par Bob Kaempff et David Kremer, économistes au département Économie et Recherche.

<sup>28</sup> Voir <https://statistiques.public.lu/>

<sup>29</sup> La médiane est la valeur qui partage une population en deux parties égales (50<sup>ème</sup> percentile). Elle peut diverger de la moyenne si la distribution est asymétrique ou si l'échantillon inclut des observations atypiques.



changements de composition, dont notamment les indices de prix hédoniques et les indices fondés sur la méthode des ventes répétées (« *Repeated sales index* » en anglais, RSI par la suite).

Au Luxembourg, le STATEC applique la méthode hédonique qui s'appuie sur une relation estimée entre le prix d'un logement et plusieurs de ses caractéristiques, telles que sa surface, sa localisation géographique, le nombre d'emplacements de parking, etc. De cette façon, il est possible d'ajuster l'indice des prix pour tenir compte du fait que les caractéristiques des logements vendus varient d'une période à l'autre. Bien que la méthode hédonique soit souvent utilisée pour mesurer les prix immobiliers à l'étranger comme au Luxembourg (Lamboray, 2010 ; Licheron et Ferring, 2018), cette méthode nécessite des choix quant aux caractéristiques à inclure et à la forme fonctionnelle à estimer qui peuvent influencer les résultats (Wang et Zorn, 1997). Or, le choix des variables explicatives n'est pas toujours évident en pratique, soit à cause d'un manque de données, soit en raison de la spécification de la forme fonctionnelle. Pour donner un exemple, la crise du COVID-19 et le déploiement rapide du travail à distance ont occasionné des discussions concernant la valeur supplémentaire représentée par un balcon ou un jardin. Or, les informations disponibles au niveau des transactions individuelles au Luxembourg ne permettent pas de déterminer si un appartement a été vendu avec balcon, même si l'impact positif de cette caractéristique semble plausible.

Une alternative qui permet de réduire ces inconvénients est la méthode des ventes répétées, qui se base sur l'observation à différents points dans le temps du prix d'un même objet immobilier vendu à plusieurs reprises. Aux États-Unis, les indices de référence publiés par Standard&Poors ("*S&P Case-Shiller Home Price Indices*")<sup>30</sup> en sont un exemple. L'approche des ventes répétées repose sur l'hypothèse que le mouvement de prix d'un même objet s'explique par la variation du niveau général des prix pour l'ensemble des logements. En effet, il est plausible que les caractéristiques d'un objet restent les mêmes en comparant les prix de vente d'un même bien à deux périodes différentes. Cette approche évite ainsi de devoir choisir un sous-ensemble de caractéristiques communes à travers les transactions ou d'estimer une forme fonctionnelle pour relier ces caractéristiques aux prix observés lors des transactions.

## 2.2.2 SOURCE DES DONNÉES ET IDENTIFICATION DES VENTES RÉPÉTÉES

Comme pour l'indice hédonique du STATEC, nous construisons l'indice des ventes répétées à partir des informations sur les transactions immobilières contenues dans les extraits des actes notariés transmis à l'Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA (AED). Celles-ci sont complétées par des informations provenant de l'Administration du Cadastre concernant la surface des appartements et des annexes. Notre échantillon initial comprend toutes les ventes d'appartements<sup>31</sup> enregistrées par l'AED entre le premier trimestre 2007 et le premier trimestre 2021, soit 86 184 transactions. Un premier traitement de ces données est effectué pour, entre autres, harmoniser le traitement des prix des ventes en futur état d'achèvement et éliminer des transactions non pertinentes. Ce traitement est réalisé selon une méthodologie commune développée par un groupe de travail composé de membres du STATEC, de l'Observatoire de l'habitat, de l'AED et de la BCL<sup>32</sup>. Cet échantillon, utilisé pour la compilation de l'indice hédonique, comprend 61 850 transactions.

30 Disponible sous : <https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/indicators/sp-corelogic-case-shiller/sp-corelogic-case-shiller-composite/#overview>

31 Cette analyse se focalise sur les appartements puisque ces derniers sont saisis par le cadastre vertical, ce qui fournit des variables nécessaires pour le calcul des indices de prix comme la surface de l'appartement. Ces variables ne sont pas disponibles pour les maisons.

32 Une note méthodologique est publiée par le STATEC sous le lien suivant : <https://statistiques.public.lu/fr/methodologie/methodes/economie-finances/Prix/prix-logements/note-prix-de-vente.pdf>

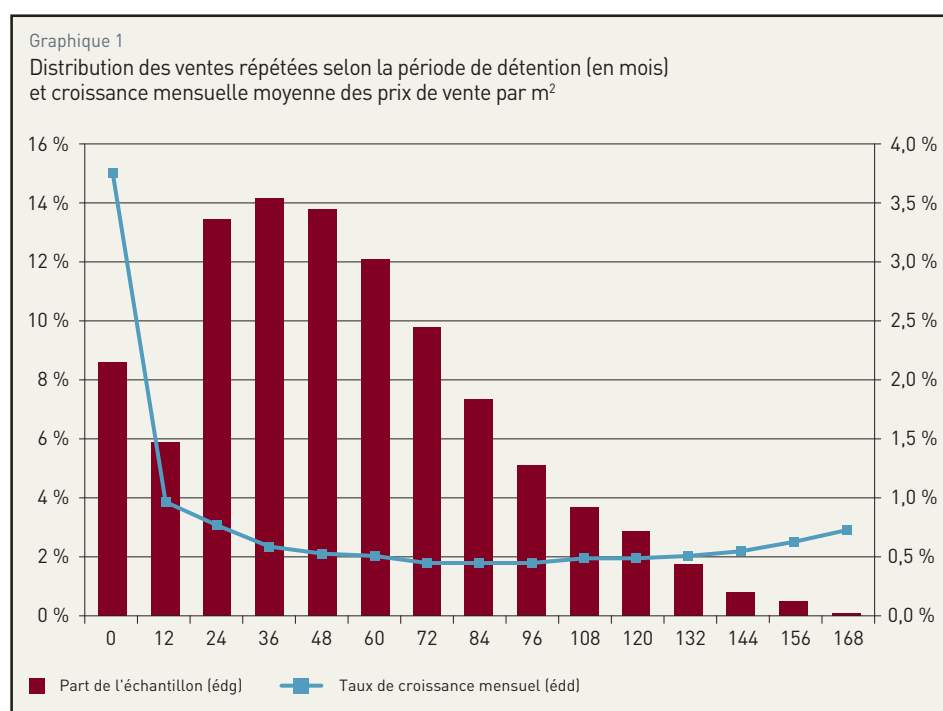
Ensuite, nous identifions les transactions portant sur le même appartement à différents points dans le temps. Un identifiant unique par appartement est construit à partir des informations suivantes :

- La section cadastrale (localité)
- La surface du terrain de la résidence
- La surface de l'appartement
- La description cadastrale de l'appartement
- La surface totale des emplacements de parking
- La surface totale des caves

Ainsi, deux transactions distinctes sont associées au même bien si toutes ces variables correspondent pour les deux transactions. De cette façon, nous identifions 23 648 transactions (38 % de l'échantillon utilisé pour l'indice hédonique) qui sont des ventes répétées, c'est-à-dire des transactions portant sur des appartements qui ont été vendus plusieurs fois entre 2007 et 2021.

Ensuite, nous procédons à trois traitements supplémentaires pour éliminer des ventes répétées qui sont susceptibles de biaiser l'indice. Premièrement, nous éliminons les appartements revendus en quelques mois, parce qu'ils réalisent généralement de très fortes augmentations en valeur, comme démontré sur le graphique 1, ce qui peut introduire un biais dans l'indice. Vraisemblablement, ces appartements sont achetés avec l'intention de les rénover et revendre rapidement (voir également section 4). Suivant l'approche proposée par Jansen (2008), nous avons exclu les transactions dont la période de détention (entre l'achat et la revente) est inférieure à 12 mois. Toutefois, nous convenons qu'il n'existe pas de séparation naturelle entre périodes de détention « courtes » et « typiques » et qu'en définitive, ce choix est arbitraire (Clapham, 2006). Ce traitement élimine 3,3 % de l'échantillon utilisé pour l'indice hédonique ou 8,6 % de l'ensemble des ventes répétées, comme l'illustre le graphique 1.

Deuxièmement, nous avons décidé d'exclure les observations comportant une augmentation de prix qui peut être qualifiée d'extrême, ce qui est susceptible de représenter des rénovations majeures qui modifient les caractéristiques du bien. Nous éliminons les transactions portant sur le même bien qui comportent une croissance annualisée entre les deux ventes dépassant un certain seuil<sup>33</sup>. Nous éliminons ainsi 1,2 % de l'échantillon utilisé pour l'indice hédonique.



Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs  
Note : La distribution (barres rouges) est calculée à partir de l'échantillon complet des ventes répétées

<sup>33</sup> Dans une première étape, nous stratifions les ventes répétées par région (canton de Luxembourg et reste du pays) et par année de la dernière vente. Ensuite, nous calculons, par strate, la croissance annuelle médiane et le premier et le troisième quartiles de la croissance annuelle. Enfin, nous éliminons toutes les transactions dont la croissance absolue dépasse la croissance médiane de 1,5 fois la différence entre le premier et le troisième quartiles de croissance de la strate. Un traitement similaire est utilisé par le STATEC pour l'indice hédonique (Lamboray, 2010).



Troisièmement, nous excluons les appartements qui ont été vendus plus de cinq fois entre 2007 et 2021. Des appartements revendus à une telle fréquence sont probablement peu représentatifs. Par exemple, ils pourraient avoir des vices cachés qui deviennent apparents seulement après une certaine période d'occupation. De plus, ces appartements représentent moins de 1 % de l'échantillon utilisé pour l'indice hédonique.

Tableau 1

**Comparaison des échantillons pour l'indice hédonique et celui des ventes répétées**

	ÉCHANTILLON INDICE HÉDONIQUE	DONT		VENTES RÉPÉTÉES	ÉCHANTILLON INDICE VENTES RÉPÉTÉES (APRÈS TRAITEMENTS)
		APPARTEMENTS NEUFS	APPARTEMENTS EXISTANTS		
Nombre de transactions	61 850	23 046	38 804	23 648	20 616
Prix moyen par m <sup>2</sup>	5 101	5 709	4 740	4 781	4 752
Surface moyenne	81,5	81,9	81,4	79,8	81

Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

Note : Les échantillons comprennent les transactions enregistrées entre 2007T1 et 2021T1 après les traitements décrits dans la section 2.

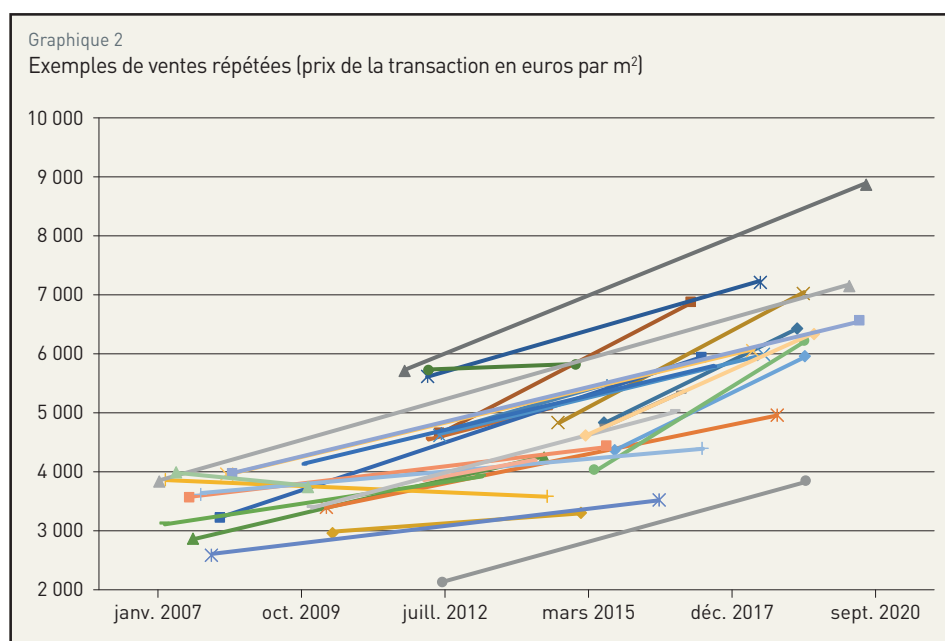
L'échantillon retenu pour le calcul de l'indice des ventes répétées comprend 20 616 transactions (33 % de l'échantillon de l'indice hédonique) ou 360 transactions en moyenne par trimestre. Le tableau 1 compare le nombre de transactions, le prix moyen par mètre carré et la surface moyenne des appartements vendus pour les différents échantillons. Bien que le nombre d'observations pour l'indice des ventes répétées (colonne de droite) soit inférieur à celui de l'indice hédonique (colonne de gauche), les prix moyens par mètre carré et les surfaces moyennes sont similaires.

Pour illustrer la structure des données, le graphique 2 montre l'évolution des prix pour un nombre limité de ventes répétées dans la commune d'Esch-sur-Alzette. Une simple comparaison visuelle suggère que les courbes ont une pente plus raide vers la fin de la période d'observation, ce qui indique une croissance plus forte des prix. Si les prix ont généralement augmenté, le graphique inclut tout

de même quelques ventes répétées pour lesquelles le prix a baissé entre les deux ventes. En effet, lors d'une vente forcée, un propriétaire en difficulté pourrait être obligé de vendre le bien en dessous de sa valeur de marché. Les sections 2 et 5 expliquent de façon plus détaillée comment nous avons cherché à minimiser le biais de sélection pour l'estimation du RSI.

**2.2.3 ESTIMATION DE L'INDICE**

L'estimation de l'indice des ventes répétées se fonde sur la méthodologie proposée par Bailey, Muth et Nourse (BMN, 1963) et reprise par le manuel Eurostat sur les indices des prix résidentiels (voir



Source : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA

Eurostat, 2013). En pratique, le modèle utilise la méthode des moindres carrés ordinaires pour estimer une relation entre la progression du prix (logarithme du rapport des prix de la première et de la deuxième vente) et un ensemble de variables indicatrices prenant la valeur de -1 à la période de première vente ( $\tau$ ), la valeur 1 à la période de deuxième vente ( $t$ ) et 0 pour toutes les autres périodes jusqu'à la fin de l'échantillon ( $S$ ). Ainsi, l'équation de régression est égale à :

$$\ln\left(\frac{P_{it}}{P_{i\tau}}\right) = \sum_{s=0}^S \Phi_s D_{is} + \varepsilon_{it} \text{ avec } (0 < \tau < t < S)$$

$D_{is}$  correspond à la variable indicatrice à la période  $s$  pour le bien  $i$  et  $\varepsilon_{it}$  au terme d'erreur qui suit les hypothèses conventionnelles d'une distribution normale avec moyenne 0 et variance constante  $\delta^2$ . La progression de l'indice des prix entre la période de base et la période  $s$  peut être estimée à partir du coefficient  $\Phi_s$  issu de la régression.

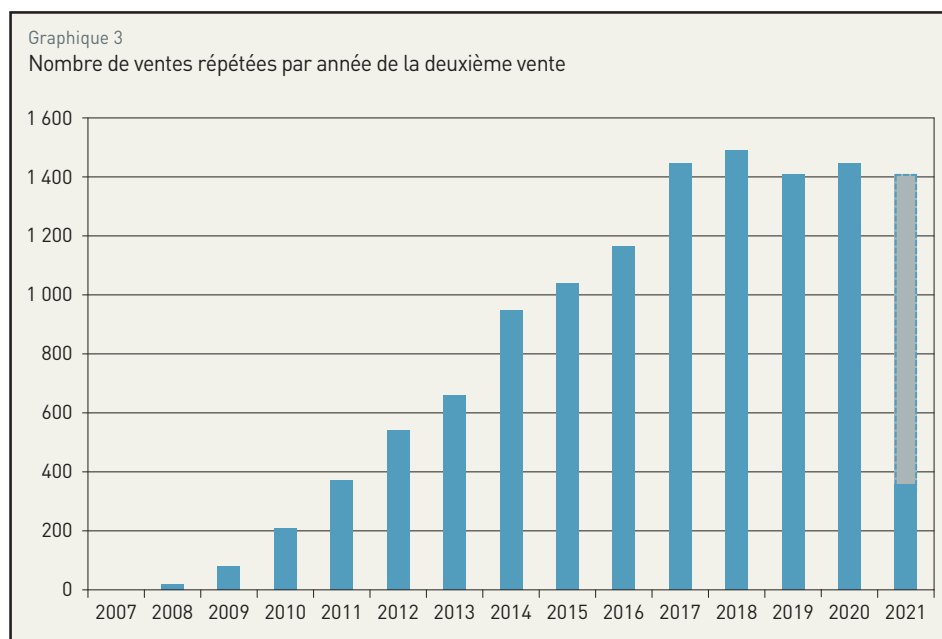
Alors que l'hypothèse d'une qualité constante est à la base de l'approche proposée par BMN, Case et Shiller (1987, 1989) affirment que cette hypothèse devient moins probable lorsque la période de détention d'un objet augmente. Afin de corriger l'indice et de prendre en compte le fait que les variations des prix des logements comprennent des composantes dont la variance augmente avec l'intervalle des ventes, ils proposent une approche à trois étapes qui sert à réduire le poids d'une vente dans l'indice lorsque l'intervalle entre deux ventes augmente. Nous appliquons également cette approche, pour laquelle une description plus détaillée est donnée en annexe.

Enfin, quand un bien est revendu plusieurs fois, nous traitons les reventes comme observations indépendantes. Selon Shiller (1991), ceci n'est pas problématique tant que les périodes de détention d'un même objet ne coïncident pas. Ainsi, un bien qui a été vendu à trois reprises pendant les périodes 1,2 et 3 figurerait dans la base de données comme deux reventes indépendantes dans les périodes {1 ;2} et {2 ;3}.

## 2.2.4 RÉSULTATS ET COMPARAISON

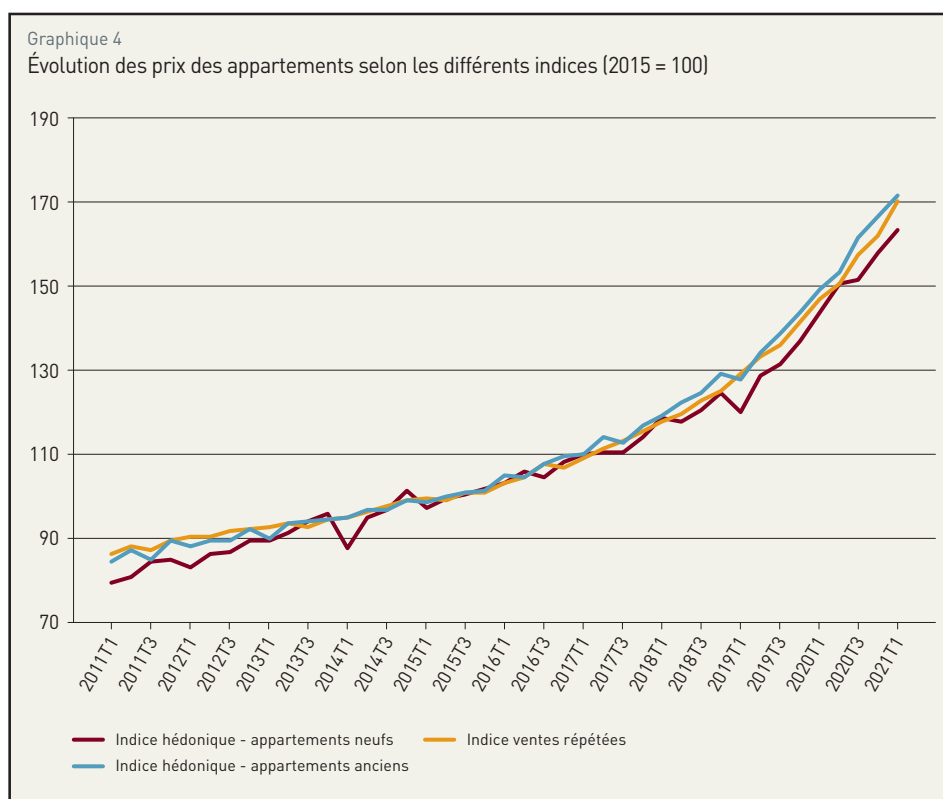
Cette section présente les résultats issus de l'estimation des indices des ventes répétées et les compare aux indices hédoniques<sup>34</sup>. Nous observons les données entre le T1 2007 et le T1 2021, mais la discussion se focalise sur la période depuis 2011 à cause de la structure temporelle de l'échantillon de ventes répétées. Comme le montre le graphique 3, du fait de sa méthode

34 Pour les calculs des différentes caractéristiques des indices hédoniques, nous avons reproduit les indices selon la méthode décrite dans Lamoray, 2010. Les indices hédoniques présentés par la suite sont donc calculés par les auteurs sur base des données fournies par l'AED.



Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs  
Note : Pour 2021, la barre montre une simple extrapolation des observations du premier trimestre.

Graphique 4  
Évolution des prix des appartements selon les différents indices (2015 = 100)



Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

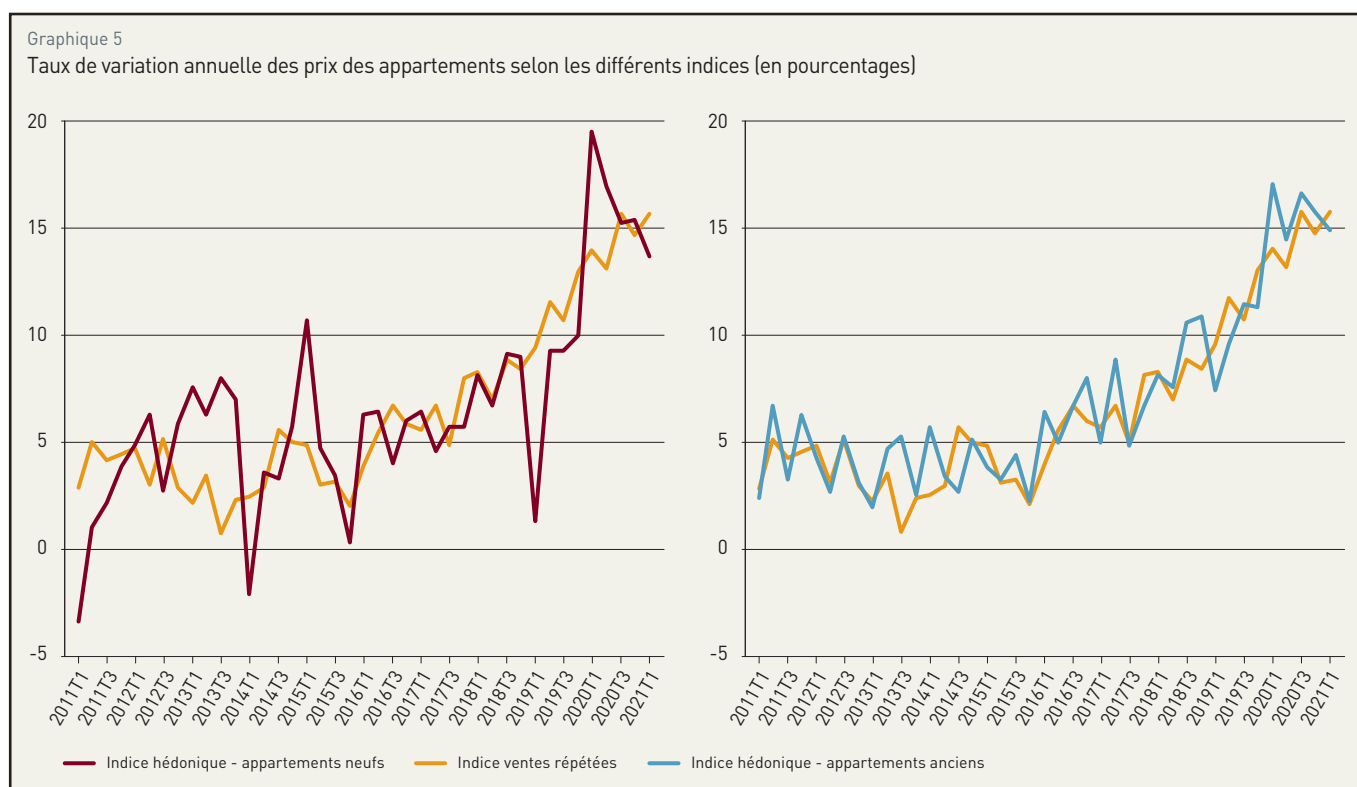
tements en état de futur achèvement, puisqu'une vente répétée est forcément la vente d'un bien existant. Pour cette raison, le RSI est plus comparable à l'indice hédonique pour les appartements anciens qu'à l'indice hédonique pour les appartements neufs. Le graphique 4 compare ces trois indices en niveau, ce qui permet de tirer les premières conclusions. Entre le T1 2011 et le T1 2021, la croissance du RSI est comparable à celle des deux indices hédoniques. Ce n'est qu'après 2015 que la croissance de l'indice hédonique des appartements neufs est légèrement plus faible, de sorte que le niveau de ce dernier est légèrement inférieur à celui du RSI à la fin de la période d'observation. Enfin, le RSI semble être moins volatil, tandis que les fluctuations à court terme semblent plus prononcées pour l'indice hédonique des appartements neufs.

Sur base du graphique 5, la variation annuelle de l'indice RSI est plus proche de celle des appartements anciens. Comme expliqué en haut, le RSI exclut les biens neufs jusqu'au moment de leur première revente. Entre le T1 2011 et le T1 2021, le taux de variation annuel moyen du RSI est de 6,5 %, très proche de celui de l'indice hédonique des appartements neufs (6,6 %) et légèrement en dessous de celui de l'indice hédonique des appartements anciens (6,9 %).

Alors que les indices hédoniques peuvent présenter de fortes fluctuations de prix à court terme, l'évolution du RSI semble être moins volatile, tout en confirmant la tendance haussière à long terme. Une volatilité élevée pourrait être le signe que l'indice est contaminé par des erreurs de mesure qui perturbent les signaux de prix. En mesurant la volatilité par l'écart-type de la croissance trimestrielle, le RSI est environ 2,2 fois moins volatil que l'indice hédonique pour les appartements neufs et 1,5 fois moins volatil que l'indice hédonique pour les appartements anciens (tableau 2).

de construction, notre base de données est caractérisée par une augmentation graduelle du nombre d'observations pour les périodes plus récentes. Ainsi, en fixant une période de détention minimale de 12 mois, nous commençons à retenir les premières ventes répétées seulement à partir de l'année 2008. Or, après le nettoyage des données précédemment décrit, nous n'observons qu'une vingtaine de paires de ventes où la deuxième a eu lieu en 2008. Ainsi, nous avons décidé de mettre l'accent sur l'analyse des résultats à partir de 2011, en supposant qu'environ 370 observations par année (92 par trimestre) sont suffisantes pour être informatives, sachant que ce chiffre continue à augmenter graduellement pour se stabiliser à partir de 2017.

Par définition, un RSI ne permet pas d'analyser les prix des appartements



Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

Tableau 2

Comparaison de la croissance annuelle moyenne et de la volatilité pour les différents indices

(en %)	INDICE VENTES RÉPÉTÉES		INDICE HÉDONIQUE - APPARTEMENTS NEUFS		INDICE HÉDONIQUE - APPARTEMENTS ANCIENS	
	CROISSANCE ANNUELLE	VOLATILITÉ	CROISSANCE ANNUELLE	VOLATILITÉ	CROISSANCE ANNUELLE	VOLATILITÉ
2011-2017	4,2	1,01	4,6	3,03	4,6	1,89
2018-2021T1	11,6	1,05	11,1	2,65	11,9	1,61
<b>2011-2021T1</b>	<b>6,5</b>	<b>1,36</b>	<b>6,6</b>	<b>3,01</b>	<b>6,9</b>	<b>2,00</b>

Source : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA

Note : La volatilité est mesurée comme l'écart-type des taux de croissance trimestriels.

Le tableau 2 divise l'échantillon en deux, une période de croissance modérée entre 2011 et 2017 et une période de croissance plus prononcée depuis 2018. Pendant la première période, la croissance des prix des appartements mesurée par le RSI était légèrement plus faible que celle mesurée par les deux indices hédoniques. Pendant la période de croissance plus prononcée, le RSI se situe en moyenne légèrement au-dessus de l'indice des appartements neufs et en dessous de l'indice des appartements anciens. Sur les deux sous-périodes, le RSI est moins volatil que les deux indices hédoniques.

## 2.2.5 INCONVÉNIENTS ÉVENTUELS DE LA MÉTHODE DES VENTES RÉPÉTÉES

### Perte de données

Une limitation de la méthode des ventes répétées est la perte des données. Par définition, l'échantillon des ventes répétées exclut toute transaction jusqu'au moment d'une deuxième vente du même bien. Ainsi, une partie non négligeable des données disponibles n'est pas prise en compte. Comme le montre

le tableau 1, cela représente environ deux tiers des transactions utilisées pour l'indice hédonique. Dans ce contexte, il convient de rappeler que le nombre d'observations de ventes répétées augmente graduellement au début de l'échantillon (graphique 3) et que pour les périodes plus récentes, le RSI devient plus efficace en termes d'utilisation des données collectées. Un arbitrage s'impose entre le nombre d'observations qui sont exclues pour l'estimation d'un RSI et le nombre de variables additionnelles à collecter pour l'estimation d'un indice hédonique.

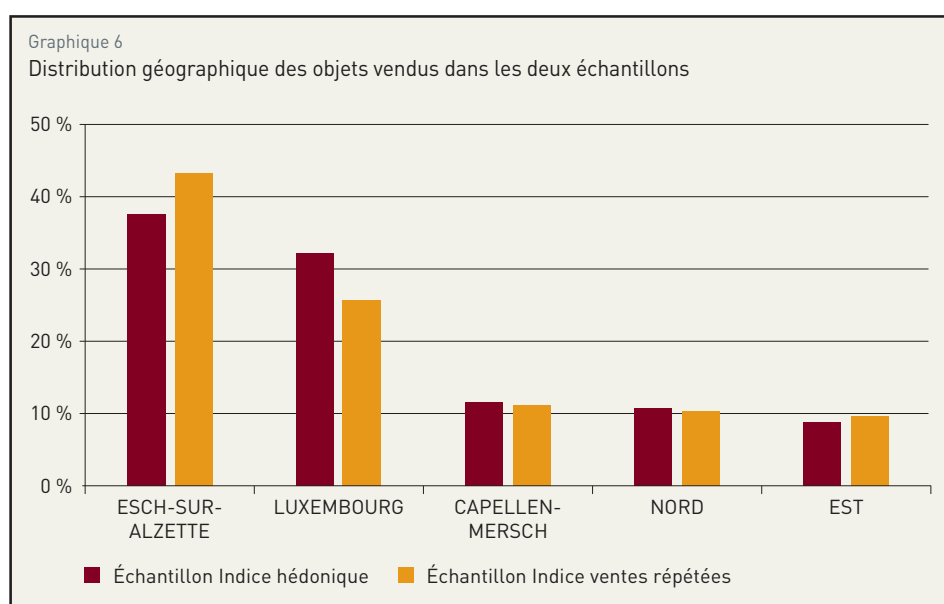
### Biais de sélection

Une autre limitation de la méthode des ventes répétées est le possible biais de sélection qui peut résulter du traitement des données. Premièrement, certaines propriétés sont achetées expressément pour être rénovées et revendues. Cette possible source de biais peut être limitée en imposant une durée minimale entre le moment des deux ventes, 12 mois dans notre cas (voir section 2). Deuxièmement, les propriétés qui ne répondent pas aux attentes initiales des acheteurs en raison de défauts cachés peuvent être revendues plus souvent. Pour cette raison, nous avons aussi éliminé les objets vendus plus de cinq fois dans notre échantillon (voir section 2). Troisièmement, les « starter homes », c'est-à-dire les logements destinés aux primo-acquéreurs, se vendent plus fréquemment car les acheteurs ont tendance à passer plus rapidement à d'autres logements plus grands ou de meilleure qualité (Jansen, 2008).

Le fait d'écarter les ventes uniques peut donc introduire un biais de sélection si un certain type de logement se revend plus fréquemment, ce qui fait que l'indice reflète moins bien l'évolution du niveau général des prix sur le marché immobilier.

Dans ce contexte, nous comparons la distribution géographique des ventes dans les deux échantillons. Comme le montre le graphique 5, l'échantillon des ventes répétées est plus concentrée sur les transactions dans la région Esch-sur-Alzette et moins concentrée sur les transactions dans la région autour de la capitale. Dans les trois autres régions du pays, la distribution reste comparable.

À part la localisation, il est difficile de comparer la distribution des caractéristiques des appartements à travers les deux échantillons. D'ailleurs, cette difficulté à observer les caractéristiques des objets vendus est précisément un des désavantages des indices hédoniques. Sur base des données disponibles, nous pouvons comparer la surface des appartements et des caves ainsi que le nombre d'emplacements de parking. Le tableau 3 montre que les surfaces des appartements et des caves ainsi que le nombre d'emplacements sont, en moyenne, très similaires entre les deux échantillons.



Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs  
Note : La région « Nord » comprend les cantons de Clervaux, Diekirch, Redange, Vianden et Wiltz.  
La région « Est » comprend les cantons d'Echternach, Grevenmacher et Remich

Tableau 3

## Comparaison de différentes caractéristiques pour les échantillons des deux indices

	ÉCHANTILLON INDICE HÉDONIQUE	ÉCHANTILLON INDICE VENTES RÉPÉTÉES
Surface totale (m <sup>2</sup> )	81,54	81,03
Surface de la cave (m <sup>2</sup> )	7,60	6,83
Nombre emplacements parking	0,88	0,87

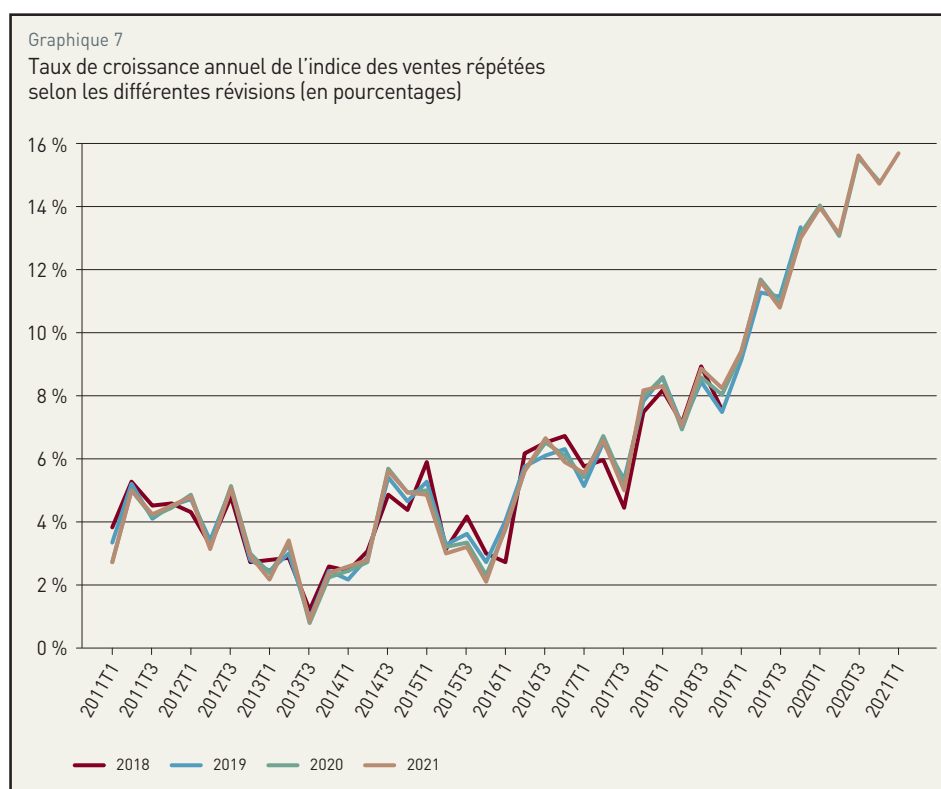
Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

## Révisions

Une dernière limitation du RSI est qu'il est susceptible d'être révisé chaque fois que de nouvelles transactions sont rajoutées à l'échantillon. La stabilité est souvent négligée en tant que caractéristique désirable des indices de prix, notamment pour les indices des prix des logements, étant donné leur large utilisation (Clapham, 2006). Alors qu'on pourrait supposer que pour une période donnée l'échantillon de ventes utilisé pour les indices hédoniques est définitif à la fin de la période<sup>35</sup>, l'échantillon de ventes répétées varie à travers le temps en raison des ventes de nouveaux biens, initialement exclues de l'estimation et rajoutées graduellement quand ils sont revendus. Ces nouvelles transactions contiennent des informations non seulement pour les prix actuels mais également pour les prix passés.

Afin d'évaluer la stabilité du RSI, nous avons suivi l'approche proposée par plusieurs auteurs (Baroni, 2005 ; Jansen, 2008) en ré-estimant l'indice sur différentes sous-périodes. En comparant ces différentes estimations de l'indice, on obtient une première indication de l'étendue possible des révisions susceptibles d'affecter le RSI. Le graphique 7 montre quatre versions de l'indice obtenues en rajoutant à l'échantillon 2005-2018 les transactions devenues des ventes répétées au cours des années 2019, 2020 et 2021 respectivement. Comme le montre le tableau 4 ci-dessous, 2 543 transactions en 2019 sont des deuxièmes ventes qui représentent des observations rajoutées à l'échantillon. Si l'indice est effectivement révisé au fur et à mesure que de nouvelles ventes répétées sont rajoutées, ces révisions ont relativement peu d'impact sur les taux de variations annuels. D'ailleurs, l'amplitude des révisions au RSI peut être réduite en écartant davantage des transactions avec des périodes de détention courtes. (Clapham, 2006)

<sup>35</sup> Au Luxembourg, l'estimation de l'indice hédonique s'appuie également sur les extraits des actes notariés transmis à l'AED. Or, quelques actes étant transmis avec plusieurs mois de délai, l'indice hédonique est aussi susceptible d'être révisé lorsque de nouvelles données sont mises à disposition.



Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

Tableau 4

**Révisions de l'indice des ventes répétées**

DERNIÈRE ANNÉE PRISE EN COMPTE	TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN (2011 - 2018)	NOMBRE D'OBSERVATIONS	NOUVELLES OBSERVATIONS AVEC PREMIÈRE VENTE AVANT 2019
2018	4,71 %	14 619	0
2019	4,70 %	17 162	2 543
2020	4,68 %	19 904	2 721
2021	4,68 %	20 616	692

Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

**2.2.6 CONCLUSION**

Alors que les indices des prix immobiliers jouent un rôle important pour les décisions de politique économique, leur estimation peut poser des difficultés pratiques. Cette analyse présente un indice des prix des appartements au Luxembourg estimé par la méthode des ventes répétées. Cette approche cherche à pallier certaines limitations d'autres indices mieux connus en se fondant uniquement sur les immeubles qui ont été vendus à plusieurs reprises. Partant du principe que la qualité de ces objets individuels est constante à travers le temps, l'indice repose sur l'hypothèse que la différence de prix d'un même bien entre sa première vente et sa revente reflète l'évolution du niveau général des prix pour l'ensemble des appartements. Depuis 2011, l'indice par ventes répétées a progressé de 6,5 % par an en moyenne, ce qui est très proche de la croissance de l'indice hédonique pour les appartements anciens (6,9 %) et de celle de l'indice hédonique pour les appartements neufs (6,6 %). De plus, l'indice par ventes répétées confirme la croissance plus rapide des prix des appartements depuis 2018 (de 4,2 % entre 2011 et 2017 à 11,6 % entre 2018 et 2021). Notre analyse a également montré que l'indice par ventes répétées est moins volatil que les deux indices hédoniques, ce qui simplifie l'interprétation des signaux de prix et donc, l'orientation des politiques économiques. En conclusion, bien que l'estimation d'un indice des prix reste incertaine et que différents indices puissent diverger d'un trimestre à l'autre, l'indice par ventes répétées confirme les tendances à long terme visibles dans les indices hédoniques, ainsi que la nette croissance moyenne des prix des appartements au Luxembourg depuis 2018.

**2.2.7 RÉFÉRENCES**

Bailey, M. J., Muth, R. F., & Nourse, H. O. (1963) : *A regression method for real estate price index construction*, Journal of the American Statistical Association, 58(304), 933-942.

Baroni, M., Barthélémy, F., & Mokrane, M. (2005) : *Real estate prices : A Paris repeat sales residential index*, Journal of Real Estate Literature, 303-322.

Case, K. E., & Shiller, R. J. (1987) : *Prices of single family homes since 1970 : New indexes for four cities*, New England Economic Review, issue Sept/Oct 1987, 45-56.

Case, K. E., & Shiller, R. J. (1989) : *The Efficiency of the Market for Single-Family Homes*, American Economic Review, vol. 79(1), 125-137.

Clapham, E., Englund, P., Quigley, J. M., & Redfearn, C. L. (2006) : *Revisiting the past and settling the score : index revision for house price derivatives*, Real Estate Economics, 275-302.

Englund, P., Quigley, J. M., & Redfearn, C. L. (1999) : *The choice of methodology for computing housing price indexes : comparisons of temporal aggregation and sample definition*, The journal of real estate finance and economics, 19(2), 91-112.

Eurostat (2013) : *Handbook on Residential Property Prices Indices (RPPIs)*, Methodologies and Working papers, disponible sur <https://ec.europa.eu/eurostat/>

Jansen, S. J. T., de Vries, P. A. U. L., Coolen, H. C. C. H., Lamain, C. J. M., & Boelhouwer, P. J. (2008) : *Developing a house price index for the Netherlands : A practical application of weighted repeat sales*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, 37(2), 163-186.

Lamboray, C. (2010) : *Un indice des prix hédonique des appartements*, Collection Economie et Statistiques, 44.

Licheron, J., & Ferring, M. (2018) : *Le logement en chiffres Numéro 7*, disponible sur [http://observatoire.liser.lu/pdfs/Logement\\_chiffres\\_2017T2.pdf](http://observatoire.liser.lu/pdfs/Logement_chiffres_2017T2.pdf)

Shiller, R. J. (1991) : *Arithmetic repeat sales price estimators*. Journal of Housing Economics, 1(1), 110-126.

Steele, M., & Goy, R. (1997) : *Short holds, the distributions of first and second sales, and bias in the repeat-sales price index*. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 14(1), 133-154.

Thion, B., Favarger, P., & Hoesli, M. (2001) : *Indices des ventes répétées et modification de l'environnement immobilier*, Revue d'Economie Regionale Urbaine, (5), 809-830.

Wang, F. T., & Zorn, P. M. (1997) : *Estimating house price growth with repeat sales data : What's the aim of the game?*, Journal of Housing Economics, 6(2), 93-118.

## 2.2.8 ANNEXE MÉTHODOLOGIQUE

Pour estimer l'indice des prix, cette analyse utilise une modification de la méthodologie proposée par Bailey, Muth et Nourse (BMN). Plus précisément, elle s'appuie sur la méthode introduite par Case et Shiller (1987). Cette méthode, dite « *Weighted repeat sales* » (WRS) est souvent reprise en pratique et sert notamment de base pour estimer l'indice des prix du marché immobilier aux États-Unis (*Standard & Poor's CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price Index*).

Case et Shiller (1987, 1989) ont fait valoir que les variations des prix des logements comprennent des composantes dont la variance augmente avec l'intervalle de temps entre les deux ventes, de sorte que l'hypothèse d'une variance constante des termes d'erreurs telle que proposée par BMN est contredite. Ils ont proposé une approche à trois étapes de type « *Weighted Least Squares* » (WLS) pour corriger ce type d'hétéroscédasticité. Derrière cette critique se trouve l'idée que l'hypothèse de qualité constante d'un bien immobilier devient moins probable lorsque l'intervalle de temps entre les deux ventes augmente. Ainsi, une école qui est construite à proximité d'un appartement est un exemple de changement aléatoire qui peut influencer le prix de vente entre les deux ventes. Pour cette raison, Case et Shiller proposent d'accorder moins de poids aux transactions lorsque la période de détention du bien augmente.

Pour construire l'indice WRS, nous partons de l'hypothèse que le prix d'un logement  $i$  à un moment  $t$  ( $P_{it}$ ) est donné par :

$$P_{it} = C_t + H_{it} + N_{it} \quad (2)$$

L'équation (2) indique que le prix d'un logement  $i$  s'explique par un niveau de prix de marché ( $C_t$ ), une marche aléatoire  $H_{it}$  qui représente une dérive du prix d'un logement individuel à travers le temps et un terme d'erreur  $N_{it}$ . Comme précédemment décrit,  $H_{it}$  cherche à capturer les variations de prix aléatoires d'un bien  $i$  à travers le temps. Pour estimer l'indice, nous allons chercher à identifier le niveau de prix de marché  $C_t$ .



Par construction, nous avons :

$$E(H_{it} - H_{i\tau}) = 0$$

$$E(H_{it} - H_{i\tau})^2 = (t - \tau)\sigma_H^2$$

et  $N_{it}$  est un bruit blanc tel que :

$$E(N_{it}) = 0$$

$$E(N_{it})^2 = \sigma_N^2$$

Supposons ensuite que la valeur d'un bien est donnée par  $V_{it} = P_{it} + Q_{it}$ , où  $Q_{it}$  représente un indicateur de qualité. Suivant l'hypothèse de qualité constante, nous avons  $Q_{it} = Q_{i\tau}$  et :

$$V_{it} - V_{i\tau} = P_{it} - P_{i\tau} = (+1) * C_t + (-1) * C_\tau + H_{it} - H_{i\tau} + N_{it} - N_{i\tau} \quad (3)$$

L'équation (3) peut s'approximer par :

$$V_{it} - V_{i\tau} = \sum_{s=0}^S \phi_s D_{is} + H_{it} - H_{i\tau} + N_{it} - N_{i\tau} \quad (4)$$

où  $D_{is}$  est égal à -1 pour période de la vente  $\tau$ , 1 pour période de la revente  $t$  et 0 sinon.

En se fondant sur (4), la première étape consiste à estimer l'équation (1) par la méthode des moindres carrés, c'est-à-dire :

$$\ln\left(\frac{P_{it}}{P_{i\tau}}\right) = \sum_{s=0}^S \phi_s D_{is} + \varepsilon_{it}$$

Dans un deuxième temps, le carré des résidus  $\varepsilon_{it}^2$  est régressé sur un terme constant et l'intervalle de temps  $(t - \tau)$  entre les deux ventes du bien  $i$ . En conséquence directe des hypothèses sur  $H_{it}$  et  $N_{it}$ , le terme constant est une approximation de  $2\sigma_N^2$  et le coefficient de pente une approximation de  $\sigma_H^2$ .

Troisièmement, l'équation (1) est réestimée au moyen d'une régression des moindres carrés pondérée en utilisant comme poids pour chaque observation l'inverse de la racine carrée des valeurs estimées à la deuxième étape.

Tableau A.1

**Résultats issus des trois étapes de l'estimation par la méthode WLS**

MODÈLE	R2	PARAMÈTRES	VALEUR-P
Étape 1: Régression par MCO - Sans constante	0,8182		
Étape 2: Régression par MCO	0,0534		
Constante		-0,00001	0,991
Période entre les deux ventes		0,0008653	<0,01
Étape 3: Régression par WLS - Sans Constante	0,8089		

Sources : Administration des Domaines, de l'enregistrement et de la TVA, calculs des auteurs

Le tableau A.1 montre les résultats pour les différentes régressions de chaque étape. Les valeurs sont proches de celles présentées dans le papier de Case-Shiller (1987) et Jansen (2008) et présentent les signes qui suivent l'intuition. Ainsi, le coefficient de pente issu de la deuxième étape est significatif à 1 % et positif, ce qui implique que les observations dont l'intervalle de temps est plus long vont avoir moins de poids à la troisième étape.



## 2.3 LE SECTEUR DE L'ASSURANCE AU LUXEMBOURG <sup>36</sup>

Le secteur de l'assurance joue un rôle essentiel dans l'économie de la zone euro, non seulement en raison de la couverture des risques supportés par les ménages et les entreprises, mais également du fait du montant des primes collectées et des investissements réalisés. Les sociétés d'assurance représentent en effet des investisseurs institutionnels importants qui participent, au même titre que les fonds d'investissement, au financement de l'économie.

Depuis la fin de l'année 2015, la Banque centrale du Luxembourg (BCL) a mis en place un système de collecte statistique des bilans et des portefeuilles de titres des sociétés d'assurance implantées au Luxembourg. Les données compilées par la BCL constituent une source d'information majeure pour analyser l'activité de ces intermédiaires financiers, dont le bilan agrégé atteignait 235,3 milliards d'euros à la fin de l'année 2020.

L'objectif de cette analyse est de présenter une vue d'ensemble de l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises sur la base des données collectées par la BCL. Les principaux éléments à retenir de cette étude sont les suivants. Le secteur de l'assurance au Luxembourg repose essentiellement sur l'assurance vie, avec une forte prépondérance de contrats libellés en unités de compte. Le degré d'ouverture de ce secteur est relativement élevé, puisque près de 90 % des primes sont collectées dans des pays étrangers, au premier rang desquels la France, l'Italie et la Belgique. Du point de vue de leur allocation d'actifs, les sociétés d'assurance détiennent une grande proportion de titres à travers des organismes de placement collectif, une spécificité qui reflète en partie les synergies existantes avec le secteur des fonds d'investissement luxembourgeois. Enfin, l'environnement de taux d'intérêt bas des dernières années semble avoir encouragé les sociétés d'assurance à adopter un comportement de recherche de rendement, qui s'est notamment traduit par un allongement de la maturité résiduelle et une dégradation de la notation moyenne de leur portefeuille obligataire, ainsi que par une diversification accrue de leurs placements dans des classes d'actifs alternatifs.

Nous exposons d'abord les caractéristiques principales des sociétés d'assurance et leur environnement réglementaire, de manière à poser le cadre d'analyse de cette étude. Nous présentons ensuite les statistiques relatives à l'activité des sociétés d'assurance en termes de composition de bilan et d'allocation de portefeuille.

### 2.3.1 LES PRINCIPALES CATÉGORIES DE SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

Dans le cadre de leur activité, les sociétés d'assurance s'engagent, contre le versement de primes, à compenser financièrement le détenteur de la police d'assurance pour les pertes qui ont été occasionnées par un événement spécifique. Les sociétés d'assurance peuvent être différenciées en trois catégories principales, selon la nature des risques qui sont pris en charge dans les contrats.

(i) Les *sociétés d'assurance vie* proposent des contrats dans lesquels l'assureur s'engage à verser au bénéficiaire un revenu en cas de décès, de départ en retraite ou de détérioration de la maladie du souscripteur. Les contrats d'assurance vie, qui sont la plupart du temps souscrits pour épargner de l'argent sur le long terme et procurer un complément de retraite, représentent une composante majeure de la richesse financière des ménages<sup>37</sup>. Les contrats d'assurance vie dans lequel le capital est garanti, et qui sont généralement investis dans des titres à revenu fixe, rapportent un rendement moins élevé.

<sup>36</sup> Analyse rédigée par Julien Ciccone et Romuald Morhs, économistes-statisticiens au département statistiques. Les auteurs remercient Vittoria Leardi, Roland Nockels et Germain Stammel pour leur contribution à cette étude.

<sup>37</sup> Sur ce sujet, voir le Cahier d'Études BCL n°142 « *The Luxembourg Household Finance and Consumption Survey : Results from the Third Wave* », mars 2020.

Les contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ne garantissent pas le capital mais offrent des rendements potentiellement plus élevés. Dans le cadre de ces contrats, le risque de marché est supporté par le souscripteur.

(ii) Les *sociétés d'assurance non-vie* couvrent les dépenses qui surviennent en rapport avec les dommages aux biens, la responsabilité civile et les risques d'accident relatifs à la personne. Leurs engagements sont essentiellement à court terme, puisqu'elles règlent généralement les sinistres dans un délai inférieur à deux ans, à quelques exceptions près telles que la responsabilité civile, la caution ou l'assurance construction. Leur clientèle est composée de ménages et d'entreprises et leur activité englobe aussi bien les contrats d'assurance automobile et santé que la prise en charge de risques plus spécifiques liés, par exemple, au transport maritime et aérien, ou encore aux pertes d'exploitation liées à une catastrophe naturelle ou une cyberattaque.

(iii) Les *sociétés de réassurance*, moins connues du grand public, s'engagent à supporter le risque couvert par une autre société d'assurance. L'activité des sociétés de réassurance couvre principalement des risques avec des garanties très importantes, qui peuvent porter sur des contrats d'assurance vie ou d'assurance dommage. Les sociétés d'assurance transfèrent par exemple généralement le risque de catastrophe naturelle à des sociétés de réassurance, car la probabilité de survenance de ces événements est faible avec un risque de coût très élevé, qui peut même parfois dépasser leur niveau de fonds propres.


### 2.3.2 LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE LUXEMBOURGEOISES

La loi du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances fixe le cadre réglementaire des sociétés d'assurance et de réassurance au Luxembourg. Ce texte transpose en droit luxembourgeois la directive européenne Solvabilité II, qui définit le montant minimal de fonds propres que les sociétés d'assurance et de réassurance doivent atteindre pour réduire leur risque de faillite, et renforce dans le même temps le rôle et les pouvoirs du Commissariat aux Assurances (CAA) dans la surveillance prudentielle de ces sociétés.

Etant donné la taille limitée du marché national, l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises est, hormis pour quelques entités, largement orientée vers l'international. Ce processus d'internationalisation du secteur de l'assurance luxembourgeois a débuté à partir du milieu des années 1980, avec la mise en place d'un cadre réglementaire favorable à l'implantation de sociétés captives de réassurance. Dans le cadre d'une société captive de réassurance, l'entreprise crée elle-même une entité juridique dont l'objectif est de prendre en charge, pour l'ensemble des filiales du groupe, la totalité ou une partie des risques qui ont été souscrits auprès de compagnies d'assurance directe. Au Luxembourg, les provisions pour fluctuation de sinistralité, qui sont constituées par les maisons mères pour réduire le risque de solvabilité en cas de survenance d'un sinistre important, sont fiscalement déductibles.

L'internationalisation du secteur de l'assurance luxembourgeois s'est poursuivie dans les années 1990 avec la mise en place de la Directive européenne sur la Libre Prestation de Services (LPS). Cette Directive accorde aux sociétés d'assurance de l'Union Européenne (UE) un passeport européen qui leur permet d'exercer dans un autre pays de l'UE sans l'obligation d'y implanter une filiale. Ce cadre réglementaire, à l'origine de la création d'un marché européen unique de l'assurance, permet à une compagnie luxembourgeoise de commercialiser ses produits d'assurance dans les pays de l'UE et, par extension, dans les pays de l'Espace économique européen.

Dans le cadre de ce régime, de nombreuses sociétés étrangères ont installé leur siège social ou leurs succursales au Luxembourg pour la distribution transfrontalière de leurs produits, particulièrement dans le domaine de l'assurance vie. Les actifs de ces contrats étant souvent investis à travers des



fonds d'investissement, le développement de cette branche d'activité a notamment pu s'appuyer sur la présence d'un grand nombre de promoteurs dans ce domaine. En outre, les assureurs luxembourgeois ont pu bénéficier d'un débouché important avec la banque privée, qui a utilisé ces contrats comme éléments de structuration du patrimoine de ses clients.

Les contrats d'assurance vie luxembourgeois en unités de compte représentent des supports particulièrement attractifs pour les placements financiers d'une clientèle étrangère fortunée. Le cadre réglementaire permet en effet aux souscripteurs d'accéder à une large gamme de produits, que ce soit du point de vue de la diversité des actifs éligibles ou de la souscription de contrats en devises étrangères, mais également du point de vue des modalités de gestion, avec la possibilité de constituer des véhicules d'investissement personnalisés qui permettent de répondre à des objectifs spécifiques en matière de transmission ou de gestion de patrimoine.

Conformément à la Circulaire 15/3 du CAA, différents types de supports peuvent être proposés aux souscripteurs de polices d'assurance dans le cadre des contrats en unités de compte<sup>38</sup> : (i) le fonds externe, dans lequel les souscripteurs peuvent investir dans différents actifs à travers une large gamme de fonds d'investissement référencés ; (ii) le fonds interne collectif, qui fonctionne comme un organisme de placement collectif et dans lequel différents souscripteurs peuvent investir ; (iii) le fonds interne dédié (FID), qui est géré par un gestionnaire unique, tel que défini dans les règlements du CAA, et dont les actifs doivent être déposés sur un compte bancaire unique auprès d'un seul dépositaire ; et (iv) le fonds d'assurance spécialisé (FAS), dans lequel le souscripteur peut directement choisir les produits dans lesquels il veut investir.

Le cadre légal au Luxembourg offre par ailleurs un niveau élevé de protection aux clients des sociétés d'assurance à travers différentes dispositions. Le portefeuille d'actifs associé aux cotisations des souscripteurs doit notamment être déposé dans des comptes séparés auprès d'une banque dépositaire agréée par le CAA. Ce régime, connu sous le nom de triangle de sécurité, repose sur une convention tripartite entre la banque dépositaire, la société d'assurance et le CAA, ce dernier pouvant, le cas échéant, bloquer les actifs d'une société d'assurance luxembourgeoise directement auprès de la banque dépositaire afin de protéger les droits des souscripteurs. En outre, les souscripteurs disposent d'un super-privilege puisqu'ils bénéficient, en cas de faillite de la société d'assurance, de la priorité de remboursement sur toutes les autres parties prenantes, y compris l'État.

Enfin, l'une des particularités majeures de la réglementation luxembourgeoise est sa neutralité fiscale, de sorte que le régime fiscal qui s'applique aux souscripteurs ou aux bénéficiaires de contrats est celui de leur pays de résidence. Cette spécificité permet d'optimiser les aspects juridiques et fiscaux des contrats d'assurance vie luxembourgeois, et de renforcer leur attractivité internationale pour la gestion et la transmission de patrimoine.

### 2.3.3 L'ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE AU LUXEMBOURG

Sur la base du règlement BCE/2014/50 relatif aux obligations de déclaration statistique applicables aux sociétés d'assurance, la BCL a élaboré un système de collecte statistique dont les caractéristiques sont détaillées dans la Circulaire BCL/2015/239. Conformément à cette circulaire, les sociétés d'assurance implantées au Luxembourg doivent notamment transmettre à la BCL un bilan trimestriel et un rapport titre par titre mensuel. La collecte statistique couvre les activités des sociétés

<sup>38</sup> La circulaire 15/3 du CAA relative aux produits d'assurance vie liés à des fonds d'investissement détermine les règles d'investissement des contrats en unités de compte. Conformément à cette circulaire, différentes catégories de fonds peuvent être proposés aux souscripteurs en fonction du montant minimal de capital souscrit et du niveau de fortune mobilière. L'annexe I de la circulaire 15/3 définit la liste des actifs éligibles et les limites d'investissement imposées en fonction de la catégorie du preneur d'assurance.

luxembourgeoises et des succursales au Luxembourg de sociétés étrangères<sup>39</sup>. Son seuil a été fixé afin de garantir une couverture minimale de 95 % du montant de l'actif total des sociétés d'assurance implantées au Luxembourg. Les données agrégées pour l'ensemble du secteur, qui sont disponibles à fréquence trimestrielle depuis la fin de l'année 2015, sont extrapolées sur la base de l'actif total renseigné dans le rapport annuel des sociétés d'assurance<sup>40</sup>.

### 2.3.3.1 Présentation générale

Avec un actif total de 235,3 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2020, le Luxembourg affichait une part de marché de 2,6 % de l'ensemble des sociétés d'assurance de la zone euro, les principaux pays étant, par ordre d'importance, la France, l'Allemagne et l'Italie, avec un actif total de respectivement 3 087,1 milliards d'euros, 2 594,5 milliards d'euros et 1 087,9 milliards d'euros, selon les données rapportées par l'Eurosystème.

Le tableau 1 présente l'évolution du nombre et de l'actif total des sociétés d'assurance au Luxembourg ventilée selon la nature de leur activité.

Tableau 1

#### Ventilation de l'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises

	ASSURANCE VIE ET MIXTE <sup>1)</sup>			ASSURANCE NON-VIE			RÉASSURANCE		
	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	ACTIF TOTAL <sup>2)</sup>	PRIMES ANNUELLES BRUTES <sup>3)</sup>	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	ACTIF TOTAL <sup>2)</sup>	PRIMES ANNUELLES BRUTES <sup>3)</sup>	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	ACTIF TOTAL <sup>2)</sup>	PRIMES ANNUELLES BRUTES <sup>3)</sup>
2015	43	150,2	18,4	35	5,1	1,4	205	20,1	4,0
2016	44	159,7	19,6	33	5,4	1,6	194	20,2	3,7
2017	42	164,8	20,7	40	5,7	1,7	189	20,5	4,0
2018	40	166,7	19,8	41	6,1	1,7	187	21,1	4,0
2019	39	192,7	22,1	47	8,3	2,0	195	24,2	5,6
2020	35	198,4	18,3	41	12,6	2,3	192	24,3	5,5

Source : BCL

1) Les sociétés d'assurance mixte proposent à la fois des contrats d'assurance vie et des contrats d'assurance non-vie.

2) Encours en valeur de marché à la fin du mois de décembre, en milliards d'euros.

3) Cumul des primes brutes enregistrées sur l'ensemble de l'année, en milliards d'euros.

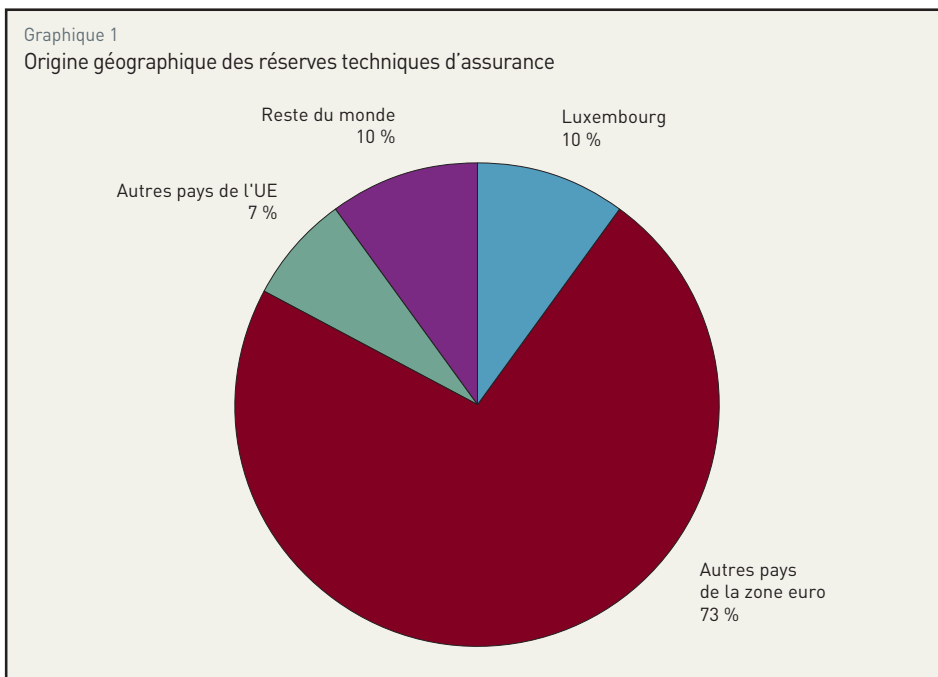
L'activité des sociétés d'assurance luxembourgeoises a sensiblement progressé au cours des dernières années pour atteindre 235,3 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2020, répartie entre 268 entités. En 2019, la hausse des primes enregistrées par les différentes branches d'activité a été favorisée par le Brexit, avec la relocalisation au Luxembourg de plusieurs sociétés d'assurance opérant historiquement au Royaume-Uni<sup>41</sup>.

À la fin du mois de décembre 2020, l'assurance vie et mixte représentait 84,3 % de l'activité des assureurs luxembourgeois, suivie par la réassurance et l'assurance non-vie. Avec un actif moyen de l'ordre de 5,7 milliards d'euros, la taille des sociétés d'assurance vie et mixte était nettement plus élevée que celle des autres catégories d'assurance. Le secteur était par ailleurs fortement concentré, puisque les

39 La collecte statistique de la BCL est basée sur l'approche du pays hôte. Les statistiques du CAA, qui reposent sur les rapports prudentiels Solvabilité II, couvrent l'activité des succursales de sociétés étrangères au Luxembourg et l'activité consolidée des sociétés luxembourgeoises au Luxembourg et à l'étranger (approche du pays d'origine).

40 Les tableaux statistiques sur l'activité des sociétés d'assurance sont disponibles sur le site internet de la BCL. [https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series\\_statistiques\\_luxembourg/16\\_assu\\_et\\_fdp/index.html](https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/16_assu_et_fdp/index.html).

41 Voir à ce sujet le rapport annuel 2019-2020 du Commissariat aux Assurances.



Source : BCL

cinq entités les plus importantes totalisaient à elles seules environ 85 % de l'activité de l'ensemble des sociétés d'assurance.

À l'instar du reste de l'industrie financière au Luxembourg, le secteur de l'assurance est très largement ouvert sur l'extérieur. Toutefois, l'activité reste principalement orientée sur le continent européen, puisque 90 % des réserves techniques d'assurance provenaient, à la fin de l'année 2020, des pays de l'UE. La France, l'Italie, la Belgique et l'Allemagne concentraient à elles seules près des deux tiers des primes collectées par les sociétés d'assurance au Luxembourg.

### 2.3.3.2 La structure du bilan

Le tableau 2 présente le bilan agrégé des sociétés d'assurance au Luxembourg ventilé selon la nature de leur activité. Les données sont présentées à la valeur de marché.

Tableau 2

#### Bilan agrégé des sociétés d'assurance selon la nature de leur activité

(encours en fin de période, milliards d'euros, décembre 2020)

(en %)	ASSURANCE VIE ET MIXTE		ASSURANCE NON-VIE		RÉASSURANCE	
	ENCOURS	% DU TOTAL	ENCOURS	% DU TOTAL	ENCOURS	% DU TOTAL
<b>Actif</b>						
Dépôts	16,3	8,2	0,7	5,4	2,9	12,1
Prêts	0,4	0,2	0,4	3,3	6,3	25,7
Titres de créance	38,6	19,4	7,0	55,4	4,1	17,0
Actions et autres participations	111,6	56,2	1,2	9,8	5,5	22,8
Parts d'OPC	91,0	45,8	0,7	5,4	4,8	19,9
Actions cotées	16,4	8,2	0,1	1,1	0,2	1,0
Actions non cotées et autres participations	4,3	2,2	0,4	3,3	0,5	1,9
Actifs non financiers	0,1	0,1	0,3	2,2	0,1	0,5
Réserves techniques d'assurance	23,2	11,7	0,8	6,5	2,2	9,2
Autres actifs et produits financiers dérivés	8,3	4,2	2,2	17,4	3,1	12,6
<b>Passif</b>						
Emprunts	0,5	0,3	0,3	2,2	0,8	3,4
Titres de créance émis	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital	2,4	1,2	1,2	9,8	2,5	10,2
Réserves techniques d'assurance	189,1	95,3	6,0	47,8	13,9	57,3
Libellées en unités de compte	139,6	70,3				
Non libellées en unités de compte	49,5	25,0				
Autres passifs et produits financiers dérivés	5,9	3,0	5,1	40,2	7,1	29,1
<b>Actif / Passif total</b>	<b>198,4</b>	<b>100</b>	<b>12,6</b>	<b>100</b>	<b>24,3</b>	<b>100</b>

Source : BCL

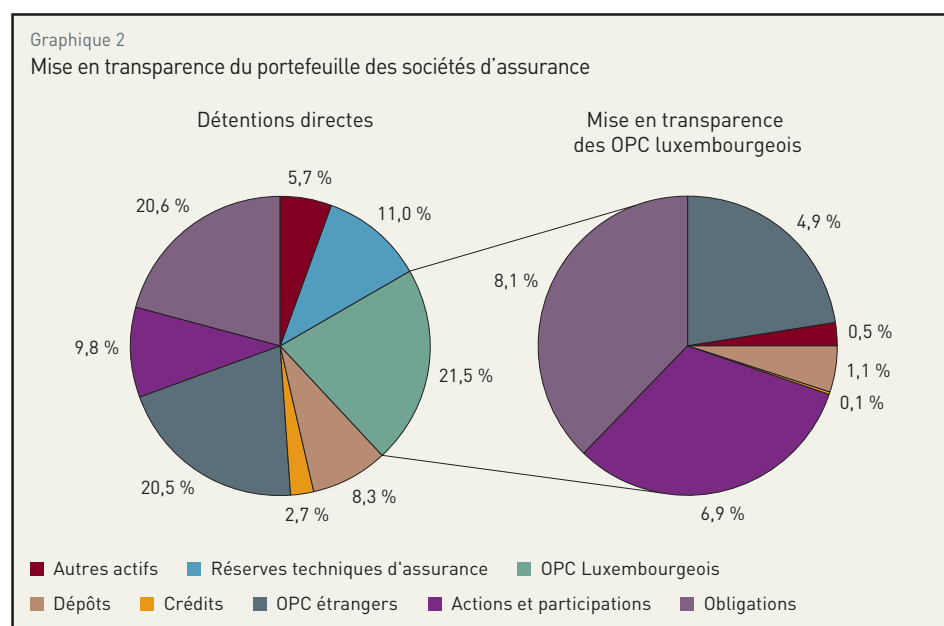
À la fin du mois de décembre 2020, les réserves techniques d'assurance représentaient plus de 95 % de l'ensemble des ressources des sociétés d'assurance vie et mixte, et près des trois quarts de ces réserves portaient sur des contrats libellés en unités de compte. Avec un encours de 91,0 milliards d'euros, les parts d'OPC constituaient le principal poste du portefeuille de ces sociétés, la moitié de ces détentions étant par ailleurs émises par des fonds d'investissement luxembourgeois. Le portefeuille obligataire, avec une valeur de marché de 38,6 milliards d'euros, représentait quant à lui 19,4 % de l'actif du bilan de ces sociétés. Ces titres, qui rapportent comme rémunération offerte aux souscripteurs un rendement fixe, sont davantage utilisés dans les contrats en capital garanti, c'est-à-dire non libellés en unités de comptes. Enfin, les réserves techniques d'assurance représentaient le troisième poste du bilan à l'actif de ces sociétés, avec un encours de 23,2 milliards d'euros. Les montants détenus dans cette rubrique correspondent à un transfert de risque vers des sociétés de réassurance, principalement effectué avec des entreprises liées dans le cadre de contrats en capital garanti.

Du point de vue de leur passif, les sociétés d'assurance non-vie et les sociétés de réassurance affichaient un ratio de capital élevé, une particularité qui s'explique non seulement par le besoin de disposer d'un coussin capable d'absorber le paiement des indemnités en cas de survenance d'un risque, mais aussi par la présence de sièges sociaux qui centralisent les fonds propres du groupe au Luxembourg pour l'ensemble de leurs succursales européennes. Les autres passifs avaient en outre un poids plus important dans le bilan de ces entités, représentant respectivement 40,2 % et 29,1 % de l'ensemble de leurs ressources. Dans le cas des sociétés d'assurance non-vie, cette particularité s'explique principalement par les montants que les maisons mères doivent payer aux autres entreprises du groupe. En ce qui concerne la réassurance, la rubrique « autres passifs » inclut également, pour certaines entités, les provisions pour fluctuation de sinistralité constituées par les sociétés captives.

En ce qui concerne la composition de leur portefeuille, les sociétés d'assurance non-vie se distinguaient par une part élevée de titres à rendement fixe, qui représentait, à la fin de l'année 2020, 55,4 % de leur actif total. En prenant en considération les détentions indirectes, les sociétés de réassurance accordaient également un poids important aux obligations dans leur allocation d'actifs. En effet, la majorité des parts d'OPC détenues par ces entités reflète l'existence de structures à double niveau, dans lesquelles le portefeuille obligataire de la société de réassurance est détenu par le biais d'un fonds d'investissement appartenant au même groupe. Enfin, les sociétés de réassurance s'illustraient par des montants relativement élevés de prêts, ces derniers correspondant essentiellement à des créances accordées par les captives à des entreprises liées.

### 2.3.3.3 La composition du portefeuille

La collecte statistique titre par titre de la BCL contient des informations granulaires sur les détentions de titres, qui permettent d'analyser de manière plus détaillée la composition du portefeuille des sociétés d'assurance.



Source : BCL



Cette base de données permet tout d'abord de mettre en transparence les titres détenus de manière indirecte à travers les fonds d'investissement luxembourgeois, pour lesquels la BCL effectue une collecte statistique sur les bilans et les portefeuilles de titres. D'un point de vue méthodologique, l'exercice consiste à recouper l'information entre ces deux collectes statistiques et à remplacer les parts d'OPC luxembourgeois dans le bilan des sociétés d'assurance par une proportion équivalente d'obligations, actions et autres placements détenus par ces OPC. Le graphique 2 illustre cette mise en transparence du portefeuille des sociétés d'assurance pour la période de référence de décembre 2020.

La base de données titre par titre permet par ailleurs de mettre en exergue la ventilation géographique et monétaire du portefeuille de titres. Après mise en transparence des OPC luxembourgeois, les sociétés d'assurance affichent un biais régional significatif, que ce soit en termes de pays ou de devise d'investissement (tableau 3). À la fin de l'année 2020, ces dernières détenaient principalement des titres émis par des résidents de la zone euro (58,0 %) et des titres émis en euros (64,1 %). Cette préférence relative pour les actifs régionaux est par ailleurs plus marquée au niveau des détentions de parts d'OPC, avec une forte concentration des positions sur la France, l'Irlande et l'Allemagne.

Tableau 3

**Ventilation géographique et monétaire du portefeuille de titres**  
(valeurs en fin de période)

	DÉC. 2016	DÉC. 2018	DÉC. 2020
<b>Titres de créance (encours en milliards d'euros)</b>	<b>57,3</b>	<b>62,0</b>	<b>71,5</b>
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	60,4	59,7	56,4
<i>Titres émis en euros (%)</i>	74,6	74,4	73,8
<b>Actions et participations (encours en milliards d'euros)</b>	<b>29,9</b>	<b>32,1</b>	<b>40,3</b>
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	46,3	45,5	34,2
<i>Titres émis en euros (%)</i>	45,5	44,4	35,4
<b>Parts de fonds d'investissement (encours en milliards d'euros)</b>	<b>42,2</b>	<b>49,9</b>	<b>56,2</b>
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	70,0	72,2	77,1
<i>Titres émis en euros (%)</i>	67,3	70,0	72,4
<b>Total (encours en milliards d'euros)</b>	<b>129,4</b>	<b>144,0</b>	<b>168,0</b>
<i>Titres émis par des résidents de la zone euro (%)</i>	60,3	60,9	58,0
<i>Titres émis en euros (%)</i>	65,5	66,2	64,1

Sources : BCL, BCE

La composition du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance qui représentait, à la fin du mois de décembre 2020, 30,3 % du total de l'actif après mise en transparence des OPC luxembourgeois, peut également être analysée de manière plus approfondie à partir de la base de données centralisée sur les titres de la Banque centrale européenne (en anglais, CSDB, *Centralised Securities DataBase*). Cette source fournit en effet des informations détaillées sur les titres de créances dotés d'un code ISIN, en particulier du point de vue de leur maturité résiduelle, de leur taux de coupon et de leur notation.

Le tableau 4 présente l'évolution du profil de risque du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance au Luxembourg, en données transparentes, c'est-à-dire en incluant les détentions indirectes de titres par le biais des fonds d'investissement luxembourgeois. Au cours des dernières années, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a fortement pesé sur la rentabilité de ces sociétés<sup>42</sup>. Afin de

42 L'environnement de taux d'intérêt bas affecte la rentabilité des sociétés d'assurance de deux manières, d'une part, à travers les rendements offerts sur les titres à revenu fixe, et d'autre part, à travers le taux d'actualisation utilisé pour calculer la valeur des flux futurs dans le remboursement des assurés. Voir à ce sujet l'article de la BCE « *Euro area insurers and the low interest rate environment* », Financial stability review, novembre 2015, pp. 134-146.

compenser la faiblesse des taux de coupon sur le renouvellement des obligations arrivant à échéance, ces dernières ont adopté un comportement de recherche de rendement qui s'est traduit par une augmentation de la maturité résiduelle et par une dégradation de la notation moyenne des titres détenus. La proportion de titres de créance émis par le secteur privé, qui représentait, à la fin de l'année 2020, 74,2 % de l'ensemble du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance, est quant à elle restée relativement stable au cours de la période sous revue.

Tableau 4

**Évolution du profil de risque du portefeuille obligataire**(valeurs en fin de période<sup>43</sup>)

	DÉC. 2016	DÉC. 2018	DÉC. 2020
<b>Maturité résiduelle (années)</b>	7,3	7,1	7,6
<b>Taux du coupon (%)</b>	3,3	3,1	2,7
<b>Notation (%)</b>			
AAA	21,1	18,1	15,5
AA	23,6	21,7	19,3
A	22,3	23,5	26,9
BBB	25,0	25,8	26,2
< BBB	8,0	10,9	12,1
<b>Titres émis par le secteur privé (%)</b>	73,9	73,9	74,2

Sources : BCL, BCE

L'environnement de taux d'intérêt bas a également amené les sociétés d'assurance à diversifier leur portefeuille, de manière à obtenir des rendements plus élevés et/ou décorrélés des classes d'actifs traditionnels. Cette stratégie de diversification s'est notamment traduite par une hausse croissante de la proportion de parts détenues dans des fonds d'investissement alternatifs, qui est passée de 3,6 % à 4,8 % du total de l'actif entre décembre 2016 et décembre 2020. À la fin de la période sous revue, les encours des placements des sociétés d'assurance dans les fonds immobiliers, les *hedge funds* et les autres fonds, qui regroupent principalement les fonds de capital investissement, les fonds d'infrastructure et les fonds de dette privée, atteignait respectivement 2,7 milliards d'euros, 5,2 milliards d'euros et 3,4 milliards d'euros.

Tableau 5

**Exposition des sociétés d'assurance aux fonds d'investissement alternatifs**

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

	DÉC. 2016	DÉC. 2018	DÉC. 2020
Fonds immobiliers	1,6	1,9	2,7
Hedge funds	2,6	4,5	5,2
Autres fonds	2,5	2,5	3,4
<b>Total actifs de diversification</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>11,3</b>
<i>En % du total des actifs</i>	<i>3,6</i>	<i>4,6</i>	<i>4,8</i>

Sources : BCL, BCE

43 L'information disponible dans la CSDB pour la notation des titres de créance couvre environ 80 % de l'encours total du portefeuille obligataire des sociétés d'assurance après mise en transparence des OPC luxembourgeois.



#### 2.3.4 CONCLUSION

La collecte statistique sur les sociétés d'assurance permet de compléter et d'enrichir les bases de données existantes sur le secteur financier luxembourgeois. Les statistiques compilées par la BCL représentent une source d'information majeure pour analyser le comportement d'investissement de ces entités et leur rôle dans le financement de l'économie.

L'objectif de cette étude était d'apporter un éclairage sur l'activité des sociétés d'assurance au Luxembourg, et de mettre en avant les spécificités de ces intermédiaires financiers du point de vue de la composition de leur bilan et de leur portefeuille de titres. Les principales conclusions de cette étude sont les suivantes. L'activité des sociétés d'assurance au Luxembourg repose essentiellement sur des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte. À l'instar du reste de l'industrie financière au Luxembourg, ce secteur est largement orienté vers l'étranger, avec une forte concentration de la clientèle dans l'Union européenne. Du point de vue de la structure de leur bilan, les sociétés d'assurance détiennent une large proportion de leurs actifs à travers des parts d'OPC, dont la majeure partie est émise par des fonds d'investissement luxembourgeois. Enfin, l'évolution de la composition du portefeuille au cours des dernières années suggère que, dans un environnement de taux d'intérêt bas, les sociétés d'assurance ont modifié le profil de risque de leurs détentions de titres. Cette évolution s'est notamment traduite par un allongement de la maturité résiduelle et une dégradation de la notation moyenne de leur portefeuille obligataire, ainsi que par une diversification accrue de leurs placements dans des classes d'actifs alternatifs.

## 2.4 LES TAXES ET DÉPENSES ENVIRONNEMENTALES<sup>44</sup>

### 2.4.1 INTRODUCTION

L'environnement et plus particulièrement sa protection sont devenus un enjeu majeur ces dernières années, tant au niveau international que luxembourgeois.

Afin de mettre en œuvre leur politique environnementale, les pouvoirs publics disposent de deux catégories d'instruments visant à inciter les agents économiques à modifier leurs comportements, à savoir (i) les instruments de marché qui ont un impact sur le prix relatif des produits (tels que la fiscalité environnementale ou les subsides « verts ») et (ii) les instruments non liés au marché, comme les réglementations introduisant des interdictions, des normes et des standards. Tous ces instruments ont un rôle à jouer dans les efforts de protection de l'environnement, même si leur efficacité peut varier. De ce fait, un mixte des outils est généralement utilisé en fonction de leurs avantages et inconvénients.

Notre étude se focalise sur l'analyse statistique de la fiscalité environnementale et des dépenses publiques relatives à la protection de l'environnement. Pour chacun de ces deux aspects, nous présentons d'abord les données luxembourgeoises. Ensuite, nous comparons le Luxembourg aux pays limitrophes ainsi qu'à l'ensemble de l'Union européenne (UE). Nous terminons par une section sur les engagements européens et luxembourgeois en matière environnementale.

### 2.4.2 DÉFINITIONS ET MÉTHODOLOGIE

Les données relatives aux taxes et dépenses environnementales appartiennent aux comptes satellites environnementaux<sup>45</sup>. Ainsi, le système des comptes économiques intégrés de l'environnement (SCEE) rassemble des informations économiques et environnementales dans un cadre commun afin de mesurer la contribution de l'environnement à l'économie et les répercussions de l'économie sur l'environnement. Il fournit aux responsables politiques des indicateurs et des statistiques descriptives permettant de suivre ces interactions ainsi qu'une base de données pour la planification stratégique et l'analyse des politiques en vue d'identifier des voies de développement plus durables<sup>46</sup>.

Selon Eurostat<sup>47</sup>, une taxe environnementale est « une taxe dont l'assiette est une unité physique (ou une valeur de substitution à une unité physique) d'une chose qui a un impact négatif spécifique et avéré sur l'environnement et qui a été définie comme une taxe dans le système des comptes nationaux (SEC 2010) ».

Suivant l'approche européenne, une taxe environnementale est donc une taxe dont la base a un impact négatif sur l'environnement. Dans ce contexte, quatre bases imposables, à savoir l'énergie, le transport, la pollution et les ressources, ont été définies. Toutefois, certaines taxes sont exclues de la liste des taxes environnementales, comme la TVA (y compris celle collectée sur les huiles minérales), les taxes foncières, les taxes sur le tabac ou l'alcool.

La principale manière de présenter les taxes environnementales consiste à suivre les bases imposables, mais les recettes fiscales environnementales peuvent également être ventilées entre les unités de production (entreprises) classées par activité économique, les ménages (résidents) et les non-résidents (redevables).

44 Analyse rédigée par Emilie Laurent, économiste au département Économie et Recherche.

45 Les comptes satellites permettent d'étendre la capacité analytique de la comptabilité nationale à certains domaines de préoccupation sociale sans perturber ou surcharger le système central.

46 Source : Règlement (UE) N° 691/2011 relatif aux comptes économiques européens de l'environnement.

47 Eurostat (2013), *Environmental taxes – a statistical guide*, European Union Edition, Luxembourg.

En ce qui concerne les dépenses de protection de l'environnement, elles permettent de quantifier les ressources allouées à la protection de l'environnement par les unités économiques résidentes. Ainsi, elles mesurent les moyens dédiés aux activités et actions dont l'objectif principal est la prévention, la réduction et l'élimination de la pollution et d'autres dégradations de l'environnement<sup>48</sup>.

Les statistiques utilisées dans le cadre de notre analyse sont les données d'Eurostat les plus détaillées et les plus récentes disponibles<sup>49</sup>. Par ailleurs, dans l'étude approfondie du Luxembourg, des données du STATEC et des programmations pluriannuelles seront également utilisées.

### 2.4.3 LES TAXES ENVIRONNEMENTALES<sup>50</sup>

La liste des taxes luxembourgeoises considérées comme environnementales suivant le SCEE est reprise au tableau 1. Ces données sont issues du fichier « National Tax List » publié sur le site d'Eurostat en date du 19 mars 2021. Il reprend pour chaque pays l'ensemble des taxes et cotisations sociales ainsi que les catégories auxquelles elles appartiennent. C'est le STATEC qui est chargé de transmettre les données du Luxembourg à Eurostat.

Tableau 1

**Taxes environnementales (en millions d'euros, en % du PIB, en % du total des recettes fiscales et cotisations sociales)**

	CATÉGORIE	2009	2014	2019
Droits d'accises sur les huiles minérales	E	526	515	551
Droits d'accises autonomes sur certaines huiles minérales	E	126	192	221
Taxe complémentaire prélevée sur les carburants	E	133	122	135
Droits d'accises « Kyoto »	E	61	60	80
Taxe sur les véhicules automoteurs à charge des ménages	T	43	41	40
Taxe sur les véhicules automoteurs à charge des entreprises	T	29	28	27
Crédits d'émission	E	0	5	17
Taxe de prélèvement sur l'eau	P/RS	0	6	11
Autres	E/T	12	11	13
<b>Total</b>		<b>930</b>	<b>980</b>	<b>1094</b>
<b>en % du PIB</b>		<b>2,50 %</b>	<b>2,00 %</b>	<b>1,70 %</b>
<b>en % du total des recettes fiscales et cotisations sociales</b>		<b>6,50 %</b>	<b>5,20 %</b>	<b>4,40 %</b>

Sources : Eurostat, Statec, calculs BCL

Notes : 1) la catégorie « Autres » comprend : la taxe de consommation sur le gaz naturel, les taxes sur la distribution et la production d'électricité, la redevance de contrôle sur le fuel domestique, les droits d'accises sur les gaz liquéfiés, les droits d'accises sur les benzols, la taxe d'immatriculation des navires, la taxe bateaux ou navires de plaisance. 2) E= énergie, T= transport, P= pollution, RS= ressource.

48 Eurostat (2017), *Environmental protection expenditure accounts handbook*, European Union Edition, Luxembourg.

49 Données extraites en mars 2021.

50 Voir aussi l'avis de la BCL sur le projet de budget 2019 et notamment le chapitre « La fiscalité environnementale », disponible sous [https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins\\_bcl/Liste-encadres-et-analyses/221310\\_BCL\\_AVIS\\_BUDGET\\_ETAT\\_2019\\_1\\_.pdf](https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/Liste-encadres-et-analyses/221310_BCL_AVIS_BUDGET_ETAT_2019_1_.pdf).

### 2.4.3.1 Composition des recettes en 2019

En 2019, les recettes fiscales environnementales s'établissaient à 1 094 millions d'euros, soit 1,7 % du PIB. Le tableau 1 montre que les accises sur les huiles minérales constituaient la principale recette issue des taxes environnementales, à hauteur de 71 % du total. En effet, les accises communes (U.E.B.L.)<sup>51</sup> et autonomes ont représenté respectivement 50 % et 20 % des recettes totales issues des taxes environnementales. Une autre composante importante des taxes environnementales est la taxe complémentaire sur les carburants, dont les recettes s'élevaient à 135 millions d'euros en 2019, soit 12 % du total. Viennent ensuite les recettes du droit d'accise « Kyoto », avec un montant de 80 millions d'euros. Enfin, les deux dernières composantes majeures sont les taxes annuelles sur les véhicules payées par les ménages et par les entreprises. Ces taxes seront détaillées dans le point suivant.

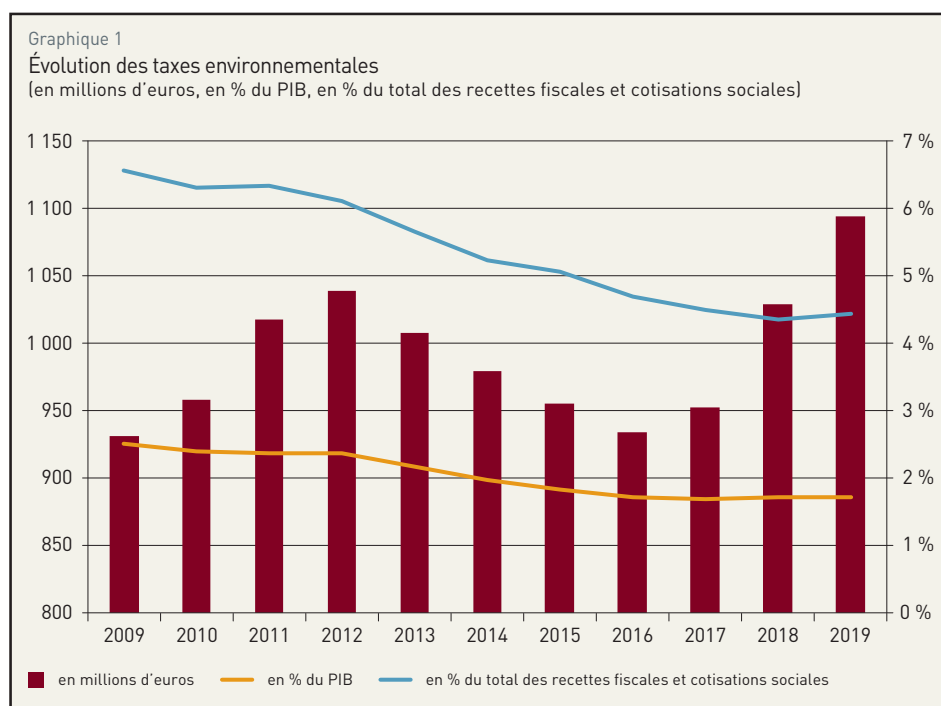
Les taxes de la catégorie « énergie » représentaient 93 % des taxes environnementales tandis que le poids de la catégorie « transport » était de 6 %. La catégorie « pollution » était donc marginale.

La plupart des taxes environnementales sont des taxes forfaitaires ou proportionnelles aux unités de charge polluante. Seule la taxe sur les véhicules est progressive.

Il convient également de noter que l'ensemble des recettes des taxes environnementales n'est pas nécessairement affecté à la protection de l'environnement. En matière budgétaire, le principe d'universalité prévoit la non-affectation des recettes à des dépenses spécifiques. Il existe cependant des exceptions pour lesquelles le législateur a prévu une affectation spécifique. Ainsi, la taxe complémentaire sur les carburants (135 millions d'euros en 2019) est destinée au financement du Fonds pour l'emploi et le droit d'accise « Kyoto » est affecté au Fonds climat et énergie. L'affectation des fonds issus de taxes environnementales telles que définies par l'approche européenne, à des fins écologiques ou autres, est donc un choix politique du pouvoir législatif<sup>52</sup>.

### 2.4.3.2 Évolution et mesures récentes

Le graphique 1 montre l'évolution du total des taxes environnementales depuis 2009. Entre 2009 et 2019, les recettes fiscales environnementales ont baissé de 2,5 % à 1,7 % du PIB. Leur poids dans le total des recettes fiscales et de cotisations sociales est quant à lui passé de 6,5 % à 4,4 %.

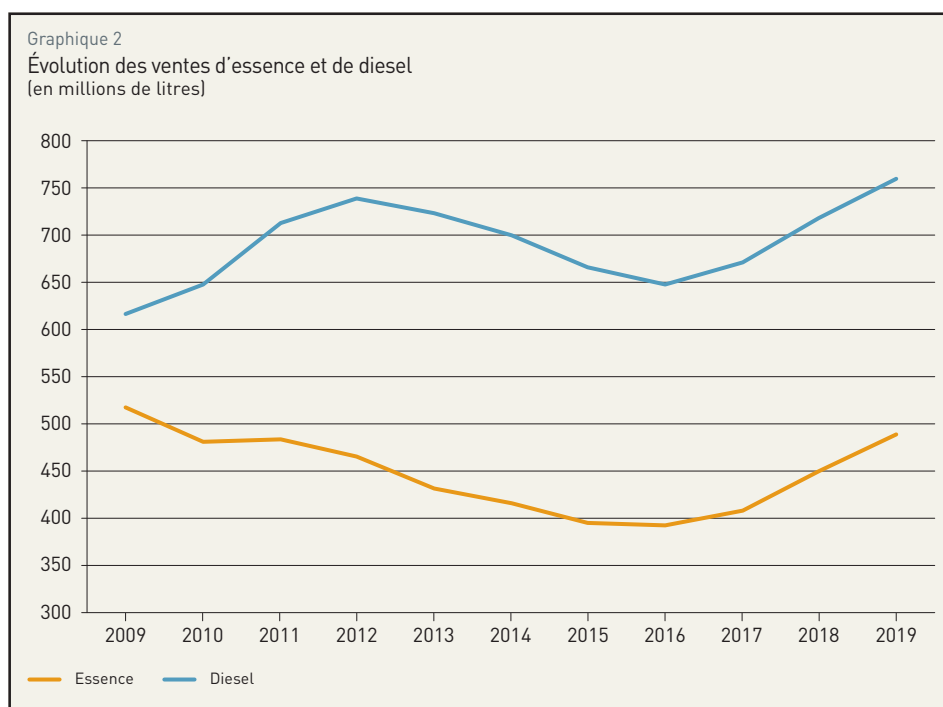


Sources : Eurostat, Statec, calculs BCL

51 Il s'agit des droits d'accises communs au Luxembourg et à la Belgique introduits dans le cadre de leur Union Economique entrée en vigueur en 1922.

52 Un niveau élevé de recettes fiscales environnementales n'est donc pas synonyme d'une dépense élevée pour la protection de l'environnement.

Graphique 2  
Évolution des ventes d'essence et de diesel  
(en millions de litres)



Sources : Commission des Finances et du Budget, Procès-verbal de la réunion du 8 mars 2019 et note de l'Administration des douanes et accises du 22 octobre 2020, calculs BCL

Entre 2012 et 2016, les recettes exprimées en termes nominaux ont également diminué avant de remonter à partir de 2017.

Le produit des taxes environnementales est à la fois influencé par le taux de taxation et par la consommation du bien imposé. Etant donné que la majorité des taxes environnementales proviennent des droits d'accises sur les huiles minérales (et taxes assimilées), la quantité de carburant vendue est donc un facteur important. Le graphique suivant montre l'évolution des ventes d'essence et de diesel en millions d'euros. Les volumes d'essence (avec et sans plomb) ont diminué sur la période de 2009 à 2016. Les volumes de diesel ont quant à eux baissé entre 2012 et 2016. Cette baisse de la consommation peut

notamment s'expliquer par un moindre besoin énergétique des nouveaux moteurs et une réduction du différentiel de prix par rapport aux pays voisins. Les ventes ont ensuite connu une hausse entre 2017 et 2019 en raison notamment d'un différentiel de prix plus favorable<sup>53</sup>.

En général, le Luxembourg garde la mainmise sur la fixation du niveau des taux appliqués aux taxes environnementales. Toutefois, dans un but d'harmonisation fiscale, la Commission européenne spécifie pour plusieurs produits des niveaux minima de taxation. Le Luxembourg peut être également contraint d'adapter sa structure de prix ou de tarifs en fonction de la législation européenne (Directive 2003/96/CE restructurant le cadre communautaire de taxation des produits énergétiques et de l'électricité, Directive 2000/60/CE établissant un cadre pour une politique communautaire dans le domaine de l'eau, etc.).

#### Droits d'accises (autonomes et communes) sur les huiles minérales

Il ressort du tableau 1 que les droits d'accises sur les huiles minérales constituent la catégorie de loin la plus importante. Les tableaux 2 et 3 reprennent l'évolution des accises communes et autonomes sur l'essence et le diesel routier d'une teneur en soufre de 10 mg<sup>54</sup>. Il en ressort que les taux d'accises autonomes ont augmenté au cours de la période 2007-2019. Ces hausses sont notamment dues à la Directive communautaire sur la taxation des produits énergétiques. Le Luxembourg a toutefois bénéficié de périodes transitoires avant de devoir mettre en œuvre les niveaux minima fixés<sup>55</sup> dans cette

53 Voir le graphique 30 à la p.103 de l'avis de la BCL sur le projet de budget 2021, disponible sous [http://wcmprd.office.bcl.lu/fr/cadre\\_juridique/documents\\_nationaux/avis\\_bcl/budget/Avis-de-la-BCL-sur-le-projet-de-Budget-2021.pdf](http://wcmprd.office.bcl.lu/fr/cadre_juridique/documents_nationaux/avis_bcl/budget/Avis-de-la-BCL-sur-le-projet-de-Budget-2021.pdf).

54 Pour l'évolution des droits d'accises depuis 2004, voir le graphique 30 dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2020.

55 Ainsi à titre d'exemple, le Luxembourg avait jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2009 pour adapter son niveau national de taxation du gazole utilisé comme carburant au nouveau niveau minimum de 302 euros et jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2012 pour atteindre le niveau de 330 euros.

Directive. La hausse des taux introduite dans le budget 2019 a été motivée par « l'intérêt de la réduction des émissions de gaz à effet de serre et la protection du climat »<sup>56</sup>.

Tableau 2

**Évolution des accises sur l'essence sans plomb d'une teneur en soufre de 10 mg ou moins, de 2007 à 2021**

Année	Droit d'accise UEBL/1000 l	Droit d'accise autonome	Autres*	Total
1/1/2007	245,4146	58,1	158,58	462,0946
1/1/2011	245,4146	58,5	158,18	462,0946
1/5/2019	245,4146	63,5	163,18	472,0946
1/1/2021	245,4146	63,5	207,39	516,3146

Source : Administration des douanes et accises

Note. \* taxe complémentaire sur le carburant et contribution « changement climatique » / contribution taxe CO<sub>2</sub>

Tableau 3

**Évolution des accises sur le diesel routier d'une teneur en soufre de 10 mg ou moins, de 2008 à 2021**

Année	Droit d'accise UEBL/1000 l	Droit d'accise autonome	Autres*	Total
1/1/2008	198,31	47,49	56,20	302,0000
1/1/2010	198,31	55,49	59,55	313,3548
1/1/2011	198,31	65,49	56,20	320,0000
1/1/2012	198,31	75,49	56,20	330,0000
1/8/2012	198,31	80,49	56,20	335,0000
1/5/2019	198,31	90,49	66,20	355,0000
1/1/2021	198,31	90,49	115,62	404,4200

Source : Administration des douanes et accises

Note. \* taxe complémentaire sur le carburant et contribution « changement climatique » / contribution taxe CO<sub>2</sub>

**Taxe complémentaire sur le carburant**

La taxe complémentaire sur le carburant<sup>57</sup> est un droit d'accise autonome additionnel instauré par la loi du 17 juin 1994 fixant les mesures en vue d'assurer le maintien de l'emploi, la stabilité des prix et la compétitivité des entreprises. Ce droit d'accise est prélevé sur les essences et les gasoils utilisés comme carburant dans les moteurs des véhicules circulant sur la voie publique. Le carburant destiné à un usage industriel ou commercial, tel que celui destiné aux engins de chantier, n'est donc pas concerné. La taxe prélevée, dite « Contribution sociale », alimente le Fonds pour l'emploi.

Le produit de la taxe est passé de 133 millions d'euros en 2009 à 138 millions d'euros en 2019. L'évolution du revenu de la taxe sur la période 2009-2019 est uniquement due à l'évolution des carburants vendus, le taux de cette taxe n'ayant pas été modifié au cours de cette période. Il est de 138,17 euros par 1000 l pour l'essence avec et sans plomb, et de 31,20 euros par 1000 l pour le diesel routier.

<sup>56</sup> Voir la partie 2.3.3. pour plus de détails.

<sup>57</sup> Cette taxe est dénommée « contribution sociale sur le carburant » dans la comptabilité de l'État.



## Contribution « changement climatique » / contribution taxe CO<sub>2</sub>

Depuis janvier 2007<sup>58</sup>, une contribution climat (taxe dite « Kyoto-cent ») a été mise en place pour financer les mesures destinées à compenser les émissions de gaz à effet de serre. Elle est prélevée sur chaque litre d'essence et de gasoil utilisé comme carburant dans les moteurs des véhicules circulant sur la voie publique. Le carburant destiné à un usage industriel ou commercial n'est donc pas concerné. La contribution par litre s'élevait initialement à 2 centimes sur l'essence et 1,25 centime sur le diesel. De 2008 à 2018, elle était de 2,5 centimes pour le diesel<sup>59</sup>. Le 1<sup>er</sup> mai 2019, la contribution climat a été augmentée à 2,5 centimes pour l'essence et 3,5 centimes pour le diesel.

Les sommes perçues au titre de la contribution climat sont versées au Fonds climat et énergie, anciennement dénommé « Fonds de financement des mécanismes de Kyoto ». Ce fonds a été créé en 2004 dans le but de contribuer au financement des mécanismes de flexibilité de Kyoto<sup>60</sup> et des mesures nationales de réduction des émissions de gaz à effet de serre. En 2010, outre sa redénomination, le fonds a vu son domaine d'intervention étendu aux financements des mesures de promotion des énergies renouvelables.

Selon les chiffres de la comptabilité nationale, la contribution climat s'est élevée à près de 80 millions d'euros en 2019 et a augmenté de 28 % par rapport à 2018, principalement en raison de la hausse des taux.

La loi du 19 décembre 2020 concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2021 a introduit une « taxe CO<sub>2</sub> ». Ce nouveau droit d'accise autonome additionnel remplace la « contribution changement climatique » depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2021. La nouvelle taxe CO<sub>2</sub> a une portée plus large que la contribution pour le changement climatique. Ainsi, le nouveau droit d'accise autonome additionnel est prélevé sur l'essence et le gasoil, mais aussi sur d'autres produits énergétiques tels que le gaz de pétrole ou le gaz naturel.

Selon les documents budgétaires, le taux initial de la taxe CO<sub>2</sub> a été fixé en fonction de la valeur moyenne de la tarification du carbone dans les pays voisins<sup>61</sup>. Ainsi en 2021, le niveau des accises a augmenté de 4,3 cents/litre pour l'essence, de 4,9 cents/litre pour le diesel et de 5,4 cents/litre pour le mazout de chauffage. La part de cette nouvelle « taxe CO<sub>2</sub> » qui revient au Fonds climat et énergie est maintenue à 2,5 cents/litre d'essence vendu et à 3,5 cents/litre de diesel vendu, soit l'équivalent de la contribution pour le changement climatique. Les hausses successives en 2022 et 2023 dues à l'augmentation du prix du carbone seraient de respectivement 1,2 cent pour le diesel et 1,1 cent pour l'essence.

58 Elle a été instaurée dans la loi du 22 décembre 2006 promouvant le maintien dans l'emploi et définissant des mesures spéciales en matière de sécurité sociale et de politique de l'environnement.

59 Soit 20 euros et 25 euros pour 1000 litres d'essence et de diesel, respectivement.

60 Les mécanismes prévus par le Protocole de Kyoto sont : le commerce de droits d'émissions (un pays n'arrivant pas à atteindre son objectif peut acheter des droits d'émission à un autre qui aurait dépassé le sien ; dans l'autre sens, un pays qui réduit ses émissions plus qu'il n'est nécessaire pour satisfaire à son engagement pourra céder son « surplus » de droits d'émission aux pays qui trouvent leurs objectifs plus difficiles ou plus onéreux à atteindre.), la mise en œuvre conjointe et le mécanisme de développement propre (financement par un pays d'un projet réduisant les émissions dans un autre pays, le premier étant en échange crédité des réductions d'émissions générées par la mise en œuvre du projet qu'il a financé). L'objectif principal est donc de permettre aux pays d'atteindre leurs objectifs en matière d'émissions de gaz à effet de serre.

61 Le niveau de taxation s'établit à 20 euros par tonne de CO<sub>2</sub> en 2021, 25 euros en 2022 et 30 euros en 2023.

## Taxation des véhicules automoteurs

Au Luxembourg, comme dans d'autres pays, il existe d'une part une taxe relative à l'immatriculation des véhicules qui est payée une seule fois et, d'autre part, une taxe relative à la circulation des véhicules qui est redevable annuellement.

La taxe d'immatriculation s'élève à 50 euros, auxquels peuvent s'ajouter 24 ou 50 euros en cas de plaque personnalisée<sup>62</sup>. Cette taxe n'est pas reprise dans la catégorie des taxes environnementales, car son montant est indépendant des émissions de CO<sub>2</sub> ou encore de la quantité de carburant consommée.

Dans le cadre de la loi du 22 décembre 2006 promouvant le maintien dans l'emploi et définissant des mesures spéciales en matière de sécurité sociale et de politique de l'environnement, la taxe annuelle de circulation, qui était calculée en fonction de la cylindrée du véhicule, a été entièrement revue. Elle est maintenant calculée en fonction des émissions de CO<sub>2</sub><sup>63</sup>.

Non seulement cette taxe a été réformée en termes de taux et de structure, mais en outre 40 % de ses recettes sont affectées au Fonds climat et énergie.

En 2007, année où la réforme de la taxe est entrée en vigueur, les recettes de la taxe sur les véhicules automoteurs ont augmenté de près de 84 % par rapport à 2006, passant de 36 à 65 millions d'euros. En 2019, cette taxe a contribué à hauteur de 67 millions d'euros aux revenus des administrations publiques, dont 40 millions d'euros étant à la charge des ménages. L'évolution des recettes relatives à la taxe sur les véhicules s'explique d'une part par l'évolution des nouveaux véhicules immatriculés et, d'autre part, par leur niveau d'émission de CO<sub>2</sub>. La relative stabilité des recettes depuis 2013 s'explique par le fait que, parallèlement à l'augmentation annuelle du nombre de véhicules, les émissions en CO<sub>2</sub> par véhicule diminuent<sup>64</sup>.

## Taxe sur le prélèvement de l'eau et le rejet des eaux usées

La loi modifiée du 19 décembre 2008 relative à l'eau vise à appliquer le principe de récupération totale des coûts des services liés à l'utilisation de l'eau, y compris les coûts liés à l'environnement et aux ressources en tenant compte des principes de l'utilisateur-payeur et du pollueur-payeur.

Dans ce contexte, une redevance « eau » destinée à la consommation humaine et une redevance « assainissement » ont été instaurées au profit des prestataires des services liés à l'utilisation de l'eau (communes et syndicats de communes).

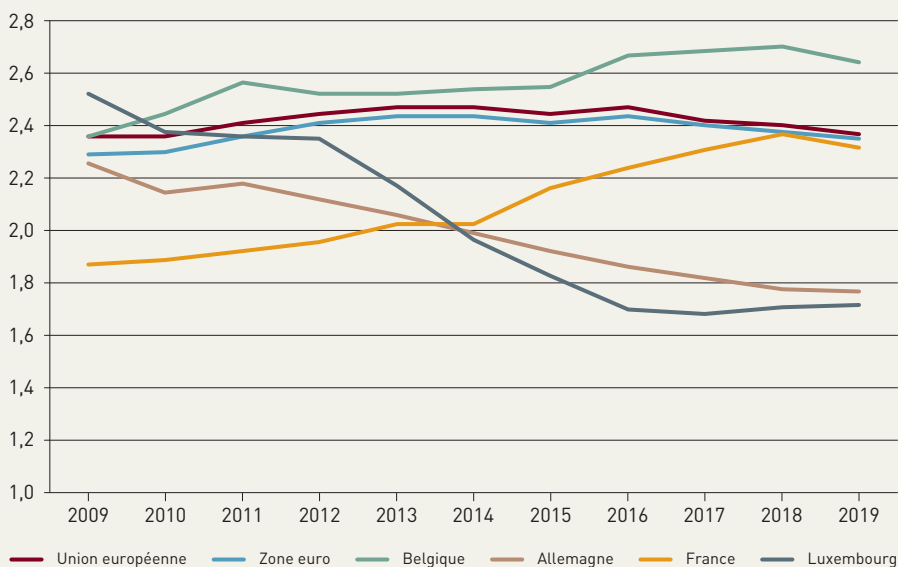
Par ailleurs, la loi a introduit au profit de l'État une taxe sur le prélèvement des eaux souterraines ou de surface de même qu'une taxe sur le rejet des eaux usées, épurées ou non, en fonction de leur degré de pollution. Selon la circulaire n°2821 du ministère de l'Intérieur du 14 octobre 2009, ces taxes sont destinées à la mise en œuvre des mesures nécessaires pour protéger les ressources en eau potable (afin d'éviter que la dégradation du milieu naturel n'entraîne une augmentation substantielle du coût du traitement de l'eau) et améliorer la capacité d'autoépuration des cours d'eau récepteurs (afin de contrer la dégradation du milieu aquatique par le rejet des effluents urbains), ainsi que pour aider les communes

62 50 euros en cas de première utilisation du numéro, 24 euros en cas de réutilisation d'un numéro par le même titulaire.

63 Le nouveau système s'applique aux véhicules enregistrés après le 1<sup>er</sup> janvier 2001. Les véhicules anciens continuent d'être taxés en fonction de la puissance du moteur. Le montant de la taxe dépend de la quantité de CO<sub>2</sub> émise ainsi que du type de carburant utilisé. Plus la voiture émet de CO<sub>2</sub>, plus le montant à payer augmente. Pour un même niveau de CO<sub>2</sub>, la taxe d'une voiture équipée d'un moteur diesel est 50 % plus élevée que celle munie d'un moteur essence.

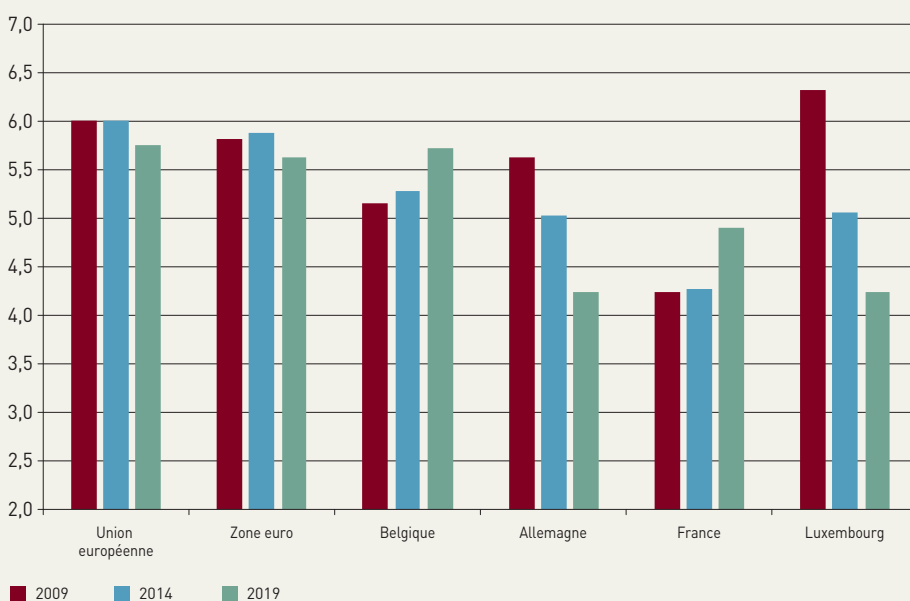
64 CES (2018), Rapport sur la fiscalité, Luxembourg

Graphique 3  
Taxes environnementales  
(en % du PIB)



Source : Eurostat

Graphique 4  
Taxes environnementales  
(en % du total des recettes fiscales et cotisations sociales y compris cotisations sociales imputées)



Source: Eurostat

au financement du premier investissement en matière d'assainissement.

Selon le budget 2021, le produit des redevances instaurées à la suite de l'entrée en vigueur de la loi-cadre sur l'eau et affectées aux Fonds pour la gestion de l'eau était de l'ordre de 9 millions d'euros en 2019.

### 2.4.3.3 Comparaison européenne

En 2019, les recettes fiscales environnementales représentaient un peu plus de 330 milliards d'euros, soit un peu moins de 2,4 % du PIB de l'Union européenne. Au Luxembourg, elles s'élevaient à 1 094 millions d'euros, soit 1,7 % du PIB. Il s'agissait du niveau le plus faible de l'UE, juste derrière l'Irlande (1,4 % du PIB) et l'Allemagne (1,8 % du PIB). En ce qui concerne la Belgique et la France, leurs recettes étaient de respectivement 2,2 % et 2,3 % du PIB.

Il ressort du graphique 3 que dans l'UE, les recettes des taxes environnementales ont connu une légère tendance à la hausse entre 2008 et 2016. Depuis 2017, les recettes européennes s'affichent légèrement en baisse. En France, la tendance haussière a été particulièrement marquée jusqu'en 2018 en raison de l'introduction de nouvelles taxes et du remplacement d'autres, conduisant à des taux de croissance des recettes supérieurs à ceux du PIB nominal. En Belgique, les recettes ont connu une évolution relativement semblable à l'évolution enregistrée au niveau européen. En Allemagne, les recettes n'ont cessé de baisser en proportion du PIB depuis 2011. Par ailleurs, les recettes allemandes exprimées

en montant absolu ont diminué certaines années malgré l'introduction de nouvelles taxes à but écologique<sup>65</sup>. Au Luxembourg, la diminution particulièrement prononcée des recettes entre 2009 et 2017 s'explique par une baisse jusqu'en 2016 des recettes d'accises sur le carburant, principale composante des recettes environnementales.

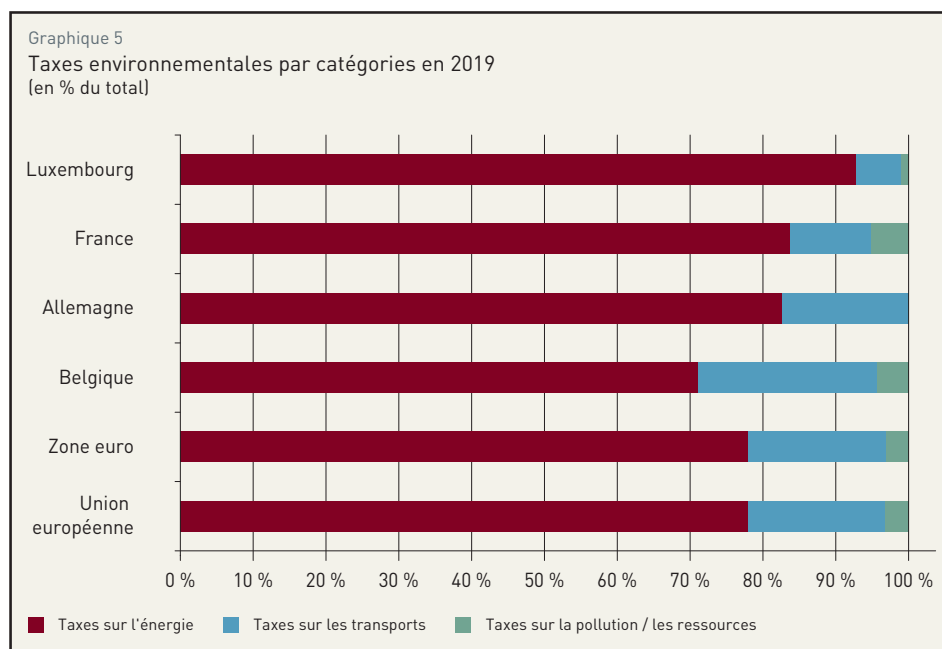
Le graphique 4 présente l'importance des taxes environnementales dans la structure des recettes fiscales et des cotisations sociales dans l'UE, dans la zone euro, au Luxembourg et dans les pays limitrophes.

Il apparaît que la part des recettes environnementales exprimée en pourcentage du total des recettes fiscales et des cotisations sociales au sein de l'Union européenne était très légèrement inférieure en 2019 à son niveau de 2009. Le Luxembourg, quant à lui, a connu une baisse particulièrement marquée. Le poids des taxes environnementales est ainsi passé de 6,3 % en 2009 à 4,3 % en 2019. En revanche, en France et en Belgique, le poids des taxes environnementales a augmenté pour atteindre en 2019 respectivement 4,9 % et 5,7 % du total des recettes fiscales et des cotisations sociales.

Il convient d'interpréter avec prudence les différences de niveau entre les pays. En effet, de faibles revenus peuvent signifier que les taux d'imposition sont relativement bas dans un pays. Ils peuvent aussi résulter du fait que des taux d'imposition élevés ont eu l'effet escompté sur les agents économiques qui auraient adapté leur comportement (effet sur la base d'imposition, souvent la consommation d'un produit). Par ailleurs, un niveau de recettes élevé peut s'expliquer par des taux d'imposition bas incitant par la même occasion la consommation des non-résidents.

Le graphique 5 présente l'importance des différentes catégories de taxes environnementales en 2019. Il montre que les revenus des taxes sur l'énergie ont représenté la majorité des revenus de la fiscalité environnementale. Ainsi, leur part s'élevait à 93 % au Luxembourg alors qu'en Belgique, elle n'était que de 71 %. La moyenne européenne était quant à elle de 78 %. Il convient de noter que les taxes sur les carburants sont comprises dans la catégorie des taxes sur l'énergie et non dans celle sur les transports, ce qui explique leur poids particulièrement important au Luxembourg.

Les taxes sur les transports, qui comprennent notamment les taxes annuelles sur les véhicules, ont constitué la deuxième catégorie de recettes. La part des recettes prélevées représentait 19 % du total des revenus fiscaux environnementaux dans l'Union européenne. Le graphique indique également que le Luxembourg,



Source : Eurostat

Note : Étant donné la faible importance des taxes sur les ressources, celles-ci ont été regroupées avec les taxes sur la pollution.

65 Les détails peuvent être consultés dans le fichier « National Tax List » téléchargeable sur le site d'Eurostat qui reprend toutes les taxes pour chaque pays.

avec un poids de 6 %, se situait largement en dessous de la moyenne européenne, alors que la situation inverse prévalait pour la Belgique, avec une part de 24 %. Finalement, la dernière catégorie de taxes concerne la pollution et les ressources dont les revenus n'ont représenté que 3 % des revenus fiscaux environnementaux au sein de l'Union européenne. Cette catégorie regroupe une multitude de petites taxes comme celles sur les déchets, sur la distribution ou sur l'assainissement de l'eau. Ces taxes ont été introduites plus récemment dans de nombreux pays européens afin de répondre aux diverses directives (sur les déchets et l'eau) qui requièrent l'application du principe de pollueur-payeur.

#### 2.4.4 LES DÉPENSES DE PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT

Cette partie vise à analyser, sur la base des données disponibles, les niveaux et la structure des dépenses publiques liées à la protection de l'environnement<sup>66</sup>.

Selon l'OCDE<sup>67</sup>, les dépenses publiques d'environnement doivent être évaluées sous deux angles : la politique de l'environnement et les finances publiques. Du point de vue de la politique environnementale, la principale difficulté est de veiller à ce que les dépenses publiques produisent le résultat escompté au moindre coût et s'inscrivent dans une stratégie cohérente de réalisation des objectifs environnementaux. Du point de vue des finances publiques, les dépenses devraient être gérées conformément aux normes établies relatives à la bonne gouvernance. Lorsqu'ils choisissent les programmes environnementaux à financer, les gouvernements doivent s'assurer que les avantages que la collectivité peut retirer d'un programme de dépenses l'emportent sur les coûts. Si ces avantages sont difficiles à mesurer, les autorités peuvent toujours analyser le rapport coût-efficacité par lequel un programme environnemental atteint ses objectifs.

Les dépenses des administrations publiques liées à la protection de l'environnement sont issues de la répartition des dépenses par classe fonctionnelle (CFAP<sup>68</sup>). Cette classification est instructive du fait qu'elle permet d'appréhender les domaines dans lesquels les administrations publiques interviennent. Le tableau suivant reprend les données pour le Luxembourg.

Tableau 4

**Dépenses des administrations publiques pour la protection de l'environnement (en millions d'euros, en % du PIB et en % des dépenses totales)**

	2009	2014	2019
Gestion des eaux usées	144	177	280
Gestion des déchets	94	88	112
Lutte contre la pollution	54	69	88
Préservation de la diversité biologique et protection de la nature	39	54	69
R & D dans le domaine de la protection de l'environnement	1	1	1
Autres	11	15	31
<b>Total</b>	<b>342</b>	<b>404</b>	<b>581</b>
<b>en % du PIB</b>	<b>0,90 %</b>	<b>0,80 %</b>	<b>0,90 %</b>
<b>en % des dépenses totales</b>	<b>2,10 %</b>	<b>1,90 %</b>	<b>2,20 %</b>

Sources : Eurostat, calculs BCL

<sup>66</sup> Voir aussi les données « Comptes de l'environnement » disponibles sur le site du STATEC sous [https://statistiques.public.lu/stat/ReportFolders/ReportFolder.aspx?IF\\_Language=fra&MainTheme=5&FldrName=2&RFPPath=9420](https://statistiques.public.lu/stat/ReportFolders/ReportFolder.aspx?IF_Language=fra&MainTheme=5&FldrName=2&RFPPath=9420).

<sup>67</sup> OCDE (2007), *Dépenser mieux pour l'environnement*, Paris.

<sup>68</sup> En anglais : *Classification of the Functions of Government* (COFOG).

#### 2.4.4.1 Composition des dépenses en 2019

En 2019, les dépenses liées à la protection de l'environnement s'élevaient à 581 millions d'euros, soit 0,9 % du PIB et 2,2 % du total des dépenses des administrations publiques. Les dépenses de protection de l'environnement sont réparties en plusieurs groupes comme le montre le tableau 4. La catégorie principale de dépenses concerne la gestion des eaux usées, qui représentait 48 % des dépenses en 2019 ; viennent ensuite les dépenses liées à la gestion des déchets (19 %) et à la lutte contre la pollution (15 %).

Les administrations locales sont à l'origine de 71 % des dépenses publiques environnementales en 2019, dont une partie cependant est financée par le biais des fonds spéciaux.

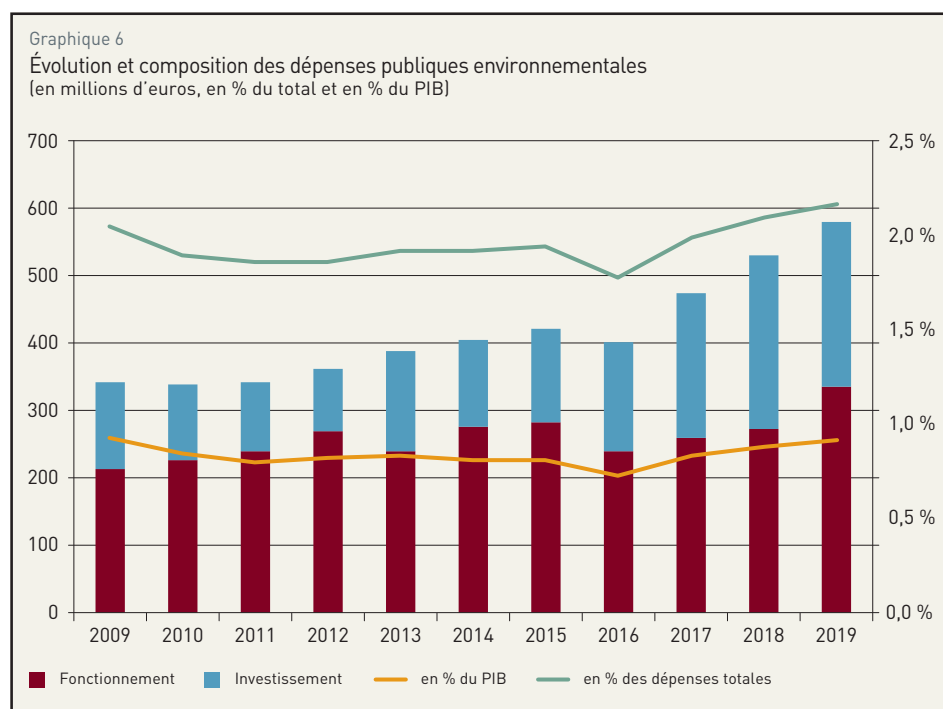
#### 2.4.4.2 Évolution et mesures récentes

Le graphique suivant montre l'évolution des dépenses environnementales des administrations publiques entre 2009 et 2019. Les dépenses de protection de l'environnement se sont accrues à un rythme annuel moyen de 5,4 % au cours de cette période, alors que le PIB nominal a progressé en moyenne de 5,6 % par an<sup>69</sup>. Exprimées en pourcentage du PIB, les dépenses environnementales sont restées approximativement stables entre 2009 (0,93 % du PIB) et 2019 (0,91 % du PIB).

Les dépenses de protection de l'environnement peuvent également être classées en fonction de l'origine économique des dépenses. Ainsi, le graphique distingue les dépenses de fonctionnement de celles d'investissement. Le graphique indique que les dépenses de fonctionnement sont supérieures à celle d'investissement, bien que ces dernières soient en nette progression depuis 2016. La part des investissements a atteint son niveau le plus élevé en 2018 (48 % des dépenses environnementales totales).

L'évolution des dépenses de protection de l'environnement est influencée par la législation européenne qui fixe des objectifs minima à atteindre dans divers domaines (cadre pour l'eau, le climat et l'énergie ou encore la biodiversité, les déchets).

À côté des dépenses directes, d'autres mesures peuvent également être considérées comme des dépenses « indirectes ». Ainsi, entre 2017 et 2019, des abattements fiscaux forfaitaires pour l'acquisition de véhicules « zéro émission » (2017) et véhicules hybrides (2018) ont été mis en place avant d'être remplacés par des subventions directes. Ensuite, en mars 2020, les transports publics sont devenus gratuits, produisant de moindres recettes.



Sources : Eurostat, calculs BCL

69 Il s'agit de moyennes géométriques.

### 2.4.4.3 Les fonds spéciaux liés à l'environnement

Au Luxembourg, une partie des dépenses de protection de l'environnement est réalisée par le biais de fonds spéciaux qui sont repris au tableau suivant.

Tableau 5

**Évolution des dépenses des fonds spéciaux liés à la protection de l'environnement (en millions d'euros, en % du PIB et en % des dépenses environnementales totales)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fonds pour la gestion de l'eau	69,4	80,4	84,9	94,3	91,6	92,3
Fonds climat et énergie	58,6	66,9	13,9	56,8	64,7	61,8
Fonds pour la protection de l'environnement	25,8	18,5	24,5	24,7	28,9	34,1
Fonds spécial de la pêche	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Fonds spécial des eaux frontalières	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>166,1</b>	<b>123,5</b>	<b>176</b>	<b>185,4</b>	<b>188,4</b>
En % du PIB	0,30 %	0,30 %	0,20 %	0,30 %	0,30 %	0,30 %
En % des dépenses environnementales totales	38,10 %	39,30 %	30,90 %	37,10 %	34,90 %	32,40 %
<b>Taux de croissance</b>		<b>8,00 %</b>	<b>-26,00 %</b>	<b>42,00 %</b>	<b>5,00 %</b>	<b>2,00 %</b>

Sources : programmations pluriannuelles 2021-2024, 2020-2023, 2019-2022, 2018-2021, 2017-2020, 2016-2019

Il ressort du tableau que cinq fonds spéciaux sont dédiés à l'environnement ; ensemble, ils ont totalisé 188 millions d'euros de dépenses en 2019 (32,4 % des dépenses environnementales totales).

Les dépenses du fonds pour la gestion des eaux ont représenté 49 % du total des dépenses des fonds spéciaux environnementaux de 2019. Ce fonds participe au financement de projets liés à l'assainissement et à l'épuration des eaux usées, la sauvegarde de la qualité des eaux souterraines et superficielles, la protection et la restauration des cours d'eau, la réduction des risques d'inondation et l'utilisation durable de l'eau. Le fonds pour la gestion des eaux est financé en partie par les taxes de prélèvement d'eau et de rejet des eaux usées.

Les dépenses du fonds pour le climat et l'énergie ont représenté 33 % des dépenses environnementales en 2019. Ce fonds a pour objet de contribuer au financement des mesures mises en œuvre pour réduire les émissions de gaz à effet de serre pour promouvoir des énergies renouvelables, ainsi que de lutter contre le changement climatique dans les pays en développement.

Le troisième fonds en terme d'importance est celui pour la protection de l'environnement, dont les dépenses ont représenté 18 % des dépenses environnementales en 2019. Ce fonds intervient notamment dans la prévention et la lutte contre la pollution de l'atmosphère, le bruit et le changement climatique, la gestion des déchets, la protection de la nature et des ressources naturelles.

Le fonds spécial pour la pêche est un fonds mineur dont les ressources servent notamment au financement de mesures visant à améliorer le milieu aquatique, au repeuplement des eaux et à l'information des pêcheurs et du public en matière de pêche et de protection du milieu. Il en est de même du fonds spécial relatif aux eaux frontalières.

Comme le montre également le tableau, l'évolution des dépenses des fonds spéciaux est assez variable d'une année à l'autre. Au total, le montant des dépenses a augmenté de 22 % entre 2014 et 2019.

En ce qui concerne les projets financés par les fonds spéciaux, l'OCDE notait qu'ils ne faisaient pas l'objet d'une analyse coûts-bénéfices, ni d'une évaluation *a posteriori* de leur efficacité environnementale. De ce fait, il y a des risques que ces fonds publics ne soient pas utilisés de façon efficace et économe pour soutenir des projets porteurs d'avantages environnementaux additionnels<sup>70</sup>.

#### 2.4.4.4 Comparaison européenne

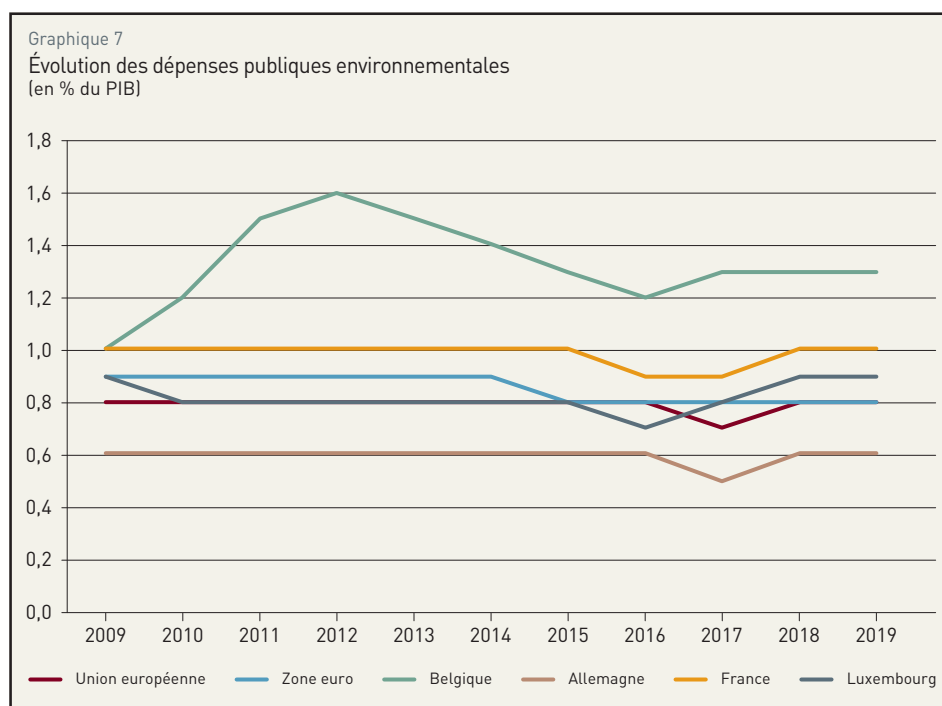
En 2019, les dépenses environnementales représentaient un peu plus de 109 milliards d'euros, soit un peu moins de 0,8 % du PIB de l'Union européenne. Au Luxembourg, elles s'élevaient à 581 millions d'euros, soit 0,9 % du PIB. Il s'agissait donc d'un niveau proche de la moyenne européenne. Parmi les pays voisins du Luxembourg, le graphique montre que l'Allemagne présentait le niveau le plus bas, ses dépenses environnementales représentant 0,6 % du PIB en 2019, tandis que les dépenses effectuées par la Belgique étaient les plus élevées, avec un niveau égal à 1,3 % du PIB.

Il ressort également du graphique 7 que dans l'UE, hormis une baisse en 2016/2017, les dépenses environnementales ont été relativement stables entre 2009 et 2019, la Belgique faisant figure d'exception avec une forte hausse des dépenses entre 2009 et 2012, suivie d'une diminution progressive jusqu'en 2016.

Le graphique 8 présente l'importance des dépenses environnementales dans la structure des dépenses des administrations publiques dans l'UE, dans la zone euro, au Luxembourg et dans les pays limitrophes.

Il apparaît que la part des dépenses environnementales, exprimée en pourcentage du total des dépenses publiques, au sein de l'Union européenne était très comparable en 2019 à son niveau de 2009. La Belgique, quant à elle, a connu une hausse un peu plus marquée que dans les autres pays. Le poids de ses dépenses environnementales est ainsi passé de 1,9 % en 2009 à 2,5 % en 2019. Dans les autres pays, la hausse entre 2009 et 2019 se limite à 0,1 p.p.

Le graphique 9 illustre la répartition des différentes catégories de dépenses de protection de l'environnement en 2019. Il en ressort une grande diversité de la structure des dépenses. Ainsi, les dépenses relatives à la gestion des déchets représentaient la majorité des dépenses environnementales dans la zone euro et en France, avec des parts s'élevant respectivement à 45 % et 50 %, alors qu'au Luxembourg, cette part n'était que de 19 %. Les dépenses en matière de gestion des

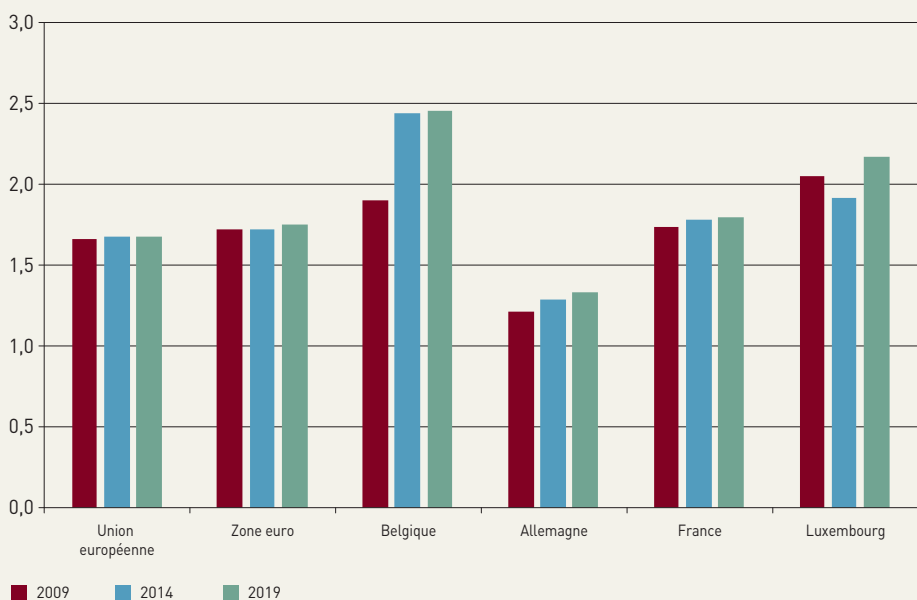


Source : Eurostat

70 OCDE (2020), Examens environnementaux Luxembourg.

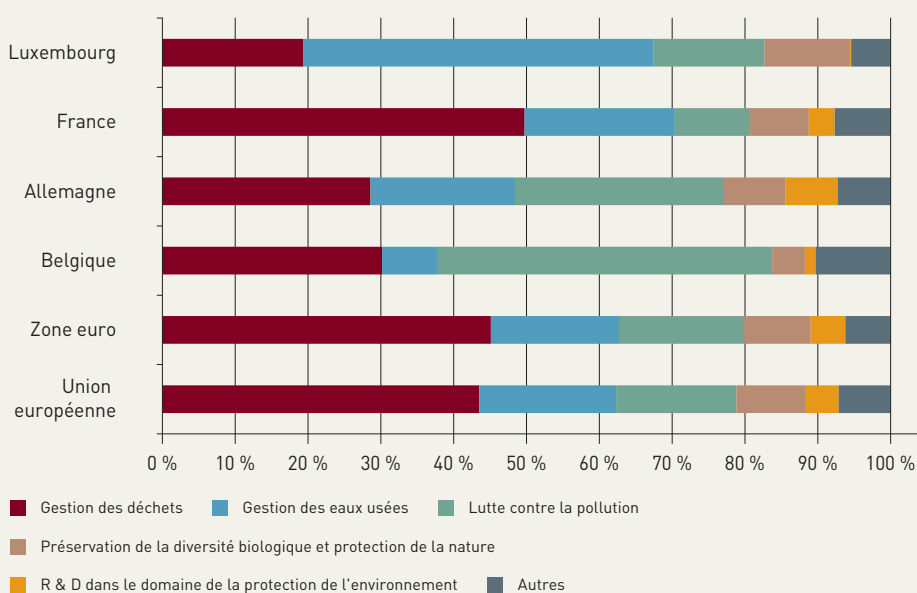


Graphique 8  
Évolution des dépenses environnementales des administrations publiques  
(en % des dépenses totales)



Source : Eurostat

Graphique 9  
Composition des dépenses environnementales en 2019  
(en % du total des dépenses environnementales)



Source : Eurostat

eaux constituait la deuxième catégorie des dépenses au niveau européen (18 % des dépenses environnementales totales) alors qu'il s'agissait de la principale composante au Luxembourg (48 %). Cette différence majeure s'explique par la mise à niveau au Luxembourg des stations d'épuration visant à répondre aux exigences européennes en matière d'assainissement de l'eau. En Belgique, ce sont les dépenses de lutte contre la pollution qui constituaient la première catégorie de dépenses environnementales (49 %). Enfin, l'Allemagne affichait des dépenses assez semblables en ce qui concerne les trois premières catégories de dépenses.

#### 2.4.5 LES ENGAGEMENTS EUROPÉENS ET LUXEMBOURGEOIS

Depuis plusieurs décennies, la protection de l'environnement et plus particulièrement le changement climatique et ses conséquences font l'objet de nombreuses négociations au niveau international. Ainsi, en 1992, sous l'égide des Nations Unies, la convention sur le climat<sup>71</sup> a été adoptée en vue de réduire les émissions de gaz à effet de serre et de limiter les conséquences indésirables du changement climatique. Le protocole de Kyoto, qui s'inscrit dans le cadre de la convention sur le climat, a été conclu en 1997. Il portait sur des objectifs concrets de réduction des émissions de CO<sub>2</sub> pour la

<sup>71</sup> Il s'agit d'une des trois conventions adoptées au « Sommet de la Terre de Rio » en 1992, les deux autres étant la convention sur la diversité biologique et la convention sur la lutte contre la désertification.

période de 2008 à 2012. En 2010, certains pays se sont accordés sur les objectifs à poursuivre à l'horizon 2020 (Accord de Copenhague). Finalement, en 2015, lors de la conférence de Paris sur le climat (COP21), 195 pays ont adopté le tout premier accord universel sur le climat. Celui-ci vise à contenir l'augmentation de la température globale moyenne en dessous de 2°C par rapport aux niveaux préindustriels, et si possible de limiter la hausse des températures à 1,5° C. À cet effet, une forte diminution des émissions de gaz à effet de serre est donc requise.

Dans l'Union européenne, le paquet « Énergie et Climat » à l'horizon 2020 a été adopté en 2007 et traduit dans la législation européenne en 2009. Les objectifs définis dans ce cadre faisaient également partie de la stratégie globale « Europe 2020 » visant à faire de l'UE une économie « intelligente, durable et inclusive ». Ce paquet « Énergie et Climat » a également servi de base pour déterminer les objectifs européens relatifs à la deuxième période d'engagement du protocole de Kyoto. Ainsi, l'UE s'était engagée à réduire ses émissions de gaz à effet de serre d'au moins 20 % par rapport au niveau de 1990<sup>72</sup>, à faire passer la part des énergies renouvelables dans la consommation finale d'énergie à 20 % et à accroître l'efficacité énergétique de 20 % (objectifs 20/20/20). Pour atteindre ces objectifs globaux, chaque État membre s'était fixé des objectifs propres en fonction notamment de la situation de départ du pays en matière d'émission de gaz à effet de serre (par rapport à 2005) et des possibilités de développement des énergies renouvelables.

Le Luxembourg s'était fixé comme objectif de réduire de 20 % ses émissions de gaz à effet de serre en 2020 par rapport à leur niveau de 2005. La part des énergies renouvelables dans la consommation finale brute devait être de 11 % au total et de 10 % dans les modes de transports. Finalement, le Luxembourg avait fixé un objectif indicatif national d'efficacité énergétique pour atteindre en 2020 un niveau de consommation d'énergie primaire de 4,5 millions de tonnes équivalent pétrole (Mtep) et un niveau de consommation d'énergie finale de 4,2 Mtep. L'UE laissait toutefois aux États membres le choix des mesures à prendre pour atteindre les objectifs établis. Celles-ci sont établies dans un plan d'action national.

À l'heure actuelle, il n'y a pas encore de données relatives à 2020 et il n'est pas possible de déterminer si les objectifs 2020 européens et nationaux ont été atteints. Selon la Commission européenne<sup>73</sup>, et sur la base des chiffres relatifs à 2019, l'Union européenne est en bonne voie pour atteindre son objectif de 20 % de réduction des émissions de CO<sub>2</sub>.

Le tableau suivant reprend les dernières données disponibles pour le Luxembourg, les objectifs 2020 ainsi que les objectifs à atteindre pour 2030 (voir plus bas).

En ce qui concerne l'objectif d'émissions de gaz à effet de serre, le STATEC a estimé que le Luxembourg pourrait avoir atteint son objectif en 2020. Il convient toutefois de mentionner que ce résultat serait largement lié à la situation exceptionnelle de la pandémie et de ses répercussions indirectes. En effet, en raison d'une baisse de l'activité économique et du trafic routier en 2020, les ventes de carburant ont considérablement baissé, causant par la même occasion une réduction des émissions de gaz à effet

72 Cet objectif implique :

- une réduction d'ici à 2020 des émissions provenant des secteurs couverts par le SCEQE ou EU ETS (système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre de l'UE) de 21 % par rapport à 2005 ;
  - une réduction de 10 % des émissions provenant des secteurs non couverts par le SCEQE (EU ETS), mais couverts par la décision sur le partage de l'effort (ESD). En vue d'atteindre cet objectif global de 10 %, chaque État membre a accepté des limites spécifiques d'émissions de gaz à effet de serre pour 2020 par rapport à 2005 (décision 406/2009/CE du Conseil).
- Sources : Agence européenne pour l'environnement

73 Voir sous [https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/progress\\_fr](https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/progress_fr).

de serre. Cette situation n'est évidemment que temporaire et il est fort probable qu'à partir de 2021, le bilan devienne à nouveau nettement moins favorable<sup>74</sup>.

Tableau 6

**Les objectifs Europe 2020 et les objectifs 2030 en matière de climat et d'énergie pour le Luxembourg**

OBJECTIF ÉNERGIE ET CLIMAT	UNITÉ	2005	2010	2015	2019	OBJECTIF 2020	OBJECTIF 2030
Émissions de gaz à effet de serre dans les secteurs inclus sur la décision de répartition de l'effort (ESD)	Millions de tonnes équivalent CO <sub>2</sub>	10,1	9,6	8,6	9,2	8,1	4,5
Part des énergies renouvelables dans la consommation finale brute d'énergie	Pourcentage	1,4	2,9	5	7	11	25
Consommation d'énergie primaire	Millions de tonnes équivalent pétrole	4,8	4,6	4,1	4,5	4,5	
Consommation d'énergie finale	Millions de tonnes équivalent pétrole	4,5	4,3	4	4,4	4,2	3,1

Sources : Eurostat, Plan national intégré en matière d'énergie et de climat du Luxembourg pour la période 2021-2030, calculs BCL

Cela étant, l'Union européenne s'est fixée pour la période 2021-2030 des objectifs plus ambitieux dans le cadre d'action sur le climat et l'énergie à l'horizon 2030 par rapport à ceux prévus à l'horizon de 2020.

Les objectifs fixés actuellement pour 2030 sont les suivants : (i) réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 40 % (par rapport aux niveaux de 1990), (ii) porter la part des énergies renouvelables à au moins 32 % et (iii) améliorer l'efficacité énergétique d'au moins 32,5 %.

Les moyens mis en œuvre pour réduire de 40 % les émissions de gaz à effet de serre englobent le système d'échange de quotas d'émissions de l'UE, le règlement sur la répartition de l'effort, qui prévoit des objectifs de réduction des émissions pour chaque État membre, et le règlement en matière d'utilisation des terres, de changement d'affectation des terres et de foresterie. Ainsi, tous les secteurs contribueront à la réalisation de l'objectif de 40 %, à la fois par la réduction des émissions et par l'augmentation des absorptions<sup>75</sup>. En septembre 2020, la Commission européenne a proposé, dans le cadre de son pacte vert<sup>76</sup>, de porter l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre, incluant les émissions et les absorptions, à au moins 55 % en 2030 par rapport à 1990<sup>77</sup>. Dans ce contexte, elle présentera d'ici à juin 2021 des propositions législatives en vue de mettre en œuvre cette nouvelle ambition.

En ce qui concerne les objectifs luxembourgeois pour 2030, ils ont été fixés dans le Plan national intégré en matière d'énergie et de climat (PNEC) pour la période 2021-2030 adopté par le gouvernement en date du 20 mai 2020. Le PNEC constitue la base de la politique climatique et énergétique du Luxembourg. Il décrit les politiques et mesures permettant d'atteindre les objectifs nationaux en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre (-55 % par rapport à 2005), d'énergies renouvelables (25 %) et d'efficacité énergétique (de 40 à 44 %) à l'horizon 2030. Ce plan ne contient toutefois pas d'indications claires sur les dépenses supplémentaires qui seront nécessaires pour atteindre ces objectifs.

74 STATEC, Émissions de gaz à effet de serre : une bouffée d'air frais qui ne perdurera pas, Note de conjoncture N° 1 de juin 2020. STATEC, Énergie et émission, Note de conjoncture N° 1 de juin 2021.

75 [https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2030\\_fr](https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2030_fr).

76 [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_fr](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_fr).

77 [https://ec.europa.eu/clima/sites/default/files/eu-climate-action/docs/com\\_2030\\_ctp\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/clima/sites/default/files/eu-climate-action/docs/com_2030_ctp_en.pdf).

En outre, il convient de mentionner que l'objectif national de réduction des émissions de gaz à effet de serre est plus ambitieux que la contribution contraignante du Luxembourg à l'objectif de l'UE<sup>78</sup> (-40 % par rapport à 2005). De ce fait, la révision à la hausse de l'objectif européen pour 2030 pourrait ne pas avoir d'incidence majeure sur les objectifs du Luxembourg.

#### 2.4.6 CONCLUSION

Le niveau des recettes provenant des taxes environnementales est relativement bas au Luxembourg par rapport à la moyenne européenne, bien qu'il soit en hausse depuis 2017. Cette hausse résulte de l'augmentation des quantités de carburants vendues et des taux d'accises.

Les dépenses environnementales sont proches de la moyenne européenne et devraient continuer à augmenter dans les années à venir. Ainsi, le Plan national intégré en matière d'énergie et de climat (PNEC) pour la période 2021-2030 fixe les objectifs luxembourgeois pour 2030. Il décrit les politiques et mesures permettant d'atteindre les objectifs nationaux en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre (-55 %), d'énergies renouvelables (25 %) et d'efficacité énergétique (de 40 à 44 %) à l'horizon 2030. Ce plan ne contient toutefois pas d'indications claires sur les dépenses supplémentaires qui seront nécessaires pour atteindre ces objectifs.

Finalement, dans ce contexte, il serait souhaitable de faire une analyse coûts – bénéfices de toutes les options auxquelles le gouvernement peut recourir dans le but de respecter ses engagements en matière environnementale (adaptation des droits d'accises, rachat de certificats d'émission, investissements ayant trait à l'écologie, etc...) et ce, en tenant compte des conséquences directes et indirectes des différentes mesures, qui pourraient être mises en œuvre, sur les recettes et dépenses budgétaires. Une bonne gestion des programmes de dépenses publiques constitue également un élément essentiel de politiques environnementales efficaces et efficientes.

<sup>78</sup> Règlement (UE) 2018/842 relatif aux réductions annuelles contraignantes des émissions de gaz à effet de serre par les États membres de 2021 à 2030.

## 2.5 LES HABITUDES DE PAIEMENT AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO<sup>79</sup>

### 2.5.1 INTRODUCTION

Comme toute banque centrale de la zone euro, la Banque centrale du Luxembourg (BCL) suit de près l'évolution des moyens et systèmes de paiement. Elle est également responsable de la mise en circulation au Luxembourg de la monnaie dite fiduciaire, à savoir les billets et pièces.

À cet égard, la « Stratégie fiduciaire de l'Eurosystème »<sup>80</sup>, publiée récemment sur le site de la Banque centrale européenne (BCE)<sup>81</sup>, retient comme objectif le maintien de la monnaie fiduciaire comme « un instrument de paiement et une réserve de valeur de choix, généralement disponible, attrayant, fiable et compétitif ».

Or, en dépit de l'importance des espèces comme moyen de paiement, la numérisation rapide de l'économie affecte également les choix des agents en matière de moyens de paiement.

Pour mieux appréhender ces changements, la BCL a contribué à la récente étude de la BCE sur les habitudes de paiement des ménages de la zone euro, *Study on Payment Attitudes of Consumers in the Euro area* (SPACE).

Un des résultats principaux de cette étude est que les espèces restent le mode de paiement principal dans les pays de la zone euro, y compris le Luxembourg, même si la part des paiements par carte est en progression. Cette analyse vise à résumer les conclusions de l'enquête SPACE, en mettant particulièrement l'accent sur le Luxembourg. Ces résultats sont comparés en partie avec les statistiques des paiements que les banques au Luxembourg déclarent à la BCL<sup>82</sup>.

### 2.5.2 L'ENQUÊTE SPACE

En 2019, la BCE a mené l'enquête SPACE<sup>83</sup> dans 17 des 19 pays de la zone euro<sup>84</sup>, auprès de 41 000 personnes (1 367 au Luxembourg). Trois vagues d'entretiens, en ligne ou par téléphone, ont été menées entre mi-mars et mi-décembre 2019, en imposant des quotas pour les différents jours de la semaine, ainsi que pour les caractéristiques sociodémographiques des participants (sexe, âge, et région d'habitation). Les sondés, âgés de 18 ans ou plus, ont rempli un journal des paiements d'une journée et répondu à un questionnaire sur leurs préférences quant aux moyens de paiement. Les participants ont

79 Analyse rédigée par Elisabetta Maria Saini, expert en billets et pièces dans la section Contrôle de la circulation fiduciaire, Pavel Dvořák, économiste-statisticien dans la section Infrastructures et systèmes de paiement et Natalia Andries, économiste au département Économie et Recherche. Nous tenons à remercier Pierre Beck, Patrice Bernabei, Paolo Guarda, Karine Rottenberg, Pierre Thissen et Nathalie Zahlen pour leur contribution à cette analyse.

80 En anglais, *The Eurosystem Cash Strategy*.

81 [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/erpb/shared/pdf/14th-ERPb-meeting/Access\\_to\\_cash.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/erpb/shared/pdf/14th-ERPb-meeting/Access_to_cash.pdf)

82 Voir l'analyse « L'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg » Bulletin BCL 2021-1, pp. 85-97.

83 L'étude, en anglais, est accessible sous le lien suivant : [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb\\_spacereport202012-bb2038bbb6.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb_spacereport202012-bb2038bbb6.en.pdf).

84 La Deutsche Bundesbank et De Nederlandsche Bank conduisent déjà des enquêtes similaires dont les données ont été intégrées dans l'étude SPACE chaque fois que cela était possible.

déclaré un total de près de 68 000 paiements aux points de vente<sup>85</sup> et de personne à personne<sup>86</sup>, environ 7 400 transactions en ligne et 43 700 règlements de factures ou de paiements récurrents.

Les résultats de SPACE permettent une comparaison avec les résultats d'une enquête similaire effectuée en 2016, *Study on the use of cash by households in the euro area* (SUCH)<sup>87</sup>.

### 2.5.3 LES MODES DE PAIEMENT SELON LE TYPE DE TRANSACTION

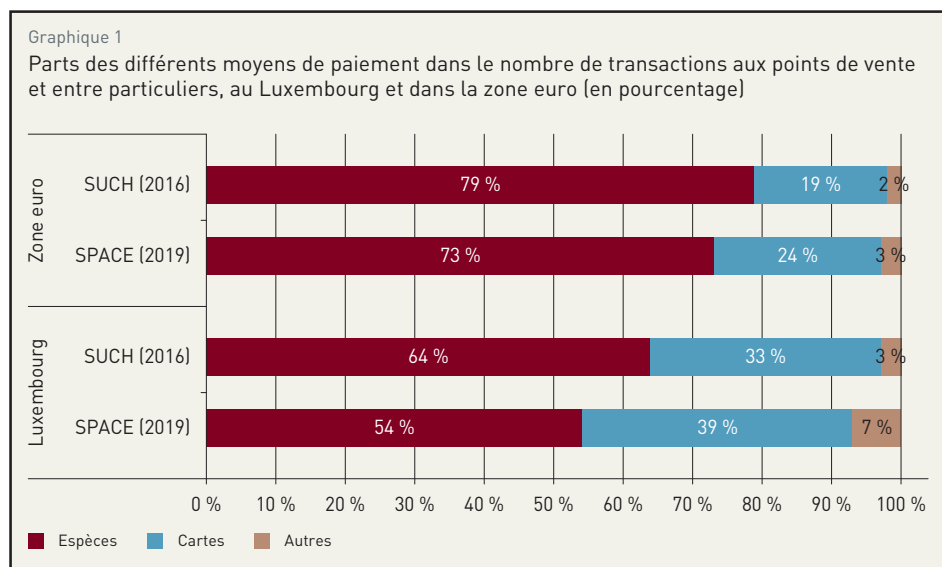
#### 2.5.3.1 Les transactions aux points de vente et entre particuliers

Selon l'enquête SPACE, les espèces restent le mode de paiement le plus utilisé au niveau des points de vente et des transactions entre particuliers. Dans la zone euro, 73 % de ces transactions sont effectuées en espèces, contre 54 % au Luxembourg. Depuis 2016, cette part a diminué de six points de pourcentage pour la zone euro et de dix points pour le Luxembourg. L'utilisation des cartes, en revanche, a augmenté de six points de pourcentage au Luxembourg pour atteindre 39 %, et de cinq points pour la zone euro, où elle s'est établie à 24 %, voir le graphique 1.

En ce qui concerne la valeur totale de ces transactions, la part des espèces a diminué de six points dans la zone euro, où elle s'élève à 48 %, comme au Luxembourg, où elle atteint 24 %. La part des cartes a augmenté de deux points dans la zone euro pour atteindre 41 %, mais a diminué de trois points au Luxembourg pour s'établir à 56 %. Au niveau de la zone euro, les autres instruments de paiement<sup>88</sup> ne constituent que 3 % du nombre total de transactions, mais représentent 11 % de la valeur des transactions. Ils sont donc préférés pour régler des dépenses plus importantes. Au Luxembourg, les autres instruments de paiement constituent seulement 7 % du nombre de transactions, mais représentent 20 % de la valeur des transactions, bien au-dessus de la moyenne européenne.

D'importantes différences sont observées entre pays européens : en général, les résidents des pays de l'Europe du Nord utilisent beaucoup moins les espèces que ceux des pays du sud de l'Europe.

L'enquête SPACE révèle également qu'au Luxembourg, les cartes sont plus utilisées que dans la zone euro ou dans les pays limitrophes. Au Luxembourg, chaque personne effectue en moyenne cinq paiements par carte chaque



Sources : BCE, BCL

85 C'est-à-dire magasin ou autre surface de vente (en anglais, *Point of sale ou POS*).

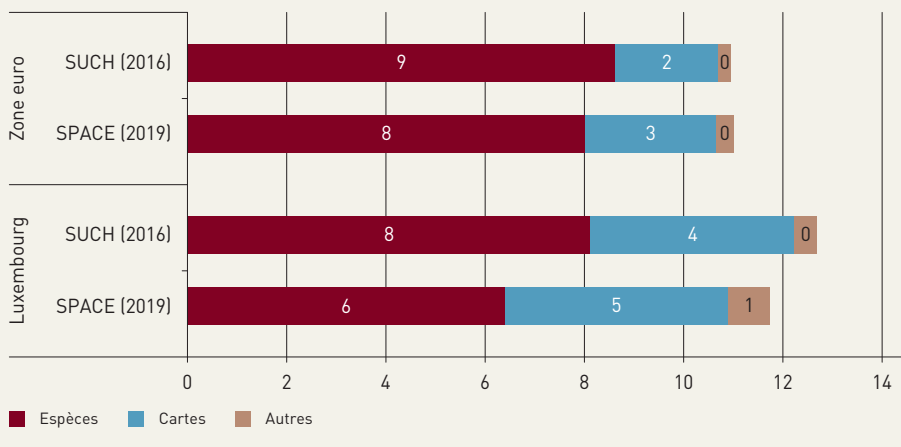
86 En anglais, *Person-to-person (P2P)*.

87 H. Esselink et L. Hernández (2017), «The use of cash by households in the euro area », ECB Occasional Paper Series n° 201, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op201.en.pdf>.

88 La catégorie « Autres » fait référence aux paiements par téléphone mobile, chèques bancaires, virements, domiciliations et autres instruments de paiement (non identifiés), et inclut la réponse « Je ne sais pas ».

Graphique 2

Nombre de transactions par personne et par semaine au Luxembourg et dans la zone euro



Sources : BCE (2020), « Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE) », graphique 3, p. 26, BCE (2017), « Occasional paper No 201 / November 2017, The use of cash by households in the euro area », graphique 5, p. 22

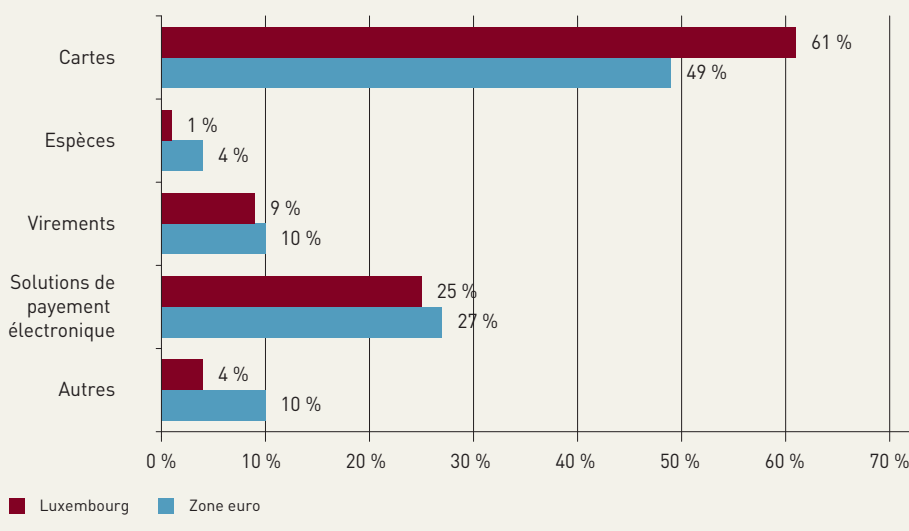
Note : Dans l'étude SPACE, la catégorie « Autres » fait référence aux paiements par téléphone mobile, chèques bancaires, virements, domiciliations, crypto-actifs et autres instruments de paiement (non identifiés), et inclut la réponse « Je ne sais pas ». Le nombre moyen de transactions par personne et par semaine a été calculé à partir du nombre moyen de transactions par personne et par jour et a été arrondi.

semaine (contre quatre paiements par carte en 2016) alors que ce chiffre est de trois dans la zone euro (contre deux en 2016, voir le graphique 2).

L'analyse des statistiques des paiements qui est parue au Bulletin BCL 2021-1 confirme la hausse du nombre de transactions par carte au Luxembourg. Cependant, ce résultat n'est que partiellement comparable à ceux de l'enquête SPACE, parce qu'il se réfère à une population plus large. Dans l'enquête SPACE, les résultats pour le Luxembourg se basent sur un échantillon de ménages résidents, tandis que les statistiques des paiements que les banques transmettent à la BCL couvrent aussi les paiements par les sociétés non financières et par les non-résidents qui détiennent un compte au Luxembourg<sup>89</sup>.

Graphique 3

Parts des différents moyens de paiement dans le nombre d'achats à distance, au Luxembourg et dans la zone euro (en pourcentage)



Sources : BCE (2020), « Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE) », graphique B.13.3, p. 128

Note : la catégorie « Autres » comprend les cartes ou chèques-cadeaux, les chèques bancaires, les crypto-actifs, les domiciliations et les options « autres » et « je ne sais pas ».

Les statistiques des paiements confirment la tendance haussière des paiements par carte dans la zone euro et dans les trois pays limitrophes du Luxembourg. Par rapport à ses voisins, celui-ci affiche la plus forte croissance du nombre de paiements par carte pour chacune des quatre dernières années. En revanche, la valeur moyenne des transactions par carte a diminué au Luxembourg. Cette évolution peut en partie être attribuée à l'introduction des paiements par carte sans contact et sans code PIN (jusqu'à une certaine limite). La baisse de la valeur moyenne a également été observée en Belgique, en Allemagne, en France ainsi que dans l'ensemble de la zone euro.

89 Pour le secteur des ménages, 49 % des dépôts bancaires au Luxembourg appartient à des non-résidents.

### 2.5.3.2 Les achats à distance

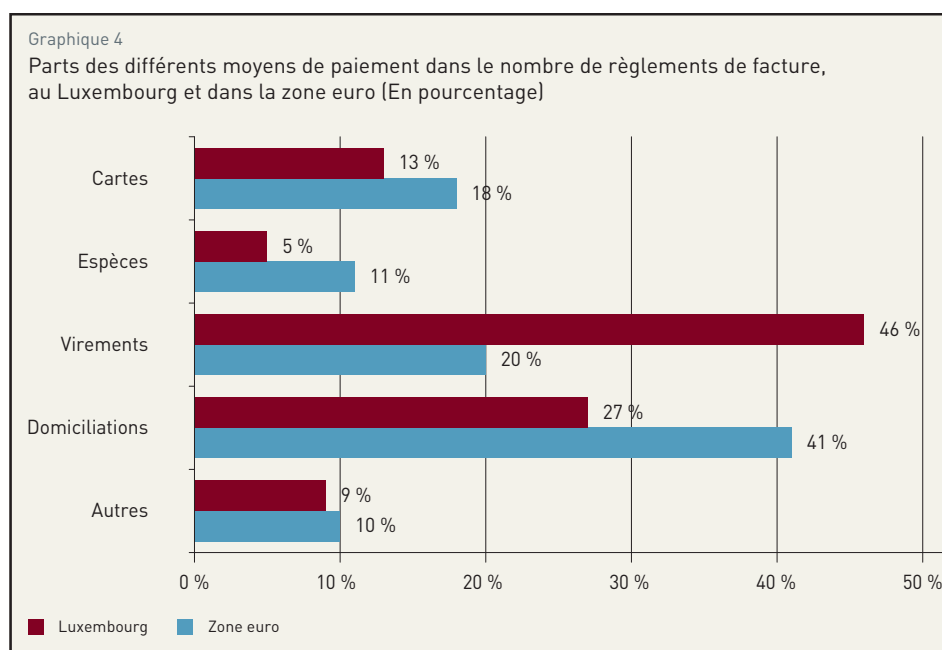
Les paiements à distance comprennent surtout les paiements en ligne, mais aussi les achats par téléphone et par correspondance. Selon l'enquête SPACE, les cartes de débit ou de crédit sont le principal instrument de paiement utilisé pour régler ce type de transactions. Elles représentent 49 % de toutes ces transactions dans la zone euro et sont suivies par les solutions de paiement électronique<sup>90</sup>. Les virements<sup>91</sup> et les autres instruments<sup>92</sup> représentent chacun 10 % de ces transactions. Les espèces sont également utilisées pour régler 4 % des commandes passées à distance et payées à la livraison (voir le graphique 3). En ce qui concerne la valeur de ces transactions, la part des cartes s'élève à 48 %, tandis que celle des solutions de paiement électronique représente 24 % et celle des virements, 14 %. La catégorie « autres moyens de paiement » compte pour 11 % et les espèces, pour 3 %.

Au Luxembourg, les cartes sont plus souvent utilisées pour régler les achats à distance que dans les autres pays de la zone euro. Ainsi, 61 % de tous ces achats sont payés par carte, tandis que 25 % sont réglés grâce à des solutions de paiement électronique, comme le montre le graphique 3. En termes de valeur, les cartes comptent pour 56 % du total et les paiements électroniques, pour 28 %.

Les statistiques des paiements permettent de discerner une hausse du nombre de transactions effectuées par carte dans le commerce électronique, ainsi qu'une augmentation des transactions réglées par monnaie électronique. En 2019, le nombre de transactions en ligne réglées par carte reste bien inférieur au nombre de transactions par carte effectuées aux points de vente. En revanche, la croissance de ces dernières est moins prononcée que celle des transactions par carte effectuées en ligne.

### 2.5.3.3 Le règlement de factures et les paiements récurrents

Les personnes ayant participé à l'enquête SPACE ont également été interrogées sur le paiement des factures qu'elles ont pu effectuer au cours des sept jours précédant l'entretien. Globalement, dans la zone euro, l'instrument de paiement le plus fréquemment utilisé pour régler des factures est la domiciliation<sup>93</sup>, comptant pour 41 % de ces transactions et



Sources : BCE (2020), « Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE) », graphique B.13.3, p. 128

Note : la catégorie « Autres » comprend les chèques bancaires et les options « autres » et « je ne sais pas ».

<sup>90</sup> Des exemples de solutions de paiements électroniques sont PayPal, Sofort et Afterpay.

<sup>91</sup> Le virement est un transfert bancaire initié par le propriétaire du compte.

<sup>92</sup> La catégorie « autres instruments » comprend ici les cartes ou chèques-cadeaux, les chèques bancaires, les crypto-actifs, les domiciliations et les options « autres » et « je ne sais pas ».

<sup>93</sup> La domiciliation, aussi appelée prélèvement, est un transfert bancaire initié par le bénéficiaire sur base d'une autorisation donnée par le propriétaire du compte.



37 % de leur valeur totale. Les virements suivent avec 20 % du nombre de transactions et 29 % de leur valeur. Les cartes et les autres moyens de paiement sont relativement moins utilisés pour ce type de transactions (voir le graphique 4).

En revanche, au Luxembourg, le virement est l'instrument le plus utilisé pour régler des factures, comptant pour 46 % du nombre de transactions et 64 % de leur valeur. Le virement est suivi par la domiciliation, les cartes et les autres moyens de paiement.

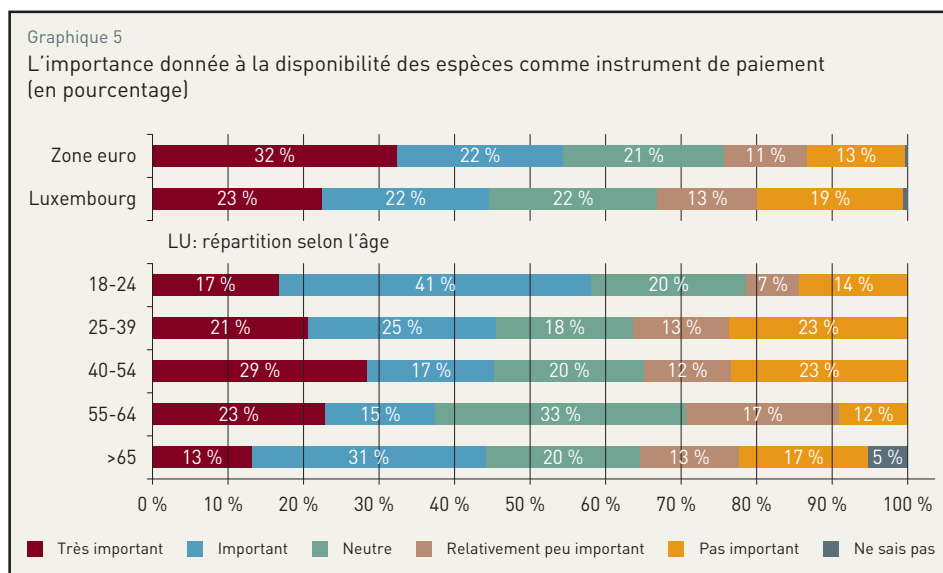
Les espèces sont utilisées pour 11 % des paiements de factures dans la zone euro, représentant 6 % de leur valeur totale. Si le mode de paiement des factures varie selon les pays, c'est aussi parce que la domiciliation n'est pas disponible dans certains pays du nord de l'Europe, qui utilisent davantage le virement.

L'analyse des statistiques des paiements qui est parue au Bulletin 2021-1 confirme que le nombre de virements émis au Luxembourg est beaucoup plus élevé que celui des domiciliations, ce qui est cohérent avec le résultat de l'enquête SPACE selon laquelle les résidents préfèrent les virements pour payer leurs factures.

#### 2.5.4 LES MODES DE PAIEMENT PRÉFÉRÉS

Les participants à l'enquête SPACE ont été également interrogés sur leurs préférences en matière de modes de paiement. Ainsi, 49 % des sondés ont indiqué que, s'ils ont la possibilité de choisir, ils optent pour des cartes ou d'autres instruments de paiement scripturaux<sup>94</sup>. En revanche, 27 % préfèrent les espèces, tandis que 24 % n'ont pas de préférence. Par conséquent, la part des personnes préférant un instrument de paiement scriptural a augmenté depuis l'enquête SUCH en 2016, date à laquelle elle s'élevait à 43 %. La part des personnes préférant les espèces a diminué, puisque 32 % des personnes interrogées en 2016 ont opté pour un paiement en espèces. Au Luxembourg, le pourcentage des personnes déclarant préférer les cartes ou un autre instrument de paiement scriptural a augmenté pour atteindre 67 %, soit une valeur largement supérieure à la moyenne de la zone euro.

Toutefois, les préférences exprimées ne coïncident pas nécessairement avec le comportement déclaré par les participants à l'enquête SPACE. Par exemple, 54 % des personnes interrogées au Luxembourg ont déclaré avoir réglé en espèces lors de leur dernière transaction aux points de



Sources : BCE (2020), « Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE) », graphique B.13.3, p. 128

Note : en raison des arrondis, la somme des pourcentages ne correspond pas toujours à 100 %.

94 Par opposition à la monnaie fiduciaire (billets et pièces), les moyens de paiement scripturaux permettent le transfert de fonds tenus dans des comptes (cartes, virements, prélèvements, etc.).

vente ou entre particuliers, tandis que 67 % ont répondu qu'elles préfèrent utiliser les instruments de paiement scripturaux.

Les personnes interrogées ont également indiqué l'importance qu'elles attachent à la possibilité de continuer à disposer des espèces comme instrument de paiement. Dans la zone euro, 54 % des sondés ont jugé important ou très important d'avoir la possibilité de payer en espèces. Au Luxembourg, ce pourcentage s'élève à 45 %. Enfin, 58 % des personnes âgées de 18 à 24 ans déclarent important, voire très important, d'avoir la possibilité de payer en espèces, comme l'illustre le graphique 5.

L'accès aux distributeurs automatique de billets est devenu plus difficile que par le passé, selon l'enquête SPACE. Pour la zone euro, la part des sondés qui estimaient facile, voire très facile de se rendre à un distributeur automatique de billets est passée de 94 % en 2016 à 89 % en 2019. Au Luxembourg, elle a baissé de 96 % à 92 %, alors que la part des personnes déclarant que l'accès est assez difficile ou très difficile est passée de 4 % à 7 %.

L'enquête SPACE a également demandé aux participants s'ils détenaient une réserve en espèces chez eux. Dans l'ensemble, 34 % des personnes interrogées ont répondu par l'affirmative à cette question. Le montant conservé en espèces était compris entre 100 et 1 000 euros pour 53 % de ces personnes et dépassait les 1 000 euros pour 8 % d'entre elles. Ces réponses représentent une augmentation significative par rapport aux résultats de l'enquête SUCH de 2016, où moins d'un quart des personnes interrogées déclaraient détenir une réserve en espèces à domicile.

Au Luxembourg, ce chiffre est encore plus élevé, 38 % des personnes interrogées déclarant conserver une réserve d'espèces à domicile. Plus de 13 % d'entre elles déclarent détenir un montant supérieur à 1 000 euros.

Bien qu'il soit difficile d'avoir une estimation précise de la réserve que les citoyens européens conservent sous forme d'espèces, ces résultats suggèrent que les espèces gagnent en importance en tant que réserve de valeur.

## 2.5.5 L'IMPACT DE LA PANDÉMIE DE COVID-19 SUR LES HABITUDES DE PAIEMENT


### 2.5.5.1 L'enquête IMPACT

La pandémie de COVID-19 semble avoir contribué à une baisse de l'utilisation des espèces, du moins par certains consommateurs. Afin de quantifier l'ampleur de ce changement dans la zone euro, la BCE a mené pendant le mois de juillet 2020 une enquête séparée, intitulée IMPACT<sup>95</sup>. Parmi les personnes interrogées, 40 % dans la zone euro et 49 % au Luxembourg ont déclaré avoir utilisé moins d'espèces depuis le début de la pandémie. Dans la zone euro, 87 % de ces personnes ont déclaré qu'après la crise sanitaire elles continueront certainement ou probablement à payer moins souvent en espèces. Au Luxembourg, ce pourcentage n'est que de 82 %.

Interrogées quant à leur dernier paiement, les participants au Luxembourg ont majoritairement répondu avoir payé par carte : 47 % ont utilisé la technologie sans contact, tandis que 18 % seulement ont réglé en espèces.

Cependant, le sondage IMPACT est très différent de l'enquête SPACE : seules 17 779 personnes ont été interrogées dans la zone euro, dont 500 au Luxembourg. De plus, le sondage ne portait que sur le dernier paiement effectué. Il sera donc important de voir si ces tendances se confirment à l'avenir. À cette

95 Voir les résultats dans l'encadré 3 « Survey on the impact of the pandemic on cash trends » du rapport SPACE.



fin, le Conseil des gouverneurs a décidé de mener une étude sur les habitudes de paiement tous les deux ans, avec l'objectif de publier les prochains résultats fin 2022<sup>96</sup>.

#### 2.5.5.2 Les statistiques des paiements

En utilisant les statistiques que les banques transmettent à la BCL, les paiements effectués sur la période de janvier à octobre 2020 ont été comparés aux mêmes mois de 2019. L'analyse se concentre sur un échantillon de grandes banques actives sur le marché domestique, couvrant au moins 90 % du nombre total des transactions de paiement pour chaque instrument de paiement analysé.

Sur la période comprise entre mars et mai 2020, le nombre de transactions par carte effectuées sur les terminaux de paiement aux points de vente au Luxembourg a diminué de 17 % par rapport à la même période de 2019. En revanche, le nombre de transactions par carte effectuées dans le cadre du commerce électronique a augmenté tant au cours de la période du premier confinement (mars à mai) qu'après la levée des restrictions dans le courant de 2020. Cette évolution est conforme aux observations faites par d'autres banques centrales de l'Union européenne pendant les périodes de confinement, quand bon nombre de commerces étaient fermés et que les consommateurs se sont souvent reportés sur le commerce électronique<sup>97</sup>.

#### 2.5.6 CONCLUSION

Selon l'étude SPACE, les espèces restent le mode de paiement le plus utilisé pour les transactions aux points de vente et entre particuliers. Ce constat vaut aussi bien pour la zone euro que pour le Luxembourg. Cependant, les cartes et les autres instruments de paiement affichent une tendance à la hausse depuis 2016.

Toujours selon l'enquête SPACE, la part des transactions par carte aux points de vente et entre particuliers a augmenté dans la zone euro, tant dans le nombre total de transactions que dans leur valeur totale. Au Luxembourg, la part des cartes dans le nombre de transactions a augmenté, mais leur part dans la valeur totale des transactions a légèrement diminué. Toutefois, selon l'analyse BCL des statistiques des paiements, la valeur totale des transactions par carte a augmenté aussi bien que le nombre de ces transactions.

En ce qui concerne les règlements de factures et les paiements récurrents, l'instrument de paiement le plus fréquemment utilisé dans la zone euro est la domiciliation, suivie par le virement. Au Luxembourg en revanche, les consommateurs préfèrent les virements aux domiciliations pour payer leurs factures.

La BCL suit de près l'évolution des comportements en matière de paiement à travers les données collectées auprès des banques. De plus, elle participe déjà activement à la préparation de la prochaine étude de l'Eurosystème quant aux habitudes de paiement des citoyens de la zone euro.

96 Voir les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE disponible sous : <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/other-dec/2020/html/ecb.gc201211-ef1f417b08.fr.html>.

97 Voir, par exemple, Banque nationale de Belgique (2020) « Financial Market Infrastructures and Payment Services Report 2020 », Box 8 « Impact of COVID 19 on the payments sector » ; Banque nationale du Danemark (2020) « Payments before, during and after the corona lockdown » ; Banque centrale européenne (2020, juin), « ERPB response to the current COVID-19 pandemic », ou encore Banque d'Angleterre (2020), Bulletin trimestriel T4, « Cash in the time of Covid ».





**3 ANNEXES**

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	134
2 Circulaires de la BCL	134
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	134
1 Statistiques de politique monétaire	134
2 Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	134
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	135
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	135
5 Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	135
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	135
7 Balance des paiements du Luxembourg	135
8 Commerce extérieur	136
9 Position extérieure globale	136
10 Avoirs de réserve	136
11 Établissements de crédit	136
12 Véhicules de titrisation	136
13 Fonds d'investissement	137
14 Professionnels du secteur financier	137
15 Sociétés de gestion	137
16 Sociétés d'assurances et fonds de pension	137
17 Indicateurs de solidité financière	137
18 Statistiques de paiement	137
4 Publications de la BCL	138
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	139
6 Liste des abréviations	140

## 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

Règlement 2021/N°30 du 12 juillet 2021 (Annexe)

**Objet** : Statistiques de paiement

**Domaine** : Statistiques

**Publication au Mémorial** : Mémorial A - N°524 du 14 juillet 2021

Règlement 2020/N°29 du 31 décembre 2020

**Objet** : Modification du règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en œuvre 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](http://www.bcl.lu)).

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Circulaire BCL 2021/244 du 10 février 2021

**Objet** : Modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit

**Destinataires** : à tous les établissements de crédit

Circulaire BCL 2021/243 du 10 février 2021

**Objet** : Échange d'informations avec les déclarants / Changement dans la communication des circulaires émises par la BCL et destinées aux déclarants

**Destinataires** : à tous les déclarants

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

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

### 1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

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

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

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

### 3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

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

### 4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

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

### 5 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG

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

### 6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES 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 2021/2, avril 2021
- Bulletin 2021/1, février 2021

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

### 4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 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](http://www.bcl.lu)).

### 4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport annuel 2020, juillet 2021

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

### 4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études 154, février 2021  
The Cross border Household Finance and Consumption Survey: Results from the third wave, par Yiwen Chen, Thomas Y. Mathä, Giuseppe Pulina and Michael Ziegelmeier
- Cahier d'études 153, février 2021  
Learning, expectations and monetary policy, par Pablo Garcia
- Cahier d'études 152, janvier 2021  
Are neutral and investment-specific technology shocks correlated?, par Alban Moura
- Cahier d'études 151, janvier 2021  
The flow-performance relationship of global investment funds, par Julien Ciccone, Luca Marchiori, Romuald Morhs

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

### 4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- 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](http://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., **P. Garcia Sanchez**, **A. Moura** and **O. Pierrard** (2021): "Costly default and skewed business cycles", *European Economic Review*, 132: 103630.

**Mathä**, T.Y., S. Millard, T. Rööm, L. **Wintr** and R. Wyszzyński (2021): «Shocks and adjustments of firms: Evidence from a survey among European firms», *Oxford Economic Papers*, forthcoming. <https://doi.org/10.1093/oen/gpaa041>.

### 4.6.2 Présentations externes

Household Finance and Consumption Network, European Central Bank, Frankfurt, 2-3 March 2020.

Séminaire économique du STATEC, Luxembourg, 10 February 2020.

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

## 5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

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

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

---

### COMMANDE / ORDER

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



## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

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

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



<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments
<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>USD</b>	Dollar des États-Unis d'Amérique
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire









BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

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

[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) • [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)