



<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.

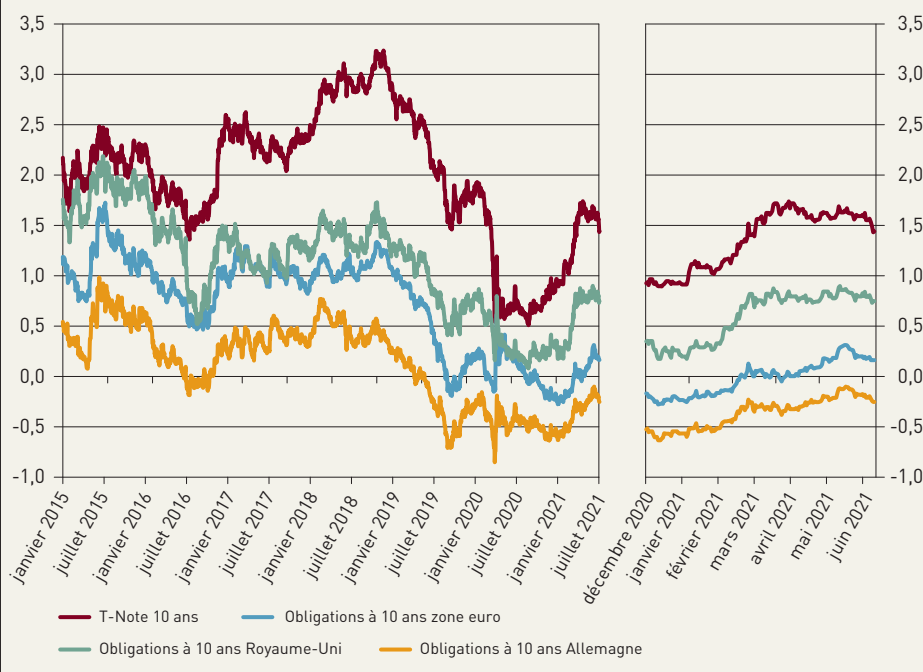
Concernant l'analyse monétaire, en avril 2021 l'agrégat monétaire large M3 a progressé de 9,2 % en rythme annuel, après avoir augmenté de 10,1 % le mois précédent. Ceci suggère un ralentissement de la croissance, même si la dynamique des flux de liquidité demeure robuste. Pour l'agrégat monétaire étroit 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

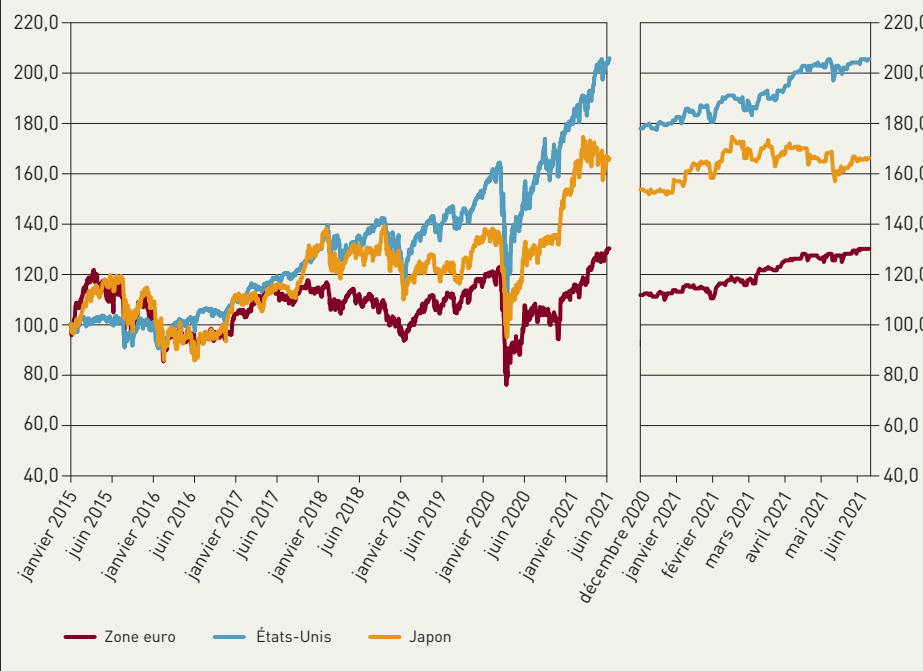
Dans la zone euro, les rendements des titres publics ont augmenté depuis décembre 2020 pour s'établir le 11 juin 2021 à -0,61 % pour les titres à 1 an et à 0,16 % pour les titres à 10 ans. La relance économique mondiale suscitant davantage d'optimisme, les rendements des obligations souveraines ont augmenté 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

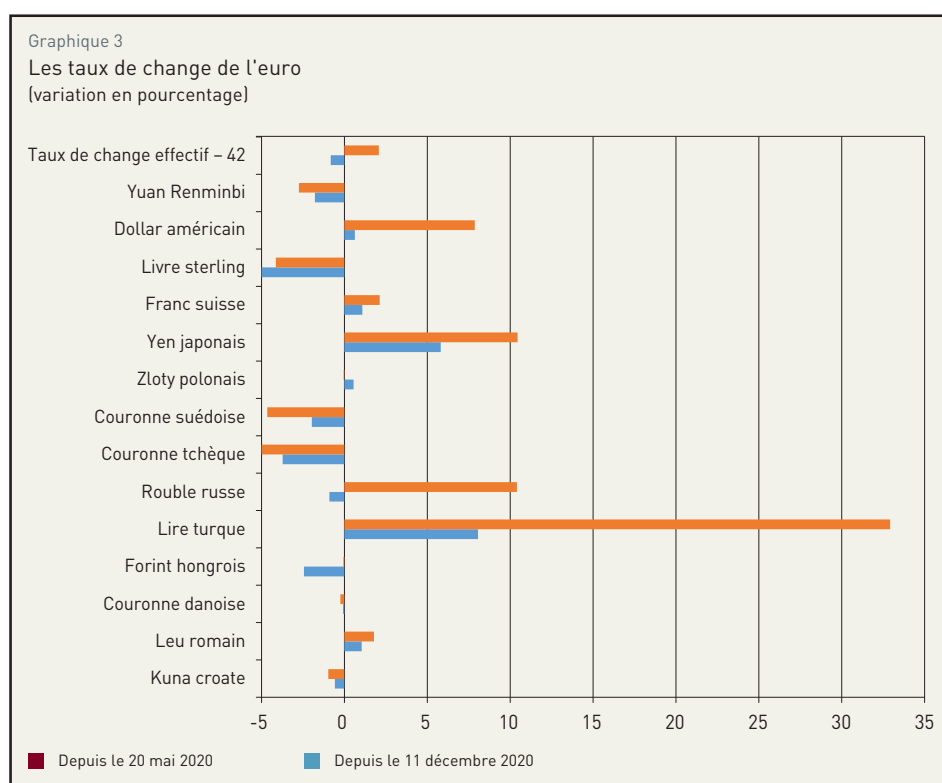
commerciaux de la zone euro, s'est très légèrement déprécié de -1 %. Sur cette même période, l'euro s'est apprécié de 1 % par rapport au dollar américain et déprécié de -6 % vis-à-vis de la livre sterling (voir le graphique 3). Concernant les autres principales devises mondiales, l'euro s'est apprécié 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 %.

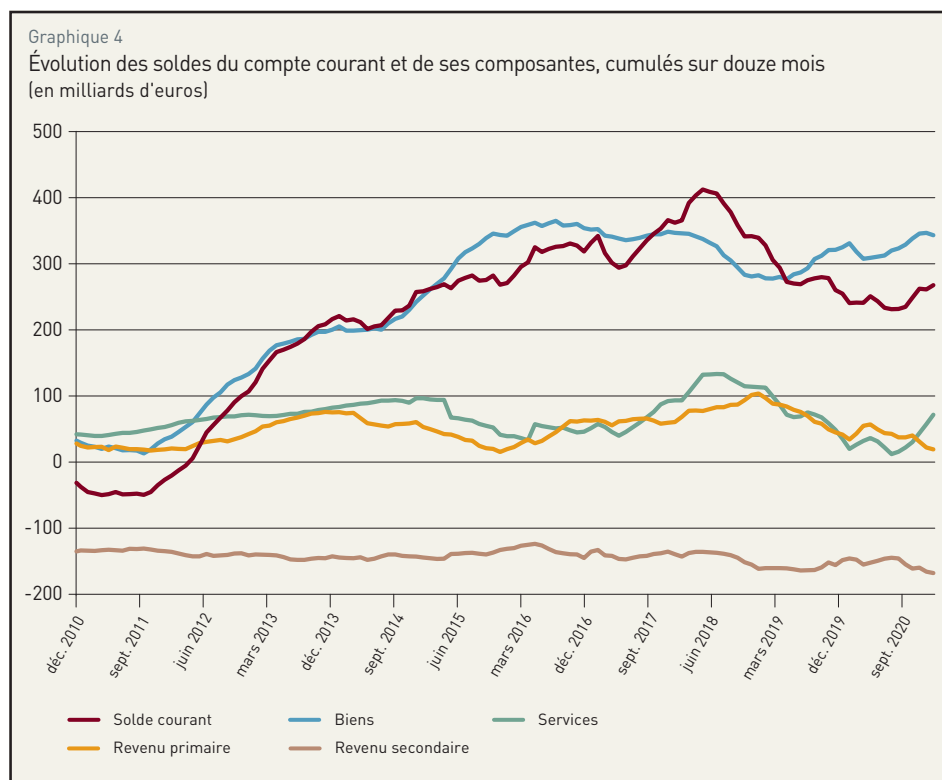
En avril 2021, le taux de chômage dans la zone euro s'est établi à 8,0 %, en baisse de 0,1 p.p. par rapport à mars 2021 et en hausse de 0,7 p.p. par rapport au taux de 7,3 % qui prévalait en avril 2020. Selon Eurostat, 13,03 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro en avril 2021. Plusieurs 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.

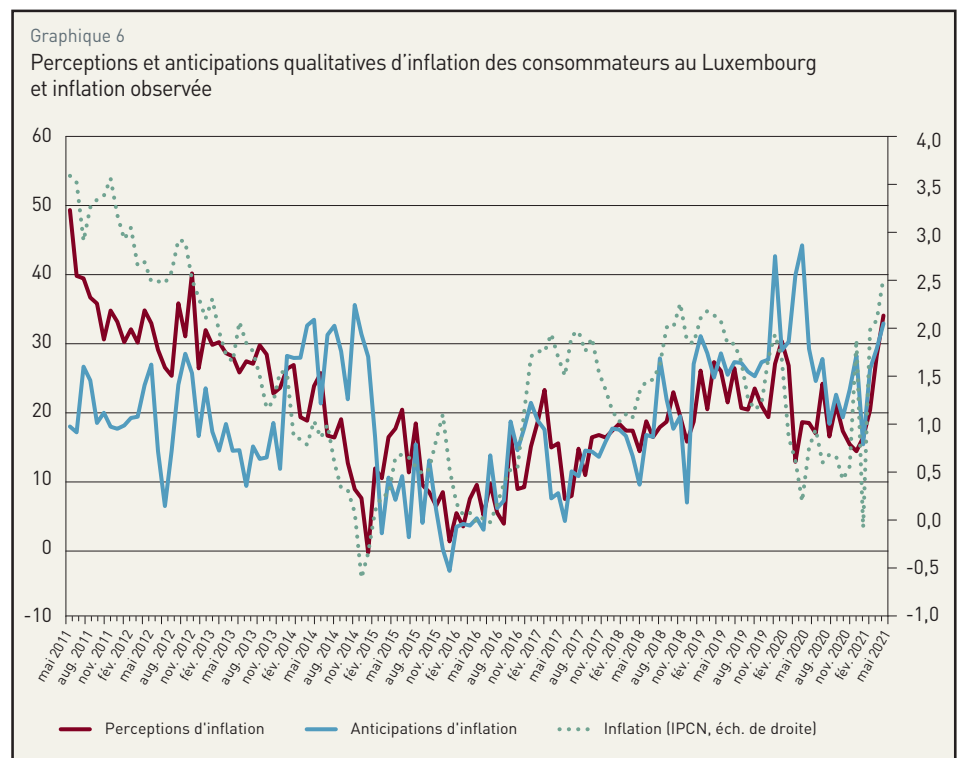
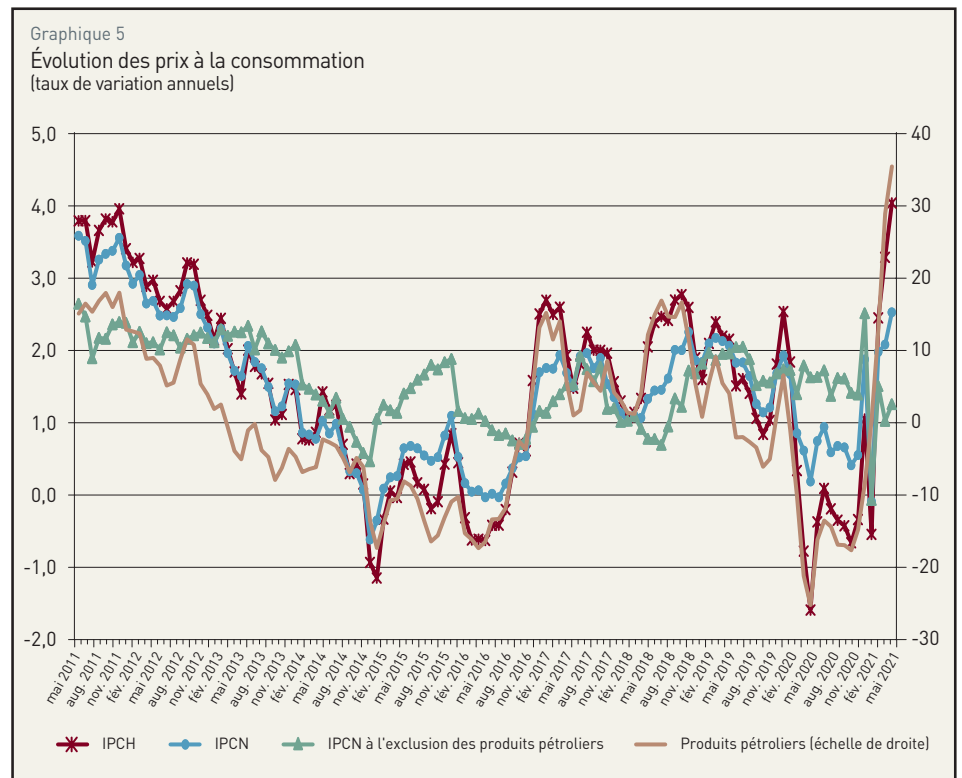
### 1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

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

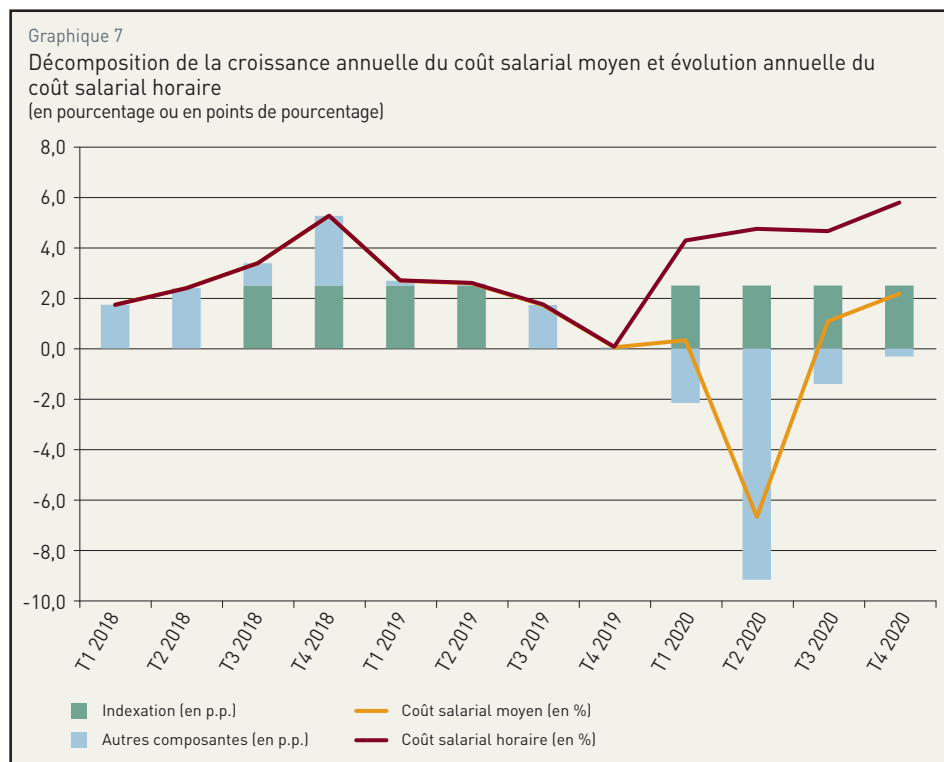
**Prix à la production industrielle**  
(en variation par rapport à la période précédente)

	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.

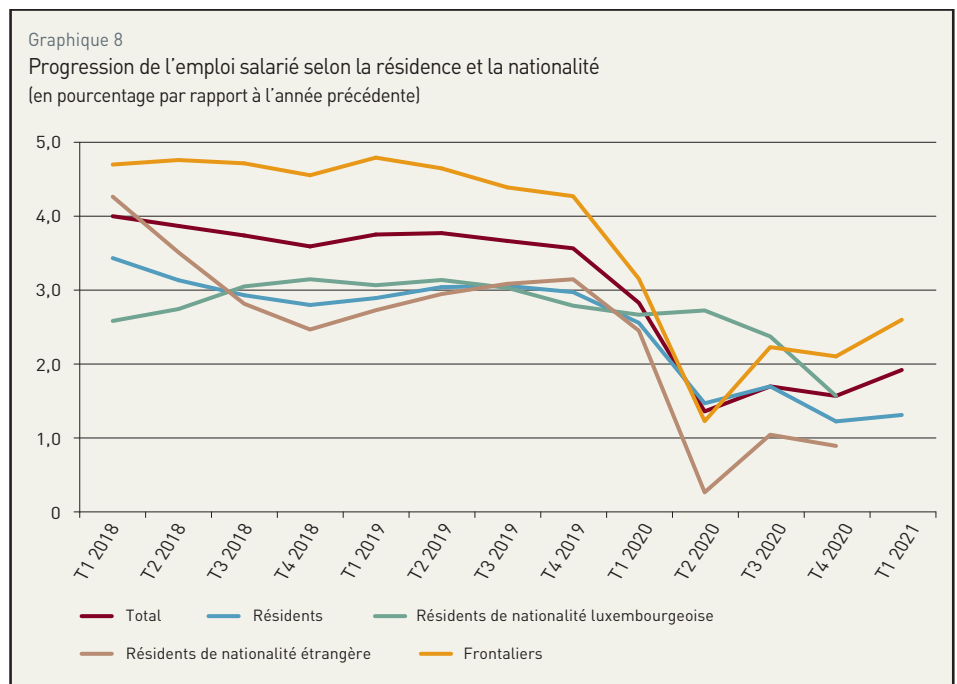
Les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont graduellement redressées au cours des derniers mois, par rapport au niveau très bas atteint en avril 2020. Elles demeurent cependant négatives dans l'industrie, le commerce et les services 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

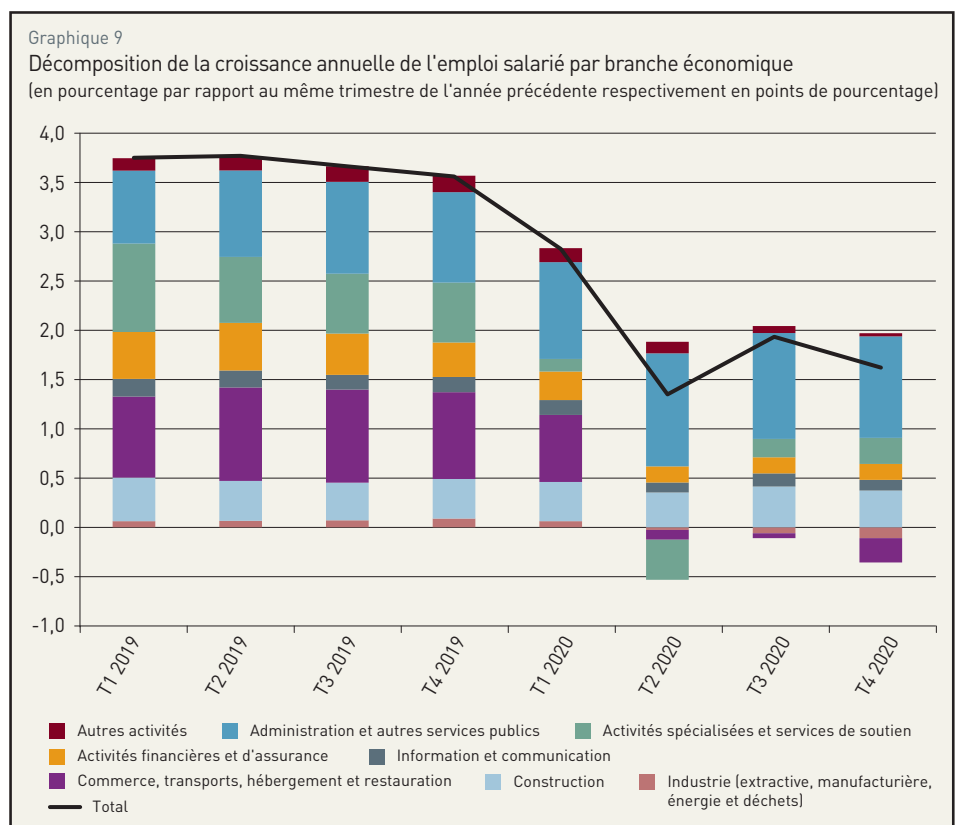
Après avoir atteint son point le plus haut depuis cinq ans en avril 2020 (à 7 % de la population active), le taux de chômage au sens « strict »

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

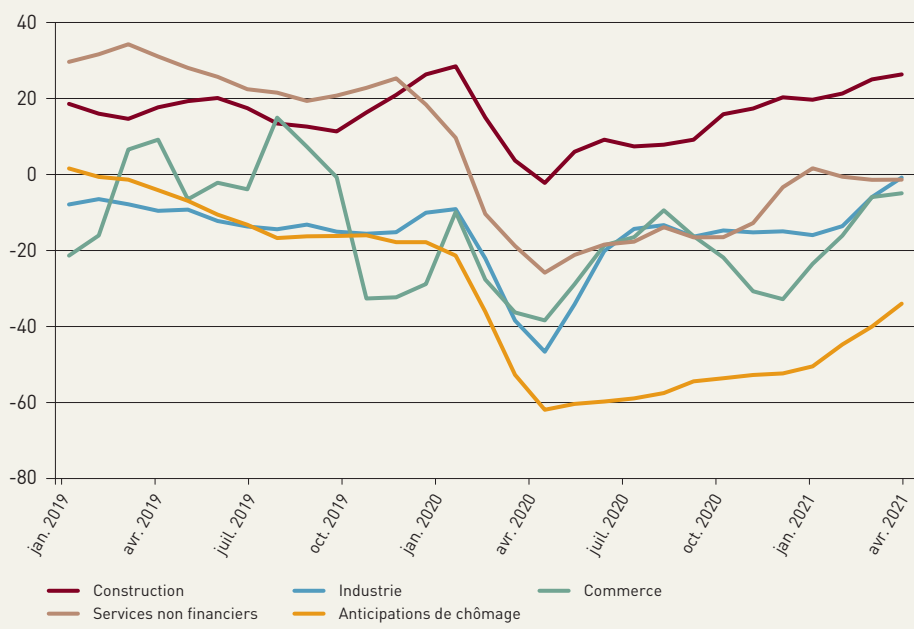


Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Graphique 10

Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique et anticipations des ménages relatives à l'évolution du chômage

(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Sources : BCL, Commission européenne, STATEC, calculs BCL

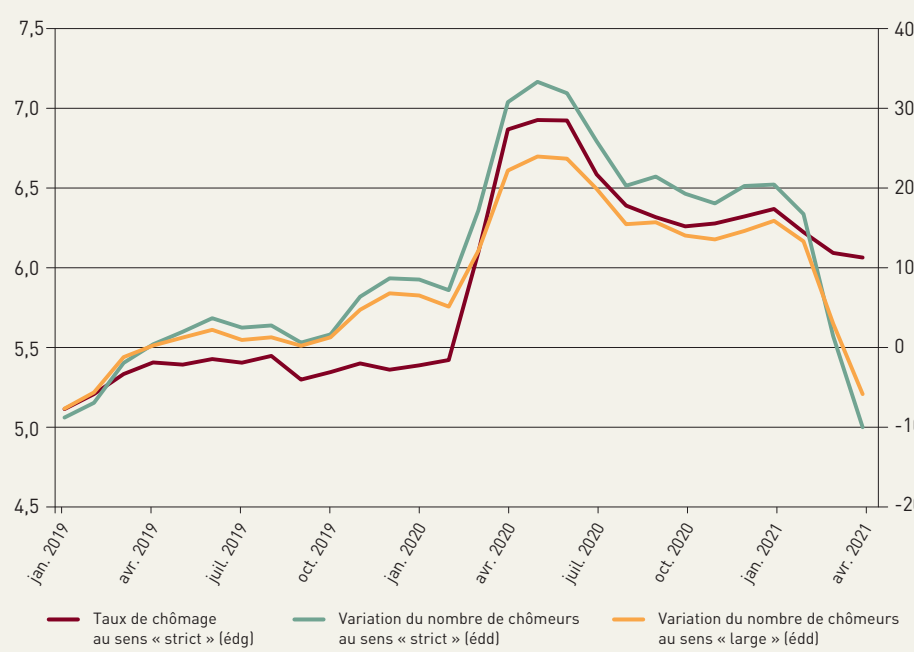
a réintégré une trajectoire descendante, pour s'établir à 6,1 % en avril 2021. Ce taux demeure cependant largement supérieur à son niveau de 2019.

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>.

Graphique 11

Évolution du chômage

(en pourcentage de la population active et en taux de variation annuel)



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>.

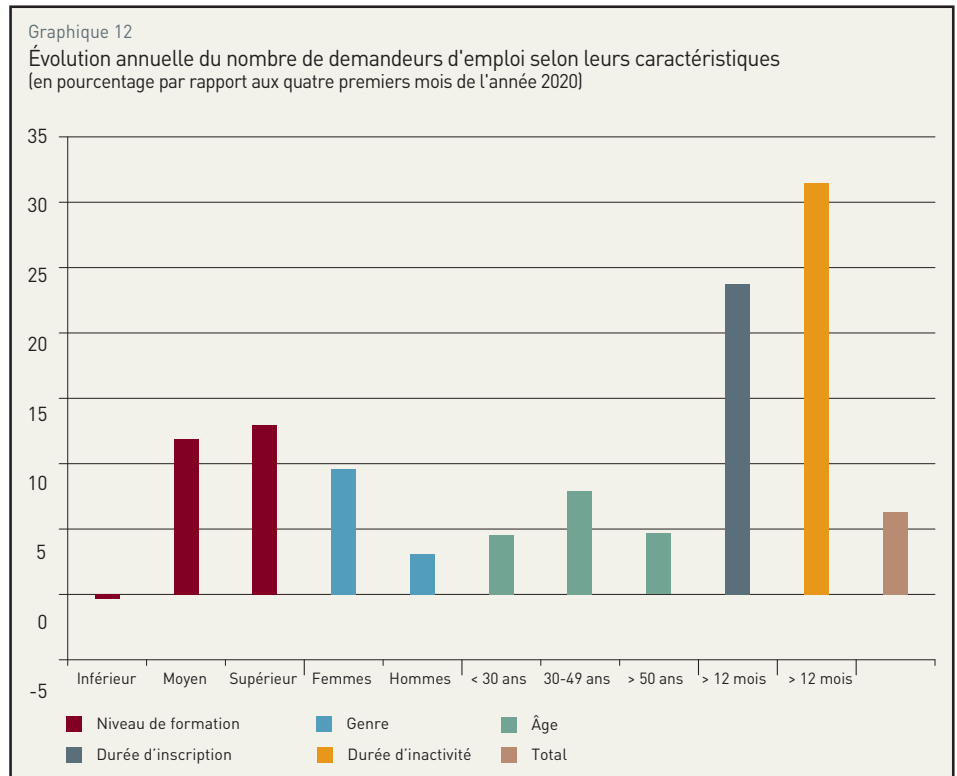
Dans le sillage des mesures de confinement, le recours au chômage partiel a atteint des records historiques en mars et avril 2020 : la part des salariés travaillant (potentiellement) à horaire réduit s'est établie à 33 % en moyenne chaque mois. Depuis le mois de juillet 2020, cette proportion tourne 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

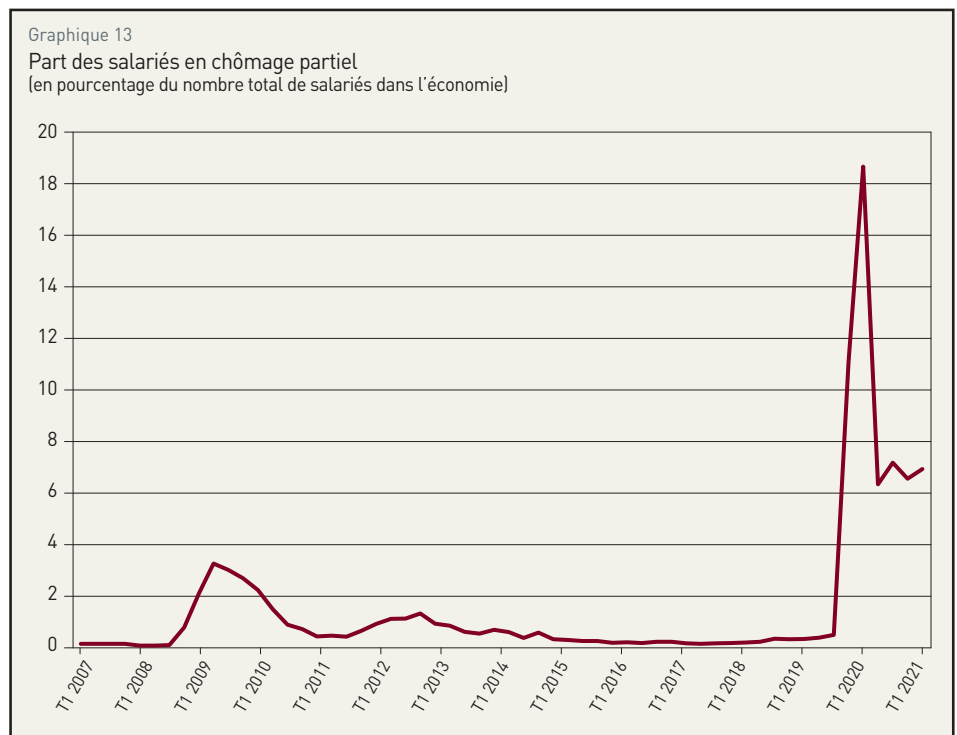
#### 1.2.3.1 L'industrie et la construction

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.

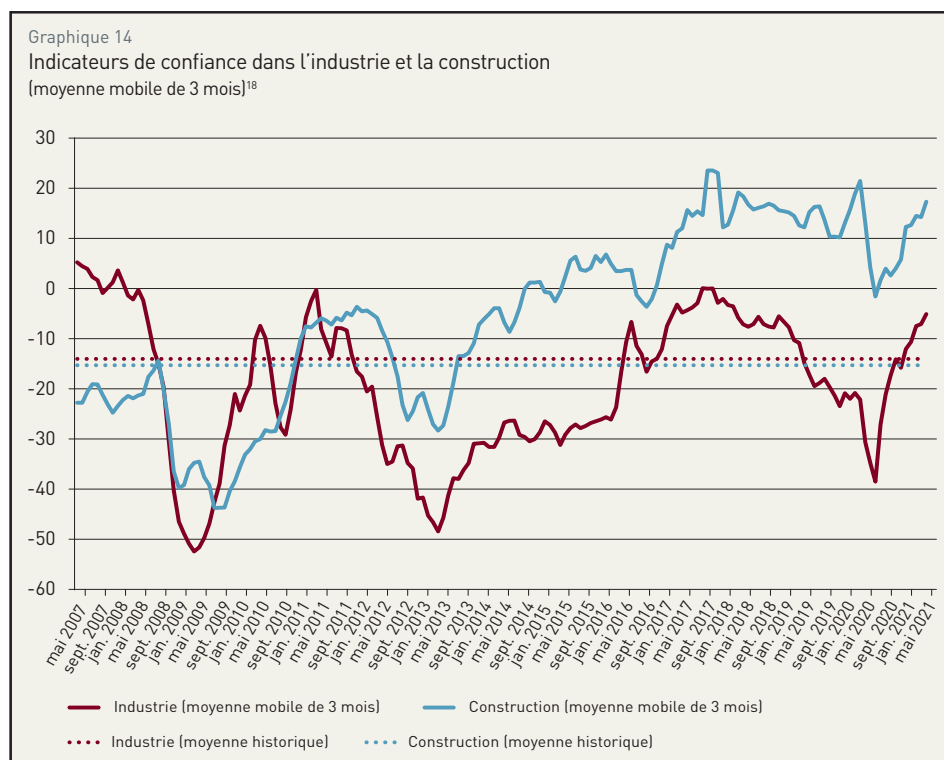
Cette dynamique est également observée au sein de la zone euro. La production industrielle, après avoir chuté de 8,5 % en 2020, a progressé de 2,7 % au premier trimestre 2021.

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'entreposage 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 pré-pandémique. 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.

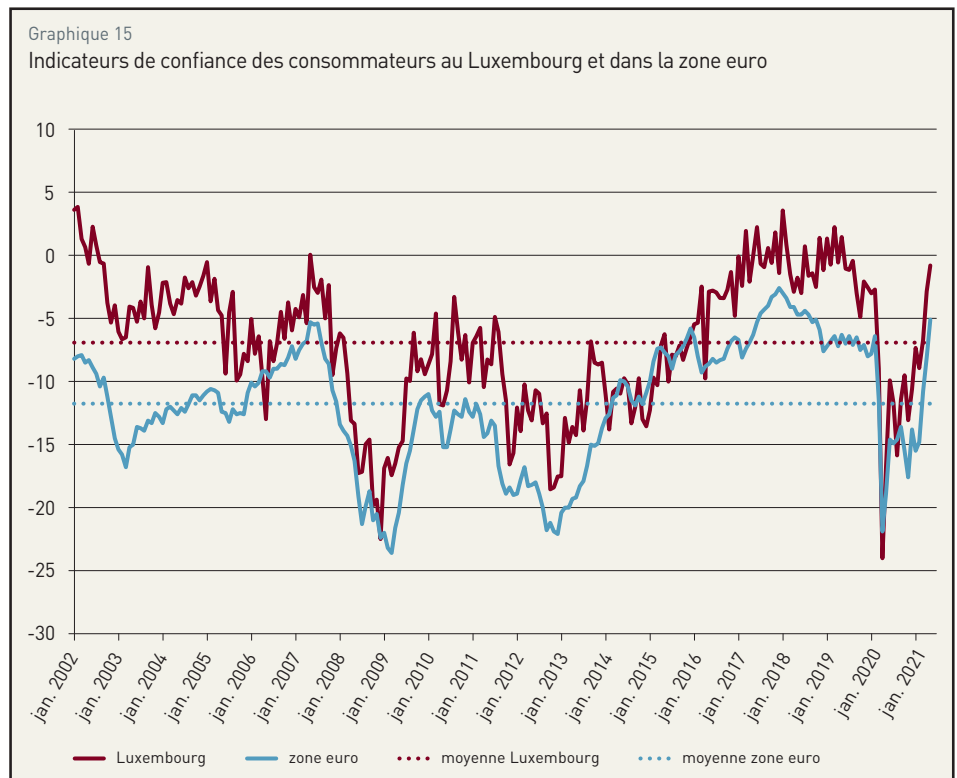
L'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro a pour sa part enregistré un quatrième mois consécutif de hausse en mai 2021. Toutes les composantes de cet indicateur se sont améliorées au cours des trois derniers mois. Cette amélioration de la confiance des consommateurs a été observée dans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

### 1.2.4 Le secteur financier

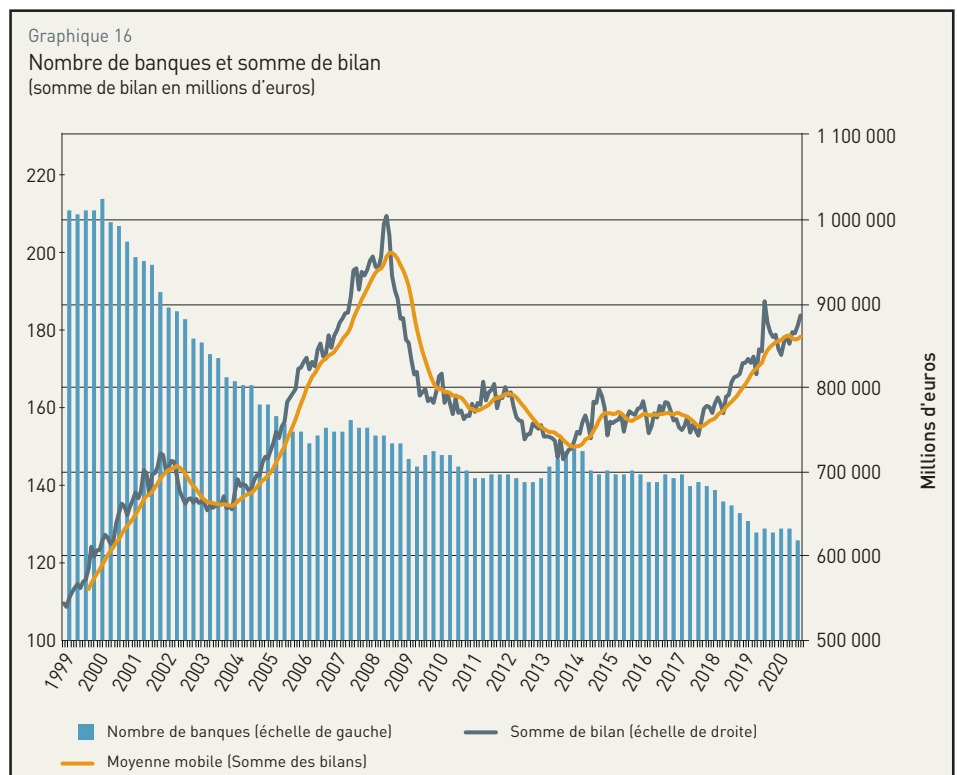
#### 1.2.4.1 Les établissements de crédits

##### 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 %	04-2021
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

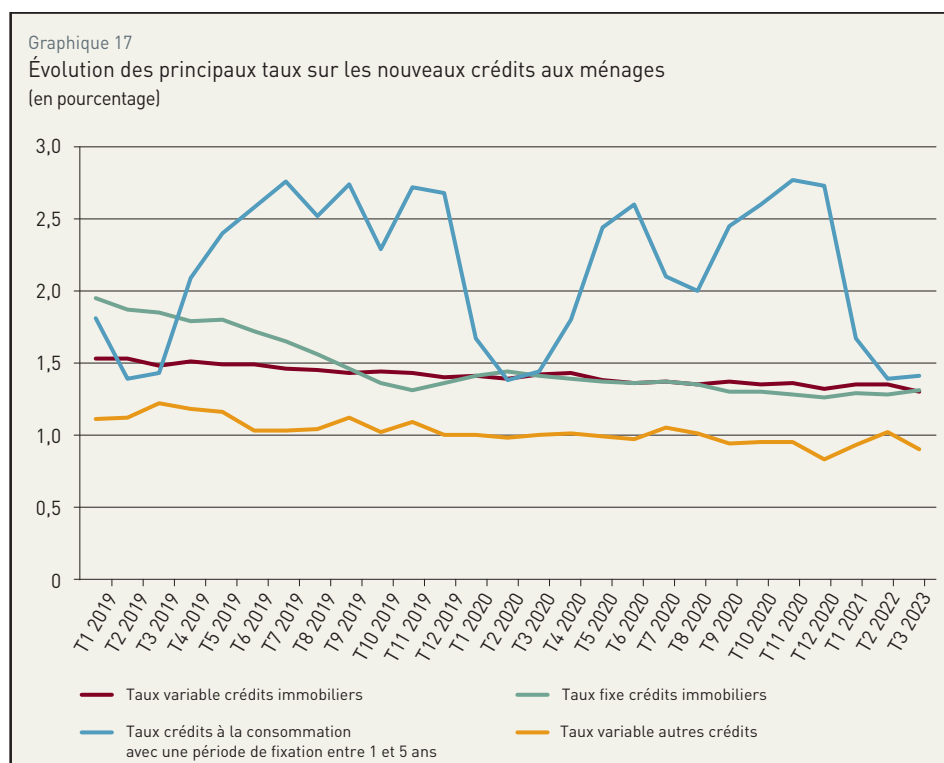
Source : BCL

\* 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.

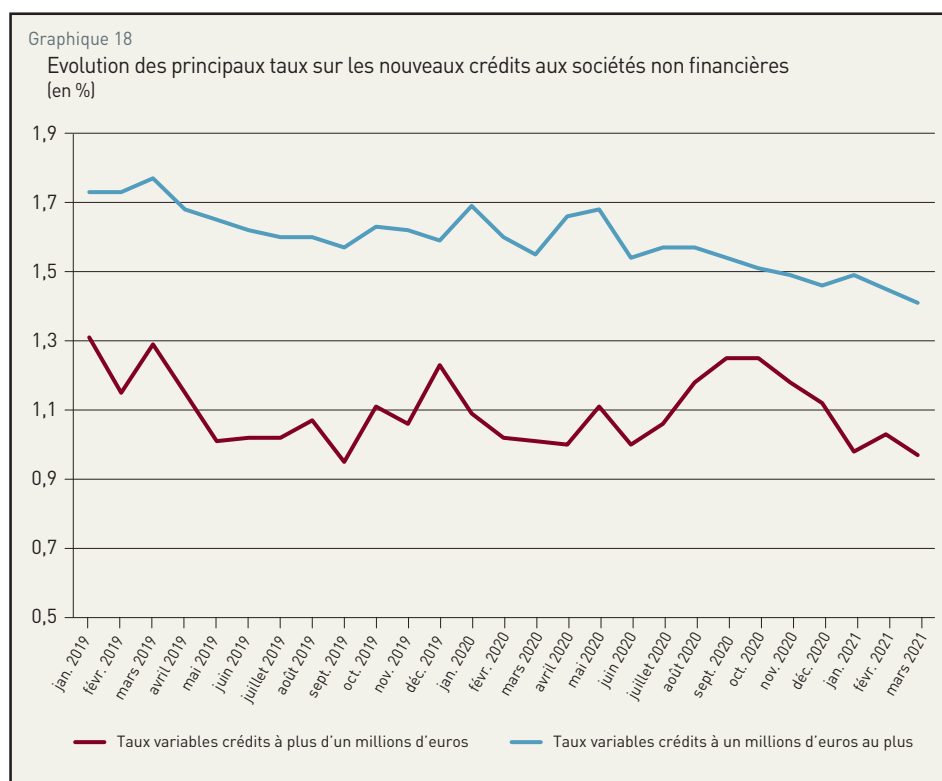
Les observations récentes de taux (fixes) à long terme moins élevés que les taux (variables) à court terme s'expliquent par le fait que ces derniers sont souvent des crédits ponts qui répondent à des besoins spécifiques de clients et sont plus onéreux. De plus, les taux fixes se fondent sur les taux 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.

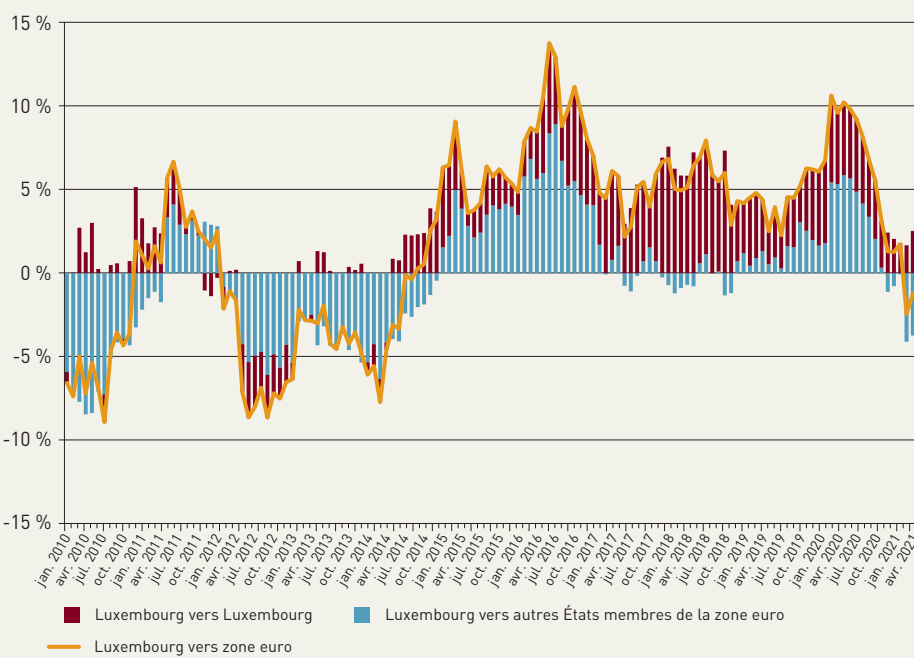
### L'évolution des crédits au secteur privé

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

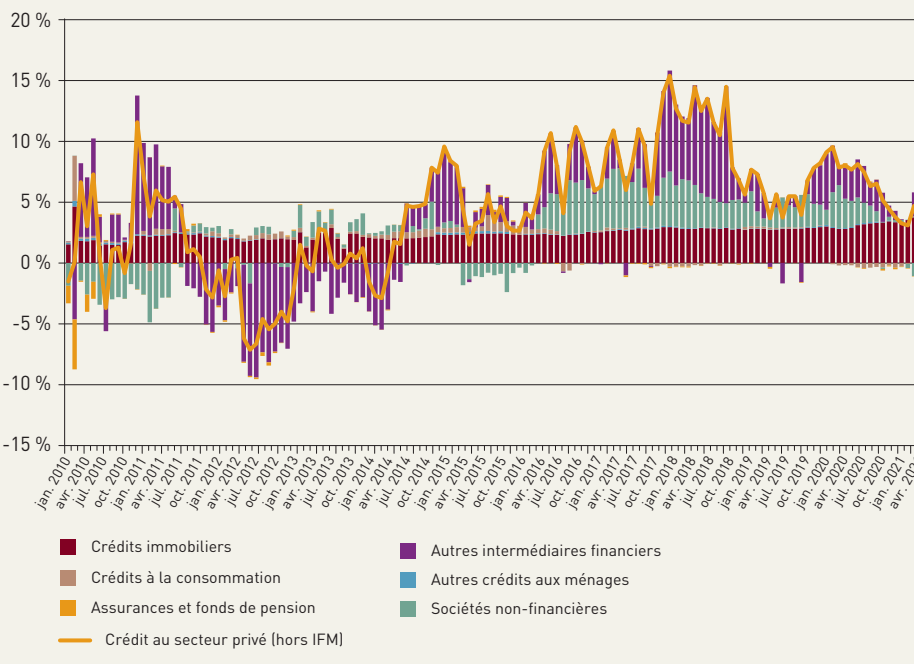
mais également à une baisse plus généralisée des crédits aux entreprises octroyés par des succursales étrangères. Le rythme de croissance des crédits aux SNF octroyés par les principales banques de détail au Luxembourg a pourtant accéléré depuis le quatrième trimestre 2020 pour se situer, au premier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

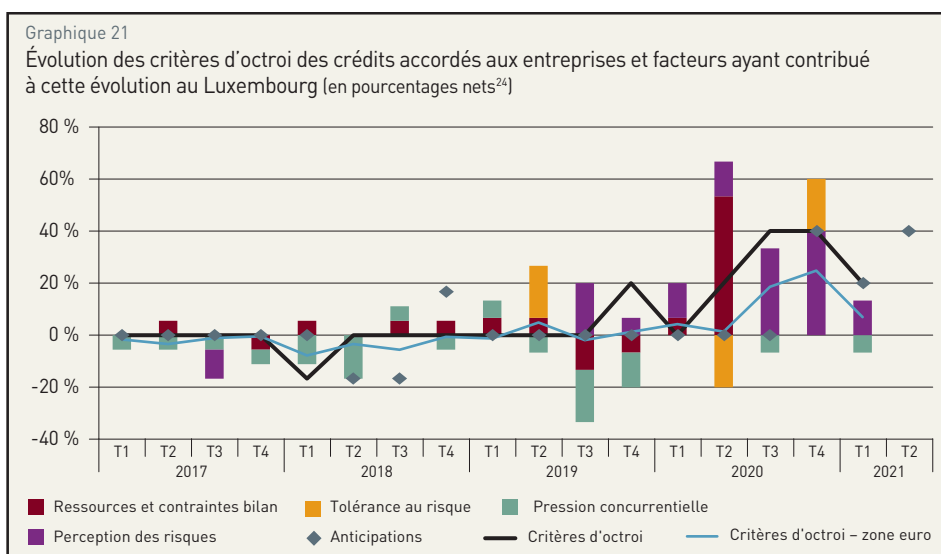
La demande de crédits immobiliers a baissé au premier trimestre 2021, ce que les banques attribuent à un effet anticipatoire des nouvelles mesures macro-prudentielles, qui a tiré la demande au quatrième trimestre 2020. Les banques anticipent une reprise de la demande au deuxième trimestre 2021. Du côté 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.

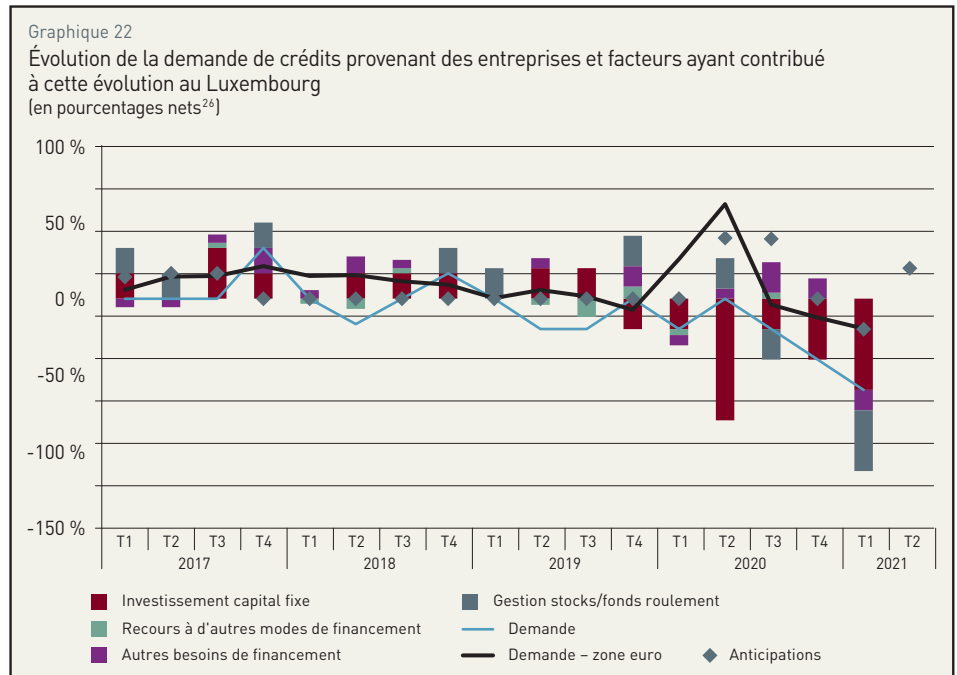
Au niveau de la zone euro, les banques ont également signalé une légère diminution de la demande de crédits de la part des entreprises. Cette diminution a été essentiellement attribuée à une réduction de l'investissement en capital fixe. Cependant, des restructurations de dettes auraient eu un effet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

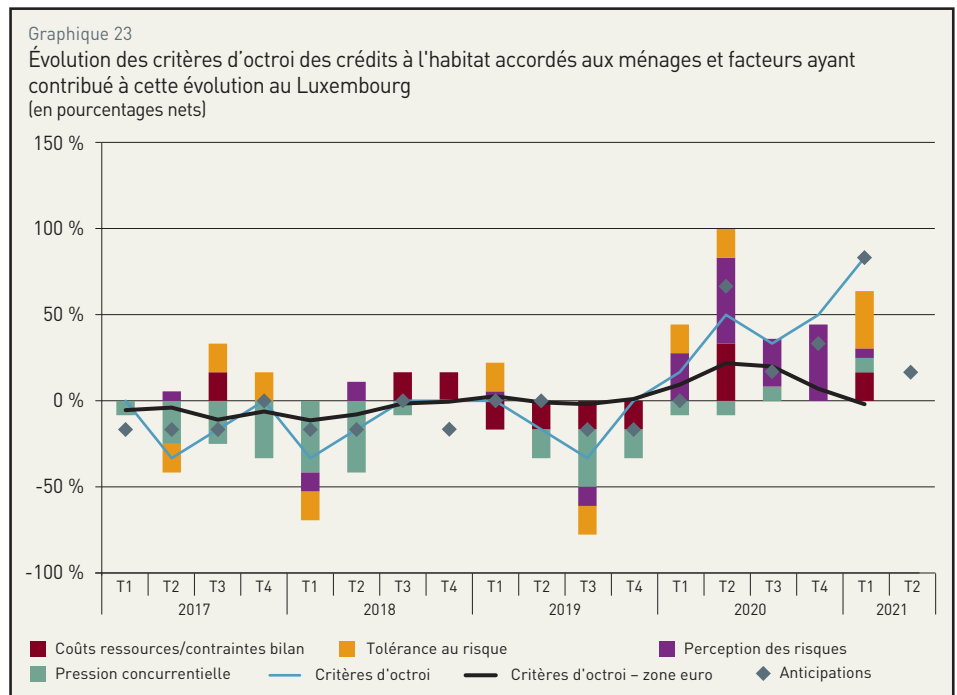
*Crédits à l'habitat accordés aux ménages*

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

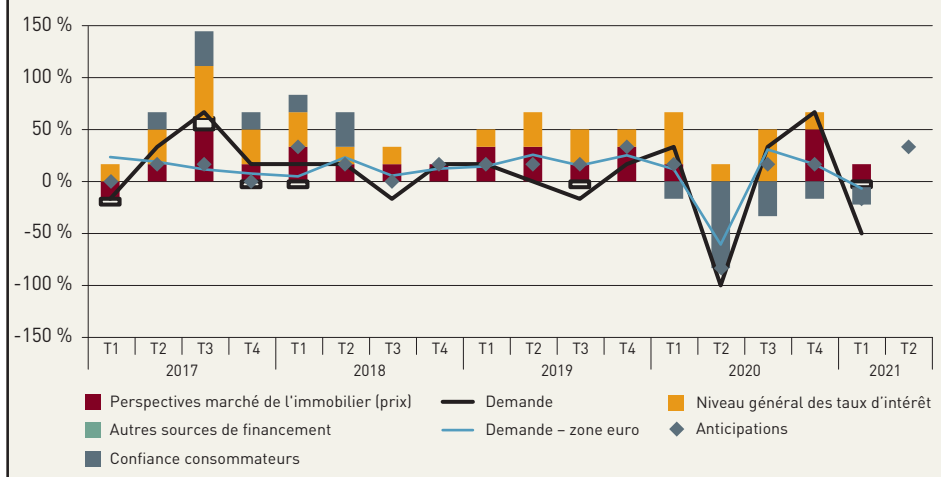


Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le 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.

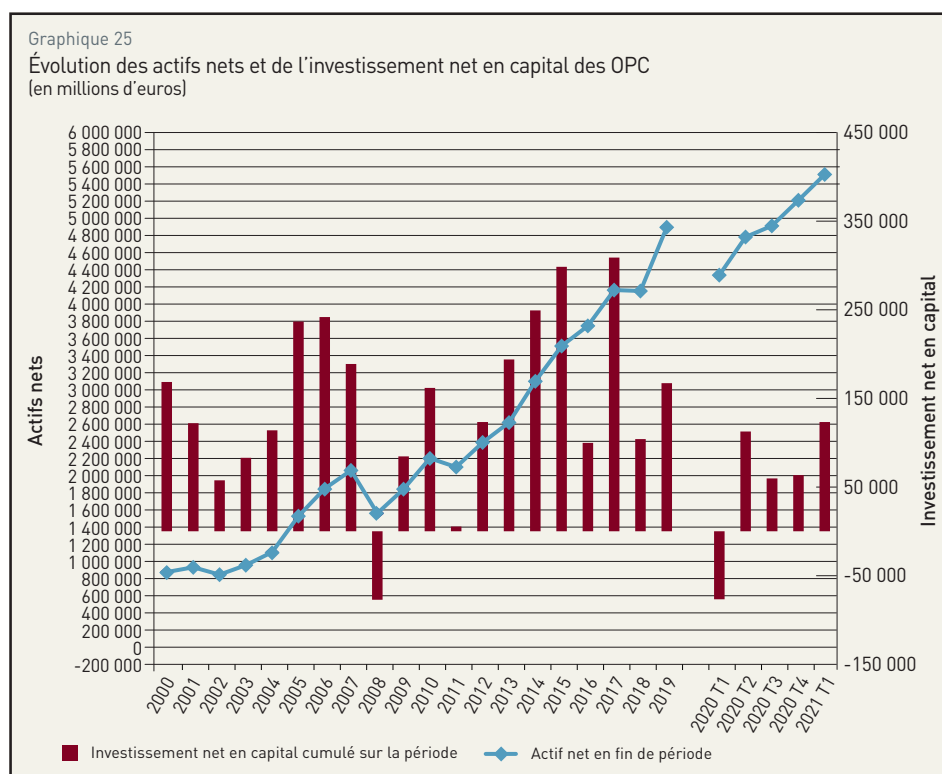
### 1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

#### 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		03-2021
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
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.

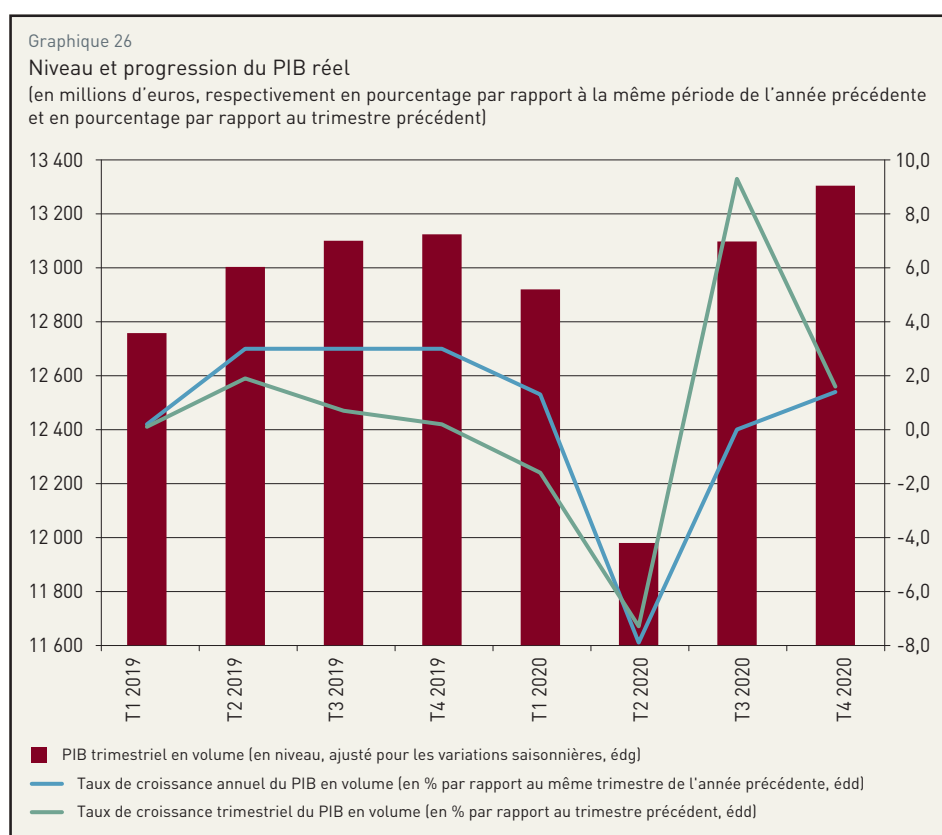
le secteur non marchand, la progression de la valeur ajoutée peut sans doute être expliquée par les dépenses additionnelles du gouvernement lors de la pandémie. En revanche, pour la branche « information et communication », on ne dispose pas de telles informations. Il n'y a par exemple pas d'indicateurs 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.

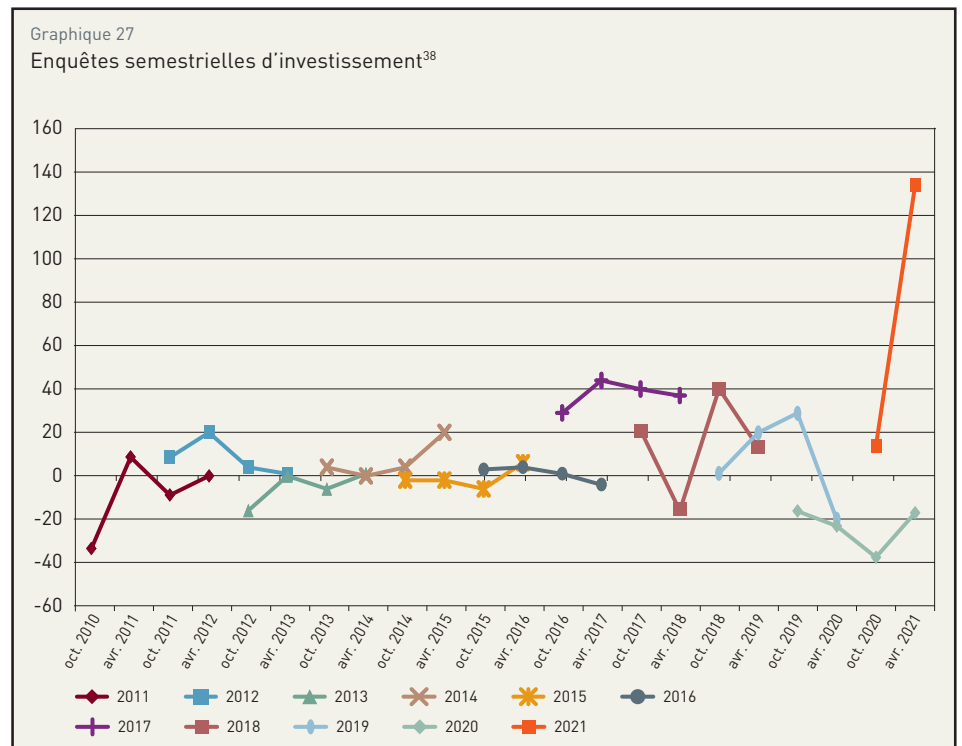
L'année 2021 devrait être marquée par une progression de toutes les composantes de la demande, à l'exception des investissements publics<sup>37</sup>. Dans le secteur privé, la levée progressive des mesures de confinement aurait un impact largement positif sur la consommation des ménages et les dépenses 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.

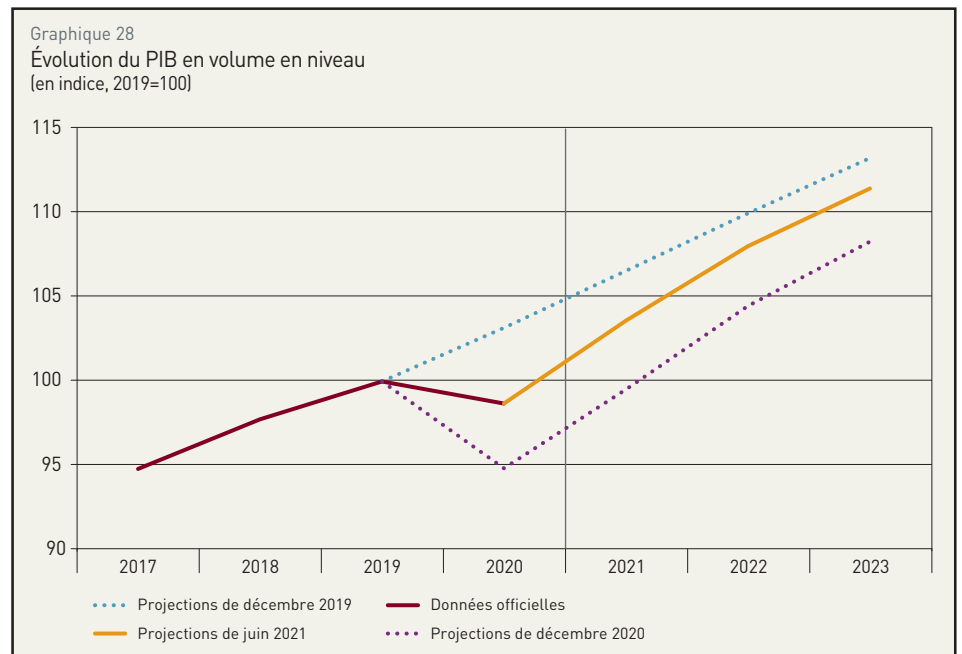
<sup>37</sup> Pour les investissements publics, le recul anticipé pour 2021 tient largement à un facteur technique, notamment leur forte expansion en 2020 liée d'une part à l'enregistrement de l'achat de l'avion militaire et, d'autre part, aux mesures mises en œuvre par le gouvernement pour combattre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

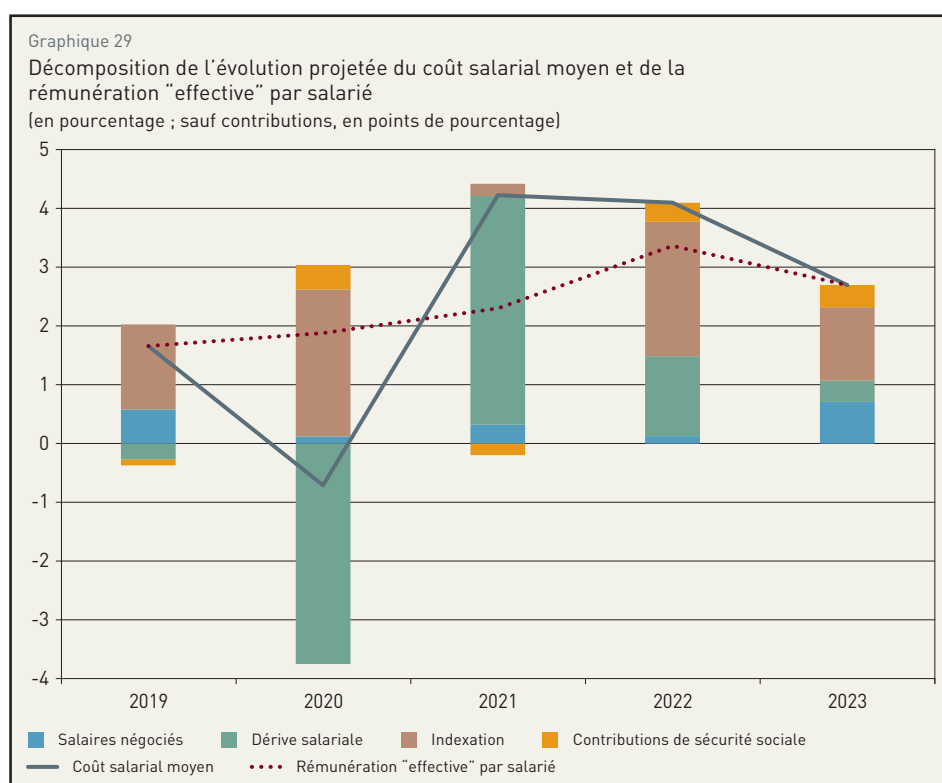
44 Cela s'expliquerait notamment par les difficultés de recrutement de personnel, fréquemment mises en avant par les employeurs luxembourgeois. Traditionnellement, au Luxembourg, une partie de la demande de travail est satisfaite par un afflux de travailleurs provenant de l'étranger (frontaliers ou immigrés). 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

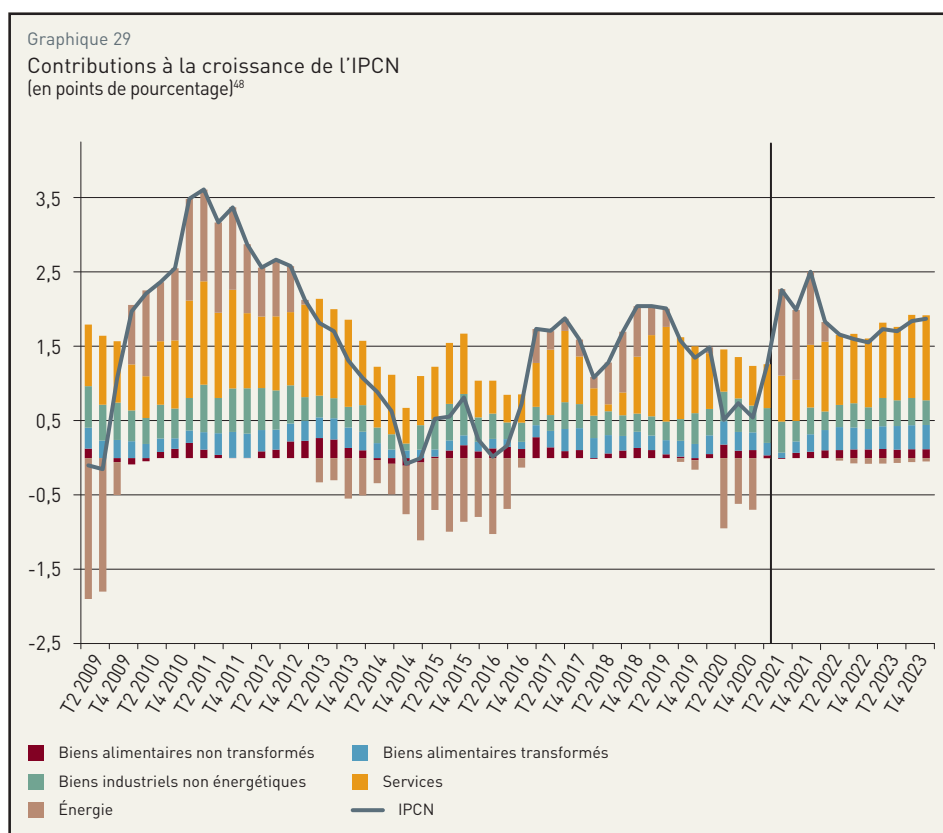
L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), s'établirait à 2,0 % en 2021, en forte accélération par rapport à 2020 (0,8 %). Elle décélèrerait ensuite en 2022 pour atteindre 1,7 %, avant de réaccélérer légèrement, à 1,8 %, en 2023.

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>

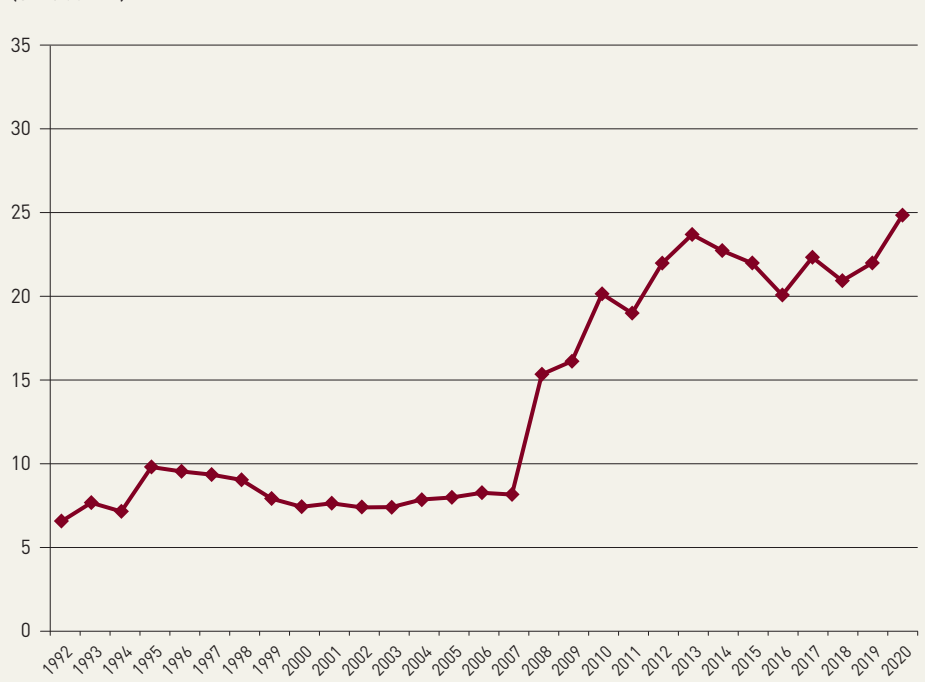
Sources : STATEC, calculs BCL

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>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>
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>			<b>-4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>			

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.

