



**1 L'ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL**

1. Contexte économique international	14
2. Evolutions conjoncturelles au Luxembourg	16
3. Risques pour la Stabilité financière : facteurs potentiels de fragilité	16



## L'ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE NATIONAL ET INTERNATIONAL

### 1. CONTEXTE ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

Selon l'estimation d'Eurostat pour le quatrième trimestre de 2013, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,3 % par rapport au trimestre précédent. Cette progression fait suite aux hausses de respectivement 0,3 % et 0,1 % aux deux trimestres précédents (après 6 trimestres consécutifs de contraction). Pour l'ensemble de l'année 2013 le taux de croissance s'établirait dès lors à -0,5 %. Les pays voisins du Luxembourg ont tous affiché une accélération de leur croissance à un taux proche ou supérieur à la moyenne de la zone euro. Si l'Allemagne et la Belgique ont connu un taux de croissance trimestriel positif à raison de 0,4 % et 0,5 % respectivement, la France s'est caractérisée par une progression de 0,3 % en volume au cours de la même période. Les estimations pour la plupart des pays de la zone euro sont positives.

Les indicateurs qualitatifs calculés par la Commission européenne tendent à confirmer une amélioration de la situation. L'indicateur composite *Economic Sentiment Indicator* (ESI) est en effet en hausse depuis le mois de mai 2013 et se situe désormais aux alentours de sa moyenne historique. De même l'indice *Purchasing Manager Index* (PMI) composite a atteint 54,0 en avril, dénotant une expansion de l'activité et constituant son niveau le plus haut depuis mai 2011. Cet indicateur se situe au-dessus de 50 depuis maintenant 10 mois consécutifs<sup>1</sup>.

Une amélioration commence également à être observée sur le marché de l'emploi. Les effets d'une reprise de l'activité apparaissent généralement avec un certain retard sur le marché du travail, les entreprises préférant dans un premier temps accroître l'utilisation des capacités de production et les heures travaillées avant d'engager du nouveau personnel. L'emploi s'est inscrit en très légère hausse de 0,1 % au quatrième trimestre 2013 par rapport au trimestre précédent. De son côté, le taux de chômage s'est affiché à 12 % en mars 2014, soit à un niveau inchangé depuis octobre 2013. Même si le taux demeure très élevé, il s'est néanmoins légèrement replié par rapport au sommet observé vers la mi-2013. Cette entame de retournement intervient donc approximativement deux trimestres après la sortie de la récession de la zone euro.

Malgré ces signes positifs, il convient de rester prudent. La croissance à venir dans la zone euro s'annonce faible et fragile. Elle devrait néanmoins bénéficier d'un renforcement de la demande intérieure, favorisée par des revenus réels en hausse (suite à l'inflation très modérée) et une politique monétaire accommodante. La BCE a en effet indiqué qu'elle était déterminée à maintenir une politique monétaire souple et à prendre des mesures supplémentaires si cela s'avérait nécessaire. L'économie réelle devrait aussi commencer à bénéficier de la hausse observée sur les marchés financiers depuis l'été 2013. Après une forte chute depuis 2008 (malgré un redressement partiel en 2011), l'investissement devrait également s'améliorer mais de manière modeste. Les principales raisons de cette amélioration seraient une diminution de l'incertitude et une normalisation de l'accès au financement pour les entreprises. Toutefois, certains obstacles structurels à l'augmentation de l'investissement demeurent, notamment la faiblesse de la croissance potentielle. Celle-ci est en effet estimée à des niveaux plus faibles qu'avant la crise, diminuant les besoins en formation de capital fixe.

1 Rappelons que le seuil séparant les zones de contraction et d'expansion se situe à 50 points.

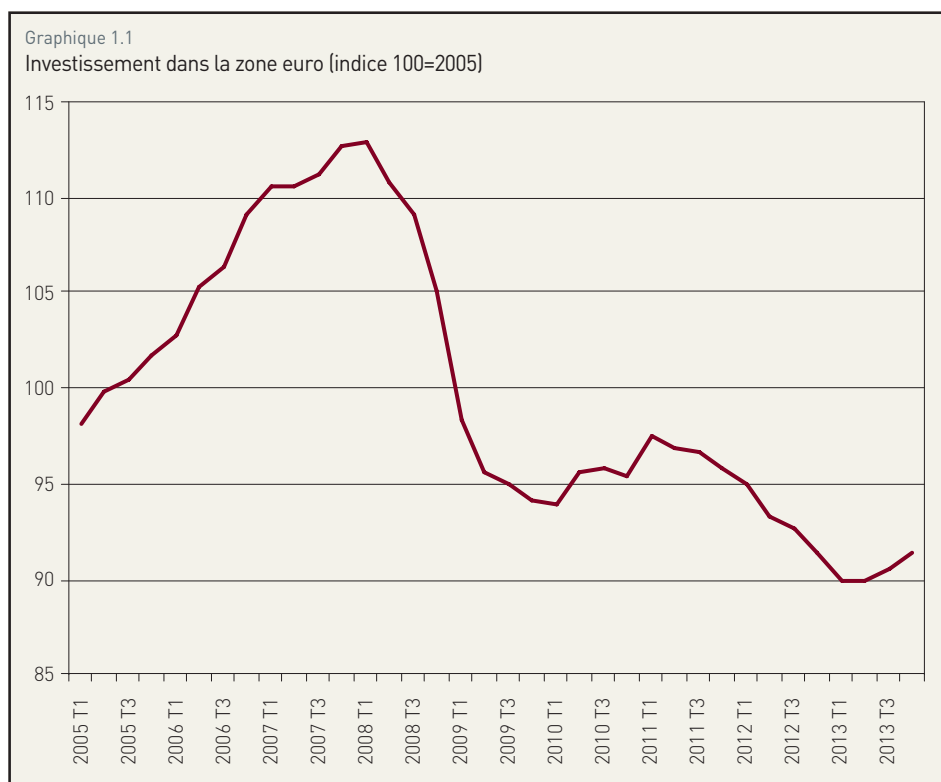
Les projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prennent en compte ces éléments et laissent augurer une progression du PIB en volume de la zone euro de 1,2 % en 2014, de 1,5 % en 2015 et de 1,8 % en 2016. Dans ses projections de printemps 2014, la Commission européenne escompte pour sa part une croissance de 1,2 % en 2014 et de 1,7 % en 2015.

Les projections macroéconomiques de mars 2014 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient par ailleurs une hausse annuelle de l'IPCH de 1,0 % en 2014, de 1,3 % en 2015 et de 1,5 % en 2016.

La Réserve Fédérale américaine a quant à elle initié un changement graduel vers une politique monétaire moins expansionniste. Les Etats-Unis connaissent en effet une reprise de l'activité plus marquée et soutenue qu'en Europe, ce qui devrait favoriser une amélioration de la demande extérieure adressée à la zone euro.

Les signaux émanant des pays émergent sont moins clairs. Lors de la crise, ceux-ci avaient bénéficié d'importantes entrées de capitaux, les investisseurs se détournant des pays développés alors dans la tourmente et mettant en oeuvre des politiques monétaires expansionnistes. Néanmoins, suite au regain d'activité et de confiance dans les économies avancées, certains pays émergents ont connu une inversion du flux de capitaux, notamment dans les pays du BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud). Globalement, les investisseurs sont plus sélectifs dans leur choix d'investissement dans ces pays. Ces importants retournements peuvent être source d'instabilité, d'autant plus que certains de ces pays connaissent également des problèmes structurels qu'ils tardent à résoudre. L'impact d'une politique monétaire américaine plus restrictive sur les pays émergents est plus incertain. Si nous supposons une appréciation du dollar US, l'effet serait double pour les pays émergents. D'une part, les pays qui ont un *peg* sur le dollar US verraient leur compétitivité s'éroder. D'autre part cependant, les pays finançant les Etats-Unis (dont beaucoup de pays émergents font partie) verraient les revenus découlant de ces investissements augmenter.

Globalement les risques entourant les perspectives économiques dans la zone euro continuent donc d'être orientés à la baisse. Les évolutions sur les marchés financiers internationaux et dans les économies de marché émergentes, ainsi que des risques géopolitiques, pourraient influencer négativement sur la situation économique. D'autres risques à la baisse ont trait à une demande intérieure et une croissance des exportations plus faibles que prévu ainsi qu'à une mise en oeuvre insuffisante des réformes structurelles dans les pays de la zone euro.



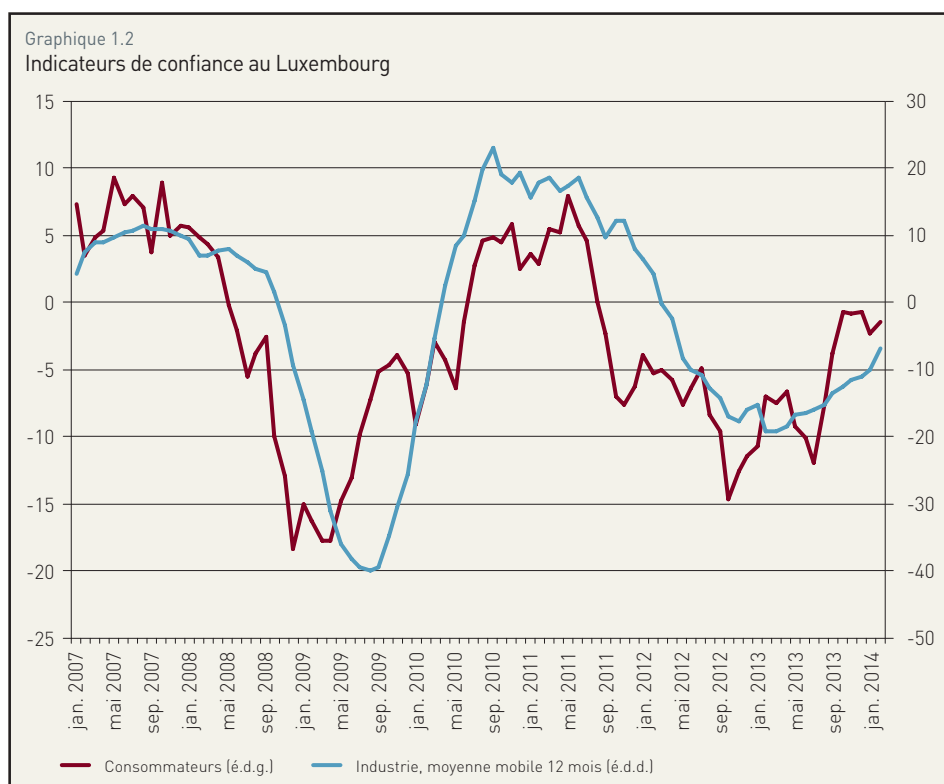
Source: Eurostat, Calculs BCL

## 2. EVOLUTIONS CONJONCTURELLES AU LUXEMBOURG

Etant donné sa très large ouverture et la prépondérance des économies de la zone euro dans ses marchés à l'exportation, il est logique que l'amélioration constatée au sein de la zone euro se produise également au Luxembourg. La variation du PIB au quatrième trimestre s'est inscrite en hausse de 0,7 % par rapport au trimestre précédent et de 2,4 % par rapport au trimestre correspondant de l'année 2012. Sur l'ensemble de l'année 2013 le Luxembourg se comporte même mieux que la zone euro, avec un taux de croissance de 2,1 % par rapport à 2012.

Depuis le printemps 2013 les indicateurs de confiance (Graphique 1.2), bien qu'évoluant parfois de manière irrégulière, sont également en hausse. La confiance des consommateurs se situe même aux alentours de sa moyenne historique.

Selon les données définitives disponibles, la progression annuelle de l'emploi salarié (intérieur) s'est établie à 1,7 % en décembre 2013, ce qui dénote une stabilité par rapport au taux moyen observé au cours des cinq mois précédents. Selon de récentes estimations, la croissance de l'emploi se serait légèrement accélérée par la suite. Ces données doivent cependant être interprétées avec la plus grande prudence, eu égard leur caractère encore provisoire. Les consommations privée et publique ont toutes deux progressé de 0,8 % au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013. Il convient également de noter la contribution positive des exportations nettes, les exportations progressant sensiblement face à des importations en léger recul en rythmes trimestriels.



Sources : Statec et BCL, calculs BCL

## 3. RISQUES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE : FACTEURS POTENTIELS DE FRAGILITÉ

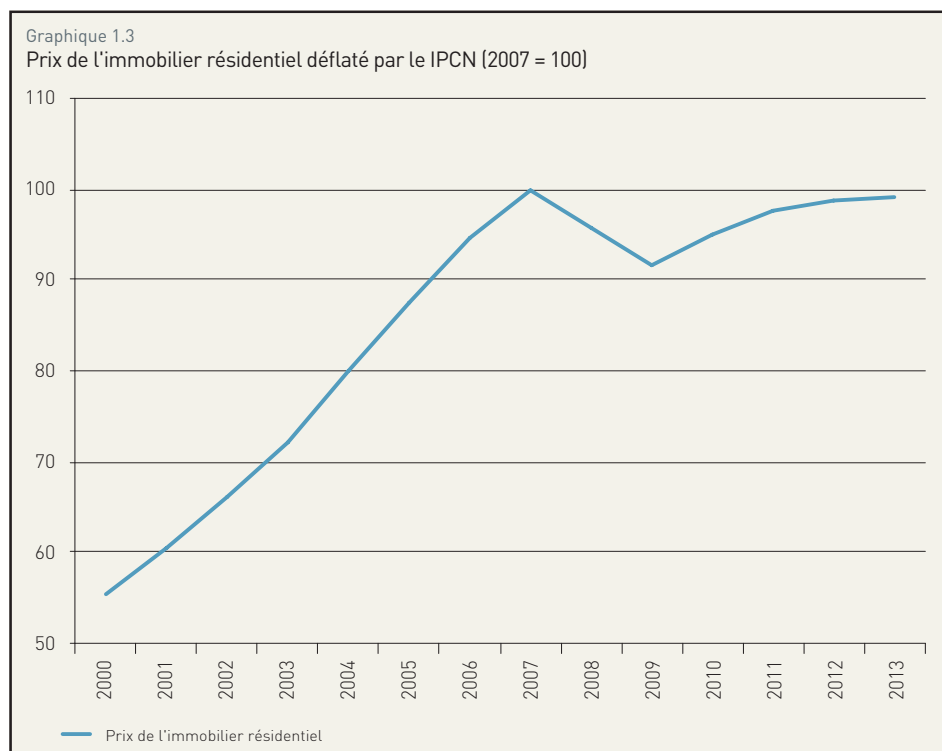
Les risques pour la stabilité financière au Luxembourg restent contenus. L'exposition des banques luxembourgeoises aux obligations émises par les Etats jugés les plus fragiles à l'heure actuelle demeure relativement limitée dans une perspective européenne. D'autre part, les banques luxembourgeoises sont peu exposées au risque d'une éventuelle dégradation de l'économie domestique, avec par exemple le total des prêts hypothécaires domestiques par rapport aux fonds propres qui est nettement plus faible qu'en moyenne dans la zone euro. D'ailleurs, il apparaît d'après les résultats les plus récents de l'enquête sur les conditions d'octroi des crédits réalisée au sein de l'Eurosystème (*Bank Lending Survey*) que les banques luxembourgeoises ont peu modifié leurs critères d'octroi de crédit

pour les entreprises au cours des derniers trimestres (voir Encadré 3.1 : « L'enquête Trimestrielle sur la Distribution du Crédit Bancaire »). A ce propos, rappelons en effet qu'une étude de la BCL<sup>2</sup> a montré, à travers une série de tests de résistance appliqués aux banques domestiques, que l'impact d'un choc négatif affectant le PIB de la zone euro, même d'une ampleur relativement sévère, demeure d'importance très limitée sur leurs besoins en capital.

Par ailleurs, la situation sur le marché immobilier résidentiel luxembourgeois semble de prime abord moins problématique que dans bon nombre d'autres pays européens<sup>3</sup>, en dépit d'une croissance des prix de l'immobilier résidentiel qui a été particulièrement robuste au cours de la dernière décennie. Le graphique 1.3 décrit l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel déflaté par l'indice des prix à la consommation nationale. On observe une forte hausse des prix de l'immobilier résidentiel par rapport aux prix à la consommation entre 2000 et 2007<sup>4</sup>. Au cours de cette période, le taux de croissance des prix résidentiels réels s'est élevé à 9,0 % par an, en moyenne.

En 2007, les prix réels de l'immobilier résidentiel se sont tassés et ont entamé une légère tendance baissière en 2008 et 2009. Depuis 2010, ils progressent à nouveau mais à un rythme plus faible (2,5 % en moyenne) que sur la période 2000-2007. En 2013, les prix de l'immobilier résidentiel se sont approchés du niveau atteint en 2007 (en termes réels).

Le graphique 1.4 représente l'évolution de deux indicateurs simples souvent utilisés pour évaluer les possibles déséquilibres du marché immobilier<sup>5</sup>. La ligne bleue représente le rapport des prix de l'immobilier résidentiel au revenu disponible par ménage<sup>6</sup>. Ce ratio fournit une mesure brute de la capacité d'achat d'un logement pour un ménage moyen. Depuis 2001, le ratio montre une



Sources : Statec, BCL

2 Rouabah, Abdelaziz et Theal, John, "Stress Testing: The Impact of Shocks on the Capital Needs of the Luxembourg Banking Sector", BCL, Working Paper n°47, Août 2010.

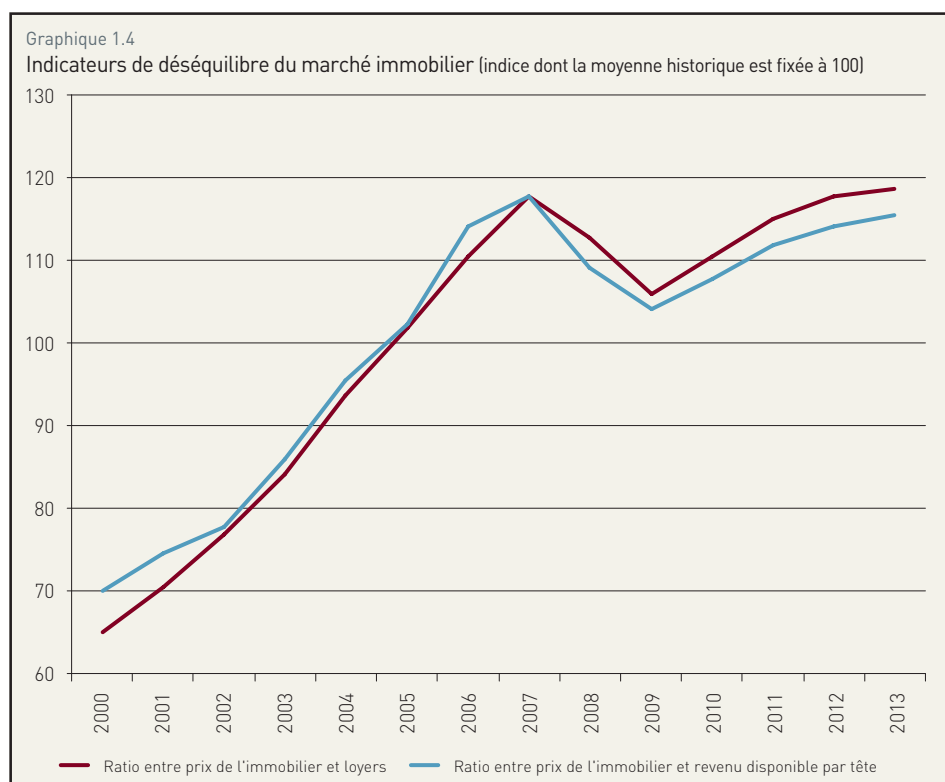
3 Voir notamment les cas de l'Espagne et de l'Irlande (BCE, 2013, "Box 3: House price cycles across Europe", Financial Stability Review, novembre 2013, p. 41-43).

4 L'indice des prix immobiliers au Luxembourg est compilé par la BCL (analyse 2.2 du bulletin 2000/2) à partir des statistiques des ventes immobilières fournies par le Statec. A partir de 2007, cet indice est complété par des données provenant des actes notariaux déposés à l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines. Les données sont ajustées de la qualité des appartements à partir de 2007.

5 Banque centrale européenne (2011) « Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals » Financial Stability Report, juin 2011, Encadré 3. Voir aussi Banque centrale européenne (2005) "Les méthodes d'analyse de la valorisation des actifs immobiliers", encadré 2 de l'article intitulé "Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire", Bulletin mensuel d'avril.

6 Le revenu disponible n'étant pas publié dans les comptes nationaux sur toute la période, il est approximé par la rémunération des salariés en tenant compte des impôts sur le revenu, des contributions sociales et des transferts sociaux. De plus, le revenu disponible est ajusté pour les salaires et transferts sociaux payés aux non-résidents.

progression des prix de l'immobilier supérieure à l'évolution du revenu disponible par ménage. Bien que cet indicateur ait baissé entre 2008 et 2009; suite notamment à la baisse des prix de l'immobilier, les observations récentes montrent que ceux-ci progressent à nouveau plus rapidement que le revenu disponible.



Sources : Statec, BCL

actif est approximativement égal à la somme actualisée des flux de revenus correspondant aux loyers. Depuis 2004, ce ratio se situe au-dessus de sa moyenne historique, autre signe précurseur d'une éventuelle baisse des prix (ou hausse des loyers). Cependant, dans ce cas aussi, la moyenne historique n'est toujours pas un point de référence fiable. En effet, l'indice des prix immobiliers n'est pas corrigé pour tenir compte des améliorations apportées à la qualité des logements, tandis que la composante « loyers » de l'indice des prix à la consommation comporte une telle correction. Cette différence pourrait expliquer en partie la tendance à la hausse qui caractérise ce rapport<sup>7</sup>. De plus, la moyenne historique de ce rapport peut servir de point de référence uniquement sous l'hypothèse que le marché locatif au Luxembourg est caractérisé par un équilibre compétitif, ce qui est problématique étant donné sa forte réglementation et les incitations fiscales encourageant l'accès à la propriété au détriment de la location.

Bien qu'il soit fréquent d'utiliser les deux indicateurs présentés ci-dessus afin d'évaluer les tensions éventuelles sur les prix immobiliers, ces ratios ignorent d'importants facteurs de demande sur le

Lorsque le rapport des prix au revenu disponible est supérieur à sa moyenne historique, ceci peut être interprété comme un possible signe précurseur d'une correction à la baisse des prix immobiliers. Cependant, la moyenne historique n'est pas toujours un point de référence fiable, au sens où elle peut varier à travers le temps. En particulier, le point de référence risque d'augmenter si la distribution du revenu se concentre davantage sur les catégories de la population plus âgées, parce qu'elles sont moins susceptibles d'acheter un logement.

La ligne rouge du graphique 1.4 présente le rapport du prix de l'immobilier résidentiel à la composante « loyers » de l'indice des prix à la consommation. Ce ratio évalue le rendement d'un investissement immobilier, sous l'hypothèse que le prix d'un tel

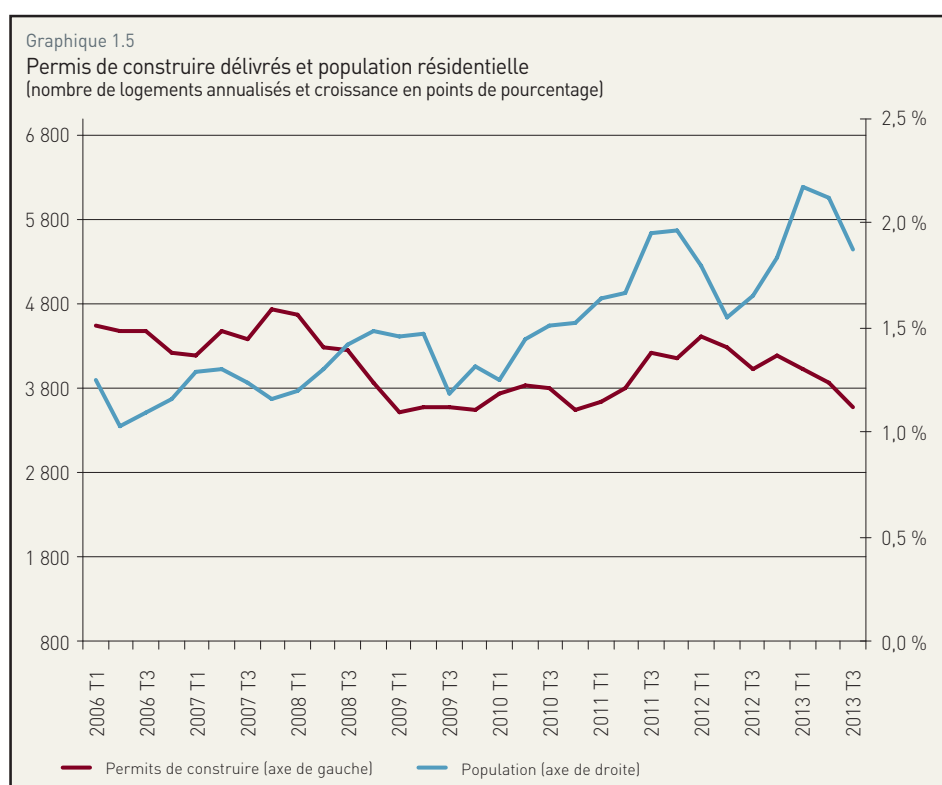
7 Voir McCarthy et Peach (2004) "Are house prices the next bubble?" Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 10(3):1-17.

marché immobilier et ne prennent compte d'aucune information concernant la situation de l'offre sur le marché immobilier.

Par exemple, un facteur qui a encouragé l'augmentation de la demande pendant les années 1990 est la faiblesse des taux d'intérêt sur les emprunts hypothécaires. Ainsi, depuis 1996, les taux d'intérêt réels sur les emprunts hypothécaires se situent en moyenne autour de 2 %, tandis que sur les vingt années qui précèdent ces taux réels s'élèvent à 6 % en moyenne. En mars 2014, les taux d'intérêt réels s'élèvent à 1,12 %<sup>8</sup>. Cette forte réduction, accompagnée d'un allongement de la durée des prêts immobiliers au Luxembourg ainsi que d'une augmentation de la quotité d'emprunt du prêt, ont pu fortement contribuer au dynamisme de la demande sur le marché immobilier. De plus, la demande de logements au Luxembourg a pu augmenter avec la croissance spectaculaire de l'emploi frontalier et la contribution de l'immigration, particulièrement importante depuis 2009.

L'offre sur le marché immobilier au Luxembourg semble avoir progressé beaucoup moins que la demande. En effet, les statistiques sur les bâtiments achevés publiées par le Statec montrent que 27 000 logements ont été construits entre 2001 et 2011, tandis que le recensement de la population témoigne d'un accroissement des ménages résidents de presque 37 000 unités au cours de la même période. Ces statistiques témoignent d'une diminution relative du stock de logements disponibles pour les ménages de presque 10 000 unités entre 2001 et 2011. Plus récemment, cette tendance est accentuée par une augmentation plus rapide de la population<sup>9</sup>, qui n'est pas suivie par le nombre de permis de construire tel que publié par le Statec. Le nombre de permis de construire a même baissé sur les neuf premiers mois de 2013 (graphique 1.5). Ces facteurs d'offre et de demande, non considérés par les indicateurs simples de déséquilibre dans le graphique 2, pourraient expliquer en partie la hausse des prix résidentiels, dans un contexte où la demande de logements est plus forte que l'offre de logements.

Plusieurs facteurs de risque demeurent, en particulier dans le contexte actuel empreint d'une grande incertitude.



Source : Statec ; Les permis de construire contiennent les maisons unifamiliales, appartements ainsi que les logements situés dans des bâtiments semi-résidentiels et non-résidentiels.

<sup>8</sup> Ce taux est calculé en utilisant les taux de crédit immobiliers publiés par la BcL (statistiques MIR), déflatés par l'IPCN.

<sup>9</sup> La population résidente a augmenté de 13 100 personnes en 2011, de 12 100 personnes en 2012 et de nouveau de 9 500 personnes en 2013, alors que la moyenne depuis l'an 2000 était de moins de 8 000 personnes.

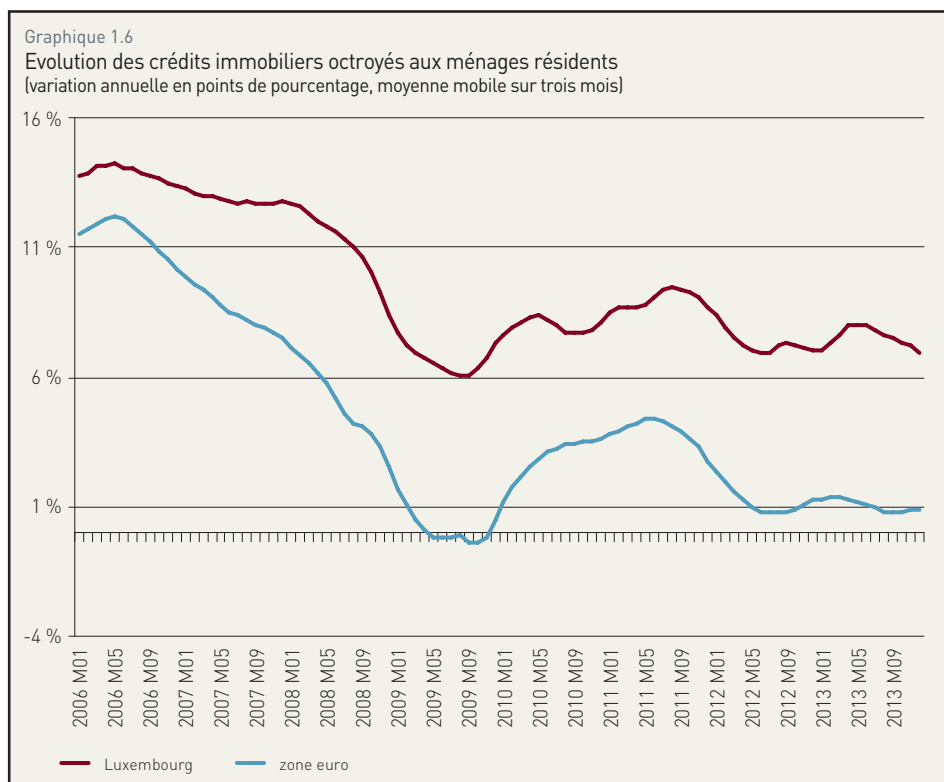


Il en va ainsi de l'endettement des ménages luxembourgeois, qui non seulement connaît depuis de nombreuses années une croissance nettement plus importante que celle des autres ménages européens, mais qui a également continué à augmenter fortement durant la période récente en dépit du ralentissement économique (graphique 1.6). Selon les comptes financiers, en 2012 l'endettement des ménages résidents a dépassé 140 % du revenu disponible, un niveau élevé par rapport à la moyenne de la zone euro (graphique 1.7).

Etant donné que les crédits hypothécaires accordés aux résidents sont concentrés aux mains d'un nombre très limité de banques domestiques (cinq banques détiennent plus de 85 % des crédits), les établissements concernés pourraient rencontrer des difficultés en cas d'augmentation soudaine des défauts de paiement sur les prêts hypothécaires des ménages. Un tel développement pourrait être provoqué par l'émergence d'un choc de revenu sévère, notamment à la suite d'une nouvelle forte hausse du chômage affectant les ménages qui sont davantage contraints financièrement. D'autre part, la majorité des crédits hypothécaires des ménages luxembourgeois sont assortis d'un taux d'intérêt variable<sup>10</sup>, et donc un risque potentiel d'insolvabilité de certains ménages pourrait se matérialiser en cas de vive remontée des taux sur le marché monétaire. Ces risques sont d'autant plus importants que le

pourcentage de ménages endettés est élevé au Luxembourg par rapport au reste de la zone euro<sup>11</sup>. Par ailleurs, si pour une raison quelconque on devait assister à une correction majeure des prix immobiliers à l'avenir, le risque de voir la consommation pâtir d'effets richesse négatifs est élevé compte tenu de la part élevée de l'immobilier dans la richesse totale des ménages<sup>12</sup>.

Toutefois, comme suggéré auparavant, le risque d'une chute brusque des prix de l'immobilier au Luxembourg est probablement limité, notamment en raison d'une demande soutenue par un fort accroissement de la population et d'une offre limitée de logements. De plus, le niveau élevé de l'endettement des ménages peut être relativisé par l'existence d'un important stock d'actifs financiers

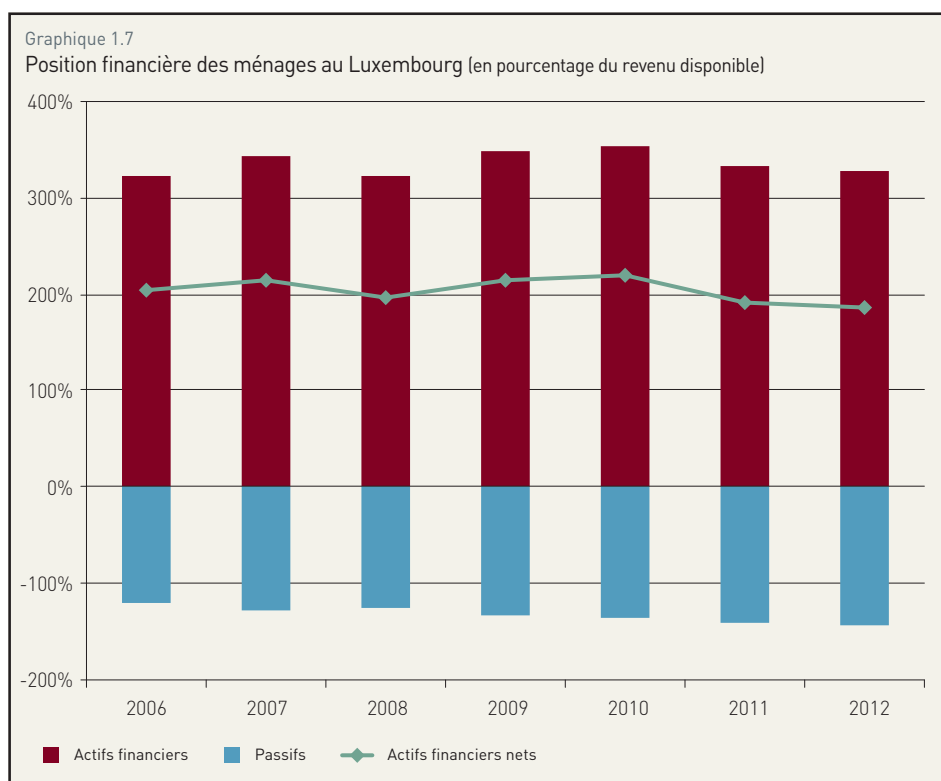


Sources : BCE, BCL, variations de stock calculées à partir des données bilantaires des banques (BSI)

- 10 Récemment, les taux d'intérêt très faibles ont encouragé une tendance vers des crédits hypothécaires à taux fixe, mais la majorité a été attribuée à taux variable. Pour une analyse plus détaillée du choix entre crédits hypothécaires à taux fixe et à taux variable, voir cahier d'étude BcL No. 84 "Household Risk Management and Actual Mortgage Choice in the Euro Area", Janvier 2014.
- 11 Une enquête menée conjointement par la BcL et le CEPS/INSTEAD en 2010/11 sur le comportement financier et de consommation des ménages (Luxembourg Household Finance and Consumption Survey, ou LU-HFCS) indique que 39 % des ménages luxembourgeois détiennent une dette hypothécaire contre 23 % dans la zone euro (voir encadré 3 du bulletin BcL 2013/2, p.38).
- 12 D'après l'enquête LU-HFCS, la richesse réelle (l'immobilier) des ménages constitue 89 % de leur richesse brute totale (voir encadré 4 dans le bulletin BcL 2012/3, p.73).

(graphique 1.7), même si cette vue agrégée peut cacher des différences entre les différentes classes de revenu des ménages<sup>13</sup>. Une analyse plus détaillée de l'endettement des ménages<sup>14</sup>, montre que même si cet endettement est important par rapport au revenu, il peut être relativisé par d'autres indicateurs de soutenabilité (e.g. ratio service de la dette hypothécaire-sur-revenu) selon lesquels le Luxembourg se situe dans la moyenne européenne.

En résumé, à ce stade, les risques liés au marché immobilier semblent contenus. Même si des indicateurs simples pourraient suggérer des baisses du prix (graphique 1.4), le marché de l'immobilier résidentiel est toutefois soutenu par une forte demande et une offre limitée. La Commission Européenne<sup>15</sup> et l'OCDE<sup>16</sup> classent le Luxembourg parmi les pays où les prix immobiliers sont largement en ligne avec un équilibre sur le marché immobilier. Toutefois, la prudence est de mise, notamment en raison d'une forte croissance de l'endettement des ménages au cours des dernières années. Dans ce contexte, il convient de saluer une mesure de la CSSF qui vise à décourager à l'avenir, les crédits dont la quotité d'emprunt (« loan-to-value ratio » ou LTV) est supérieure à 80 % via une exigence accrue de fonds propres réglementaires imposée aux établissements de crédit lorsque ce seuil est dépassé<sup>17</sup>. Cette mesure constitue sans aucun doute un pas dans la bonne direction pour réduire les risques pour la stabilité financière.



Sources : Eurostat, comptes nationaux sectoriels

13 L'analyse plus désagrégée révèle que les actifs financiers sont concentrés parmi les ménages les plus aisés, tandis que les passifs sont distribués plus largement à travers la population, y compris parmi les ménages les plus modestes (voir Encadré 3 «La composition du patrimoine des ménages et son évolution durant la crise financière», Bulletin BCL 2013/1).

14 Voir Encadré 3 « L'endettement des ménages au Luxembourg », Bulletin BCL 2013/2.

15 Commission Européenne (2012), *ibid.*

16 Voir OCDE, 2013, "Table 1.4: Housing market developments have continued to diverge", in OECD Economic Outlook 2013, Vol. 1, p. 24 et "Focus on house prices", disponible à l'adresse suivante: <http://www.oecd.org/eco/outlook/focusonhouseprices.htm>.

17 Voir la circulaire 12/552 de la CSSF datant du 11 décembre 2012, page 56.