1 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10
1.1 La situation économique dans la zone euro 10
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire 10
1.1.2 Les marchés obligataires 10
1.1.3 Le marché des actions 11
1.1.4 Le marché des changes 11
1.1.5 Les prix à la consommation 12
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail 13
1.1.7 La balance des paiements de la zone euro 14
1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro 15
1.2 La situation économique au Luxembourg 16
1.2.1 Les prix et les coûts 16
1.2.2 Le marché du travail 23
1.2.3 Les activités sectorielles 29
1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs 50
1.2.5 La croissance économique 52
1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2015 55
1.2.7 Le commerce extérieur 55
1.2.8 La balance des paiements 57
1.2.9 La position extérieure globale 59
1.2.10 Les finances publiques 60

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

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

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés depuis septembre 2014. En septembre 2015, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 0,05%, le taux de la facilité de prêt marginal à 0,30% et le taux de la facilité de dépôt à -0,20%.

En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, les programmes d'achats d'actifs se poursuivent comme annoncé en janvier de cette année. Le Conseil des gouverneurs a décidé, dans le cadre de l'examen prévu concernant l'exécution du programme, de porter de 25 % à 33 % la limite de la part d'émission fixée dans le programme d'achats de titres du secteur public, à condition que cela ne place pas l'Eurosystème en situation de détenir une minorité de blocage, auquel cas la limite de la part d'émission demeurerait à 25 %. Les achats d'actifs de l'Eurosystème, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois, devraient être effectués jusque fin septembre 2016 ou au-delà si nécessaire et seront dans tous les cas maintenus jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme.

S'agissant de l'analyse monétaire, les données récentes confirment la croissance vigoureuse de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a atteint 5,3 % en juillet 2015, après un niveau de 4,9% en juin. L'expansion annuelle de M3 continue d'être fortement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 12,1 % en juillet.

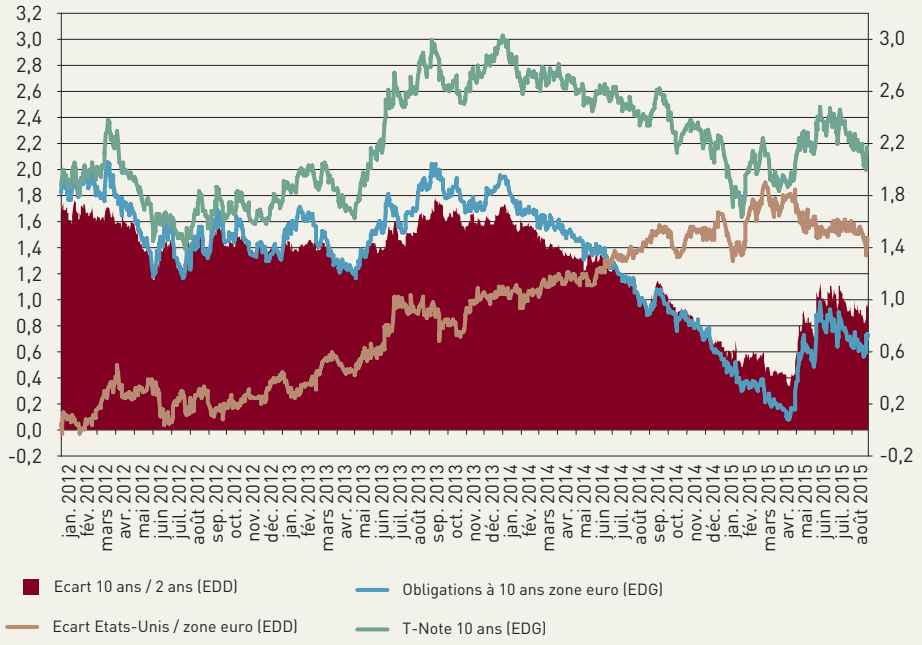
L'expansion des crédits s'est améliorée. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 0,8 % en juillet, après s'être établi à 0,2% en juin, prolongeant ainsi son redressement progressif après le point bas de -3,2 % observé en février 2014. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (corrigé des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 1,9% en juillet (après s'être fixé à 1,7% en juin).

1.1.2 Les marchés obligataires

Après un premier rebond fin avril, les taux obligataires à dix ans de la zone euro ont de nouveau augmenté début juin. Ces hausses consécutives sont principalement liées à une amélioration des perspectives économiques, à une hausse des anticipations d'inflation et à certains facteurs techniques. Fin août, les taux obligataires de la zone euro ont baissé pour s'établir à 0,73%. Aux Etats-Unis, les taux obligataires ont connu une évolution similaire depuis début juin mais se situaient à un niveau de 2,17% à la fin de la période analysée. Par conséquent, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis est resté relativement stable au cours de la période sous revue. Le niveau élevé de ce différentiel est à mettre en perspective avec la désynchronisation des cycles de politique monétaire prévalant dans ces deux zones monétaires.

Au niveau de la zone euro, les rendements des emprunts publics à 2 ans n'ont que partiellement suivi les taux à 10 ans, ce qui a provoqué une hausse du différentiel de rendement entre les titres publics à 2 ans et à 10 ans. Les rendements des titres à 2 ans se sont ensuite orientés à la baisse pour s'établir à -0,22% à la fin du mois d'août. La baisse des taux obligataires à 10 ans a cependant été plus prononcée, conduisant à un léger aplatissement de la courbe des taux sur la période analysée.

Graphique 1
Les rendements des titres publics à long terme
(EDG : en pourcentage annuel ; EDD : en points de pourcentage)

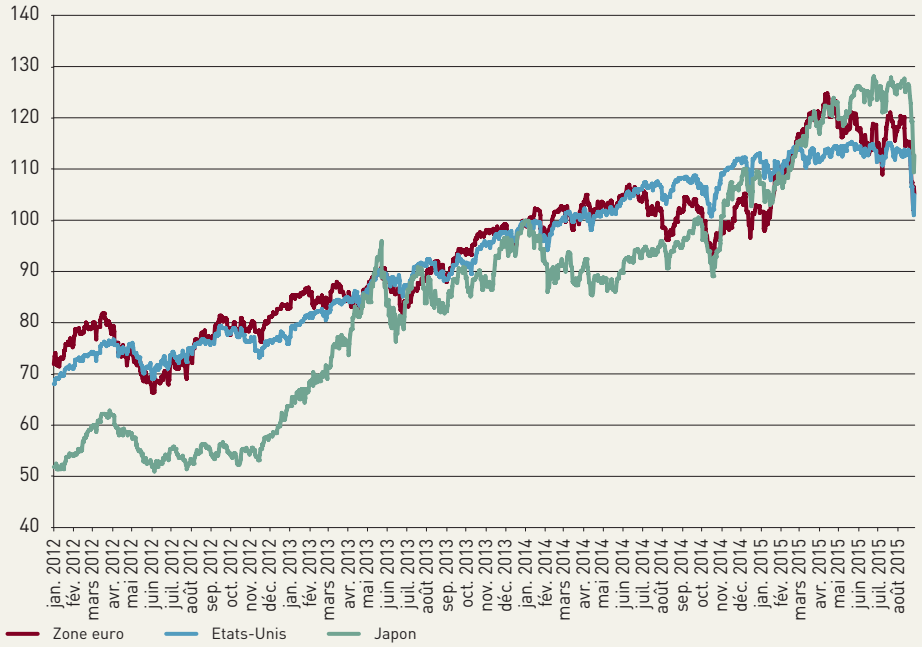


Source : BCE, Bloomberg

1.1.3 Le marché des actions

Entre début juin et fin août, l'Euro Stoxx a diminué de 8%, le S&P 500 de 6% et le Nikkei de 7%. Après une hausse en juin, les indices boursiers de la zone euro ont chuté en raison d'incertitudes liées aux résultats du référendum en Grèce. Un apaisement de ces tensions a provoqué un rebond des prix des actions mi-juillet. Fin août, des incertitudes liées à la situation économique en Chine ont provoqué une chute des indices boursiers à travers le monde et en particulier aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro.

Graphique 2
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon
(indice : 01/01/2014 = 100)

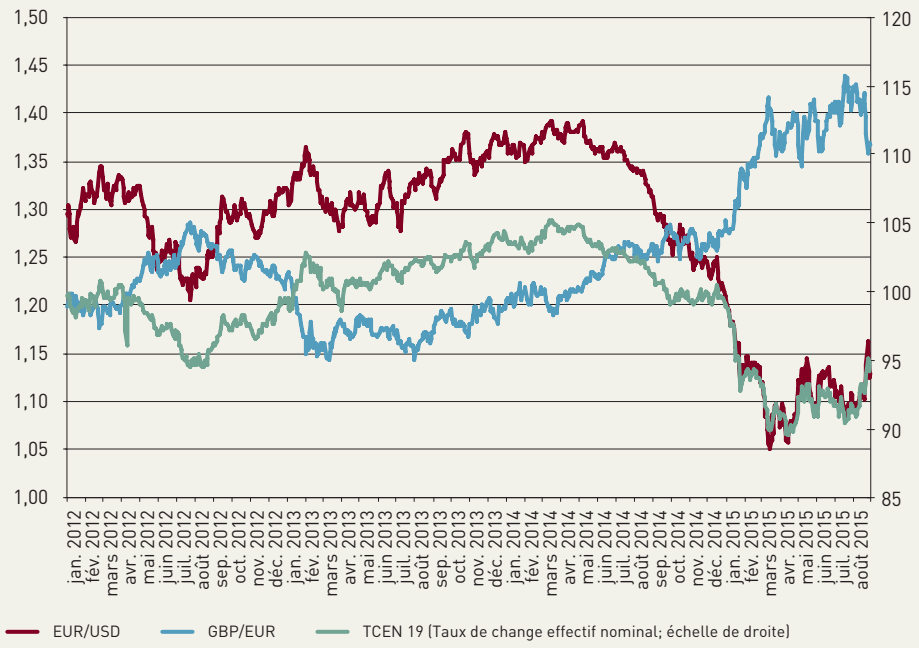


Source : Bloomberg

1.1.4 Le marché des changes

Après la forte baisse de l'euro en début d'année, suite à l'annonce de nouvelles mesures de politique monétaire non conventionnelles par l'Eurosystème, une amélioration des perspectives économiques de la zone euro a permis un redressement de la monnaie unique. Ensuite, en raison d'incertitudes provoquées par les développements en Grèce, le taux de change de l'euro s'est de nouveau orienté à la baisse. A la fin de la période analysée, l'euro est

Graphique 3
Les taux de change de l'euro



Source : BCE, Bloomberg

reparti à la hausse sur fond de dénouement de la crise grecque, de dépréciation du renminbi chinois face au dollar américain intervenue mi-août et d'incertitudes relatives à l'évolution de la politique monétaire aux Etats-Unis.

Entre début juin et fin août, le taux de change effectif nominal de l'euro[1] s'est apprécié de 3,5%. Sur la même période, l'euro a gagné, en termes bilatéraux, 3,3% envers le dollar américain et 1,8% envers la livre sterling.

Concernant les autres principales devises mondiales, l'euro s'est apprécié de 0,2% vis-à-vis du yen japonais, de 6,6% par rapport au renminbi chinois, de 5,0% face au franc suisse et de 27,4% vis-à-vis du rouble russe. Quant aux devises des autres États membres de l'UE, depuis début juin, l'euro s'est apprécié face à la couronne suédoise (de 1,7%), au forint hongrois (de 2,1%) et au zloty polonais (de 3,1%). La couronne danoise, qui participe au Mécanisme de taux de change (MCE II), est restée globalement stable par rapport à l'euro.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a fortement reculé au cours des trois dernières années. Cette tendance baissière de l'inflation a toutefois atteint son niveau le plus bas en janvier 2015 avec un recul des prix de 0,6% sur une base annuelle. Depuis lors, les taux d'inflation sont devenus progressivement moins négatifs pour s'établir à 0,0% en avril et redevenir positifs depuis mai. L'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois d'août est une inflation positive de 0,2%.

1 Le taux de change effectif nominal de l'euro est mesuré vis-à-vis d'un panier de devises des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Tableau 1 :

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro

(taux de variation annuels)

	2013	2014	2014 T4	2015 T1	2015 T2	JUILLET-15
IPCH global	1,4	0,4	0,2	-0,3	0,2	*0,2*
Produits alimentaires non transformés	3,5	-0,8	-0,3	0,1	1,8	*1,4*
Produits alimentaires transformés	2,2	1,2	0,7	0,5	0,7	*0,6*
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,2	*0,4*
Energie	0,6	-1,9	-3,6	-7,7	-5,3	*-5,6*
Services	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	*1,2*
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	0,9	**0,7**	**0,6**	0,8	*0,9*

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2014 a été général puisqu'il a concerné chacune des cinq principales composantes. Par contre, en ce qui concerne la première moitié de l'année 2015, les évolutions des prix sont nettement moins homogènes. L'inflation des prix de l'énergie est devenue encore plus négative en 2015 et a ainsi tiré l'inflation globale vers le bas. L'inflation à l'exclusion des composantes les plus volatiles, c'est-à-dire l'énergie et les biens alimentaires non transformés, a toutefois atteint son niveau le plus bas en mars 2015 et s'est accélérée par la suite. Ce retournement est exclusivement imputable à la hausse de l'inflation des produits manufacturés non-énergétiques. Avec un taux de 0,4% en juillet, cette composante a atteint son niveau le plus élevé depuis plus de deux ans. L'inflation des prix des services s'est par contre stabilisée au cours des derniers mois et l'inflation des produits alimentaires a décéléré davantage.

Une hétérogénéité des dynamiques de prix n'est pas anormale aux points de retournement de l'inflation globale. Les principaux facteurs déterminants de l'inflation se caractérisent par des évolutions divergentes. Ainsi, les prix des matières premières, que ce soit les produits agricoles, le pétrole ou les autres matières premières non-énergétiques, sont en recul depuis plusieurs mois. Ces baisses de prix sont à l'origine de l'inflation faible des biens alimentaires traités et de l'inflation négative des prix de l'énergie. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar s'est toutefois déprécié d'environ 20% sur environ une année. Cette dépréciation a tendance à renchérir les biens importés et contribue ainsi à la hausse de l'inflation des biens manufacturés hors énergie. L'environnement macroéconomique de la zone euro s'est graduellement amélioré depuis le deuxième trimestre 2014, ce qui présage une inflation plus élevée. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande, l'origine se trouve sans doute dans une dynamique des salaires qui demeure encore fort atténuée.

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

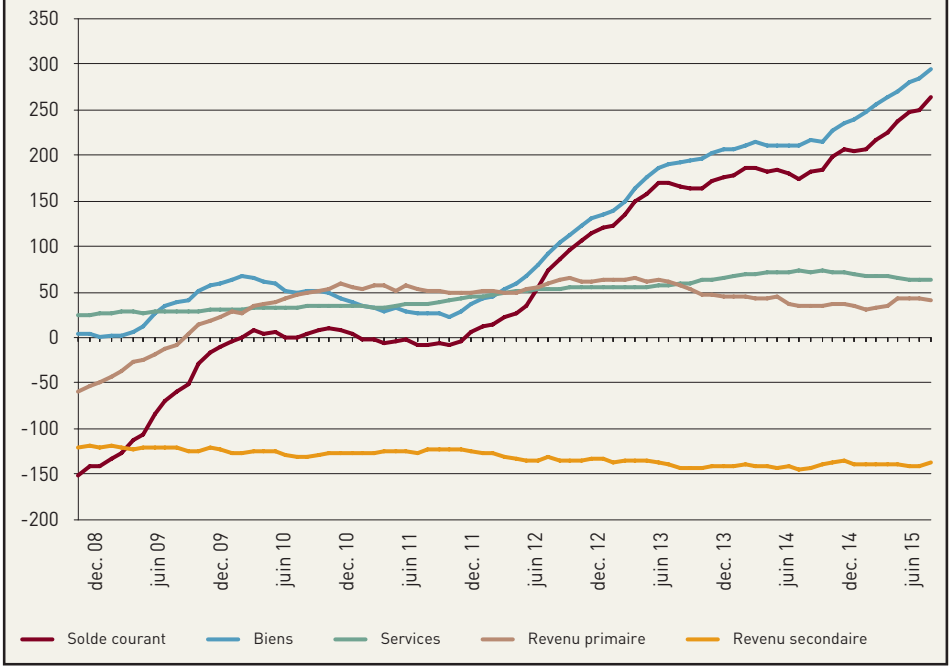
Selon l'estimation rapide d'Eurostat pour le deuxième trimestre de 2015, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3% au deuxième trimestre 2015 par rapport au trimestre précédent. Au cours des deux trimestres précédents, la croissance du PIB de la zone euro s'était établie à +0,4%. Les pays voisins du Luxembourg ont connu des performances mitigées en matière de croissance. La croissance au deuxième trimestre s'est ainsi établie à 0,4% en Belgique et en Allemagne tandis qu'en France elle a été nulle. Au niveau de la zone euro, la Finlande est le seul pays à avoir enregistré un taux de croissance plus faible que la France. Avec un recul du PIB de 0,4% au second trimestre 2015, la Finlande enregistre pour le quatrième trimestre consécutif un taux de croissance négatif. Deux pays de la zone euro ont affiché des taux de croissance faibles - s'établissant à +0,1% au deuxième trimestre : les Pays-Bas et l'Autriche. Les taux de croissance les plus élevés de la zone euro ont été observés en Lettonie (+1,2% au deuxième trimestre 2015) et en Espagne (+1,0%).

Les statistiques de l'emploi sont quant à elles peu satisfaisantes. Elles font à nouveau état d'une faible croissance de l'emploi au premier trimestre 2015 (+0,1%, comme au quatrième trimestre 2014). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les secteurs de la construction (+0,5% après -0,6%) et des activités immobilières (+0,9%, après une stabilisation). A l'inverse, deux secteurs ont enregistré un recul de l'emploi au premier trimestre 2015. Il s'agit du secteur des activités financières et d'assurance (-0,3% après +0,1%) et des arts, spectacles et autres activités de services (-0,7%, après +0,2%). Le taux de chômage dans la zone euro a pour sa part baissé de 0,2pp en juillet 2015 par rapport à juin 2015, en s'établissant à 10,9%. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis février 2012. Au niveau des principaux pays de la zone euro, on notera que seuls l'Espagne, l'Italie et le Portugal ont vu leur taux de chômage baisser de manière conséquente en juillet (-0,2pp à 22,2% en Espagne, -0,5pp à 12,0% en Italie et -0,2pp à 12,1% au Portugal). Au Pays-Bas et en Belgique, le taux de chômage a baissé de 0,1pp en juillet (à respectivement 6,8% et 8,5%), alors qu'il a progressé de 0,1pp en France (à 10,4%) et stagné en Allemagne à 4,7%.

1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en juin 2015, le solde courant de la zone euro a poursuivi son amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 263 milliards d'euros (2,6% du PIB), comparé à un excédent de 174 milliards (1,7% du PIB) sur la période correspondante de 2014. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens. En effet, l'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître en totalisant 295 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2015, comparé à un surplus de 211 milliards sur la même période en 2014. Cette amélioration s'explique par une hausse de 5% des exportations de biens, alors que les importations n'ont progressé qu'à un rythme moindre (1%) sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières.

Graphique 4
Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois
(en milliards d'euros)



Source : BCE

L'évolution positive du solde de la balance des biens a été renforcée par une hausse de 20% dans le surplus cumulé du revenu primaire qui a atteint 41 milliards d'euros, ainsi que par une baisse de 5% dans le déficit cumulé du revenu secondaire. Avec un taux de croissance des importations (+10%) supérieur à celui des exportations (+8%), la balance des services s'est en revanche détériorée, son surplus cumulé ayant atteint 63 milliards d'euros en juin 2015, comparé à un surplus de 73 milliards sur la période correspondante de 2014.

Dans le compte des transactions financières, en raison de la faiblesse des taux de rendement dans la zone euro, les investisseurs non-résidents ont délaissé

les placements dans les titres de dette au profit des titres de participation. Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en juin 2015, les non-résidents ont ainsi investi 256 milliards d'euros dans les titres de participation contre 35 milliards dans les titres de dette de la zone euro. A titre de comparaison, sur la période correspondante de 2014, les non-résidents avaient investi 243 milliards dans les titres de participation et 212 milliards dans les titres de dette de la zone euro. Sur la même période de 12 mois cumulés jusqu'en juin 2015, les résidents de la zone euro ont en revanche marqué leur préférence pour les titres de dette, en investissant 335 milliards en obligations, 65 milliards en titres de dette à court terme et 59 milliards en titres de participation. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 167 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en juin 2015, comparées à des entrées nettes de 95 milliards sur la période correspondante de 2014.

Dans les autres composantes du compte financier, les flux d'investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de 102 milliards d'euros. En revanche, dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la hausse des créances nettes des autres institutions financières monétaires et des autres secteurs, a occasionné des sorties nettes de 113 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en juin 2015.

1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Les projections macroéconomiques des services de la BCE de septembre 2015 ont été élaborées dans le contexte d'une reprise économique, européenne et mondiale, qui s'avère moins dynamique qu'attendu. Pour commencer, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2015, soit en-deçà de ce qui était prévu. Les données d'enquêtes les plus récentes indiquent que la croissance du PIB de la zone euro devrait conserver un rythme analogue sur la seconde partie de l'année 2015. Plus généralement, la vigueur de la reprise devrait s'avérer moins forte qu'initialement attendu en raison du ralentissement dans les pays émergents qui pèse sur la croissance mondiale et donc sur la demande mondiale adressée à la zone euro. La demande domestique de la zone euro devrait en revanche continuer à être soutenue par les mesures de politique monétaire et leurs retombées favorables sur les conditions financières, ainsi que par les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. De plus, le recul des cours du pétrole devrait soutenir le revenu réel disponible des ménages et la rentabilité des entreprises, ceci ayant alors des retombés favorables sur la consommation privée et l'investissement. Toutefois, la croissance économique dans la zone euro serait encore freinée par la continuation du nécessaire désendettement des ménages et des entreprises, par la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles ainsi que par les inquiétudes concernant la croissance potentielle de la zone euro.

Les services de la BCE projettent ainsi une hausse du PIB annuel en volume de 1,4% en 2015, de 1,7% en 2016 et de 1,8% en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2015, les perspectives d'expansion du PIB en volume ont été révisées à la baisse, essentiellement en raison de la plus faible demande extérieure découlant du ralentissement de la croissance dans les pays émergents.

Le Conseil des gouverneurs estime que les risques entourant les perspectives économiques de la zone euro restent orientés à la baisse, traduisant notamment les incertitudes accrues concernant l'environnement international. En particulier, les évolutions actuelles dans les économies émergentes sont susceptibles d'altérer davantage la croissance mondiale par le canal des échanges internationaux et par ses répercussions sur la confiance des agents économiques.

Concernant le marché du travail, les services de la BCE anticipent une progression significative de l'emploi sur l'horizon de projection du fait de la reprise économique. De plus, les incitations fiscales, la

modération salariale et les réformes entreprises sur le marché du travail devraient également contribuer à la hausse de l'emploi dans certains pays. Ainsi, après une progression de 0,7% en 2015, l'emploi s'inscrirait en hausse de 0,8% en 2016 et 2017. Le taux de chômage pour sa part devrait poursuivre sa baisse sur l'horizon de projection. Au second trimestre 2015, il représentait 11,1% de la population active et, selon les projections, il pourrait baisser à 10,1% en 2017.

En matière de finances publiques, les projections tablent sur une baisse du déficit public en raison de l'amélioration conjoncturelle dans la zone euro et de la baisse des dépenses d'intérêt. La dette publique pour sa part devrait diminuer à partir de 2015.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro

(taux de variation annuels en pourcentages, révisions en points de pourcentage)

		PROJECTIONS DE SEPTEMBRE 2015			RÉVISIONS DEPUIS JUIN 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB réel	0,9	1,4	1,7	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
		[1,3 - 1,5]	[0,8 – 2,6]	[0,6 - 3,0]			
Consommation privée	1,0	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,0	0,0
Consommation publique	0,7	0,7	0,8	0,7	0,0	0,1	-0,1
Investissement	1,3	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,1	0,0
Exportations	3,8	4,5	4,9	5,2	0,3	-0,5	-0,5
Importations	4,2	4,7	5,4	5,7	-0,1	-0,3	-0,2
Emploi	0,6	0,7	0,8	0,8	-0,1	-0,2	-0,1
Chômage	11,6	11,0	10,6	10,1	-0,1	0,1	0,2
Déficit des administrations publiques (% du PIB)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-0,1	-0,1	-0,3
Dette brute des administrations publiques (% du PIB)	91,7	91,6	90,7	89,4	0,1	0,5	1,0
IPCH	0,4	0,1	1,1	1,7	-0,2	-0,3	-0,1
		[0,0 - 0,2]	[0,5 - 1,7]	[0,9 - 2,5]			

Source: BCE

En ce qui concerne l'inflation, les services de la BCE anticipent une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,1 % en 2016 et de 1,7 % en 2017. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de juin 2015 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison de la diminution des prix du pétrole.

Compte tenu des dernières évolutions des cours du pétrole et du niveau des taux de change observés récemment, des risques à la baisse pèsent sur les projections de septembre relatives à l'inflation. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs suivra attentivement les risques entourant les perspectives d'évolution des prix à moyen terme. Son attention se portera en particulier sur les effets de ses mesures de politique monétaire ainsi que sur les évolutions économiques et financières, des cours des matières premières et des taux de change au niveau mondial.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

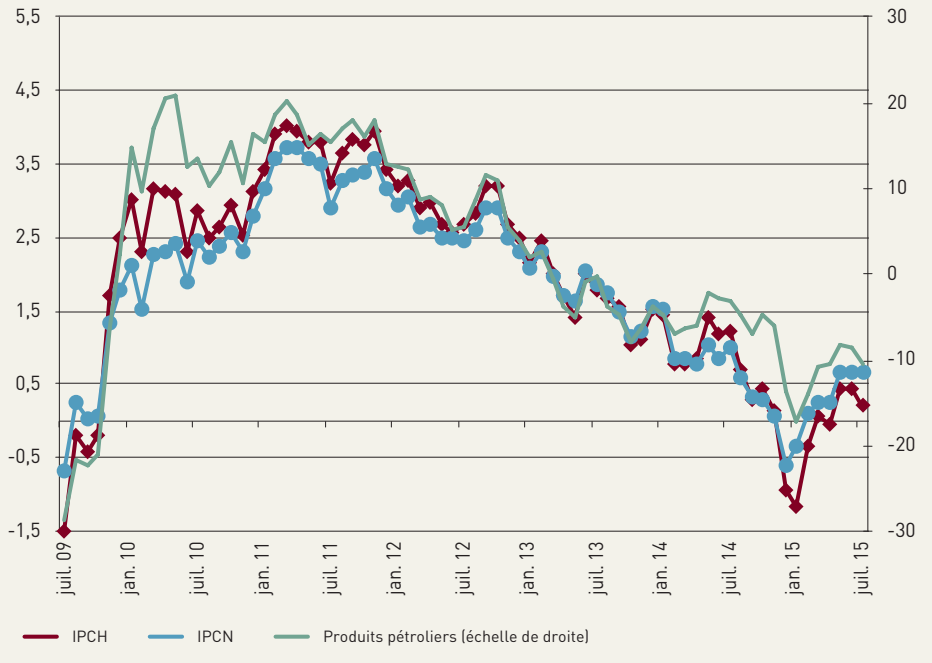
1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a fortement reculé au cours des trois années précédentes. Cette tendance baissière de l'inflation a toutefois atteint son niveau le plus bas en décembre 2014 avec un recul des prix de 0,6% sur une base annuelle. Depuis, le

taux d'inflation est d'abord devenu moins négatif, puis à nouveau positif à partir de février, pour s'établir autour de 0,7% vers la mi-2015.

Le profil de l'inflation au Luxembourg a donc été fort similaire au profil de l'inflation dans la zone euro, quoique le niveau des taux ait été plus élevé au Luxembourg. Le revirement de la tendance au début de l'année 2015 a aussi été plus rapide et intense au Luxembourg et ceci principalement à cause de l'augmentation de la taxation indirecte en début d'année. Sans cette mesure, dont l'impact effectif sur les prix à la consommation est supérieur à 1%, l'évolution des prix aurait été bien plus négative au début de l'année 2015. Pour les trois composantes principales de l'IPC à l'exclusion de l'énergie, c'est-à-dire les biens alimentaires traités, les biens industriels non-énergétiques et les services, qui sont touchées par l'augmentation de la taxation indirecte, on note que la hausse des prix observée depuis le début de l'année a été égale ou supérieure à l'impact théorique résultant de l'ajustement de la taxation indirecte. Sur la base de ce constat, on est tenté de conclure que cette mesure fiscale a été largement répercutée sur les prix, même si les impacts ont été étalés dans le temps et ont été différents selon les composantes principales.

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



Source : STATEC

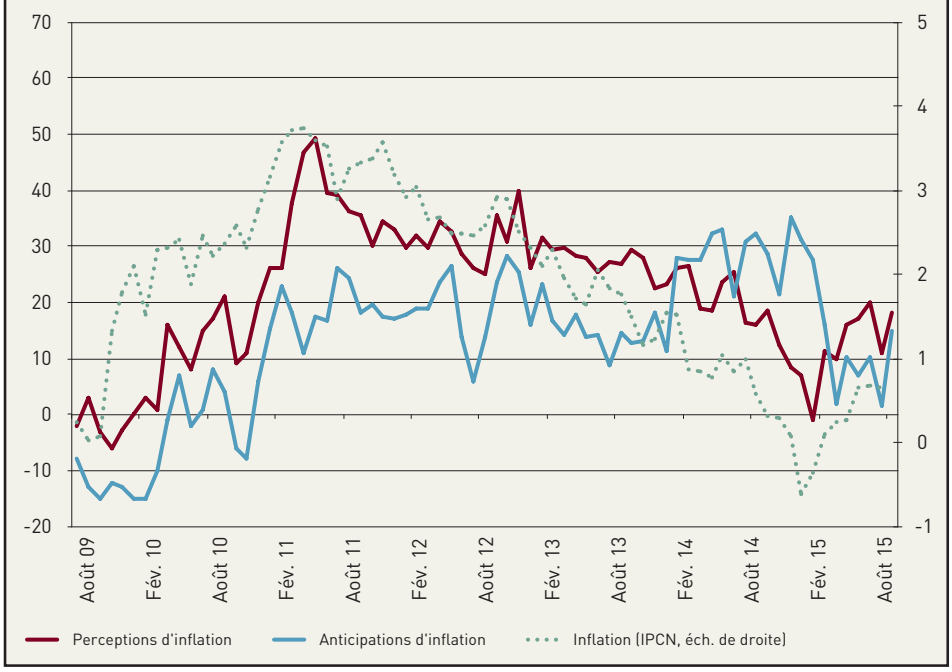
Pourtant, le fait que le taux d'inflation global demeure fort bas pourrait donner l'impression que l'ajustement de la taxation indirecte n'ait précisément pas eu d'effet sur les prix. Il convient toutefois de noter que d'autres facteurs ont compensé cet impact à la hausse, en particulier une contribution négative des produits pétroliers à l'inflation globale. Le prix du pétrole exprimé en euros demeure en effet à un niveau nettement plus bas qu'il y a un an et le taux de variation annuel des prix des produits énergétiques a clairement été négatif (voir graphique 5).

Comme cela a déjà été signalé ci-dessus, l'inflation globale au Luxembourg demeure constamment plus élevée que dans la zone euro et dans les pays limitrophes[2]. Au deuxième trimestre 2015, cet écart défavorable s'est chiffré à 0,1 point de pourcentage (p.p.) par rapport aux pays limitrophes et à 0,3 p.p. par rapport à la zone euro. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au deuxième trimestre 2015 ont atteint respectivement 10,5 p.p. par rapport aux pays limitrophes et 6,1 p.p. par rapport à la zone euro.

2 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL[3], les perceptions d'inflation se sont redressées depuis janvier 2015, un mouvement en ligne avec le rebond de l'inflation globale observée sur cette période (voir graphique 6). Les anticipations d'inflation se sont par contre fortement repliées depuis janvier et elles demeurent, malgré le rebond en août, à un niveau relativement bas. Ce mouvement semble logique dans la mesure où l'incertitude concernant l'impact de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation s'est dissipée avec sa mise en œuvre effective au 1er janvier et que, malgré cela, le taux d'inflation global demeure à un niveau bas.

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



Source : BCL et STATEC

Prévisions d'inflation

Hypothèses

A la mi-août 2015, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar cotait aux environs de 1,10, soit proche du niveau des hypothèses de l'exercice datant de juin 2015[4]. Le prix du brent s'est quant à lui établi au même moment légèrement inférieur à 50$/bl et les marchés à terme anticipent une augmentation graduelle du prix du pétrole jusqu'en juin 2016. Ceci signifie que le prix du pétrole exprimé en euros, qui a reculé de 10% en 2014, fléchirait de 33% en 2015 et baisserait encore de 5% lors du premier semestre 2016 par rapport à la même période de l'année 2015. Par conséquent, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse à concurrence de 22% par rapport à l'exercice de prévision de juin. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 :
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2014	2015	2016- 1ER SE-MESTRE	2015-T2	2015-T3	2015-T4	2016-T1	2016-T2
Prix du pétrole (brent) en $	99	55	55	63	53	52	54	55
Taux de change $/€	1,33	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-10	-33	-5	-29	-38	-23	2	-11

Sources : BCL

3 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 et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

4 Bulletin 2015/1, pp. 68-77.

Résultats

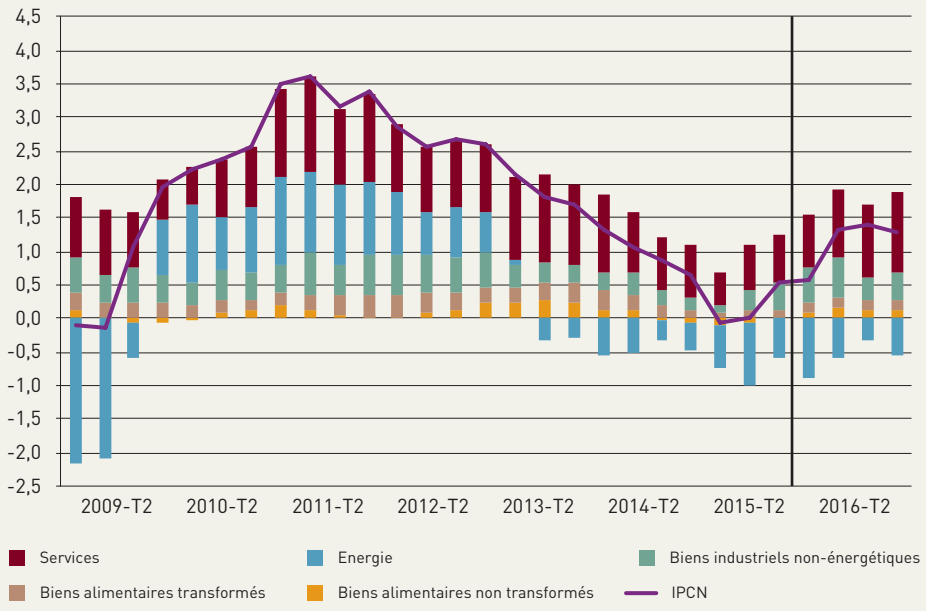
Le scénario d'inflation a évolué en réponse à deux facteurs majeurs qui agissent en sens contraires. Premièrement, la chute importante du prix du pétrole en juillet et août va se répercuter sur les projections des prix de l'énergie. Deuxièmement, l'inflation des prix à l'exclusion de l'énergie s'est récemment avérée plus importante que prévue lors de l'exercice de juin. Puisque que ces prix sont largement rigides à la baisse, la sous-estimation récente va avoir un impact permanent sur le niveau de ces prix ce qui partant résulte en une révision à la hausse de l'inflation pour cette composante.

L'inflation globale, qui a rebondi depuis son minimum de -0,6% en décembre 2014 pour atteindre +0,7% vers la mi-2015, devrait se maintenir à ce niveau jusqu'au troisième trimestre 2015 et s'accélérer ensuite au-delà de 1%. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN, qui s'était replié d'un taux de 1,7% en 2013 à 0,6% en 2014, se stabiliserait autour de 0,6% en 2015 avant de passer à 1,3% au premier semestre 2016. L'inflation demeurerait donc inférieure à 2% jusqu'à la fin de l'horizon de projection. En 2015, la dynamique de l'inflation est évidemment largement influencée par les mesures de taxation indirecte introduites au 1er janvier. Sans ces mesures, la hausse globale des prix aurait été nettement plus faible et le taux de variation annuel moyen de l'IPCN en 2015 aurait sans doute été négatif. Dans le scénario actuel toutefois, le taux de variation annuel de l'IPCN excluant l'énergie s'accélérerait, de 1,2% en 2014 à 1,6% en 2015 pour s'établir à 1,9% au premier semestre 2016. A la fin de l'horizon de projection, le taux moyen serait donc encore légèrement inférieur à sa moyenne historique. En vertu de la forte chute du prix du pétrole, les prix de l'énergie reculeraient de 10% en 2015 et à nouveau de plus de 5% au premier semestre 2016, contribuant ainsi à contenir l'inflation globale (voir le graphique 7).

En raison des facteurs précités, les projections de l'IPCN ont au final été légèrement revues à la hausse pour l'année 2015, de l'ordre de 0,1 p.p., mais elles ont été abaissées pour le début de l'année 2016, de l'ordre de 0,3 p.p. Ces révisions sont le résultat d'ajustements en sens contraires sur les composantes sous-jacentes. Ainsi, à court terme, la révision à la hausse des prix à l'exclusion de l'énergie domine celle à la baisse des prix de l'énergie. Toutefois, à partir de la fin 2015, les rôles respectifs s'inversent.

S'agissant de l'IPCH, la projection d'inflation a été revue à la baisse sur tout l'horizon considéré. Pour le premier semestre 2016, la composante énergie ayant une pondération plus importante dans l'IPCH, les ajustements attribuables à la composante

Graphique 7
Contributions à la croissance de l'IPCN[5]



Note : 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.

Source : STATEC, projections BCL

5 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.

énergétique sont plus importants que pour l'IPCN. Selon ces projections d'inflation, le paiement de la prochaine tranche indiciaire aurait lieu au début de l'année 2016, ce qui correspond à un scénario inchangé par rapport à l'exercice précédent.

Tableau 3

Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes

(en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2014	2015	1ER SEMESTRE 2015	2E SEMESTRE 2015	1ER SEMESTRE 2016
IPCN	0,6	0,6 (0,1)	0,3 (0,1)	0,9 (-)	1,3 (-0,3)
IPCN hors énergie	1,2	1,6 (0,3)	1,3 (0,1)	1,9 (0,5)	1,9 (0,4)
IPCH	0,7	0,1 (-0,1)	-0,1 (0,1)	0,3 (-0,3)	1,0 (-0,8)
IPCH énergie	-4,1	-9,9 (-2,3)	-9,7 (0,3)	-10 (-5,1)	-5,6 (-8,9)
IPCH hors énergie	1,5	1,8 (0,2)	1,5 (0,1)	2,0 (0,4)	2,0 (0,4)

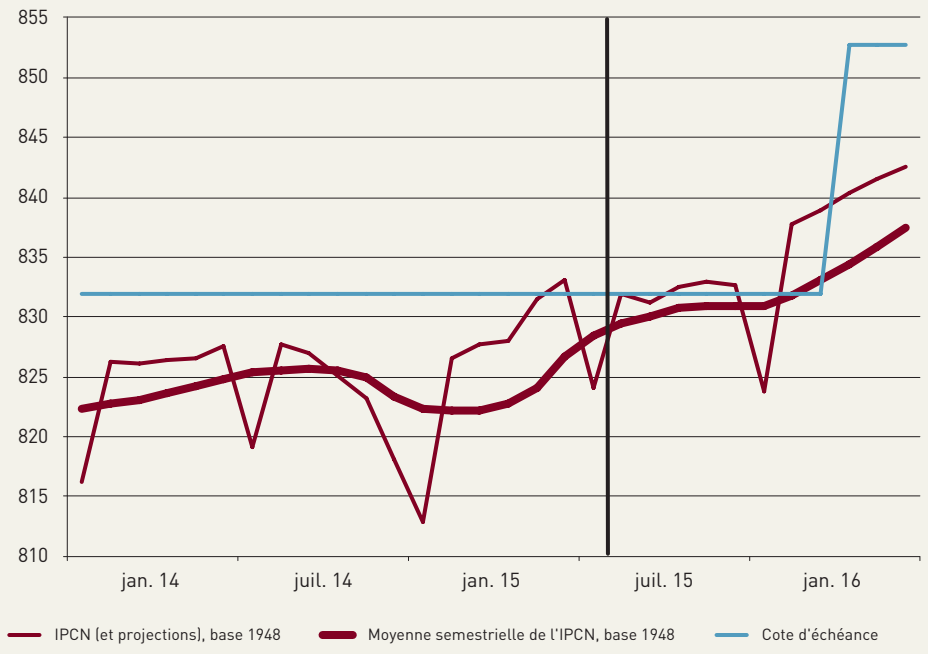
Sources : BCL

Analyse des risques

Lors des exercices précédents, l'incertitude principale entourant les projections d'inflation concernait l'impact de la hausse de la taxation indirecte sur les prix à la consommation. Comme cette mesure est entrée en vigueur depuis neuf mois, ce facteur d'incertitude disparaît largement. Dans une approche prospective, les risques proviennent donc des déterminants habituels de l'inflation, à savoir le prix du pétrole, le taux de change, les prix importés, les salaires et l'influence de la conjoncture sur les marges de profit.

Graphique 8

Niveau des prix et déclenchement de la tranche indiciaire



Source : STATEC, projections BCL

En août 2015, les fluctuations du prix du pétrole ont été importantes. Ainsi, le prix a fléchi de 55$/bl vers la fin juillet à moins de 50$/bl vers la mi-août et à des niveaux inférieurs à 45$/bl par la suite. De tels changements ont un impact non négligeable, d'abord sur le niveau des prix de l'énergie, ensuite sur le niveau de l'IPCN et, s'ils se pérennisent, également sur la moyenne semestrielle des prix et donc finalement sur le moment du déclenchement de la prochaine tranche indiciaire. Dans le scénario sous-jacent, établi vers la mi-août, malgré la hausse des prix non-énergétiques, le niveau global des prix ne progresserait que faiblement d'ici la fin de l'année (voir le graphique 8), précisément en raison du recul des prix de l'énergie. La moyenne semestrielle de l'IPCN s'aplatirait au quatrième

trimestre 2015 et repousserait le déclenchement de la tranche indiciaire vers le début de l'année 2016. Il va de soi qu'un renversement de ce repli du prix du pétrole ou une progression plus importante que prévue des prix des autres biens et services ferait avancer cette échéance à la fin de 2015. Les prévisions présentées ci-dessus montrent l'influence de la date d'arrêté des hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation. Si, au lieu de la mi-août, on avait fixé les hypothèses pour le prix du pétrole vers la fin juillet, alors, *ceteris paribus*, le déclenchement de la tranche indiciaire aurait été anticipé pour la fin 2015. Si, par contre, on avait arrêté les hypothèses fin août, lorsque le prix du pétrole avoisinait des niveaux inférieurs à 45$/bl, alors le paiement de la tranche indiciaire aurait été reporté vers le deuxième trimestre 2016.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Sur l'ensemble de l'année 2014, les prix à la production de l'ensemble des produits industriels ont connu un recul de 3,0%. Cette baisse est imputable à la diminution des prix des biens intermédiaires et des biens énergétiques. Les prix des biens d'équipement ont été quasiment stables alors que les prix des biens de consommation ont légèrement progressé. Le troisième trimestre 2014 a été caractérisé par une certaine stabilisation des prix, avant une forte progression au quatrième trimestre. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année 2014, la chute a été plus marquée qu'en 2013.

La première moitié de l'année 2015 n'a pas confirmé la tendance haussière de la fin 2014. Au premier trimestre 2015, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont affiché un recul de 0,7%. Tous les secteurs ont été concernés par cette baisse, à l'exception des prix des biens de consommation. La baisse a continué lors du deuxième trimestre (-0,5%), sachant que seuls les prix des biens d'équipement ont légèrement progressé, alors que les prix des biens énergétiques ont, quant à eux, été quasiment stables.

Tableau 5

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

	2013	2014	2015-T1	2015-T2
Ensemble des produits industriels	-2,6	-3,0	-0,7	-0,5
Biens intermédiaires	-5,2	-3,0	-0,6	-0,7
Biens d'équipement	-0,2	0,1	-2,0	0,3
Biens de consommation	0,7	0,5	1,7	-0,7
Biens énergétiques	2,0	-8,1	-2,3	-0,1

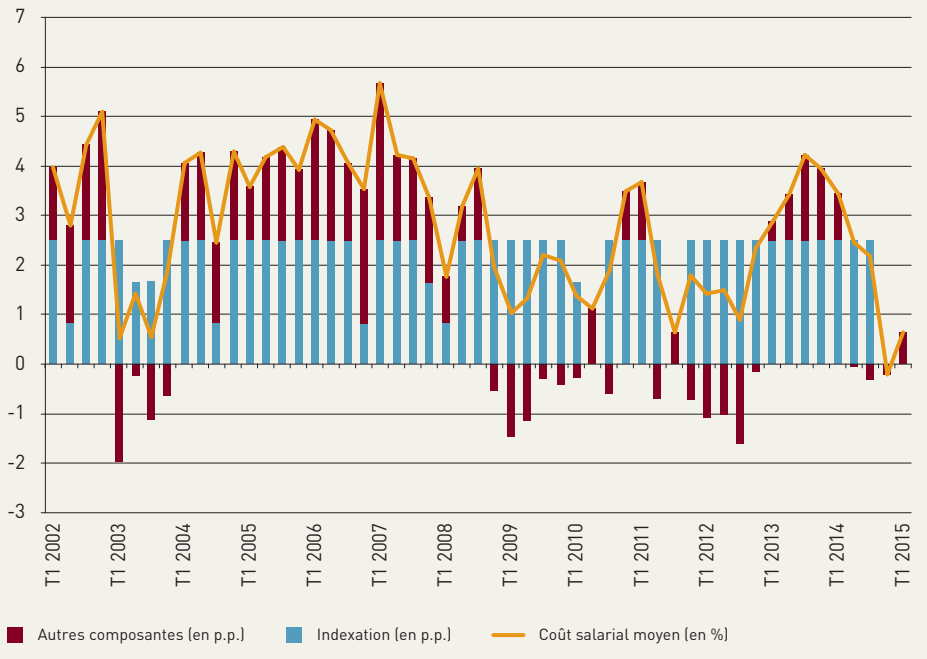
Source : STATEC, calculs:BCL

1.2.1.3 Les coûts salariaux

La dernière estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 0,6% au premier trimestre 2015, après un repli de 0,2% le trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression est entièrement imputable à la contribution des « autres composantes », qui incorporent les éléments « réels »[6], telles que les primes et les gratifications. L'apport de l'indexation des salaires aux prix est nul depuis le dernier trimestre 2014, étant donné qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée en 2014.

6 Selon les données mensuelles de l'IGSS, la progression des « autres composantes » au premier trimestre 2015 s'expliquerait par la hausse des primes et gratifications distribuées. Le volume de travail s'est au contraire inscrit en légère baisse au cours de la période sous revue.

Graphique 9
Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Source : Statec, calculs BCL

Notons que l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale a témoigné d'une progression relativement plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur la base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'environ 1% au cours du trimestre sous revue (et au cours du dernier trimestre 2014)[7]. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique[8].

L'analyse sectorielle révèle que la progression du coût salarial moyen a été la plus dynamique dans l'industrie (+2,6% en rythme annuel), la branche « information et communication » et les services aux entreprises (+1,6%), les services financiers (+0,9%) et les activités immobilières (+0,6%). Au contraire, le coût salarial moyen s'est inscrit en baisse dans la construction (-2,3% en glissement annuel au premier trimestre 2015) et est resté quasiment stable dans les autres branches. Il convient par ailleurs de souligner la baisse du coût salarial moyen enregistrée au dernier trimestre 2014 dans le secteur financier (-3,2%). Rappelons que l'évolution salariale enregistrée dans ce secteur en 2014 s'explique en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013 sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux[9].

En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 0,8% au cours du trimestre sous revue après avoir baissé de 0,5% le trimestre précédent. L'évolution infra-annuelle du coût salarial moyen est très volatile et fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier, tels que la distribution de primes et l'évolution du volume de travail.

7 Notons par ailleurs que la première estimation des comptes nationaux annuels a fait état d'une progression du coût salarial moyen de 1,9% en moyenne au cours de l'année 2014, un chiffre inférieur à celui avancé par les données de la sécurité sociale qui indiqueraient plutôt une progression de l'ordre de 2,9% en 2014.

8 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait (en partie du moins) s'expliquer par les indemnités de licenciement qui sont comptabilisées dans les frais de personnel des établissements de crédit mais ne sont pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.

9 Selon le compte de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse de 3,7% en 2014, après une progression de 5,8% l'année précédente. Cette baisse s'explique (en partie du moins) par une contribution négative des « autres composantes », qui incorporent notamment les primes de licenciement.

Tableau 6

Evolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

(en % par rapport à la même période de l'année précédente)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE				
	T1 2014	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T1 2014	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015
Industrie, y compris énergie	-0,5	1,7	-0,8	-0,6	2,4	3,6	3,9	2,6	-0,2	2,6
Construction	3,6	-3,4	0,1	0,0	2,3	12,8	1,9	2,0	0,2	-2,3
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	0,5	0,4	-0,2	0,3	-0,3	4,3	3,8	2,1	1,1	0,1
Information et communication	0,6	-0,5	1,9	-0,7	1,4	3,6	3,0	3,9	1,0	1,6
Activités financières et d'assurance	-3,2	-0,2	1,2	-1,1	1,0	-0,1	-0,7	0,0	-3,2	0,9
Activités immobilières	0,3	-2,0	1,8	-2,2	2,8	5,4	1,1	2,9	-2,4	0,6
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	1,3	0,8	0,1	-0,4	0,8	3,1	4,1	2,4	1,5	1,6
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,9	0,0	0,6	-1,5	0,8	2,8	2,4	2,9	-0,2	0,0
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	-0,9	-0,1	0,7	-0,2	-0,2	3,1	2,4	3,3	-0,6	0,1
Coût salarial moyen - économie totale	**0,0**	**-0,1**	**0,4**	**-0,5**	**0,8**	**3,4**	**2,5**	**2,2**	**-0,2**	**0,6**

Remarque: les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières.
Source: STATEC, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une modération salariale. La dynamique des salaires est de surcroît exclusivement imputable à l'apport des « autres composantes » dites réelles, sans lesquelles le coût salarial moyen aurait stagné au premier trimestre 2015. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

En écho au redressement graduel de la conjoncture, les dernières informations confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 2,5% en avril 2015, c'est-à-dire au même rythme qu'au mois précédent. Selon des estimations, à interpréter donc avec prudence eu égard à leur caractère provisoire, la progression de l'emploi se serait établie à 2,7% en moyenne au cours des mois suivants.

Tableau 7 :

Evolution de l'emploi et taux de chômage

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente respectivement en pourcentage de la population active)

	Salariés frontaliers entrants	Emploi salarié national	Emploi salarié intérieur	Emploi non-salarié national	Emploi non-salarié intérieur	Emploi total national	Emploi total intérieur	Demandes d'emploi non satisfaites	Population active	Taux de chômage "strict" désaisonnalisé
2010	1,9	1,6	1,8	1,1	1,9	1,6	1,8	8,7	2,0	5,8
2011	3,1	2,8	3,0	1,8	2,7	2,7	2,9	-0,3	2,5	5,7
2012	2,1	2,5	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	1,8	1,8	1,8	1,8	2,3	1,8	1,8	15,1	2,6	6,9
2014	2,8	2,2	2,5	0,7	1,3	2,0	2,4	6,5	2,3	7,2
2014 T1	2,6	2,1	2,4	1,0	1,5	2,0	2,3	10,5	2,6	7,1
2014 T2	2,5	2,2	2,4	0,7	1,3	2,0	2,3	7,7	2,4	7,2
2014 T3	2,9	2,1	2,5	0,5	1,2	2,0	2,4	6,0	2,3	7,2
2014 T4	2,9	2,2	2,6	0,7	1,3	2,1	2,5	1,9	2,1	7,1
2015 T1	2,7	2,2	2,5	0,9	1,5	2,1	2,4	-0,9	1,9	6,9
2015 T2	3,1	2,1	2,6	0,9	1,5	2,0	2,5	-2,7	1,7	6,9
jan. 15	2,7	2,3	2,5	0,7	1,3	2,1	2,4	-0,5	1,9	7,0
fév. 15	2,6	2,3	2,5	0,9	1,5	2,2	2,4	-0,3	2,0	7,0
mars 15	2,8	2,1	2,5	1,1	1,6	2,1	2,4	-2,1	1,8	6,9
avr. 15	2,8	2,1	2,5	1,0	1,6	2,0	2,4	-1,8	1,8	6,9
mai 15	**3,3**	**2,1**	**2,7**	**0,8**	**1,4**	**2,0**	**2,6**	**-3,3**	**1,7**	**6,9**
juin 15	**3,2**	**2,1**	**2,6**	**1,0**	**1,6**	**2,0**	**2,6**	**-3,1**	**1,7**	**6,9**
juillet 15	**3,5**	**2,2**	**2,8**	**1,0**	**1,6**	**2,1**	**2,8**	**-3,1**	**1,8**	**6,9**

Remarque: les données relatives aux mois de mai à juillet 2015 sont des estimations.
Sources: ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

L'*emploi frontalier*, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, semble se redresser progressivement. Selon les données définitives, l'écart de croissance par rapport à l'emploi résident s'est établi à +0,6pp en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année 2015 (en baisse cependant de 0,1pp par rapport à l'écart observé au cours du deuxième semestre 2014). Par ailleurs, en dépit du dynamisme accru observé du côté de l'emploi frontalier, il convient de noter que l'*emploi national* a continué de croître à un rythme supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise[10].

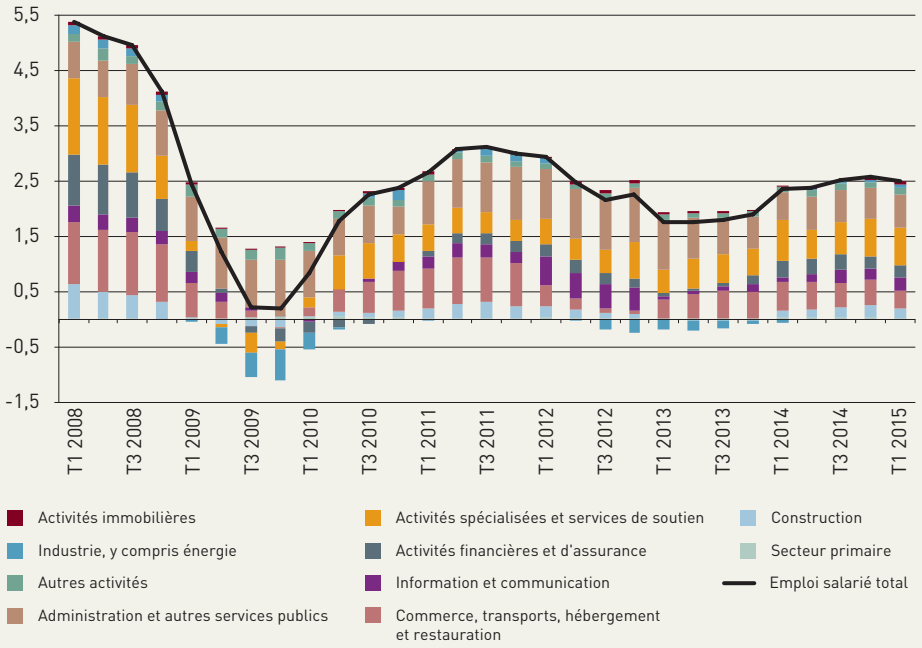
Le redressement de l'emploi non-résident témoigne d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et trouve son reflet du côté du *travail intérimaire*, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires a progressé de 6,2% (en base annuelle) en moyenne sur les quatre premiers mois de 2015[11].

10 La croissance annuelle moyenne de l'emploi salarié national s'est établie à 1,9% en moyenne au cours de la période janvier 1996 – août 2008.

11 Rappelons que l'évolution de l'emploi intérimaire est souvent interprétée, compte tenu de son rôle de facteur d'ajustement, comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. En effet, face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage au travail intérimaire plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

L'*analyse sectorielle*, telle que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au premier trimestre 2015, la croissance annuelle de l'emploi (2,5% au total) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, le secteur public au sens large et les branches « commerce, transports et horeca ».

Graphique 10
Décomposition de la croissance annuelle de l'emploi salarié par branche économique
(en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente respectivement en points de pourcentage)

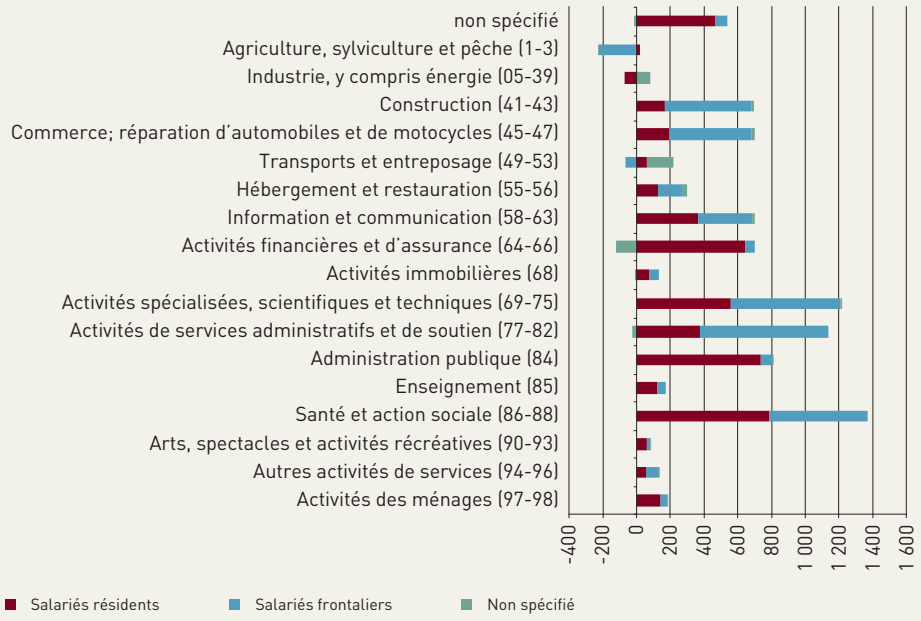


Source : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence[12]. Entre les premiers trimestres 2014 et 2015, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 9 300 emplois. Selon ces données, deux secteurs se démarquent en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi luxembourgeois. Il s'agit en premier lieu du secteur public au sens large, avec environ 2 350 emplois créés (essentiellement dans le sous-secteur de la santé), largement pourvus par des résidents. En second lieu, il s'agit des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne) qui ont créé un peu plus de 2 300 emplois en un an et dont l'essentiel a été pourvu par des salariés frontaliers. Notons par ailleurs que l'emploi résident a poursuivi sa contraction dans l'industrie. L'emploi frontalier s'est quant à lui inscrit en retrait dans le secteur des transports (et dans le secteur primaire).

12 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Par conséquent, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables entre elles et sont susceptibles de diverger selon la source utilisée.

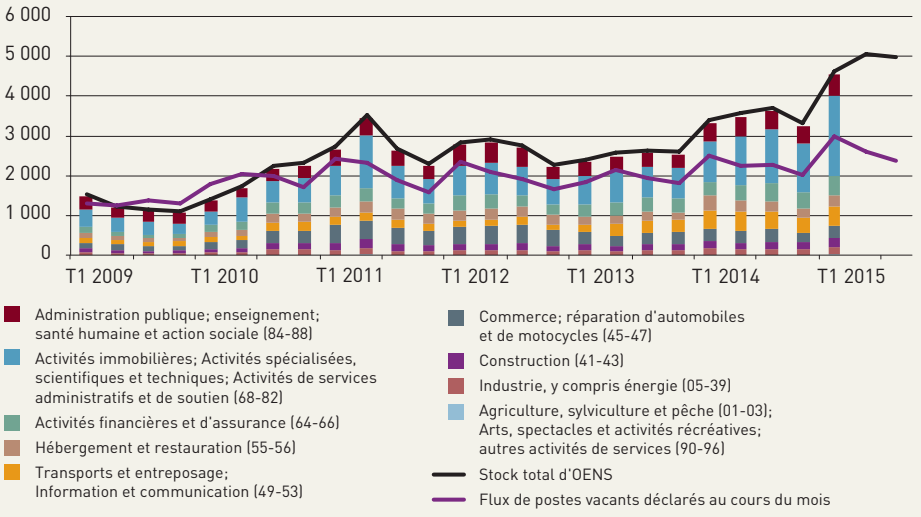
Graphique 11
Décomposition sectorielle des créations nettes d'emplois au premier trimestre 2015
(évolution absolue par rapport au premier trimestre 2014)



Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.

Source : IGSS, calculs BCL

Graphique 12
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites
(en nombre)



Remarque: Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2.

** La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne les deuxième et troisième trimestres 2015. Par ailleurs, les données relatives au troisième trimestre font uniquement référence au mois de juillet 2015.*

Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

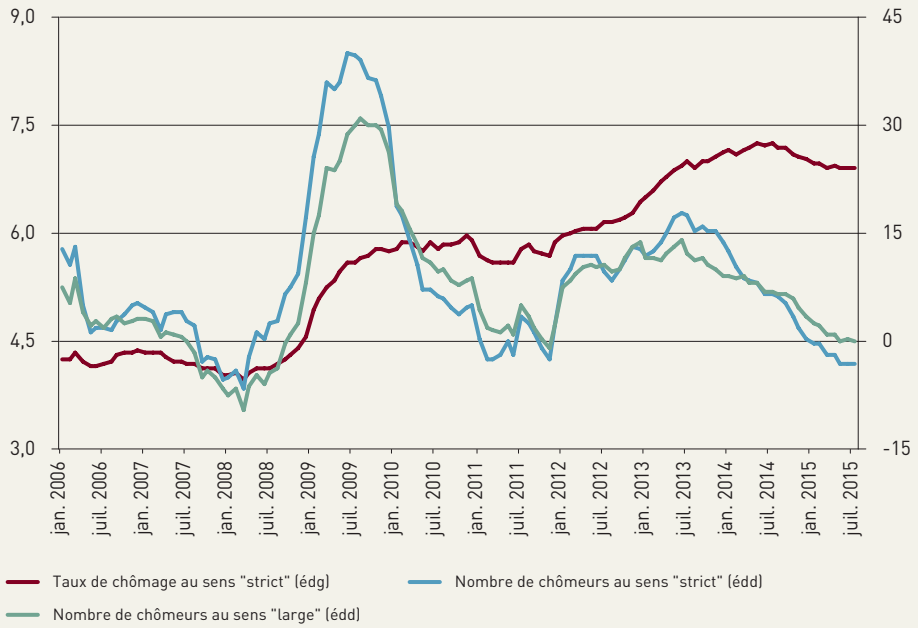
Dans ce contexte, la hausse de la *demande de travail* – telle que mesurée par le stock d'offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à près de 4 900 en moyenne au cours des sept premiers mois de l'année courante, en hausse de 36% par rapport à la période correspondante de 2014. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, demeure donc largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à près de 2 800 en moyenne au cours des mois de janvier à juillet 2015, en hausse de 13,1% en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au premier trimestre 2015, 43,8% des offres d'emplois proviennent des services aux entreprises et activités immobilières, qui incluent entre autres les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil ; ont suivi le secteur public au sens large (11,6%), les transports et communications (10,8%) et les activités financières et d'assurance (10,5%). Le commerce et l'horeca ont compté pour leurs parts respectivement 6,5% et 5,9% des postes vacants. L'industrie et la construction ont représenté une moindre part des offres d'emploi.

1.2.2.2 Le chômage

Le taux de *chômage* au sens « strict » s'est établi à 6,9% en juillet 2015, un taux stable par rapport à celui observé au cours des quatre mois précédents. Pour le septième mois consécutif, le

nombre de demandeurs d'emploi disponibles s'est inscrit en retrait en juillet 2015 (-3,1%, soit l'équivalent de plus de 550 chômeurs en moins en une année).

Graphique 13
Evolution du chômage
(en pourcentage de la population active respectivement en pourcentage de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

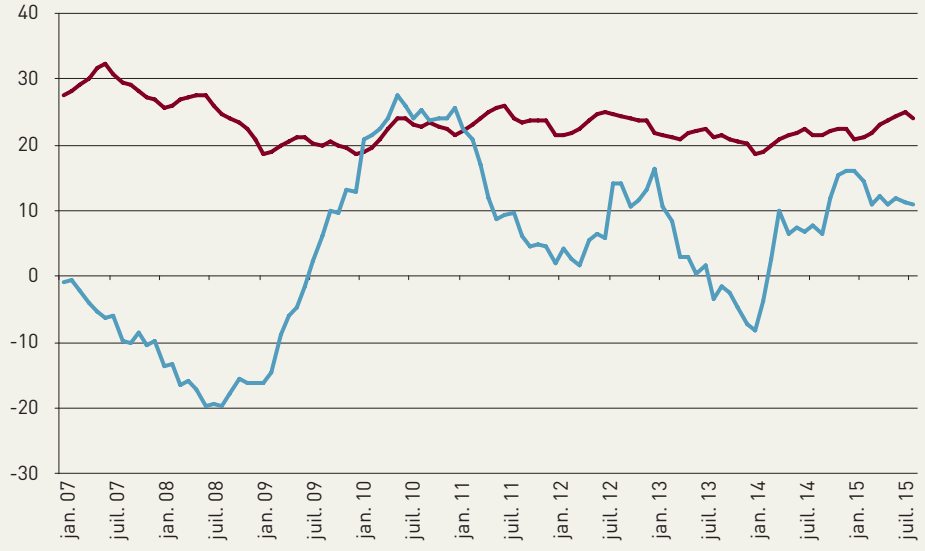
La baisse du chômage au sens « strict » s'explique en partie par une augmentation du nombre de chômeurs faisant l'objet d'une *mesure d'activation*. La trajectoire ascendante observée tout au long de 2014 au niveau des mesures pour l'emploi s'est poursuivie en début d'année courante. Sur les sept premiers mois de 2015, près de 5 500 demandeurs d'emplois ont bénéficié d'une mesure de soutien à l'emploi (en moyenne chaque mois), soit 11,8% de plus qu'il y a un an[13]. Ce redressement est essentiellement imputable aux mesures fournies par des associations sans but lucratif destinées aux demandeurs d'emploi indemnisés, aux mesures de formation ou stages de réinsertion professionnelle ainsi qu'aux contrats d'initiation à l'emploi destinés aux jeunes chômeurs. En tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une telle mesure, on constate néanmoins que, pour la première fois depuis plusieurs années, le nombre de chômeurs au sens « large » s'est également inscrit en (très) légère baisse au mois de juillet 2015 (-0,1% en rythme annuel).

13 Rappelons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur sortie du système scolaire.

Graphique 14

Evolution des mesures pour l'emploi

(en pourcentage du nombre total de demandeurs d'emploi respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente; données non ajustées pour les variations saisonnières



Source : ADEM, calculs BCL

Une analyse détaillée révèle par ailleurs que la baisse du nombre de demandeurs d'emploi s'explique essentiellement par une baisse du nombre des chômeurs *indemnisés*. Sur les sept premiers mois de l'année en cours, celui-ci a diminué de 5,7% en glissement annuel. Durant la même période, le nombre de demandeurs d'emploi non indemnisés[14] a progressé de 0,5%, tendance qui reflète sans doute également celle des chômeurs de longue durée. De surcroît, le nombre de chômeurs souffrant d'un handicap ou d'une incapacité de travail partielle s'est, sur base annuelle, inscrit en retrait de 1,2% au cours des sept premiers mois de 2015.

Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du *chômage partiel*, qui après une hausse temporaire vers le tournant de l'année, s'est à nouveau orienté à la baisse. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'établirait à 589 au mois de septembre 2015, soit 42,4% de moins qu'il y a un an. Il s'agit là du niveau le plus faible observé depuis l'aggravation de la crise fin 2008. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit ont suggéré une baisse du recours à ce dispositif en 2014. Pour 2015, les données demeurent encore provisoires et ne permettent par conséquent pas de tirer de fortes conclusions quant à l'utilisation effective du chômage partiel.

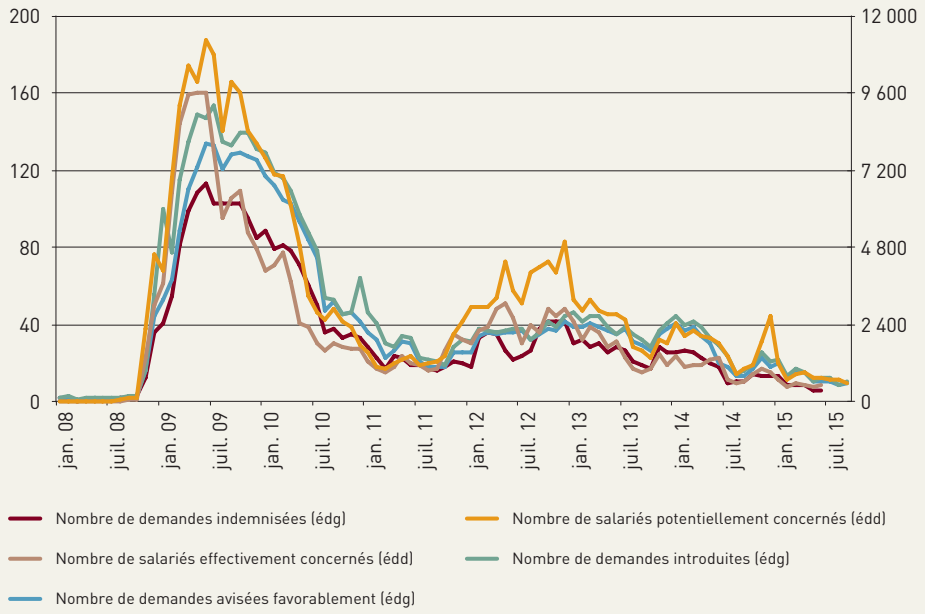
14 Rappelons que la population des chômeurs non indemnisés est constituée de personnes sans emploi dont les droits aux allocations de chômage sont arrivés à échéance ou qui ne remplissent pas les pré-requis pour pouvoir en bénéficier. Il s'agit par exemple de femmes au foyer (ou toute autre personne) qui décident de (ré-) intégrer le marché du travail. Les chômeurs non indemnisés peuvent par ailleurs inclure des étudiants qui à l'issue de leur parcours scolaire ne trouvent pas d'emploi ou encore de nouveaux arrivants sur le territoire national.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 Industrie et construction

Sur l'ensemble de l'année 2014 la **production industrielle** a progressé de 6,0%. Seule la production de biens intermédiaires a légèrement reculé alors que la production de biens de consommation et dans la sidérurgie a fortement progressé. Lors du premier trimestre de 2015, la production industrielle a augmenté de 2,3% par rapport au même trimestre de 2014. Celle-ci a néanmoins été pénalisée par une production sidérurgique en baisse de 3,9%. Notons d'ailleurs que la production industrielle hors sidérurgie a fortement progressé (+9,4%). La production de biens de consommation a également été en recul de 3,8%. La production de biens énergétiques a quant à elle nettement augmenté. Lors du deuxième trimestre de 2015, la production industrielle est restée stable, une fois de plus pénalisée par la production sidérurgique et la production des biens de consommation qui a fortement chuté. La production de biens énergétiques a également baissé. Seule la production de biens intermédiaires et de biens d'équipement a progressé lors de ce trimestre.

Graphique 15
Evolution du chômage partiel
(en nombre)



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour les mois de janvier à septembre 2015.
Source : Comité de conjoncture

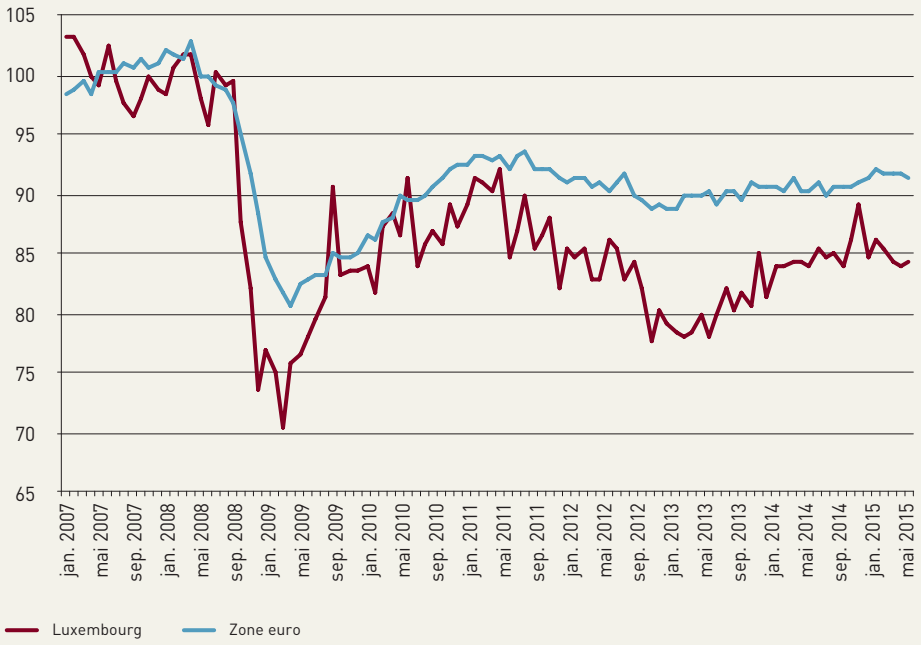
Tableau 8 :
Indicateurs relatifs à l'industrie (production par jour ouvrable en taux de variation annuel)

	2013	2014	2015-T1	2015-T2
Total Industrie	-4,1	6,0	2,3	0,0
Industrie sidérurgique	-2,7	10,7	-3,9	-5,5
Total industrie hors sidérurgie	-6,6	4,9	9,4	9,7
Biens intermédiaires	-2,4	-0,9	4,7	2,7
Biens énergétiques	-8,1	2,2	12,8	-1,7
Biens d'équipement	-3,4	4,3	2,8	1,7
Biens de consommation	-6,8	12,1	-3,8	-19,2

Source : STATEC, calculs : BCL

Depuis fin 2008, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro a été caractérisée par une forte baisse. Ce recul fut d'abord plus marqué au Luxembourg, qui de plus a connu un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010. Toutefois, en 2013, alors que la production industrielle de la zone euro connaissait une certaine stabilisation, la progression de celle-ci au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. La production industrielle au Luxembourg semble désormais se stabiliser à un niveau légèrement inférieur à celui de la zone euro.

Graphique 16
Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010=100), corrigé pour les variations saisonnières



Source : Eurostat, calculs : BCL

L'indicateur de confiance dans l'industrie s'est fortement détérioré récemment, passant de -24,8 en mai à -27,9 en juin et -28,9 en juillet. Selon l'enquête mensuelle de conjoncture du mois d'août 2015 et par rapport au mois précédent, plus de répondants ont estimé que la tendance récente de la production était en baisse. Les perspectives futures de la production ont dénoté la même tendance. L'état du carnet de commandes a été globalement stable. En revanche, plus de répondants ont estimé les stocks de produits finis comme insuffisants. Le nombre de personnes interrogées anticipant une production à la hausse dans les prochains mois a été en nette hausse. Paradoxalement, les perspectives d'évolution de l'emploi ont connu quant à elles une baisse marquée. Lors des questions trimestrielles posées en juillet, plus de répondants ont estimé qu'aucun facteur ne limitait la production et ils ont été moins nombreux à citer l'insuffisance de la demande comme facteur limitatif. Le degré d'utilisation des capacités de production, estimé à 70%, a été en nette amélioration (contre 66% en avril), entraîné par la forte hausse de l'utilisation des capacités dans la métallurgie et dans l'industrie du papier et carton.

Sur l'ensemble de l'année 2014, la production dans la **construction** a progressé de 3,4%. Le nombre d'heures travaillées a, quant à lui, augmenté de 3,7%. En revanche, les données du premier trimestre de 2015 ont indiqué une baisse dans le secteur de la construction, tant au niveau de la production (-3,3%) que des heures travaillées (-2,8%). Au deuxième trimestre, le nombre d'heures travaillées a légèrement diminué (-0,4%) alors que la production baissait quant à elle plus fortement (-1,2%).

Le nombre total de permis de bâtir accordés a connu une très forte progression en 2014 (+75,2%). Cette hausse était attendue suite à la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui a pris effet au 1er janvier 2015. Le secteur de la construction bénéficie en effet d'une mesure transitoire permettant d'appliquer le taux super-réduit de 3% jusqu'au 31 décembre 2016, sous condition qu'une demande d'application de ce taux ait été introduite avant le 1er janvier 2015. Le quatrième trimestre a notamment connu une hausse spectaculaire de 163,5% de ces permis par rapport au trimestre correspondant de l'année 2013. En revanche, le nombre de permis octroyés a nettement baissé lors du premier trimestre de 2015. L'augmentation du nombre de permis de bâtir accordés en 2014 devrait montrer ses effets de manière étalée dans le temps. Il reste à déterminer si le secteur de la construction sera capable d'absorber une telle hausse de l'activité endéans deux ans. En tout état de cause, les effets positifs ne se sont pas encore fait ressentir dans l'activité à l'heure actuelle.

Tableau 9 :

Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2013	2014	2015-T1	2015-T2
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	-4,4	3,4	-3,3	-1,2
Heures travaillées	-4,1	3,7	-2,8	-0,4
Permis de bâtir	-15,0	75,2	-34,9	-

Source : STATEC, calculs : BCL

Les résultats des enquêtes de conjoncture dans la construction ont pour l'instant été relativement mitigés. Lors de l'enquête la plus récente (mois d'août), un peu plus de répondants ont considéré l'activité comme étant en augmentation ou stable par rapport au mois de juillet. Ils ont en revanche été moins nombreux à estimer qu'aucun facteur ne limitait l'activité. Certaines personnes interrogées ont notamment cité des contraintes financières ou le manque de main d'œuvre comme facteurs pesant sur la production. Les perspectives d'emploi ont été relativement stables, mais orientées à la baisse.

1.2.3.2 Secteur financier

1.2.3.2.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Fin juin 2015, 25 657 personnes ont été employées dans les établissements de crédit du Luxembourg, soit une baisse annuelle de 240 emplois. A titre de comparaison, le nombre d'employés était de 25 682 fin mars 2015. L'effectif a donc été relativement stable sur 3 mois.

La baisse sur base annuelle du nombre d'emplois dans les établissements de crédit a été imputable à des évolutions contrastées. Dans le détail, 67 banques ont augmenté leur effectif et 56 d'entre elles l'ont réduit, l'effet net cumulé sur la période ayant été négatif.

Si ces développements s'expliquent en partie par le fait que le nombre de banques a diminué suite à des fermetures et des reprises, il convient toutefois de rappeler que l'évolution de l'effectif dans les banques est à interpréter avec précaution en raison de plusieurs effets statistiques d'envergure. Ainsi, des effets de substitution interviennent entre la population des établissements de crédit et celle des Professionnels du Secteur Financier (PSF). Si l'effectif dans les établissements de crédit est en baisse entre juin 2014 et juin 2015, le nombre de personnes employées dans les PSF s'élevait à 14 978 à la fin du deuxième trimestre 2015, ce qui représente une hausse annuelle de 192 emplois. Par ailleurs, un nouveau rapport statistique est entré en vigueur au mois de décembre 2014. Cette refonte a été l'occasion pour de nombreux établissements de crédit de revoir leurs modalités de recensement du personnel. Cet effet « refonte statistique » s'est également répercuté sur la collecte trimestrielle relative à l'effectif dans les établissements de crédit.

1.2.3.2.2 Les établissements de crédits

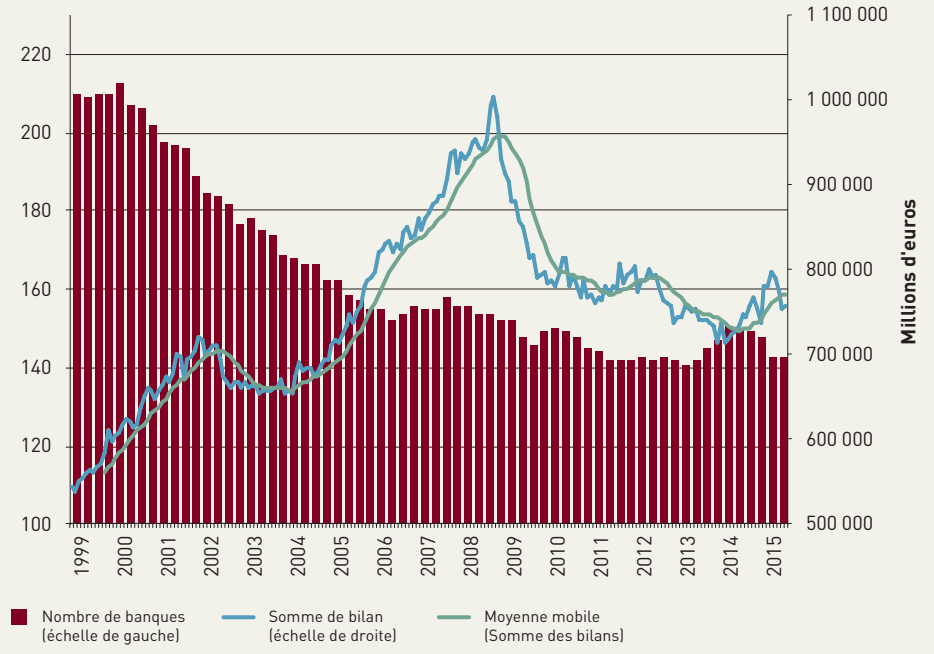
Evolution du nombre d'établissements de crédit

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 143 unités au 31 juillet 2015, soit 7 unités de moins qu'au mois de juillet 2014. Au niveau de la répartition géographique des établissements de crédit, les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 26 unités présentes. Cependant, on a également dénombré 15 banques françaises, 12 banques suisses, 10 banques italiennes, 10 banques chinoises, et 5 banques luxembourgeoises.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 juillet 2015, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des banques présentes sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 758 632 millions d'euros. Le total bilantaire a enregistré une hausse annuelle cumulée de 12 192 millions d'euros, soit 1,6%, par rapport au 31 juillet 2014.

Graphique 17
Evolution de la somme de bilan par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 2000 à fin juillet 2015



Source : BCL

Evolution des principaux postes de l'actif

Au 31 juillet 2015, les créances interbancaires ont représenté environ la moitié (49,1%) du volume de l'activité bancaire. Ces créances ont diminué de 15 226 millions d'euros, soit 3,9%, en glissement annuel, pour porter l'encours à 372 203 millions d'euros.

Les établissements de crédit luxembourgeois avaient déposé 28 762 millions d'euros dans leurs comptes courants auprès de la BCL fin juillet 2015. Ce montant a enregistré une hausse de 14 613 millions d'euros par rapport au mois de juillet 2014. Pour la période de constitution des réserves prenant fin le 21 juillet 2015, l'exigence de réserves s'élevait à 4 357 millions d'euros et le montant des réserves excédentaires était de 8 583 millions d'euros. Tant les réserves excédentaires que les montants placés à la facilité de dépôt se sont inscrits en hausse sur douze mois et ce malgré le fait que le taux de la facilité de dépôt soit de -0,20% depuis septembre 2014.

Fin juillet 2015, les créances sur la clientèle non bancaire ont enregistré une hausse de 11,0% en rythme annuel pour atteindre un encours de 193 859 millions. Ce montant correspond à une légère hausse de 0,3% par rapport au mois de juin 2015. De même, entre juillet 2014 et juillet 2015, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro de 8 682 millions d'euros, soit un accroissement de 18%. Néanmoins, cette hausse est partiellement la conséquence d'une reclassification du secteur des autres intermédiaires financiers envers le secteur des sociétés non financières. En neutralisant cette dernière, la hausse effective du crédit envers les sociétés non financières de la zone euro ne s'est élevée qu'à 3 834 millions d'euros, soit 7,9%. Le crédit immobilier envers les ménages luxembourgeois ainsi que les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) a progressé de 1 505 millions d'euros depuis juillet 2014, soit une hausse de 6,8%.

Le montant du portefeuille de titres financiers détenus à l'actif s'est élevé à 166 307 millions d'euros fin juillet 2015 et a représenté 21,9 % du total de l'actif. Ce poste a atteint une progression de 3%, soit 4 805 millions d'euros, par rapport à son niveau de l'année précédente. Ce portefeuille a été composé à 90,8% de titres de créances à revenus fixes et à 9,2 % de titres à revenus variables comprenant des

actions, des participations ainsi que des parts d'OPC monétaires. Fin juillet 2015, le portefeuille obligataire s'est élevé à 150 935 millions d'euros, soit un accroissement nominal de 1,6% en rythme annuel, pour un delta de 2 358 millions d'euros. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation des transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été favorables, de l'ordre de 3 873 millions d'euros, en raison d'un impact positif des effets de change. Néanmoins, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres, les transactions s'étant élevées à 1 514 millions d'euros durant la période analysée.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a augmenté de 3 368 millions d'euros en rythme annuel pour s'établir à 26 263 millions d'euros fin juillet 2015, soit 3,5% de l'actif.

Tableau 10 :

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

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

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF [1]
				07-2014 - 07-2015		06-2015 - 07-2015		
	07-2014	06-2015	07-2015	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	07-2015
Créances interbancaires	387 429	373 176	372 203	-15 226	-3,9	- 973	-0,3	49,1
Créances sur la clientèle	174 615	193 291	193 859	19 244	11,0	568	0,3	25,6
Portefeuille titres	161 502	164 526	166 307	4 805	3,0	1 781	1,1	21,9
Autres actifs	22 895	23 037	26 263	3 368	14,7	3 226	14,0	3,5
Total de l'actif	746 441	754 030	758 632	12 192	1,6	4 603	0,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs
Source : BCL

Evolution des principaux postes du passif

Les dettes interbancaires ont diminué de 21 383 millions d'euros en glissement annuel pour atteindre un encours de 275 041 millions d'euros fin juillet 2015. Le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 1 891 millions d'euros en comparaison annuelle. Ainsi, les dettes envers les autres établissements de crédit ont diminué de 23 274 millions sur un an. Le solde interbancaire, net des activités auprès de la BCL, a représenté, quant à lui, 70 957 millions d'euros fin juillet 2015.

Au 31 juillet 2015, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 10,5%, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 339 554 millions d'euros. Elles correspondent ainsi à 44,8 % du total du passif et ont représenté la principale source de financement des banques fin juillet 2015. Cette hausse s'explique principalement par une augmentation des dépôts des autres intermédiaires financiers luxembourgeois, une composante particulièrement volatile du financement bancaire. Il convient de noter que les dépôts des ménages et ISBLM luxembourgeois ont augmenté de 946 millions d'euros par rapport au mois de juillet 2014, soit une progression annuelle de 3,1%, les dépôts des ménages et ISBLM des autres pays membres de la zone euro ont, quant à eux, augmenté de 5,8% suite à un effet de base.

Le financement par émission de titres a connu une baisse modérée en glissement annuel et a représenté 55 785 millions d'euros en fin de période, soit 7,4% du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation sont également pris en compte.

Tableau 11 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

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

PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF [1]
				07-2014 - 07-2015		06-2015 - 07-2015		
	07-2014	06-2015	07-2015	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	07-2015
Dettes interbancaires	296 424	273 307	275 041	-21 383	-7,2	1 734	0,6	36,3
Dettes envers la clientèle	307 306	339 390	339 554	32 248	10,5	164	0,0	44,8
Dettes représentées par un titre	57 817	55 691	55 785	-2 032	-3,5	94	0,2	7,4
Autres passifs	84 894	85 642	88 252	3 358	4,0	2 610	3,0	11,6
Total du passif	746 441	754 030	758 632	12 191	1,6	4 602	0,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des passifs.
Source : BCL

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 crédit 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 d'une part et des conditions de l'offre et de la demande de crédit d'autre part[15]. Lors de l'édition de juillet 2015, 142 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont 7 au Luxembourg.

Dans l'édition de juillet 2015, les questions rétrospectives font référence au 2e trimestre 2015, tandis que les questions prospectives couvrent le 3e trimestre 2015.

Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

Au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble les banques ont déclaré avoir assoupli les critères d'octroi[16] des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises (PME) et aux grandes entreprises, au cours du 2e trimestre 2015. Cet assouplissement s'applique tant aux crédits à court terme qu'à ceux à long terme.

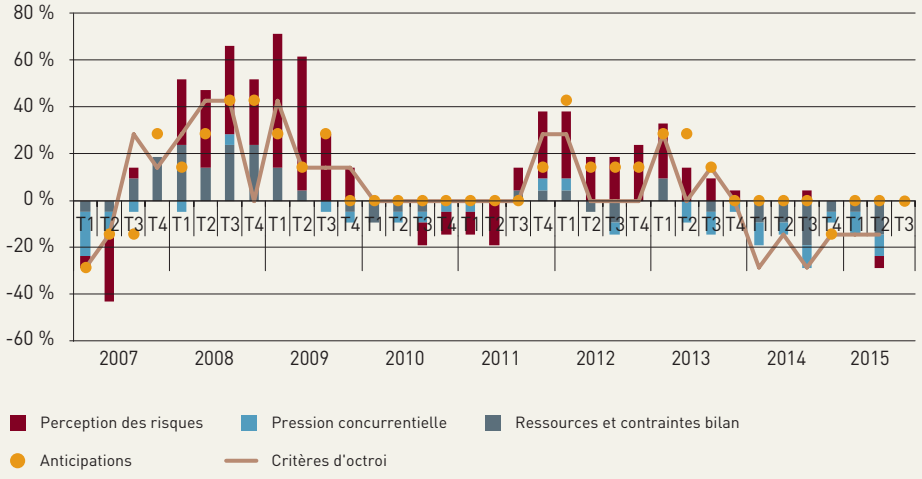
Comme le montre le Graphique 18, le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques et, dans une moindre proportion, la pression concurrentielle ainsi que la perception des risques, ont contribué à l'assouplissement des critères d'octroi des crédits au Luxembourg au 2e trimestre 2015. Quant à la zone euro dans son ensemble, l'assouplissement des critères d'octroi a été favorisé par ces mêmes facteurs, la tolérance au risque des banques exerçant un effet inverse.

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

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

Les banques au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble ont indiqué avoir assoupli les conditions d'octroi[18] tant pour les crédits aux PME que pour les prêts aux grandes entreprises. Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, l'amélioration des conditions globales d'octroi des crédits s'est traduite par une diminution des marges sur les prêts de risque moyen et, à un degré moindre, sur les prêts plus risqués. Cet assouplissement s'est également manifesté par une réduction des frais autres que les intérêts et par l'application de conditions plus favorables en termes de demandes de garanties et de clauses dans les contrats de crédit. La pression concurrentielle et, dans une moindre proportion, le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques, ont participé à cette amélioration des conditions d'octroi. Ces évolutions sont globalement en accord avec celles mises en évidence pour la zone euro.

Graphique 18
Evolution des critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg
(en pourcentages nets)[17]



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

Source : BCL

La part des demandes de prêt des entreprises qui ont été totalement rejetées par les banques au Luxembourg est restée inchangée au cours du 2e trimestre 2015, alors que celle-ci a augmenté dans la zone euro dans son ensemble.

En fin 2014, la BCL a réalisé une enquête auprès des entreprises qui permet d'analyser l'impact de possibles contraintes de crédit pendant la crise financière entre 2008 et 2013 (voir encadré n° 2 dans le Bulletin BCL 2015/1). Cette enquête s'inscrit dans le cadre d'un réseau de recherche de l'Eurosystème portant sur la dynamique des salaires (*Wage Dynamics Network, WDN*). Il en ressort que seulement un quart des entreprises interrogées au Luxembourg ont déclaré avoir été confrontées à des contraintes de crédit sur la période couverte (2008-2013). D'ailleurs, les données affichées par le graphique 18 confirment que pendant cette période les banques luxembourgeoises ont resserré leurs critères d'octroi des crédits, tandis qu'elles les ont assouplis en 2014 et 2015. A ce stade, il n'est pas possible de procéder à une comparaison de la proportion d'entreprises luxembourgeoises ayant subi des contraintes de crédit pendant la crise avec celle dans d'autres pays de la zone euro, où les résultats sont en phase d'élaboration. Il est, par ailleurs, difficile d'affirmer dans quelle mesure les contraintes de crédit au Luxembourg ont été influencées par les décisions de politique monétaire, qu'elles soient conventionnelles

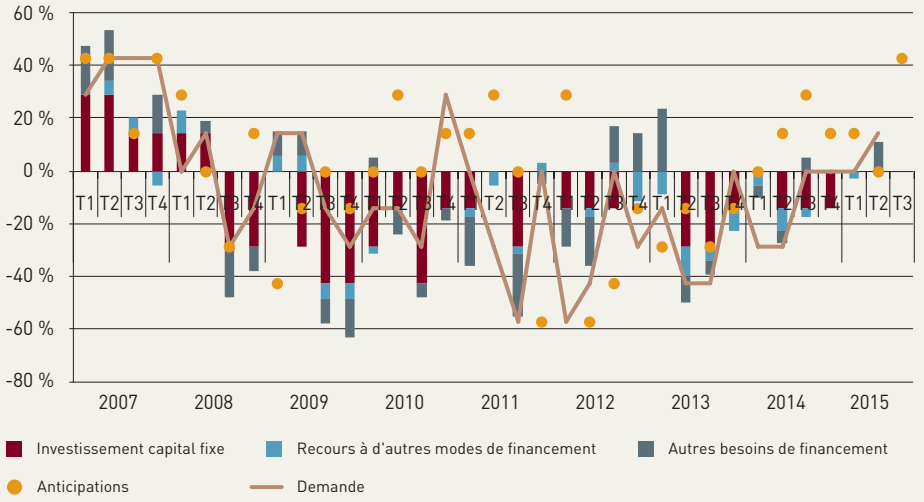
17 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque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

18 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 ».

Graphique 19

Evolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg

(en pourcentages nets)[19]



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

Source : BCL

ou non-conventionnelles, introduites par l'Eurosystème lors de l'émergence de la crise. Dans ce contexte, il y a lieu de rappeler que la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle reste sujette à des délais longs et variables et que sa vitesse est connue avec peu de précision. Enfin, il est probable que la part des entreprises au Luxembourg qui ont été sujettes à des contraintes de crédit durant la période couverte par l'enquête aurait été bien plus importante en l'absence des mesures de politique monétaire introduites par l'Eurosystème.

Selon l'édition de juillet 2015 de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, au Luxembourg comme dans la zone euro les banques ont rapporté une augmentation de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises. Selon les banques au Luxembourg, plusieurs éléments ont concouru à un accroissement de la demande, à savoir principalement le niveau général des taux d'intérêt, mais aussi le refinancement, la restructuration et la renégociation de dettes ainsi que le besoin en fonds de roulement. Les fusions/acquisitions et les restructurations d'entreprise ont cependant eu un effet négatif sur la demande (voir Graphique 19).

Pour la zone euro dans son ensemble, les banques ont indiqué que la demande a été soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, le besoin d'investissement en capital fixe, le besoin en fonds de roulement, les fusions/acquisitions et les restructurations d'entreprise, le refinancement, la restructuration et la renégociation de dettes. En revanche, le recours à d'autres modes de financement a pesé négativement sur la demande.

Concernant les crédits à l'habitat aux ménages au Luxembourg et dans la zone euro, les banques ont indiqué avoir assoupli les critères d'octroi (voir Graphique 20). Selon les banques au Luxembourg, plusieurs facteurs ont contribué à cette évolution, notamment le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques, la pression concurrentielle ainsi que la situation et les perspectives économiques globales. Dans la zone euro, ce sont ces mêmes facteurs qui ont affecté les critères d'octroi de même que la tolérance au risque des banques ; les perspectives sur le développement du marché de l'immobilier ont toutefois exercé un effet contraire.

19 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et 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.

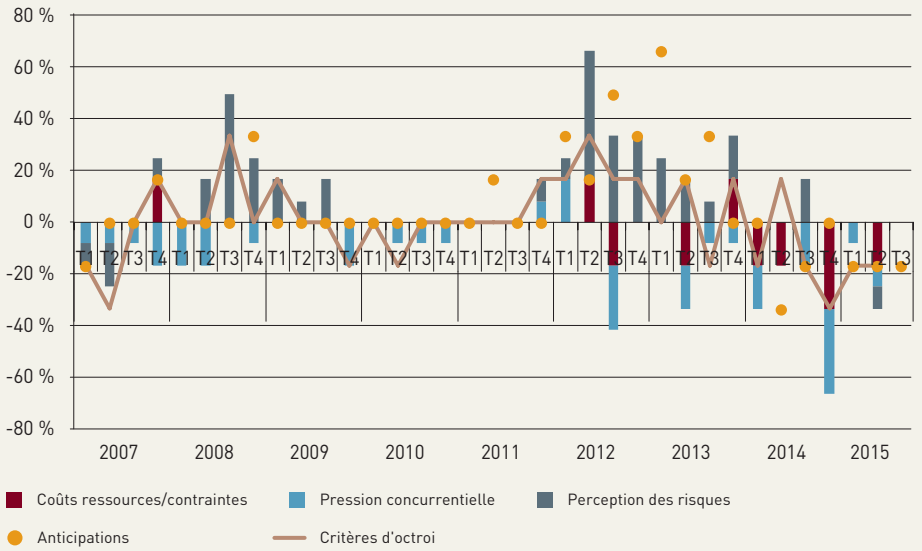
Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont aussi fait état d'un léger assouplissement des conditions d'octroi sous l'effet du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques ainsi que de la pression concurrentielle. Dans la zone euro, ce sont tous ces facteurs de même que la perception des risques qui ont eu un rôle en cette matière.

Au Luxembourg, l'assouplissement des conditions d'octroi s'est traduit par une augmentation du ratio prêt-valeur (quotité d'emprunt) et par des conditions d'octroi plus favorables en termes de demandes de garanties. Dans la zone euro, l'amélioration des conditions globales d'octroi s'est manifestée surtout par une réduction des marges sur les prêts de risque moyen et, plus modestement, des marges sur les prêts plus risqués, une hausse du ratio prêt-valeur, une diminution de frais autres que les intérêts et des conditions plus favorables en matière de durée du prêt.

La part des demandes de prêts à l'habitat des ménages totalement rejetées par les banques a légèrement diminué au Luxembourg au cours du 2e trimestre 2015 tandis qu'elle est restée inchangée dans la zone euro.

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à l'habitat était restée stable au cours du 2e trimestre 2015. Les banques ont toutefois mentionné que le faible niveau des taux d'intérêt et, à un degré moindre, la confiance des consommateurs ont positivement affecté la demande, tandis que le régime réglementaire et fiscal applicable au marché immobilier résidentiel a pesé négativement sur la demande (voir Graphique 21).

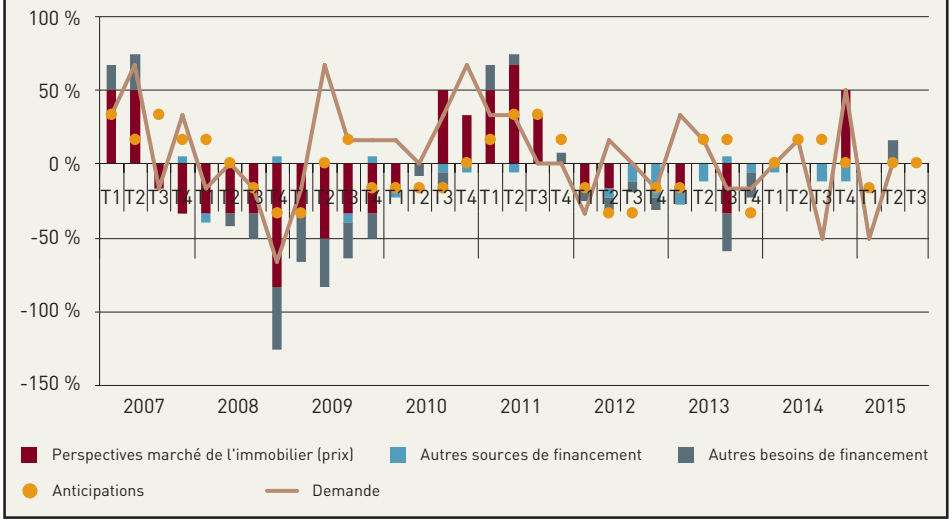
Graphique 20
Evolution des critères d'octroi des crédits à l'habitat accordés aux ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg
(en pourcentages nets)



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

Source : BCL

Graphique 21
Evolution de la demande de crédits à l'habitat provenant des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg
(en pourcentages nets)



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

Source : BCL

Les banques de la zone euro ont rapporté une hausse de la demande de crédits à l'habitat de la part des ménages durant le 2e trimestre 2015. Les principaux facteurs ayant contribué à cette augmentation de la demande sont le faible niveau des taux d'intérêt, les perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel et la confiance des consommateurs.

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages au Luxembourg et dans la zone euro, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli les critères et les conditions d'octroi au cours du 2e trimestre 2015. Au Luxembourg, cette évolution a été favorisée par le coût des ressources et les contraintes d'équilibre du bilan des banques, la pression concurrentielle ainsi que la situation et les perspectives économiques globales. Dans la zone euro ce sont ces mêmes facteurs qui ont exercé un effet d'assouplissement des critères d'octroi, avec en plus un effet inverse exercé par la capacité de remboursement des emprunteurs et les risques relatifs aux garanties requises.

Quant aux conditions d'octroi, leur amélioration s'est produite au Luxembourg durant le 2e trimestre 2015 sous l'effet du coût des ressources et des contraintes d'équilibre du bilan des banques et de la pression concurrentielle. Ce sont ces mêmes facteurs qui ont principalement agi dans la zone euro. Au Luxembourg, l'assouplissement des conditions d'octroi s'est traduit par une baisse des marges sur les prêts de risque moyen et par des conditions d'octroi plus avantageuses relatives au montant du crédit. Dans la zone euro, cet assouplissement s'est manifesté par une diminution des marges, principalement sur les prêts de risque moyen, mais aussi sur les prêts plus risqués. Il a également été reflété dans une diminution des frais autres que les intérêts et des conditions d'octroi plus favorables en matière de demandes de garanties et de montant du prêt.

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts des ménages, la part des demandes totalement rejetées par les banques est restée inchangée au Luxembourg au cours du 2e trimestre 2015, tandis qu'elle a légèrement augmenté dans la zone euro dans son ensemble.

La demande pour ces crédits est restée stable au Luxembourg durant le 2e trimestre 2015 alors qu'elle a augmenté dans la zone euro. Selon les banques au Luxembourg, la demande a été soutenue par les besoins de financement des dépenses de consommation en biens durables et, dans une moindre mesure, par le faible niveau des taux d'intérêt, tandis qu'elle a été négativement affectée par le recours à l'épargne en tant que financement propre. Ces évolutions correspondent globalement à celles observées dans la zone euro dans son ensemble.

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

Alors que les conditions d'accès au financement par les dépôts étaient restées inchangées au Luxembourg au cours du 2e trimestre 2015, elles se sont détériorées dans la zone euro dans son ensemble.

Par ailleurs, au cours du 2e trimestre 2015, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont enregistré une faible détérioration de leurs conditions d'accès au financement sur le marché monétaire à court terme, et dans le même temps n'ont pas noté de changement sur le marché monétaire à très court terme (durée inférieure ou égale à une semaine). En revanche, pour la zone euro, les banques ont fait part d'une amélioration de leurs conditions d'accès au financement sur le marché monétaire.

Deux autres questions portaient sur l'incidence des nouvelles exigences réglementaires définies dans les Directive et Règlement sur les exigences de fonds propres (CRR/CRD IV), de même que d'autres mesures réglementaires ou prudentielles, sur la politique de distribution du crédit des banques.

Dans le cadre de ces nouvelles mesures, quelques banques au Luxembourg ont fait part d'une légère augmentation des actifs liquides, des crédits de risque moyen et des fonds propres au cours du 1er semestre 2015. Les anticipations pour les six prochains mois sont plus hétérogènes, allant à la fois dans le sens d'une légère diminution que dans celui d'une légère augmentation de ces postes du bilan. Dans la zone euro les banques ont indiqué une légère augmentation des actifs totaux, une hausse des actifs pondérés des risques, de même qu'une augmentation des fonds propres tant à travers les bénéfices non distribués qu'à travers les émissions d'instruments de fonds propres. Les banques de la zone euro ont également indiqué un assouplissement de leurs conditions de financement.

Selon les banques au Luxembourg, au cours du 1er semestre 2015, les nouvelles exigences en matière de fonds propres n'ont pas eu d'impact sur les critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises (PME et grandes entreprises). Pour la zone euro, les banques ont déclaré que les nouvelles mesures réglementaires ou prudentielles ont contribué à un assouplissement des critères d'octroi appliqués aux crédits aux PME et à un léger durcissement des critères d'octroi appliqués aux prêts demandés par les grandes entreprises.

Concernant l'effet des nouvelles mesures réglementaires ou prudentielles sur les six prochains mois, les anticipations des banques au Luxembourg vont dans le sens d'un léger durcissement des critères d'octroi pour les deux segments de clientèle, tandis que les banques de la zone euro s'attendent à un assouplissement des critères pour les PME alors qu'elles anticipent un léger durcissement pour les grandes entreprises.

Au sujet des critères d'octroi appliqués aux prêts adressés aux ménages (prêts à l'habitat et crédits à la consommation et autres prêts), les nouvelles mesures n'ont pas eu d'incidence selon les banques au Luxembourg alors qu'elles ont contribué à un assouplissement selon les banques de la zone euro dans son ensemble.

A propos de l'effet sur les six prochains mois, les banques au Luxembourg et dans la zone euro n'anticipent aucun impact sur les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation. Pour ce qui relève des prêts à l'habitat, les banques au Luxembourg ne s'attendent à aucune incidence sur les critères d'octroi, tandis que les banques de la zone euro anticipent un léger durcissement des critères en raison de ces mesures pour le second semestre 2015.

Les banques de l'échantillon luxembourgeois ont déclaré avoir baissé leurs marges sur les prêts aux PME en raison de ces nouvelles mesures alors qu'elles ont maintenu celles-ci sur les prêts aux grandes entreprises à leurs niveaux antérieurs. Les attentes des banques sont relativement partagées pour le 2e semestre et ce pour les deux segments de clientèle.

Concernant les prêts à l'habitat, quelques banques au Luxembourg ont déclaré que les nouvelles mesures ont conduit à une réduction de leurs marges au 1er semestre 2015 et leurs anticipations vont dans le même sens pour les six prochains mois. Les banques ont indiqué que les nouvelles mesures n'ont pas affecté leurs marges sur les crédits à la consommation et autres prêts aux ménages au cours du 1er semestre 2015. Enfin, elles ont déclaré avoir des attentes similaires pour les six prochains mois.

Dans la zone euro dans son ensemble, les nouvelles mesures ont contribué à la réduction des marges sur l'ensemble des catégories de prêt. Pour le second semestre 2015, ces banques n'anticipent aucun impact sur les marges appliquées aux prêts aux PME et s'attendent à une légère baisse des marges sur les prêts aux grandes entreprises et sur les prêts à l'habitat ainsi qu'à une légère augmentation des marges sur les crédits à la consommation et autres prêts aux ménages.

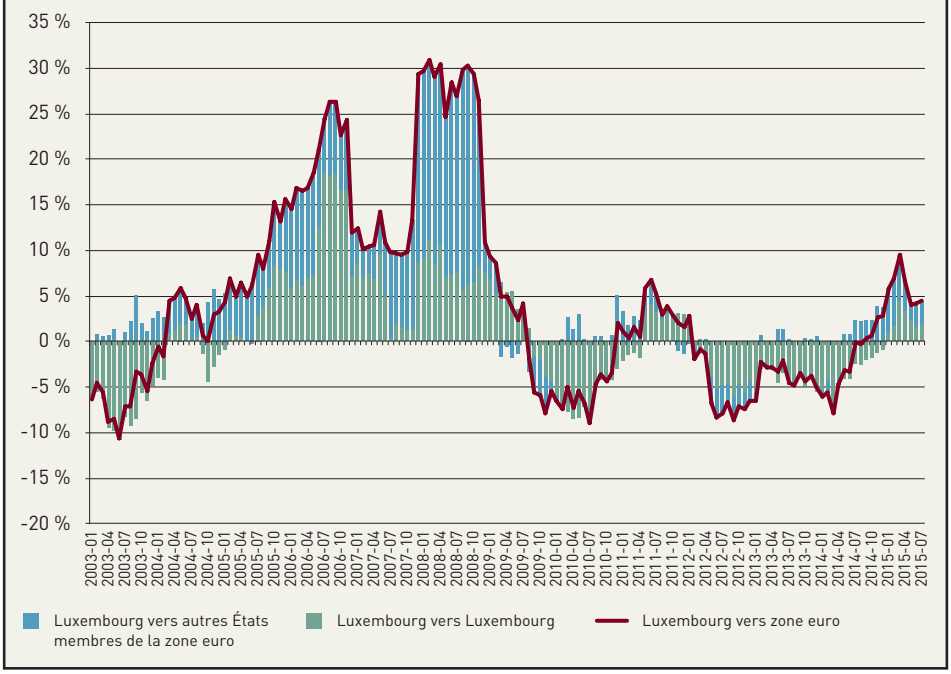
Les trois dernières questions visaient à évaluer l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs*) programmées par l'Eurosystème. Au Luxembourg et dans la zone euro, les banques ayant participé ou envisageant de participer à ces opérations ont cité comme motivation principale le souci de rentabilité ; les autres raisons invoquées sont la volonté de prévenir d'éventuelles difficultés de financement et de mieux satisfaire aux obligations réglementaires de liquidité. Selon les banques participantes à ces opérations, ces fonds sont destinés tant à l'octroi de crédits qu'à des fins de refinancement et d'achat d'actifs.

Les banques qui ont participé aux précédentes opérations de refinancement à plus long terme ciblées ont déclaré que celles-ci ont amélioré leur position de liquidité, leurs conditions de financement de marché et leur rentabilité. Ces opérations ont eu moins d'incidence sur la capacité des banques à améliorer leur situation de fonds propres et sur leur besoin de désendettement. Les banques ont déclaré avoir des attentes similaires relatives aux opérations futures.

Selon les banques participantes, ces opérations ont contribué à l'assouplissement des conditions d'octroi tant sur les prêts aux entreprises que sur les prêts aux ménages. Elles ont fait état d'anticipations analogues concernant les opérations futures.

Au Luxembourg et dans la zone euro, la raison la plus fréquemment invoquée par les banques n'ayant pas participé ou n'envisageant pas de participer à ces opérations est l'absence de contraintes de financement. Cependant, de nombreuses banques dans la zone euro ont déclaré être indécises quant à une éventuelle participation aux opérations supplémentaires de 2015 et 2016.

Graphique 22
Les crédits octroyés au secteur privé hors IFM
(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

L'évolution des crédits au secteur privé

Les crédits accordés au secteur privé par les banques luxembourgeoises ont continué leur progression en juin et juillet, à une allure cependant plus faible qu'au début de l'année. Les crédits octroyés au secteur privé de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de +4,6% en juillet, soutenus par des contributions positives des crédits octroyés aux contreparties résidentes et non-résidentes (voir Graphique 22).

Quant aux crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 5,2% en juillet (voir Graphique 23). La majeure partie de ces crédits a été accordée au secteur non financier. Selon les données bilantaires de juillet, 35% des crédits ont été octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers, alors que 27% des flux ont été destinés aux entreprises. Des montants relativement limités ont été destinés aux crédits à la consommation. Quant

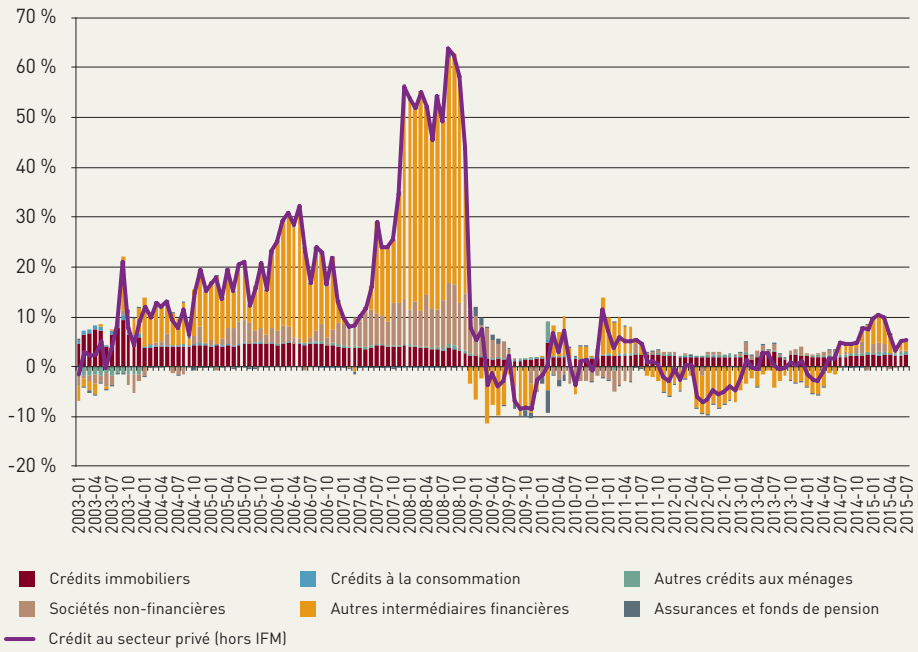
au secteur financier, 31% des flux de crédits octroyés aux résidents ont été destinés aux autres intermédiaires financiers (AIF), secteur majoritairement composé de holdings financiers et de fonds d'investissement non monétaires. La part des crédits aux résidents octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension a été très faible.

Compte tenu de la croissance assez stable des crédits immobiliers, la dynamique des crédits octroyés aux contreparties résidentes est largement attribuable à l'évolution des crédits octroyés en particulier aux AIF (voir Graphique 23).

De même, la contribution des crédits accordés aux AIF implantés au Luxembourg a été positive depuis juillet 2014 ; celle aux ménages, principalement composée de crédits immobiliers, a été stable et positive ; finalement, celle aux sociétés non financières (SNF) a diminué depuis avril après une plus forte contribution en début d'année.

Eu égard aux différents secteurs non financiers résidents, on constate une certaine volatilité des crédits accordés aux SNF, qui ont connu une croissance annuelle variant de +8,1% en février à -2,9% en avril, pour atteindre +0,3% en juillet. Les crédits immobiliers accordés aux ménages ont connu une croissance annuelle assez stable, qui s'est établie à 6,9% en juillet. Les crédits à la consommation ont progressé depuis le début de l'année, avec un taux de croissance annuel de 10,1% en juillet. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

Graphique 23
Ventilation sectorielle des crédits octroyés aux contreparties résidentes
(progression annuelle en pourcentage, contributions à la progression annuelle en points de pourcentage)



Source : BCL

Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux dernières données disponibles, à savoir celles du mois de juillet 2015. Les données présentent les taux d'intérêt de détail pour les nouveaux contrats pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. On entend par nouveau contrat tout nouvel accord passé entre le ménage ou la société non financière et l'agent déclarant. Les nouveaux accords comprennent tous les contrats financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

Taux d'intérêt des crédits accordés

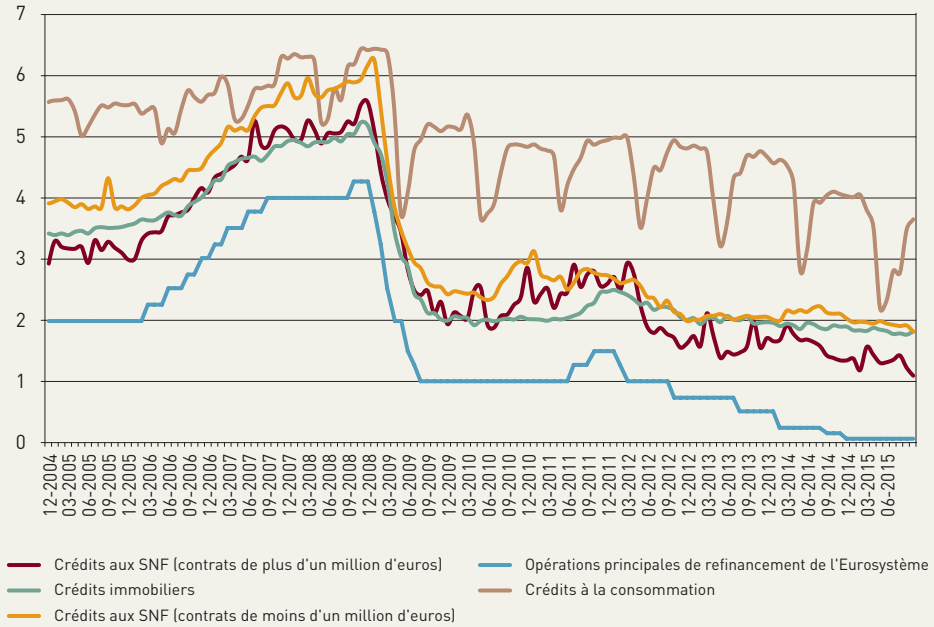
Au 31 juillet 2015, le taux de l'Eurosystème pour les opérations principales de refinancement s'établissait à 0,05%. Si les taux d'intérêt de l'Eurosystème n'ont pas changé depuis le 10 septembre 2014, les baisses successives précédentes ont généralement été répercutées sur les taux de détail appliqués aux crédits. Ainsi, les taux d'intérêt se sont établis à des niveaux bas, voire historiquement bas. Ceci étant, la baisse des taux d'intérêt est toutefois restée limitée sur les périodes plus récentes,ceci afin de préserver les marges par rapport aux taux d'intérêt sur les dépôts qui s'inscrivent à des niveaux déjà historiquement bas, voire même proches de zéro sur certaines ventilations.

Fin juillet 2015, le taux d'intérêt variable[20] sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages a atteint 1,81%, soit une augmentation de 5 points de base par rapport au mois précédent, même s'il reste en diminution de 10 points de base par rapport au mois de juillet 2014. La baisse des taux de détail est toutefois plus perceptible pour les taux d'intérêt fixes[21] sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages. En effet, sur la même période, ce taux a baissé de 29 points de base, pour s'inscrire à 2,12%. Il convient cependant de noter que le taux d'intérêt fixe est à la hausse par rapport au mois précédent et a atteint sont plus haut niveau depuis le mois de janvier 2015.

Le coût des crédits à la consommation s'est inscrit à la baisse. Ainsi, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 et inférieure ou égale à 5 ans, a diminué de 45 points de base, en comparaison annuelle, pour atteindre 3,64% en fin de période. Les conditions de financement des crédits à la consommation se caractérisent toutefois par une forte saisonnalité et sont influencées par des événements externes tels que le festival de l'automobile, période pendant laquelle les banques octroient des crédits à taux préférentiels. A titre d'exemple, ce même taux s'établissait à 2,19% fin février 2015.

Il en est de même pour la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation. Ces derniers ont vu leurs coûts diminuer de 27 points de base entre juillet 2014 (1,70%) et juillet 2015 (1,43%). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

Graphique 24
Evolution du coût des nouveaux contrats de crédits aux agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et juillet 2015
(en %)



Source : BCL

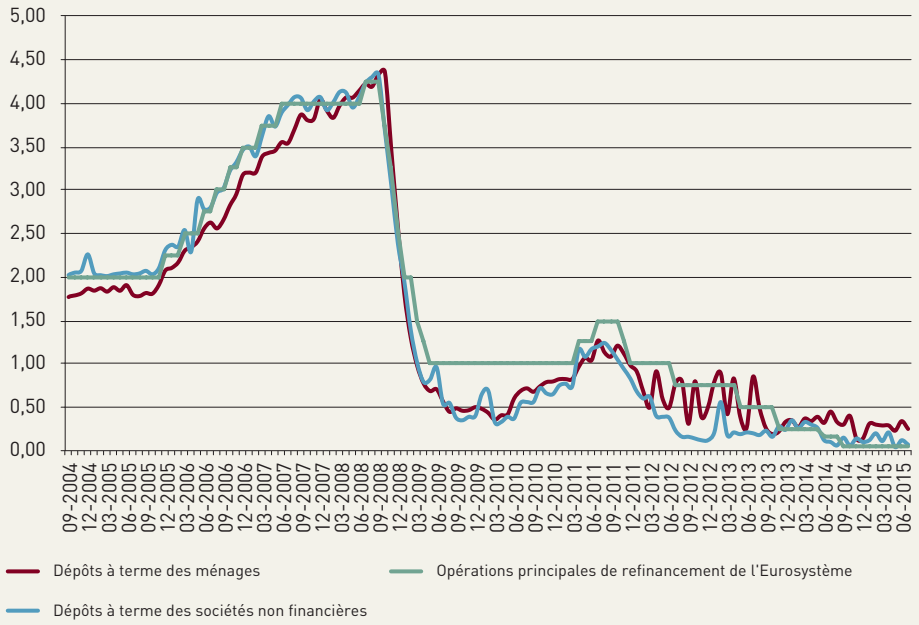
20 Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

21 Taux d'intérêt fixe pondéré par les montants des contrats pour tous les crédits immobiliers accordés indépendamment de la durée de fixation initiale du taux. Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a baissé de 28 points de base, par rapport à juillet 2014, pour atteindre son plus bas niveau historique de 1,81%.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a diminué de 30 points de base sur la même période pour s'élever à 1,09%, son plus bas niveau historique également.

Graphique 25
Evolution de la rémunération des dépôts des agents non bancaires de la zone euro entre septembre 2004 et juillet 2015
(en %)



Source : BCL

Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an a diminué de 20 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,45% à 0,25% en juillet 2015. Néanmoins, cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement contractés peut engendrer des ajustements considérables dans les pondérations appliquées. Par exemple, un taux favorable accordé à un client fortuné qui dépose une somme importante auprès d'un établissement de crédit peut avoir un impact important sur les données agrégées. Effectivement, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats sont pondérés au sein des catégories d'instruments concernées par les montants des contrats individuels. Or, ces pondérations sont particulièrement volatiles pour les dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an.

S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt appliqué à ces dépôts a baissé de 3 points de base par rapport au mois de juillet 2014 pour atteindre 0,07% en date du 31 juillet 2015.

L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant dépréciations, provisions et impôts des établissements de crédit luxembourgeois, à l'exclusion de leurs succursales à l'étranger, s'élevait à 2 968 millions d'euros au 30 juin 2015[22]. En comparaison annuelle avec le premier semestre de l'année précédente, ce résultat est en hausse de 2,2 %. Il convient de souligner que cette progression résulte d'une évolution divergente des principales sources de revenus. En substance, le produit bancaire est soutenu par les revenus récurrents tels la marge sur intérêts et les commissions nettes, tandis que la composante des autres revenus nets qui reflète les activités de marché des banques s'oriente à la baisse.

22 Données ajustées pour tenir compte des effets de calendriers liés à l'hétérogénéité des dates de clôture des comptes de certains établissements de crédit.

Les montants liés aux intérêts perçus ont baissé de 3,8% (soit 226 millions d'euros) en comparaison annuelle, pour s'établir à 5 711 millions d'euros au 30 juin 2015. Ceci a été contrebalancé par une baisse significative des charges d'intérêts à concurrence de 9,3% (ou 360 millions d'euros en termes bruts) pour s'élever à 3 505 millions d'euros, permettant une augmentation de 6,5% de la marge sur intérêts. Cette progression s'inscrit dans l'allongement de la somme des bilans des banques de la place financière qui repose essentiellement sur une hausse de la part relative des encours des créances envers les ménages et le sociétés non financières et qui a une incidence positive sur la marge d'intérêt.

Les revenus nets sur commissions, provenant essentiellement des activités de banque dépositaire, ont continué de profiter de la hausse de la valeur nette d'inventaire des OPC et ont augmenté de 134 millions d'euros pour porter ce flux net à 2 165 millions d'euros au 30 juin 2015. Les revenus sur opérations de change et les dividendes reçus[23] ont également connu une évolution favorable, pour augmenter respectivement de 164 et 82 millions d'euros par rapport au premier semestre de l'année 2014.

A contrario, les autres revenus nets, qui reflètent les variations de juste valeur des portefeuilles titres détenus par les banques, se sont inscrits en nette baisse. Ces revenus non-récurrents, d'un caractère typiquement hétérogène et volatil, ont contribué à hauteur de 362 millions d'euros au produit bancaire, soit une diminution de 297 millions d'euros en perspective annuelle. Cependant, il convient de nuancer cette évolution car elle repose sur des développements extraordinaires, une grande banque de la place ayant rapporté des moins values importantes sur le portefeuille d'instruments de capitaux propres détenu à des fins de transactions.

Par conséquent, le produit bancaire, représentant la somme des revenus précités, s'est élevé à 5 560 millions d'euros au 30 juin 2015 contre 5 407 millions d'euros l'année précédente.

Concernant les frais généraux, ces derniers ont augmenté de 3,6% en rythme annuel, portés exclusivement par les frais d'exploitation atteignant 1 123 millions d'euros au 30 juin 2015 (+ 8,8%). A l'inverse et en ligne avec la diminution des effectifs du secteur bancaire, les frais de personnel ont été légèrement en retrait durant la période d'observation (-0,4% par rapport au mois de juin 2014).

23 Les dividendes et acomptes sur dividendes perçus sur des instruments de capitaux propres, auparavant inclus dans le calcul de la marge sur intérêts, ont fait l'objet d'une reclassification pour une représentation plus fidèle de la nature des sources de revenus bancaires.

Tableau 12 :

Comptes de profits et pertes agrégés en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères des banques luxembourgeoises

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	06-2014	06-2015	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	5 937	5 711	- 226	-3,8
2	Charges d'intérêts	3 865	3 505	- 360	-9,3
3	Marge sur intérêts (1+2-3)	2 072	2 206	134	6,5
4	Revenus nets sur commissions	2 001	2 165	134	6,5
5	Revenus nets sur opérations de change	67	149	164	8,2
6	Dividendes reçus	608	678	82	122,4
7	Autres revenus nets	659	362	- 297	-45,1
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	3 335	3 354	19	0,6
9	Produit bancaire (4+8)	5 407	5 560	153	2,8
10	Frais de personnel	1 341	1 336	- 5	-0,4
11	Frais d'exploitation	1 032	1 123	91	8,8
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 373	2 459	86	3,6
13	Amortissements sur immobilisé non financier	129	132	3	2,3
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	2 905	2 968	63	2,2

Source : CSSF, calculs BCL

1.2.3.2.3 Les organismes de placement collectif

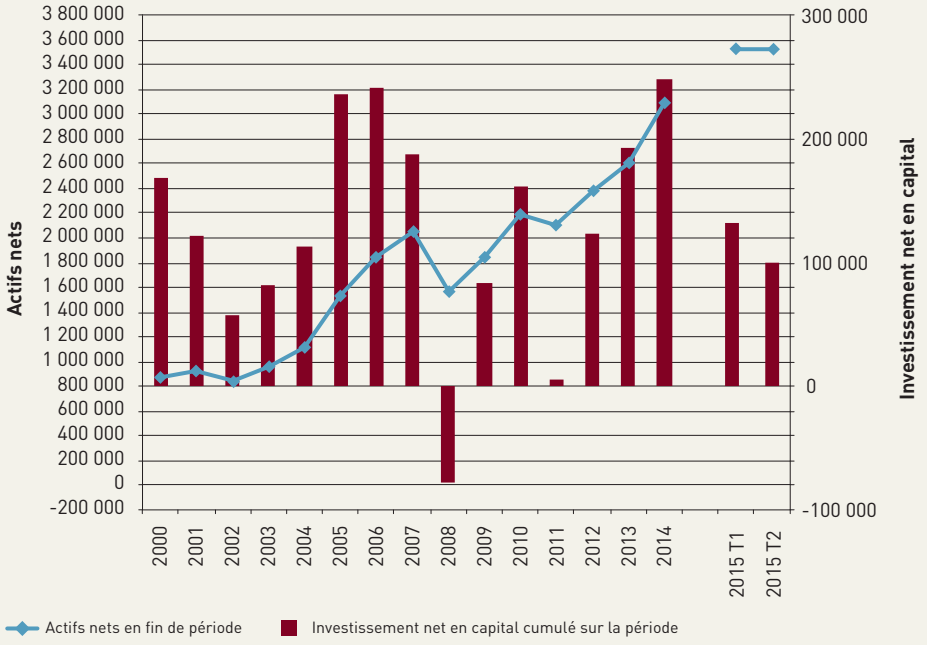
L'évolution en nombre

Depuis mars 2015, le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 13 unités, pour atteindre un total de 3 901 unités à la fin du mois de juin 2015. Le nombre de compartiments a quant à lui augmenté de 105 unités au cours de cette période, passant ainsi de 13 910 à 14 015 unités.

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

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a progressé de 0,1% pour s'établir, à la fin du mois de juin, à 3 528 131 millions d'euros. En dépit de la hausse soutenue des investissements nets (+98 987 millions d'euros), la VNI s'est ainsi globalement stabilisée en raison de l'évolution défavorable des marchés financiers, qui s'est traduite par d'importants effets de revalorisation négatifs (-95 649 millions d'euros). Cependant, sur une année, cette VNI reste avec près de 24% de croissance largement en hausse.

Graphique 26
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital des OPC
(en millions d'euros)



Source : CSSF

Tableau 13 :

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif

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

	Nombre d'OPC	Nombre de comparts.	dont nombre de comparts. monétaires	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital [1) 2)]	Variation des marchés financiers [2) 3)]	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	209	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	175	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015										
jan.	3 885	13 864	174	3 277 013	35 402	146 624	653 177	24,9	182 023	5,9
fév.	3 893	13 902	174	3 403 866	46 052	80 801	724 355	27,0	126 853	3,9
mars	3 888	13 910	175	3 524 793	49 926	71 001	815 592	30,1	120 927	3,6
avr.	3 894	13 966	175	3 538 586	42 662	-28 869	796 378	29,0	13 793	0,4
mai	3 901	13 998	174	3 601 525	31 249	31 690	785 656	27,9	62 939	1,8
juin	3 901	14 015	173	3 528 131	25 076	-98 470	673 491	23,6	-73 394	-2,0

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.
2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles.
3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.
Source: CSSF

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

L'évolution du total bilantaire des OPC non-monétaires détaillée 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 14 :

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

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

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	*HEDGE FUNDS*	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014	1 186 401	1 033 491	810 225	52 285	33 577	92 900
2015						
janv.	1 265 557	1 111 983	864 047	53 378	35 502	97 916
fév.	1 341 453	1 180 953	900 405	53 279	35 874	105 460
mars	1 365 767	1 224 350	945 961	53 727	36 871	104 888
avril	1 362 975	1 227 523	956 995	54 362	36 336	107 857
mai	1 380 002	1 257 573	973 482	54 955	36 677	108 929
juin	1 339 398	1 210 181	949 238	54 701	36 894	103 656

Source: BCL

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

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a fait augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de -1,9% par rapport au premier trimestre 2015. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui baissé de -1,2% sur la même période pour atteindre un encours de 1 210 181 millions d'euros à la fin du mois de juin 2015. Les actifs des fonds mixtes ont connu un accroissement de +0,4%. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont respectivement affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de +1,8%, +0,1% et -1,2% au cours du deuxième trimestre de 2015.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin juin 2015, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 173 unités, un effectif relativement stable par rapport au mois de mars 2015 (175 unités).

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition[24].

La somme des bilans

Entre mars et juin 2015, la somme des bilans a légèrement diminué de -1,2%, passant de 245 919 millions d'euros à 242 891 millions d'euros. Cette évolution, qui met fin à la tendance positive enregistrée depuis le mois de juin 2014, s'explique principalement par les effets de revalorisation négatifs induits par l'appréciation du taux de change de l'euro par rapport au dollar. Au cours de cette période, les émissions nettes de parts sont quant à elles demeurées à un niveau soutenu, de l'ordre de +2 332 millions d'euros.

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 juin 2015, le portefeuille de titres représentait 82,8% de l'actif, soit 201 020 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 15,9%, soit 38 643 millions d'euros. Au cours de la période sous revue, la variation du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une baisse du portefeuille de titres (-1,6%).

Tableau 15 :

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

(encours en fin de période)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF [1]
				06-2014 - 06-2015		03-2015 - 06-2015		
	06-2014	03-2015	06-2015	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	06-2015
Créances	37 768	38 605	38 643	875	2,3	38	0,1	15,9
Portefeuille titres	155 475	204 307	201 020	45 545	29,3	-3 287	-1,6	82,8
Autres actifs	2 451	3 007	3 228	777	31,7	221	7,3	1,3
Total de l'actif	195 694	245 919	242 891	47 197	24,1	-3 028	-1,2	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs
Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (94 437 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (50 324 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (51 356 millions d'euros).

24 Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir nos éditions précédentes.

Entre mars et juin 2015, le volume total des titres en portefeuille a diminué de -1,8%. Au cours de cette période, la hausse de la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs est respectivement de +0,3%, -3,4% et -0,6%.

Tableau 16 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contreparties[1)]

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF [2)]
				06-2014 - 06-2015		03-2015 - 06-2015		
	06-2014	03-2015	06-2015	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	06-2015
Etablissements de crédit	82 270	97 778	94 437	12 167	14,8	-3 341	-3,4	48,2
Administrations publiques	30 598	50 192	50 324	19 726	64,5	132	0,3	25,7
Autres secteurs	39 016	51 685	51 356	12 340	31,6	- 329	-0,6	26,2
Total	**151 884**	**199 655**	**196 117**	**44 233**	**29,1**	**-3 538**	**-1,8**	**100,0**

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.
2) Poids relatif par rapport au total des crédits
Source: BCL

1.2.3.3 Commerce et autres services non financiers

Les ventes dans le commerce ont été globalement décevantes en 2014. Le chiffre d'affaires (CA) dans le commerce de gros a enregistré une quasi-stabilisation en 2014, après une année 2013 tout aussi décevante. Le CA dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles s'est redressé, après deux années de baisse. Les données pour l'année 2014 indiquent aussi une nette décélération dans la progression du CA dans le commerce de détail. Pourtant, avec une croissance moyenne de 9% environ sur un an, le commerce de détail est resté relativement dynamique en 2014 par rapport aux autres branches du commerce.

Soulignons que le commerce électronique a eu un impact favorable sur le CA du commerce de détail au cours de ces dernières années. Ainsi, sur la période 2000-2009, le CA dans le commerce de détail, incluant les ventes de carburants en magasins spécialisés (VMCS) et la vente par correspondance (VPC), a progressé en moyenne de 6,2% par an. Sur les cinq années suivantes (2010-2014), le CA dans le commerce de détail (y compris VMCS et VPC) a progressé en moyenne de 17,1% par an. Corrigé de la VMCS et de la VPC, la croissance moyenne du CA dans le commerce de détail se réduit à 3,8% entre 2001 et 2009 et à 2,8% entre 2010 et 2014.

Les données infra-annuelles montrent que dès le mois de juillet 2014, la croissance du CA dans le commerce de détail (y compris VMCS et VPC) a amorcé sa baisse, soit bien avant l'entrée en vigueur de la hausse de 2 points de pourcentage du taux de TVA en janvier 2015 et de l'instauration de la nouvelle loi sur le commerce électronique. En variation annuelle, le CA dans le commerce de détail est passé de 15,7% en juin 2014 à -0,7% en novembre 2014 avant de se redresser à 9,1% en décembre 2014. Les statistiques pour les quatre premiers mois de l'année 2015 indiquent une poursuite de la baisse du CA même si le taux de contraction s'est affaibli au cours de ces quatre premiers mois (en passant de -14,7% en janvier 2015 à -2,9% en avril 2015). Corrigé de la VCMS et de la VPC, le CA dans le commerce de détail a baissé de 1,7% en janvier 2015 et de manière plus modérée au cours des deux mois suivants avant d'enregistrer une hausse de 1,2% en avril 2015. Au final, la nouvelle loi sur le commerce électronique a pesé négativement sur les statistiques de ventes au détail depuis le début de l'année 2015. Le commerce de gros suit une évolution similaire, puisque son CA est en baisse depuis le début de l'année 2015, baisse qui s'est chiffrée à 1,1% en avril.

Les ventes de véhicules ont au contraire largement bénéficié de la hausse programmée de la TVA en 2015, grâce aux achats « anticipés » effectués au cours de la seconde moitié de l'année 2014. Le mois de décembre a été particulièrement fructueux, avec une hausse des immatriculations automobiles de 42,3% sur un an. Sur les six premiers mois de l'année 2015, les immatriculations automobiles ont par contre enregistré une baisse moyenne de 5,4% (sur un an). Le Luxembourg se distingue de l'Union européenne qui a affiché des statistiques d'immatriculations pour le moins satisfaisantes avec une hausse de 8,2% sur les six premiers mois de l'année. Les statistiques pour le premier semestre de l'année 2015 ont été très favorables dans les pays de la zone euro ayant bénéficié d'un plan d'aide internationale et, dans une moindre mesure, chez la plupart de nos partenaires économiques. En Allemagne et en France, les immatriculations ont progressé de respectivement 5,2% et 6,1% au premier semestre 2015. Sur la même période, elles ont par contre quasiment stagné (+0,2%) en Belgique. Enfin, la reprise des immatriculations a été très forte en Espagne (+22,0%), en Irlande (+25,4%), en Grèce (+15,1%), au Portugal (+32,8%) et à Chypre (+12,7%)

Dans le secteur des services, les évolutions des CAs n'ont été en général que modestes en 2014 et sur les quatre premiers mois de l'année 2015, comme en témoigne par exemple le secteur de l'hôtellerie-restauration. Dans le secteur du transport aérien et de manière plus modeste dans le transport terrestre, le CA a poursuivi sa progression en 2014 et au cours des quatre premiers mois de l'année 2015. Le CA a fortement reculé en 2014 dans le secteur du transport par eau[25] avant de se redresser en début d'année 2015. Pour ce qui est du secteur des services auxiliaires des transports, les évolutions n'ont été que marginales en 2014 et les statistiques disponibles pour les quatre premiers mois de l'année indiquent un recul du CA.

Tableau 17 :

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

(en taux de variation annuel)

	2013	2014	2014-T1	2014-T2	2014-T3	2014-T4	2015-T1	
Immatriculations de voitures	-7,5	6,8	-0,0	5,3	14,4	9,9	-3,7	-6,9
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	-0,4	5,7	4,6	5,9	6,6	5,6	-4,8	–
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	0,4	0,7	0,6	-2,7	3,3	1,5	-5,4	–
Commerce de détail	14,5	9,1	14,7	15,4	5,2	4,0	-11,5	–
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC et VCMS)	2,4	1,5	1,7	2,0	-0,1	2,3	-0,9	–
Hôtels et restaurants	4,9	3,2	6,0	0,8	2,6	3,8	0,9	–
Transports aériens	7,5	8,7	6,2	6,2	6,9	14,7	14,3	–
Transports par eau	25,3	-23,1	-29,3	-32,2	-19,5	-10,5	15,2	–
Transports terrestres	0,5	2,7	0,2	5,9	3,3	1,4	3,6	–
Services auxiliaires des transports	-9,9	0,9	-4,4	2,9	2,5	2,6	-1,7	–

Source : STATEC, calculs BCL

**En valeur*
Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de moto¬cycles ; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (détaillé ci-dessus), des transports et de l'entreposage (transports aériens, par eau et terrestres ; et services auxiliaires des transports) et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2013 près de 35% de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu moins que les 37% du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale.

1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la Banque centrale du Luxembourg après correction des variations saisonnières s'est replié en août 2015.

25 Les données relatives aux transports par eau doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée et des révisions notables dont elles peuvent parfois faire l'objet.

Les composantes de l'indicateur ont évolué de manière contrastée ce mois-ci. Les anticipations des ménages relatives à la situation économique générale au Luxembourg ont légèrement progressé et celles relatives à la situation financière des ménages se sont redressées plus nettement. Les anticipations des ménages relatives au chômage au Luxembourg se sont sensiblement dégradées, de même que celles relatives à leur capacité d'épargner.

Tableau 18 :

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

			ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS			
		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS	SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES
2013	août	-7	-17	51	-2	41
	septembre	-3	-12	47	1	46
	octobre	-1	-11	33	-2	43
	novembre	0	-10	33	1	41
	décembre	-2	-11	32	-2	39
2014	janvier	-2	-11	34	-4	42
	février	-1	-9	32	-6	42
	mars	-2	-11	31	-7	42
	avril	-6	-20	35	-7	39
	mai	-4	-14	36	-6	40
	juin	0	-8	29	-2	41
	juillet	-4	-9	38	-9	40
	août	-7	-18	38	-7	37
	septembre	-9	-20	42	-9	37
	octobre	-4	-15	33	-7	39
	novembre	-5	-20	31	-8	39
	décembre	-4	-25	29	-4	41
2015	janvier	-4	-23	25	-7	41
	février	1	-15	21	-4	42
	mars	-3	-18	24	-5	36
	avril	1	-6	25	-2	35
	mai	3	-7	19	1	36
	juin	1	-9	21	-2	36
	juillet	3	-9	23	-3	45
	août	2	-8	26	-1	41

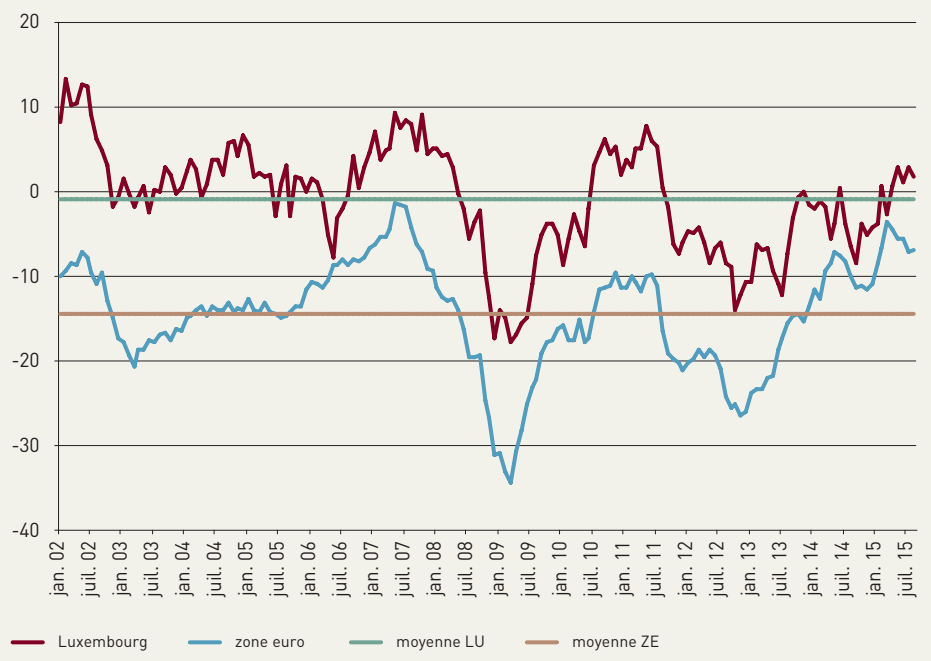
Source : BCL

Note:Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration sur les douze prochains mois. En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne au contraire d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

Le niveau de confiance des consommateurs est apparu relativement volatil depuis le début de l'année 2014. En mai 2015, la confiance des consommateurs a atteint son niveau le plus élevé depuis août 2011. Néanmoins, il apparaît que celle-ci est restée globalement orientée à la hausse depuis le creux de septembre 2014. Pour trois des quatre composantes de l'indicateur (anticipations des ménages relatives

Graphique 27
Indicateurs de confiance des consommateurs au Luxembourg et dans la zone euro



Source : BCL, Commission européenne

à la situation économique générale au Luxembourg, à leur situation financière et à leur capacité d'épargner), la volatilité observée des réponses ces six derniers mois implique qu'aucune tendance générale ne peut encore se dégager.

Entre octobre 2014 et février 2015, les ménages ont clairement anticipé une baisse du taux de chômage au Luxembourg. Depuis, à l'exception d'une poussée d'optimisme en mai 2015, les anticipations des ménages relatives au chômage n'ont cessé de se dégrader de mois en mois. Cette inquiétude est pour le moins surprenante, compte tenu des dernières évolutions constatées sur le marché de l'emploi luxembourgeois (voir section 1.2.2.2).

Dans la zone euro, l'indicateur de confiance des consommateurs apparaît orienté à le baisse depuis avril 2015. Les évolutions de la confiance des consommateurs dans les trois grands pays de la zone euro expliquent le retournement à la baisse observée au niveau européen. En Allemagne, l'indicateur de confiance s'est replié sur les trois derniers mois. En France et en Italie, la baisse de la confiance s'est amorcée un peu plus tôt, en avril 2015. Enfin, par rapport aux autres petits pays de la zone euro, la Grèce se distingue avec un niveau de confiance en baisse continue depuis le mois de mars 2015.

1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La plus récente estimation des comptes nationaux annuels, publiée en juillet 2015, a bouleversé les données connues jusqu'alors et a fait apparaître une croissance forte du PIB en volume de 5,6% en 2014. Cette estimation a en effet apporté des révisions conséquentes aux données historiques publiées en octobre dernier[26]. Plus précisément, la progression annuelle du PIB réel est désormais estimée à +4,4% en 2013 (contre +2,0% dans la version précédente) et *à* -0,7% en 2012 (contre -0,2% auparavant). Notons que la forte révision à la hausse du PIB réel en 2013 s'explique essentiellement par une performance du commerce extérieur qui s'est révélée meilleure que prévue (et inversement concernant la baisse de l'année 2012). De même, la progression du PIB réel est désormais estimée à +5,7% en 2010 (contre +5,1% précédemment), -5,4% en 2009 (au lieu de -5,3%) et -0,8% en 2008 (contre +0,5% précédemment). Pour l'année 2011, la croissance économique n'a pas fait l'objet de révision.

26 Rappelons que la publication des comptes nationaux annuels pour l'année 2014 (et celle relative aux comptes nationaux trimestriels du dernier trimestre 2014), initialement prévue pour le 1er avril 2015, a été reportée par le STATEC au 16 juillet 2015 pour des raisons techniques.

En 2014, les composantes de la demande ont évolué de manière homogène. Les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 2,7% et 4,7%. La formation brute de capital fixe s'est inscrite en hausse de 4,2%, après la baisse de 2,7% l'année précédente (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). Les exportations ont progressé de 5,7% tandis que les importations ont augmenté de 5,1%, dans les deux cas essentiellement via le commerce extérieur de services.

Tableau 19 :

Croissance annuelle du PIB réel et des composantes de la demande

(en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	COMPTES NATIONAUX OCTOBRE 2014						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Consommation privée	-1,3	-1,0	-1,6	1,5	2,7	0,6	2,7
Consommation publique	2,4	4,2	3,3	1,2	3,6	3,7	4,7
Formation brute de capital fixe	7,3	-13,2	0,0	13,4	1,5	-2,7	4,2
Exportations	6,0	-12,0	8,3	5,2	0,5	6,8	5,7
Importations	9,4	-13,3	8,6	6,6	1,9	6,1	5,1
Produit intérieur brut	**-0,8**	**-5,4**	**5,7**	**2,6**	**-0,7**	**4,4**	**5,6**

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près)

La bonne performance de l'économie luxembourgeoise en 2013 et 2014 est par ailleurs principalement imputable aux exportations nettes, dont la contribution à la croissance économique s'est établie à hauteur de 3,3pp en 2013 et 2,9pp en 2014.

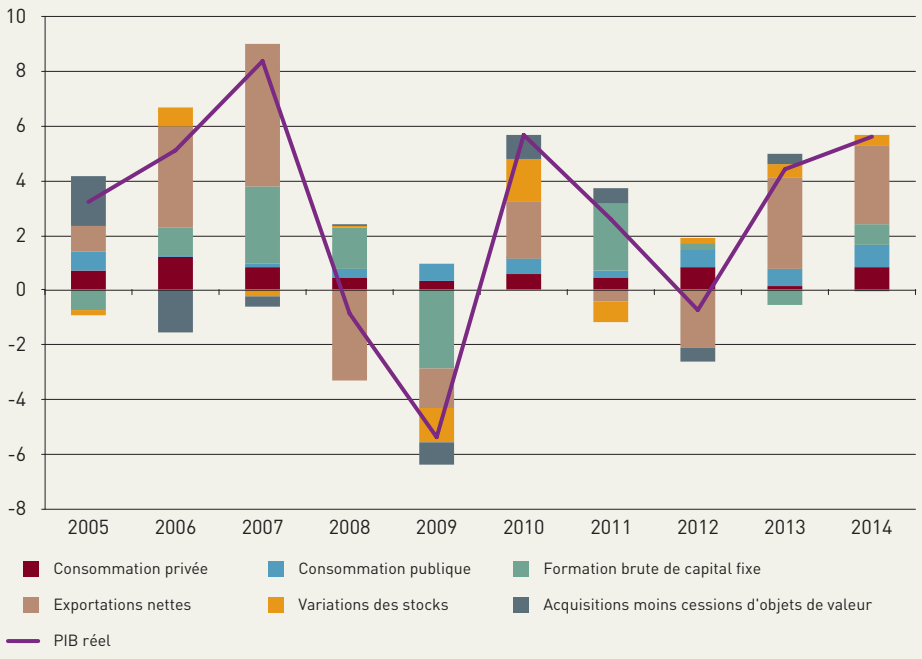
Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le premier trimestre 2015 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,7% par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 4,9%.

Par ailleurs, il convient de noter que les estimations relatives aux trimestres précédents ont fait l'objet de révisions, ce qui s'est traduit par les modifications suivantes du profil de croissance annuelle: +5,4% au lieu de +2,5% pour le premier trimestre 2014, +3,2% au lieu de +1,3% pour le deuxième et +5,2% au lieu de +4,0% pour le troisième trimestre 2014. Au quatrième trimestre 2014, le PIB en volume aurait connu une progression sensible de 8,5% en rythme annuel.

Graphique 28

Décomposition de la croissance annuelle du PIB réel
(en pourcentage respectivement en points de pourcentage)



Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près), calculs BCL

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au premier trimestre 2015 et en glissement annuel, la consommation publique aurait progressé de 3,7%. Dans le même temps, la consommation privée se serait contractée de -1,0% en base annuelle. De même, la formation brute de capital fixe aurait affiché un léger recul de -0,2% (après la forte hausse de +16,4% le trimestre précédent). Les exportations ont pour leur part enregistré une augmentation de 6,8% au cours du trimestre sous revue alors que les importations ont progressé de 5,2%.

Tableau 20 :

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			
	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015
Consommation privée	0,6	-0,6	2,0	-2,9	2,9	2,0	3,3	-1,0
Consommation publique	1,0	0,9	0,8	0,9	4,5	5,0	4,5	3,7
Formation brute de capital fixe	-15,8	11,9	4,5	1,4	-10,0	-0,4	16,4	-0,2
Exportations	1,6	2,0	1,9	1,1	4,4	6,7	7,0	6,8
Importations	-2,3	4,1	2,7	0,7	1,3	4,8	8,4	5,2
PIB réel	**-0,2**	**2,2**	**2,2**	**0,7**	**3,2**	**5,2**	**8,5**	**4,9**

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près).

En base trimestrielle, toutes les composantes du PIB se seraient accrues au premier trimestre 2015, à l'exception de la consommation privée qui se serait repliée de -2,9% après une hausse de 2,0% le trimestre précédent. L'évolution de la consommation privée telle qu'observée au tournant de l'année 2014/2015 s'explique probablement en partie par des effets d'anticipation des agents sur la hausse de la TVA qui est intervenue au 1er janvier 2015.

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans le secteur primaire (+33%), la branche « information et communication » (+19,7%), le secteur financier (+9,0%) et les « activités immobilières » (+6,2%). En glissement trimestriel, tous les secteurs auraient enregistré une progression positive, à l'exception de la finance (-3,7%), de la construction (-2,9%) et du secteur commercial (y compris transports et horeca) (-1,8%).

Tableau 21 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

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

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T2 2014	T3 2014	T4 2014	T1 2015
Agriculture, sylviculture et pêche	5,4	6,6	15,2	2,8	7,5	15,0	37,8	33,0
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-1,2	1,0	-0,5	0,8	3,6	2,2	-1,1	0,1
Construction	-4,6	0,1	3,8	-2,9	1,8	-1,9	3,9	-3,7
Commerce, transports, hébergement et restauration	1,6	0,1	0,2	-1,8	2,5	2,8	3,7	0,1
Information et communication	2,5	7,7	5,9	2,3	-2,8	7,5	14,3	19,7
Activités financières et d'assurance	1,0	6,0	5,7	-3,7	2,2	10,1	18,6	9,0
Activités immobilières	1,1	0,8	1,5	2,6	7,1	6,6	5,8	6,2
Services aux entreprises et location	0,7	-3,3	0,7	3,0	4,9	-0,8	3,7	1,0
Administrations publiques, éducation et santé	0,6	0,8	0,4	3,2	5,8	6,5	5,9	5,1
Autres activités de services	1,1	0,7	0,6	1,3	2,3	3,8	2,1	3,8
Valeur ajoutée totale	**0,3**	**1,9**	**2,1**	**0,8**	**3,2**	**5,3**	**8,4**	**5,1**
PIB réel	**-0,2**	**2,2**	**2,2**	**0,7**	**3,2**	**5,2**	**8,5**	**4,9**

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près).

Ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions au fur et à mesure que de nouvelles informations sont disponibles. De plus, dans sa plus récente publication, le STATEC a rendu attentif à une importante marge d'incertitude entourant l'actuelle version des comptes nationaux en raison de difficultés d'ordre technique « en ce qui concerne l'allocation et la comptabilisation des exportations de services financiers ».

1.2.6 Retour sur les projections macroéconomiques de juin 2015

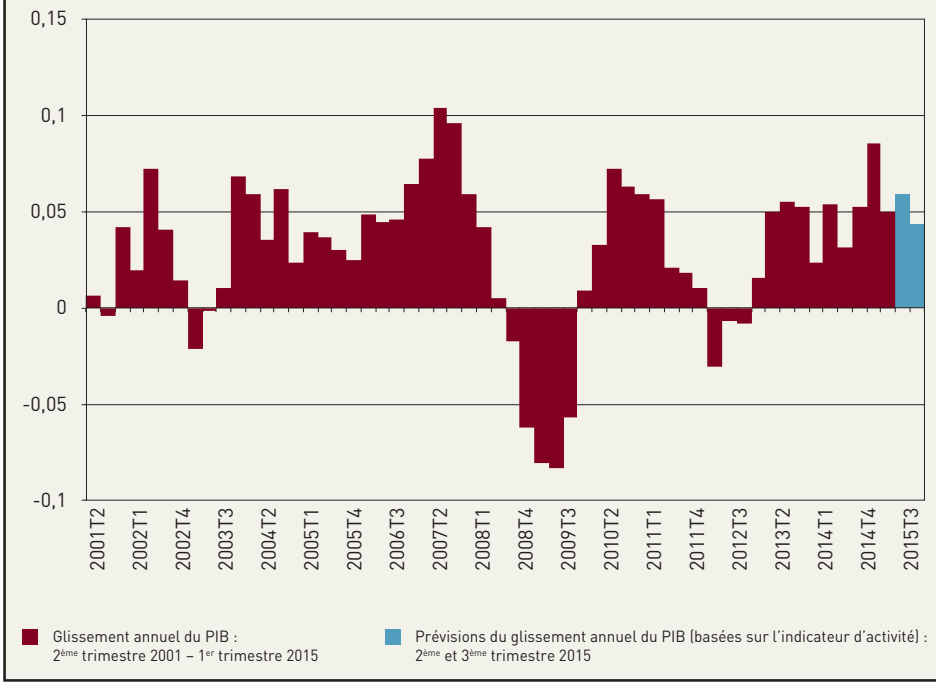
Lors de la publication de ses projections en juin 2015, la BCL avait fortement revu son scénario macro-économique pour les années 2015-2017. Ces ajustements favorables avaient été opérés sur fond de la mise en œuvre de nouvelles mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, du fléchissement du prix du pétrole, de la dépréciation de l'euro et des dynamiques positives observées sur les marchés financiers. La BCL projetait alors une croissance du PIB réel de 3,9% pour 2015, 4,0% pour 2016 et 3,8% pour 2017.

D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité (qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles), le taux de croissance trimestriel au deuxième et au troisième trimestre de 2015 serait de 0,7%. Ce résultat est compatible avec un taux de croissance du PIB en glissement annuel de 5,9% au deuxième trimestre et 4,3% au troisième trimestre. Il convient néanmoins d'être très prudent avec les taux en glissement annuel car ils dépendent des comptes nationaux pour l'année 2014. Comme indiqué précédemment, ceux-ci sont entourés d'une incertitude accrue et sont susceptibles d'être fortement révisés. C'est la raison pour laquelle la BCL ne révise pas à ce stade ses projections et préfère attendre que les comptes nationaux soient assis sur une base plus solide.

1.2.7 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2014, les exportations de biens du Luxembourg étaient reparties à la hausse (+8% à 11,4 milliards d'euros) après avoir été négativement affectées par la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro sur les deux années précédentes. Les exportations avaient en effet reculé de 3% à 10,6 milliards sur toute l'année 2013, après une chute de 9% en 2012 (à 11 milliards d'euros). Cette tendance à la baisse s'était donc retournée sur l'ensemble de l'année 2014, malgré un ralentissement successif sur les quatre trimestres (+14% au premier trimestre 2014, +9% au deuxième trimestre 2014, +6% au troisième trimestre et seulement +2% au quatrième trimestre 2014). Les exportations ont alors enregistré une croissance négative (-2%) au

Graphique 29
Glissement annuel du PIB trimestriel - valeurs observées et inférées sur base de l'indicateur d'activité



Source : BCL

premier trimestre 2015, avant de renouer avec une tendance positive (+6%) au deuxième trimestre 2015 (voir le tableau 22). Elles se sont ainsi globalement accrues de 2% au premier semestre 2015. De leur côté, après avoir relativement stagné au cours de l'année 2014 et au premier trimestre 2015, les importations ont légèrement baissé au deuxième trimestre 2015, une évolution qui s'explique en grande partie par la chute des prix de l'énergie et des autres matières premières.

Au vu de l'évolution des importations comparativement aux exportations de biens, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 4% au premier semestre 2015 (à 2,9 milliards), après avoir déjà baissé de 11% en 2014 (à 6,7 milliards d'euros). Les indices des valeurs unitaires montrent une évolution relativement favorable des prix à l'importation en 2014 (-3%) et au premier trimestre 2015 (-3%) suite à la baisse des prix de l'énergie. En revanche, les prix unitaires à l'exportation ont stagné au premier trimestre 2015, après avoir légèrement diminué en 2014 (-1,5%). En conséquence, les termes de l'échange se sont améliorés en 2014 de même qu'au premier semestre 2015, contribuant ainsi au recul du déficit du commerce extérieur.

Au cours des années 2013 et 2012, les produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, étaient en recul de respectivement 6% et de 14%, suite à une contraction de la demande émanant des pays de la zone euro. Pendant l'année 2014, les livraisons de produits sidérurgiques avaient repris leur progression (+7%) avant de rechuter au premier trimestre 2015 (-7%) et de remonter toutefois au deuxième trimestre 2015 (+3%). L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70% des exportations luxembourgeoises, avaient progressé de 4% au cours de l'année de 2014 pour ralentir ensuite (+2,5%) au premier semestre 2015. Les ventes vers les autres pays d'Europe (7% du total) ont largement baissé au premier semestre 2015 alors qu'elles s'étaient améliorées en 2014 (+42%). Les exportations à destination des Etats-Unis, qui pèsent pour 4% du total, avaient progressé de 12% en 2014, puis chuté de 22% au premier semestre 2015. Les livraisons vers l'Asie (environs 5% du total) ont en revanche intensifié leur progression au premier semestre 2015 (+62%) après une hausse de 11% en 2014.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers avaient reculé de 13% sur toute l'année 2014, après avoir déjà baissé de 9% en 2013. Alors que la baisse a atteint 29% au premier semestre 2015, ces importantes contractions s'expliquent par la chute du prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés dans les autres matières premières. Les importations de produits alimentaires et de matériel de transport (avions notamment) ont en revanche largement progressé au premier semestre 2015. Par ailleurs, après s'être contracté de 3% en 2013, les importations en provenance de la zone euro (83% de toutes les importations) ont stagné en 2014. Elles ont en revanche rechuté au premier semestre 2015 (-6%). Les livraisons des Etats-Unis (5% de toutes les importations) ont de leur côté fortement augmenté au premier semestre 2015 suite à l'acquisition d'avions. Les importations en provenance d'Asie ont en revanche poursuivi leur progression modérée (+7%) au premier semestre 2015.

Tableau 22 :

Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %	VALEUR	VARIATION EN %
2005	10 178	4	14 399	5	-4 222	8
2006	11 144	9	15 715	9	-4 571	8
2007	11 946	7	16 471	5	-4 525	-1
2008	11 988	0	17 516	6	-5 528	22
2009	9 250	-23	13 799	-21	-4 549	-18
2010	10 785	17	16 422	19	-5 637	24
2011	12 091	12	18 902	15	-6 811	21
2012	10 951	-9	19 056	1	-8 106	19
2013	10 613	-3	18 213	-4	-7 600	-6
2014	11 431	8	18 174	0	-6 743	-11
2015						
1er trim	2 898	-2	4 550	0	-1 652	3
2e trim.	3 070	6	4 302	0	-1 232	-13

Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Le compte courant

L'excédent de la balance courante du Luxembourg s'est fortement amélioré en atteignant 637 millions d'euros au premier trimestre 2015 contre 169 millions au même trimestre 2014. La résorption des déficits dans les marchandises et dans les revenus ainsi que l'amélioration du surplus des services étaient à la base de ce développement favorable. Le déficit de la balance des biens s'est en effet contracté de 32% (à 223 millions d'euros) au premier trimestre 2015 sous l'effet combiné d'une hausse des exportations (+3%) et d'une stagnation des importations de biens du commerce général, ainsi que sous l'effet d'une hausse du surplus du négoce international.

L'excédent des échanges internationaux de services s'est accru de 5% pour atteindre 4 milliards d'euros au premier trimestre de 2015. En dégageant un surplus en hausse de 7% à 3 milliards d'euros, les services financiers ont largement contribué à cette amélioration. Cette embellie s'explique essentiellement par l'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières. Plusieurs autres catégories de services ont également enregistré une hausse de leurs excédents: le transport, les services de télécommunication, d'informatique et d'information. Toutefois, les autres services aux entreprises (leasing, conseil et audit), les voyages, les services personnels et culturels ont affiché une baisse de leur surplus.

La légère contraction du déficit du revenu primaire au premier trimestre de 2015 (-2% à 3,5 milliards d'euros) s'explique par une hausse des dividendes et intérêts attribués aux investisseurs directs résidents. Le déficit de la rémunération des frontaliers s'est en revanche accentué avec une hausse de 4% à 2 milliards d'euros.

1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements de portefeuille et les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont respectivement enregistré des entrées nettes de 70 milliards et de 6 milliards d'euros au premier trimestre 2015. Ces entrées nettes ont été compensées entièrement par des sorties nettes dans les flux d'investissements directs (66 milliards) et dans les produits dérivés (10 milliards). Dans les investissements directs, tant les participations au capital social que les prêts intragroupes se sont soldés par des sorties nettes respectives de 40 milliards et de 26 milliards d'euros au premier trimestre 2015.

Les flux d'investissements de portefeuille se sont de leur côté soldés par des entrées nettes de capitaux de 70 milliards d'euros au premier trimestre 2015 contre 13 milliards au même trimestre 2014. Les investisseurs non-résidents ont continué à accroître leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 112 milliards d'euros au premier trimestre 2015 contre 85 milliards au même trimestre 2014. Par ailleurs les émissions de titres de créance ont rapporté 26 milliards au premier trimestre 2015 contre 21 milliards au premier trimestre 2014. Au total les souscriptions des non-résidents aux émissions de titres luxembourgeois se sont traduites par des entrées de 138 milliards d'euros au premier trimestre 2015 contre 106 milliards au même trimestre 2014. Au premier trimestre 2015, les résidents luxembourgeois ont de leur côté placé 68 milliards dans les titres étrangers, dont 26 milliards en actions et 42 milliards en titres de dette.

Tableau 23 :

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

	2014 T1			2015 T1		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
COMPTE COURANT	**79 220**	**79 051**	**169**	**64 413**	**63 776**	**637**
Biens	4 491	4 821	-330	4 604	4 827	-223
Marchandises générales (yc «or non-monétaire»)	3 226	4 821	-1 595	3 321	4 827	-1 506
Négoce international (exportations nettes)	1 265		1 265	1 283		1 283
Services	17 238	13 116	4 122	19 905	15 565	4 340
Revenu primaire	55 434	59 019	-3 585	37 631	41 136	-3 505
Revenu secondaire	2 057	2 094	-37	2 272	2 248	24
COMPTE DE CAPITAL	**2**	**152**	**-150**	**3**	**422**	**-420**
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
COMPTE FINANCIER			**35**			**216**
INVESTISSEMENTS DIRECTS	-11 791	7 601	-19 391	189 965	123 974	65 991
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-29 020	-8 445	-20 575	117 525	77 974	39 552
Autres capitaux	17 230	16 046	1 183	72 439	46 000	26 439
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	92 389	105 649	-13 259	68 336	138 213	-69 877
Titres de participation	34 757	84 770	-50 013	26 581	112 393	-85 813
Titres de créance	57 632	20 879	36 754	41 755	25 820	15 935
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			-4 944			10 339
AUTRES INVESTISSEMENTS	100 179	62 486	37 693	20 956	27 153	-6 197
AVOIRS DE RESERVE	-63			-39		-39
ERREURS ET OMISSIONS			**15**			**-1**

Sources : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport à la fin du quatrième trimestre 2014, les avoirs financiers extérieurs bruts du Luxembourg se sont accrus de 372 milliards d'euros (+5%) pour atteindre 7 801 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2015. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur coté progressé de 377 milliards en s'établissant ainsi à 7 785 milliards d'euros. La position extérieure nette du Luxembourg s'est ainsi réduite de 5 milliards d'euros en atteignant 16 milliards d'euros fin mars 2015, contre 21 milliards fin décembre 2014. Cette détérioration résulte presque exclusivement d'un effet négatif de valorisation. Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est contracté de 197 milliards à 272 milliards d'euros fin mars 2015. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) et celui des produits dérivés se sont par contre accrus respectivement de 74 milliards et de 53 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est quant à lui contracté de 65 milliards en atteignant 707 milliards d'euros fin mars 2015.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 2 958 milliards d'euros fin mars 2015, après avoir subi un ajustement largement négatif (-183 milliards) compensé toutefois par de nouvelles transactions (+190 milliards). Le stock d'engagements d'investissements directs a atteint pour sa part 2 686 milliards d'euros fin mars 2015, soit une hausse de 204 milliards, résultant d'un effet positif de valorisation et d'un effet-flux positif. Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90% sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est réduite de 65 milliards pour atteindre 707 milliards d'euros fin mars 2015. Cette évolution est imputable aux effets de valorisation, les flux financiers nets ayant aggravé le déficit. Les achats de titres luxembourgeois ont en effet totalisé 138 milliards au premier trimestre 2015 alors que les achats de titres étrangers par les résidents se sont établis à 68 milliards. L'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est ainsi établi à 3 425 milliards d'euros fin mars 2015 contre 2 953 milliards fin décembre 2014. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille s'est établi pour sa part à 4 132 milliards fin mars 2015, contre 3 725 milliards d'euros fin décembre 2014.

L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir) a progressé de 74 milliards à 384 milliards d'euros fin mars 2015. Cette amélioration résulte d'un effet positif de valorisation (81 milliards) compensé partiellement par un effet flux négatif (-6 milliards). L'encours de créances, qui a atteint 1 209 milliards d'euros fin mars 2015, s'est réduit globalement de 102 milliards après un ajustement négatif (-123 milliards) compensé partiellement par un effet-flux positif (+21 milliards). En atteignant 824 milliards d'euros fin mars 2015, l'encours d'engagements s'est globalement réduit de 176 milliards suite à un ajustement négatif (-204 milliards) compensé partiellement par un effet-flux positif (+27 milliards).

Tableau 24 :

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

	ENCOURS À FIN 2014Q4 [2]	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT [1]	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS [1]	ENCOURS À FIN 2015Q1 [2]
Position extérieure nette	**21**	**0,2**	**-5,1**	**16**
Avoirs extérieurs bruts	7 429	289,6	82,5	7 801
Engagements extérieurs bruts	7 408	289,3	87,6	7 785
Investissements directs	**469**	**66**	**-263**	**272**
Avoirs	2 951	190	-183	2 958
Engagements	2 482	124	80	2 686
Investissements de portefeuille	**-772**	**-70**	**135**	**-707**
Titres étrangers	**2 953**	**68**	**403**	**3 425**
Titres de participation	1 292	27	287	1 605
Titres de créance	1 662	42	116	1 819
Titres luxembourgeois	**3 725**	**138**	**268**	**4 132**
Titres de participation	2 906	112	280	3 299
Titres de créance	819	26	-12	833
Produits dérivés	**13**	**0**	**53**	**66**
Avoirs	213	0	-4	208
Engagements	200	0	-57	143
Autres investissements	**310**	**-6**	**81**	**384**
Avoirs	1 311	21	-123	1 209
Engagements	1 001	27	-204	824
Avoirs de réserve	**0.70**	**-0,04**	**0,07**	**0.74**

1) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.
2) Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL

1.2.10 Les finances publiques

Le Ministère des Finances a diffusé le 23 juillet 2015 un état des lieux de l'évolution des finances de l'Administration centrale au cours du premier semestre de 2015. Cet état des lieux est synthétisé dans le tableau 25, élaboré par les autorités en conformité avec le système comptable européen SEC 2010.

Ce tableau suggère que le solde budgétaire de l'Administration centrale s'est légèrement dégradé au cours des six premiers mois de l'année 2015 par rapport à la période correspondante de 2014. Cette détérioration s'explique par une croissance des recettes de 6,7% par rapport au premier semestre 2014, dont l'ampleur est légèrement inférieure à celle affichée par les dépenses, qui s'élève à 6,9%. Il en résulte donc un déficit de l'Administration centrale de 192,8 millions d'euros au cours des six premiers mois de l'année 2015, à comparer avec un déficit de 167,5 millions d'euros au cours des mêmes mois de 2014.

Tableau 25 :

Evolution des dépenses et des recettes de l'Administration centrale (SEC 2010)

	SITUATION FIN JUIN			
	2014	2015	VARIATION	
			EN MILLIONS	EN %
Dépenses				
1. Consommation intermédiaire	452,6	494,1	41,5	9,2%
2. Formation de capital fixe	536,2	620,3	84,1	15,7%
3. Rémunération des salariés	1397,8	1472,2	74,4	5,3%
4. Subventions (Services publics d'autobus, logement,...)	327,4	394,5	67,1	20,5%
5. Revenus de la propriété (intérêts débiteurs)	-0,4	-21,5	-21	-
6. Prestations sociales autres qu'en nature (Chômage, RMG,...)	652,6	687,9	35,3	5,4%
7. Prestations sociales en nature	22,7	18,2	-4,5	-20,0%
8. Autres transferts courants (Pensions, Maladie, Famille, Communes)	3593,6	3794,3	200,7	5,6%
9. Transferts en capital	181,8	172,2	-9,6	-5,3%
10. Corrections sur actifs non financiers non produits	-25,1	-2,9	22,2	-
Dépenses totales	**7139,1**	**7629,2**	**490,1**	**6,9%**
Recettes				
11. Impôts sur la production	2912,0	2924,1	12,1	0,4%
12. Impôts courants sur le revenu	3112,2	3401,6	289,4	9,3%
13. Autres recettes	947,5	1110,7	163,3	17,2%
Recettes totales	**6971,7**	**7436,4**	**464,8**	**6,7%**
Solde	**-167,5**	**-192,8**	**-**	**-**

Note: Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros
Source: Ministère des Finances

Plusieurs remarques peuvent être faites à la lumière des chiffres présents dans le tableau 25:

Les dépenses de l'Administration centrale ont augmenté de quelque 6,9% au premier semestre par rapport à la période correspondante de 2014, soit à un rythme plus élevé qu'annoncé lors de l'établissement du Budget 2015 (prévision d'une hausse de 4,0% en 2015 par rapport aux comptes 2014[27]). Les subventions, la formation de capital et la consommation intermédiaire ont enregistré des hausses de respectivement 20,5%, 15,7% et 9,2% par rapport au premier semestre de l'année 2014. La croissance de ces dépenses peut s'expliquer notamment, au niveau de la formation de capital, par les nombreux projets d'investissement en cours (le gouvernement prévoyait une hausse de 17% en rythme annuel dans son Budget voté pour 2015). Les dépenses liées à la rémunération des salariés ont également connu une croissance de 5,3% par rapport à 2014, expliquée notamment par la hausse des salaires suite à la mise en œuvre de l'accord salarial dans la fonction publique, à savoir la hausse du point indiciaire de 2,2% ainsi que le paiement de la prime unique de 0,9%.

27 Croissance entre le montant prévu dans le budget 2015 et les comptes de 2014

Les autres transferts courants ont également augmenté de 5,6%, par rapport à une augmentation de 0,6% prévue dans le Budget 2015. Cette hausse pourrait trouver son origine dans les nombreux transferts que l'Administration centrale est amenée à effectuer vers les autres secteurs des Administrations publiques. Ces transferts, qui assurent le financement des Administrations locales et de la sécurité sociale, sont régis selon des clés de répartition préétablies dont les principaux déterminants ont connu une évolution dynamique, à savoir la masse salariale (dans le cas du financement de la sécurité sociale[28]) ainsi que certains impôts (dans le cas du financement des Administrations locales[29]).

Si la croissance des dépenses devait afficher une ampleur similaire durant le deuxième semestre 2015, les dépenses totales seraient alors supérieures à celles qui étaient prévues dans le Budget de 2015, corroborant ainsi l'analyse de la BCL déjà exprimée dans son Avis sur le Budget 2015, à savoir un scepticisme par rapport à l'hypothèse de croissance des dépenses pour 2015 de 4%, largement inférieure aux moyennes historiques.

Les recettes ont progressé de 6,7 % par rapport au premier semestre 2014, soit une croissance plus forte que celle prévue dans le Budget de 2015 (croissance de 2,9%). Les recettes provenant des impôts courants sur le revenu (incluant l'impôt sur le revenu des collectivités, l'impôt commercial communal et l'impôt sur le revenu des personnes physiques) ont été en hausse de 9,3% par rapport à la même période de 2014.

S'agissant de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, la croissance de ces recettes s'explique par une augmentation de la masse salariale, mais également par les mesures mises en œuvre dans le Budget 2015 (notamment l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5%).

Quant aux recettes liées à l'impôt sur le revenu des collectivités, il serait intéressant de voir dans quelle mesure la hausse enregistrée provient du produit des avances d'impôt faites par les sociétés, auquel cas elle serait le reflet de la relance de la croissance économique, ou si elle est plutôt le fruit d'arriérés d'impôts (soldes) dus par les sociétés au titre de bénéfices réalisés durant des années antérieures. Cette analyse ne peut cependant être faite, faute de données. Les recettes liées à la taxe d'abonnement ont joué également un rôle important dans l'augmentation des recettes totales en raison du dynamisme observé sur les marchés boursiers depuis le début de l'année ainsi que de l'augmentation des fonds gérés au Luxembourg.

En ce qui concerne les impôts sur la production, ceux-ci ont affiché une quasi-stagnation (hausse de 0,4%) par rapport à la même période de 2014. Cette stagnation provient principalement de la baisse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), attribuable en grande partie au commerce électronique. En vertu d'un changement dans la législation d'origine européenne (VAT package[30]), les recettes liées au commerce électronique ont commencé à disparaître progressivement depuis janvier 2015, ce qui entraînera pour cette année un manque à gagner pour l'Etat estimé par la BCL à environ 1,5% du PIB. La stagnation des impôts sur la production résulte également de moindres recettes fiscales, comparativement à la prévision inscrite au Budget, provenant des droits d'accises associés à la vente de carburant et de cigarettes. Ces recettes décevantes s'expliquent par la conjonction de deux phénomènes. Premièrement, cette baisse est à mettre en relation avec la hausse généralisée des taux de TVA de deux

28 Les transferts au régime général de pension, soit les « cotisations de pension de l'Etat », sont mécaniquement égaux à 8% de la masse cotisable des assurés du régime général de pension. De même, l'essentiel des transferts de l'Etat à l'assurance maladie-maternité et une partie des transferts au titre des allocations familiales sont strictement proportionnels à la masse cotisable. La dynamique de telles dépenses de l'Administration centrale dépend donc de formules prédéterminées et non de décisions du gouvernement.

29 L'Administration centrale transfère au fonds communal de dotation financière une quotité de 10% du produit de la TVA net de la quote-part des recettes brutes à verser à l'Union européenne.

30 Selon le « VAT package », le Luxembourg pourra garder 30% des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15% de ces recettes en 2017 et 2018.

points de pourcentage (hormis pour le taux super réduit), diminuant de fait les différentiels de prix avec les pays voisins et contribuant à faire baisser la demande des frontaliers pour les produits soumis aux droits d'accises, tels le tabac et les huiles minérales. Deuxièmement, à cet effet volume s'ajoute un effet prix, à savoir la baisse depuis le début de l'année des accises perçues sur les cigarettes décidée afin de compenser la hausse de la TVA.

Il est certes encore trop tôt pout tirer des conclusions concernant l'exercice budgétaire 2015; cependant si les données du Budget de l'Etat du premier semestre devaient être confirmées sur le reste de l'année, le déficit de l'Administration centrale serait dès lors inférieur à celui contenu dans le Budget de 2015[31] et aussi inférieur à celui de l'ordre de 1 milliard d'euros prévu par la BCL dans ses projections de juin 2015.

31 Le Budget pour l'année 2015 tablait sur un déficit de l'Administration centrale de l'ordre de 800 millions d'euros