

Commission européenne

Direction générale des affaires économiques et financières

# Déséquilibres macroéconomiques — Luxembourg 2014

INSÉRER LE NUMÉRO DE PUBLICATION

## REMERCIEMENTS

Le présent rapport a été élaboré au sein de la direction générale des affaires économiques et financières, sous la direction de M. Servaas Deroose, directeur général adjoint, et de M. Matthias Mors et Mme Anne Bucher, directeurs.

Ses principaux contributeurs sont M. Matthias Mors, M<sup>me</sup> Nathalie Darnaut, M. Javier Yaniz Igal, M. Fabrizio Melcarne et Mme Diana Radu. Ont également contribué à sa rédaction M. Ben Deboeck, M<sup>me</sup> Anca Dana Dragu, M. William Connell Garcia et M<sup>me</sup> Dominique Simonis.

Les commentaires sur ce rapport sont les bienvenus et doivent être adressés, par courrier postal ou électronique à:

Nathalie Darnaut  
Commission européenne  
DG ECFIN, Unité G1  
1049 Bruxelles - Belgique  
courriel: [Nathalie.darnaut@ec.europa.eu](mailto:Nathalie.darnaut@ec.europa.eu)

La date butoir retenue pour le présent rapport était le 25 février 2014.

## **Résultats des bilans approfondis au titre du règlement (UE) No 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques**

Les défis macroéconomiques du **Luxembourg** ne sont pas considérés comme des déséquilibres au sens de la PDM. Ils sont liés au modèle de croissance fondé sur un secteur financier efficace, qui a bien résisté à la crise. Il convient néanmoins de continuer à surveiller la perte de compétitivité du secteur manufacturier, l'évolution du marché du logement et le niveau élevé de l'endettement du secteur privé.

Plus précisément, il ressort de l'analyse de l'excédent courant actuel que celui-ci n'est pas dû à une demande intérieure atone, mais au modèle de croissance particulier du pays, fondé essentiellement sur les services financiers. Cette situation masque toutefois l'accroissement constant du déficit des échanges de marchandises, conséquence d'exportations décevantes. Si le Luxembourg perd des parts de marché à l'exportation, c'est essentiellement parce que ses coûts salariaux unitaires ont augmenté plus vite que ceux de ses partenaires commerciaux, situation qui s'explique dans une certaine mesure par le mécanisme de fixation des salaires. Dans ce contexte, la recherche d'une solution structurelle à la modulation temporaire de l'indexation automatique des salaires constitue un défi. La taille importante du secteur financier fait peser des risques sur la stabilité financière du pays, mais ceux-ci sont relativement limités du fait de la diversification et de la spécialisation du secteur. En outre, la situation des banques nationales en matière de fonds propres et de liquidités est solide. Le niveau élevé de l'endettement du secteur privé et, en particulier, des sociétés non financières, s'explique principalement par le fait qu'un grand nombre d'entreprises multinationales utilisent leurs succursales ou filiales implantées au Luxembourg pour mener des opérations de financement intragroupe. La vigueur des prix de l'immobilier est source de préoccupation croissante. Enfin, la situation actuellement favorable des finances publiques est fortement tributaire de la viabilité du modèle de croissance fondé sur le dynamisme du secteur financier; de ce fait, des risques importants à long terme pèsent sur les finances publiques du Luxembourg. À cet égard, les réformes récemment mises en œuvre dans le domaine des retraites sont insuffisantes pour faire face à ce risque. Le solde structurel se situe toutefois au-dessus de l'objectif à moyen terme.

*COM(2014) 150 final du 5.3.2014*



Résumé et conclusions	9
1. Introduction	13
2. Évolution macroéconomique	15
3. Déséquilibres et risques	19
3.1 Analyse de l'existence de déséquilibres extérieurs	21
3.1.1. Évolution de la balance courante et de ses principales composantes	21
3.1.2. Vue d'ensemble de l'évolution des exportations	23
3.1.3. Évolution des parts de marché	24
3.1.4. Spécialisation géographique et spécialisation sectorielle des exportations de biens	28
3.1.5. Compétitivité-coûts	28
3.1.6. Mécanisme de fixation des salaires	31
3.1.7. Compétitivité hors coûts	31
3.1.8. Conclusion sur les déséquilibres extérieurs	33
3.2. Analyse de l'existence de déséquilibres internes	33
3.2.1. Le secteur financier	33
3.2.2. Incidence de la crise financière sur le secteur financier	35
3.2.3. La dimension nationale du secteur financier	36
3.2.4. Les perspectives du secteur financier	38
3.2.5. Conclusion sur les déséquilibres internes	38
3.3. L'endettement des sociétés non financières et des ménages	39
3.3.1. L'endettement des ménages	39
3.3.2. Prix de l'immobilier	41
3.3.3. L'endettement des sociétés non financières	42
3.3.4. Une perspective transnationale	43
3.4. Viabilité des finances publiques	44
4. Thèmes spécifiques	50
4.1. Le secteur financier: incidence économique, fonds d'investissement et banque privée	47
4.2. Le secteur financier au cœur du modèle économique luxembourgeois	47
4.2.1. La contribution du secteur financier à l'économie du Luxembourg	47
4.3. Risques inhérents à la structure et à la spécialisation du secteur financier au Luxembourg	48
4.3.1. Les filiales ont une exposition importante à une même entité, ce qui concentre les risques	48
4.3.2. Des exigences plus strictes en matière de liquidités devront être respectées avec Bâle III, ce qui renforcera l'actuel cadre de surveillance	49
4.3.3. Les établissements de crédit ont une forte exposition aux fonds d'investissement	50

4.3.4. La coopération entre pays d'origine et pays d'accueil ainsi que la réglementation et la surveillance internationales sont importantes pour la stabilité financière au Luxembourg	51
4.3.5. Les fonds monétaires sont importants pour la stabilité financière et tireraient avantage d'un meilleur cadre prudentiel	51
4.3.6. La taille du secteur des fonds d'investissement	51
4.4. Défis futurs du secteur de la gestion d'actifs	52
4.4.1. Présence internationale des OPCVM	52
4.4.2. L'émergence des FIA	53
4.5. Défis à venir pour les services de banque privée face à l'évolution fiscale et réglementaire internationale	53
4.5.1. Les atouts du passé n'existent plus	54
4.5.2. La banque privée touchée par l'évolution fiscale et réglementaire internationale	55
<b>5. Enjeux stratégiques</b>	<b>62</b>
<b>Références</b>	<b>64</b>

## LISTE DES TABLEAUX

2.1. Grands indicateurs économiques, financiers et sociaux - Luxembourg	19
3.1. Principaux partenaires commerciaux (en % du total)	28
3.2. Luxembourg, pays voisins et ZE-17: productivité, salaires et coûts salariaux (2000-2012)	29
3.3. Patrimoine financier net des ménages	40

## LISTE DES GRAPHIQUES

2.1. Taux de chômage global et taux de chômage des jeunes	15
2.2. Composition de la balance courante	16
2.3. Total des actifs bancaires	17
3.1. Répartition de la VAB par secteur, variations annuelles	21
3.2. Décomposition de la position extérieure	22
3.3. Évolution de la demande intérieure, indice 2000=100	22
3.4. Évolution de la formation brute de capital fixe	23
3.5. Décomposition de la PEGN	23
3.6. PEGN par secteur	23
3.7. Décomposition des parts de marché à l'exportation	24
3.8. Échange de biens en pourcentage du commerce mondial (données BdP)	24
3.9. Part dans les exportations de la ZE-17 en %, pour les biens	25
3.10. Décomposition de la croissance nominale des marchés d'exportation	25
3.11. Part dans les exportations de la ZE-17 en %, pour les services	26
3.12. Parts de marché à l'exportation par secteurs (en % de la part du marché mondial)	28

3.13.	Contribution des grandes catégories à la balance commerciale	28
3.14.	Taux de change effectif réel par rapport à 35 pays industrialisés	29
3.15.	Taux de change effectifs réels déflatés par les CSU	29
3.16.	Niveau de productivité (2012) – PIB par personne employée – ZE-17=100	30
3.17.	Croissance de la productivité (2012) – PIB par personne employée – ZE-17=100	30
3.18.	Évolution des CSU nominaux	30
3.19.	CSU relatifs des principaux partenaires commerciaux par rapport à la zone euro	30
3.20.	Part des produits de haute technologie dans les exportations (% du total)	32
3.21.	Ventilation des exportations de haute technologie par produit	32
3.22.	Taux de participation (%)	32
3.23.	Durée de la vie active	32
3.25.	Primes encaissées par type et origine	34
3.26.	Primes encaissées par type et origine	34
3.27.	Ssecteur financier en % du PIB	35
3.28.	Taille du secteur financier (en mdr EUR)	35
3.29.	Part des banques d'origine nationale (en % des actifs)	35
3.30.	Évolution des actifs bancaires (en mrd EUR)	36
3.31.	Actifs du secteur bancaire et des banques d'origine nationale (en mrd EUR)	37
3.32.	Crédits au secteur privé luxembourgeois (en mrd EUR)	37
3.33.	Composition du produit bancaire	37
3.34.	Décomposition des actifs nets des dettes publique et privée (non consolidées)	39
3.35.	Décomposition de la dette consolidée, tous secteurs	39
3.36.	Capacité et besoin de financement par secteur	39
3.37.	Endettement des ménages	40
3.38.	Charge d'intérêts des ménages et des SNF	40
3.39.	Patrimoine des ménages par poste	41
3.40.	Patrimoine des ménages par poste (zone euro) des	41
3.41.	Ventilation du patrimoine des ménages	41
3.42.	Actifs financiers nets par habitant (en EUR)	41
3.43.	Évolution des prix de l'immobilier	42
3.44.	Cycle des prix du logement	42
3.45.	Credits octroyés par des IFM aux ménages	42
3.46.	Ratios prix/loyers et prix/revenus	42
3.47.	Ratio passifs/actifs	43
3.48.	Ratio dette/passif total	44
3.49.	Passifs à court terme/à long terme	44
4.1.	Contribution directe du secteur financier dans l'économie	47
4.2.	Sous-secteurs financiers (% de la valeur ajoutée du secteur, 2012)	48
4.3.	Secteur financier en % de la valeur ajoutée brute totale, 2011)	48
4.4.	Valeur ajoutée par secteur en % de la valeur ajoutée brute, 2011)	48
4.5.	Total des actifs du secteur des fonds et variation annuelle (en milliards d'euros)	52
4.6.	Part du Luxembourg dans la banque privée internationale	54

4.7.	Origine géographique des clients de la banque privée au Luxembourg	54
------	--	----

## LISTE DES ENCADRÉS

3.1.	Vue détaillée de la balance des services	28
4.1.	Le système de garantie des dépôts du Luxembourg a dû intervenir pour les trois banques islandaises en faillite.	50
4.2.	Nouvelles richesses par origine et destination	57



## RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS

Dans le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA), publié le 13 novembre 2013, la Commission a estimé utile d'examiner la question de l'existence de déséquilibres au Luxembourg. Le présent bilan approfondi fournit donc une analyse économique de l'économie luxembourgeoise dans le contexte de la surveillance menée au titre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM). Cette analyse conduit aux principales observations et conclusions suivantes:

- **Le Luxembourg applique un modèle de croissance particulier, essentiellement fondé sur les services financiers.** Grâce à la puissance de son secteur des services financiers, le pays a pu créer durablement un État providence généreux sans fiscalité excessivement lourde et sans compromettre les finances publiques, les excédents budgétaires sur l'ensemble du cycle permettant en effet de maintenir la dette publique à un niveau très bas. Si, depuis des décennies, le secteur financier est le principal moteur de croissance, jusqu'au début de la crise, l'industrie manufacturière également n'a cessé de se développer. Toutefois, la forte dépendance de l'économie par rapport aux services financiers va de pair avec un risque intrinsèque de surexposition à un seul secteur.
- **L'excédent important de la balance des opérations courantes s'accompagne d'une demande intérieure forte. Il masque également un déficit commercial élevé et en augmentation constante, qui s'explique par des résultats décevants dans le secteur des exportations de biens.** L'excédent de la balance courante du Luxembourg est exclusivement imputable à la performance exceptionnelle des services, notamment financiers. Les exportations de services ont largement compensé des importations vigoureuses, stimulées par une demande intérieure dynamique. En ce qui concerne les biens, les pertes globales et persistantes de parts de marché à l'exportation sont associées à des hausses des salaires réels comparativement élevées, ce qui montre l'existence de rigidités du marché du travail. Les coûts salariaux unitaires ont augmenté beaucoup plus rapidement au Luxembourg que dans les pays partenaires commerciaux, une évolution déterminée dans une certaine mesure par le mécanisme de fixation des salaires. Les autorités ont réagi judicieusement en instaurant une modulation de l'indexation automatique des salaires pour la période 2012-2014. Cette initiative, toutefois, ne règle le problème que temporairement et des mesures plus structurelles seront nécessaires. Les performances à l'exportation du Luxembourg mettent également en lumière des problèmes de compétitivité au sens large, tant en termes d'orientation géographique que de spécialisation par produit, la catégorie des biens intermédiaires occupant une place dominante dans les exportations de produits manufacturés.
- **Si les problèmes du secteur manufacturier ne peuvent être considérés comme ne présentant aucun risque pour l'économie luxembourgeoise, ils ne semblent toutefois pas constituer une menace grave.** Un recul prolongé du secteur manufacturier pourrait avoir des répercussions négatives sur la stratégie actuelle des autorités, qui consiste à réorienter l'économie vers des activités à forte intensité de connaissance. La préservation d'une base manufacturière solide favoriserait les activités de recherche-développement et la transition nécessaire vers les nouveaux secteurs. Toutefois, deux autres facteurs doivent être pris en considération lorsqu'il s'agit de préciser l'incidence du déficit des échanges de biens sur l'ensemble de l'économie. Tout d'abord, le dynamisme et la position extérieure fortement positive des services financiers sont suffisants pour leur permettre de compenser en totalité le déficit des échanges de biens. Deuxièmement, le poids du secteur manufacturier dans l'ensemble de l'économie est devenu relativement faible.
- **Il est néanmoins dans l'intérêt du Luxembourg que le pays diversifie son économie.** Pour y parvenir, il est essentiel que le Luxembourg accélère la transition vers un secteur industriel davantage fondé sur la connaissance, en permettant que les atouts de son système de recherche soient pleinement exploités. L'importance relative des services non financiers est souvent ignorée en raison de leur faible poids par rapport aux services financiers. Toutefois, l'évolution de ces catégories de services, qui englobent des domaines tels que les transports, la logistique, les technologies de l'information ou

les technologies satellitaires, semble indiquer que la stratégie de diversification du pays a donné d'assez bons résultats.

- **Le secteur financier au Luxembourg est à la fois diversifié et spécialisé et ses liens avec l'économie nationale sont limités.** Si, par rapport à la taille de l'économie du pays, le secteur bancaire du Luxembourg est le plus gros de la zone euro, en valeur absolue, il n'est pas aussi important que dans d'autres plaques tournantes financières telles que Londres ou la Suisse. Les résultats et la rentabilité des banques ne sont certes pas revenus à leur niveau d'avant la crise, mais ces dernières ont cependant bien résisté. Globalement, l'ampleur de ce secteur est le fruit d'une stratégie efficace et cette dimension est devenue une spécificité fondamentale de la structure économique du pays. Enfin, étant donné l'importance des économies d'échelle, il n'est pas anormal que, dans une économie de petite taille, la concentration sectorielle soit plus élevée.
- **La présence d'un vaste secteur financier rend le Luxembourg plus vulnérable aux chocs extérieurs.** Les résultats et la rentabilité globalement bons du secteur financier sont exposés à la volatilité des marchés financiers, aux pressions exercées par les modifications de l'environnement réglementaire et à l'intensification de la concurrence internationale. Deux piliers importants du secteur financier ont souffert pendant la crise: l'intermédiation financière et, dans une mesure moindre, l'administration de fonds. En outre, les modifications réglementaires encore à venir en réponse à la crise devraient changer la donne pour le secteur de la banque privée. L'adoption de l'échange automatique d'informations en 2015 entraînera probablement des flux sortants dans cette branche d'activité. Toutefois, ce secteur peut aussi offrir de bonnes perspectives d'expansion et le Luxembourg s'efforce de créer de nouveaux produits et d'attirer de nouveaux clients afin de tirer à nouveau parti de sa stratégie de «précurseur» en continuant à développer de manière significative l'activité de banque privée.
- **Le Luxembourg enregistre le plus fort niveau d'endettement du secteur privé en Europe.** En ce qui concerne les sociétés non financières (SNF), on ne saurait exclure des vulnérabilités au niveau du sous-secteur, même si plusieurs indicateurs agrégés semblent favorables. En particulier, une partie importante de la dette est constituée par des prêts intragroupe avec des filiales non résidentes, qui sont significatifs pour les multinationales établies au Luxembourg. Les prêts hypothécaires représentent la majeure partie de l'endettement des ménages luxembourgeois, mais ils vont de pair avec une quantité importante d'actifs financiers détenus par ces derniers. L'augmentation constante des prix de l'immobilier et la proportion élevée de prêts à taux variable pourraient constituer une certaine menace en cas de hausse des taux d'intérêt, essentiellement pour les ménages à faible revenu. Enfin, le marché du logement pourrait être soumis à de fortes pressions, si le secteur financier devait éprouver des difficultés croissantes à se maintenir comme principal moteur de croissance; dans ce cas, en effet, des pressions à la baisse pourraient s'exercer sur l'emploi et le revenu disponible brut des ménages.
- **La situation actuelle des finances publiques luxembourgeoises est rassurante bien qu'elle soit très dépendante de la viabilité d'un modèle de croissance fondé sur un secteur financier prospère. En outre, le faible niveau d'endettement dissimule un risque non négligeable pour la viabilité à long terme.** Dans ce contexte, le Luxembourg a récemment mis en œuvre une première réforme des retraites. Celle-ci est toutefois largement insuffisante pour faire face à l'ampleur du problème, car elle ne contient pas certains éléments clés comme un lien entre l'âge légal de la retraite et l'espérance de vie.

Le bilan approfondi examine également les enjeux politiques découlant de ces évolutions et tente de déterminer les voies à explorer en termes d'action politique. Il convient de souligner que des mesures appropriées ont été inscrites dans les recommandations spécifiques adressées au Luxembourg en juin 2013.

- **En ce qui concerne la question du renforcement de la compétitivité extérieure, le pays gagnerait à améliorer la compétitivité-coûts et les coûts salariaux.** L'un des éléments clés à cet égard est le rôle du mécanisme de fixation des salaires et la manière dont il tient compte de l'évolution de la productivité du travail et de la compétitivité.
- **En ce qui concerne le problème lié à la taille du secteur financier, le pays tirerait aussi avantage d'une diversification intrasectorielle accrue, car celle-ci aurait pour effet de limiter la dépendance par rapport à un petit nombre d'activités présentes dans le secteur financier.** La poursuite du développement de la banque privée est souhaitable, car cette activité fournit une source fiable et stable de recettes. L'existence d'un organisme chargé de promouvoir les bonnes pratiques et de stimuler les initiatives constitue un aspect positif que le Luxembourg pourrait encourager encore davantage.
- **Étant donné la forte augmentation des crédits accordés aux ménages, essentiellement des prêts hypothécaires, et la progression rapide des prix de l'immobilier, le strict respect, par les établissements financiers basés au Luxembourg, d'un ratio prêt-valeur prudent permettrait de diminuer les risques économiques et financiers.** Compte tenu du nombre important de filiales et de succursales exerçant leurs activités au Luxembourg, la surveillance des ratios de fonds propres et de liquidité réglementaires auxquels les établissements de crédit sont tenus de se conformer pourrait être exercée au niveau de l'entité et du groupe, permettant ainsi d'assurer une supervision renforcée et, le cas échéant, de repérer rapidement les défaillances.



# 1. INTRODUCTION

Le 13 novembre 2013, la Commission européenne a présenté son troisième rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA), élaboré conformément à l'article 3 du règlement (UE) n° 1176/2011 sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques. Le RMA est un premier instrument d'analyse permettant d'identifier les États membres qui méritent un examen approfondi afin de déterminer s'ils sont touchés par des déséquilibres ou risquent de l'être. Conformément à l'article 5 du règlement (UE) n° 1176/2011, ces «bilans approfondis» de la situation spécifique de chaque pays doivent analyser la nature, l'origine et la gravité des évolutions macroéconomiques dans l'État membre concerné, qui constituent ou pourraient entraîner des déséquilibres. Sur la base de cette analyse, la Commission établira si elle estime qu'il existe un déséquilibre et quel type de suivi elle recommandera au Conseil.

Il s'agit du premier bilan approfondi dans le cas du Luxembourg. Globalement, la Commission a estimé dans son RMA qu'il serait utile d'examiner si les évolutions macroéconomiques au Luxembourg constituent ou pourraient entraîner des déséquilibres. Ce bilan approfondi examine donc la situation de l'économie luxembourgeoise dans le cadre du mécanisme de surveillance instauré au titre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM).

Dans ce contexte, la partie 2 de ce bilan approfondi analyse plus en détail ces développements, couvrant à la fois les aspects externes et internes. La partie 3 analyse la question de savoir si ces évolutions représentent un déséquilibre, ainsi que les risques qui y sont associés. La partie 4 se concentre sur certains aspects du secteur financier. Enfin, la partie 5 est consacrée à des considérations politiques.



## 2. ÉVOLUTION MACROÉCONOMIQUE

### Évolution macroéconomique récente et perspectives

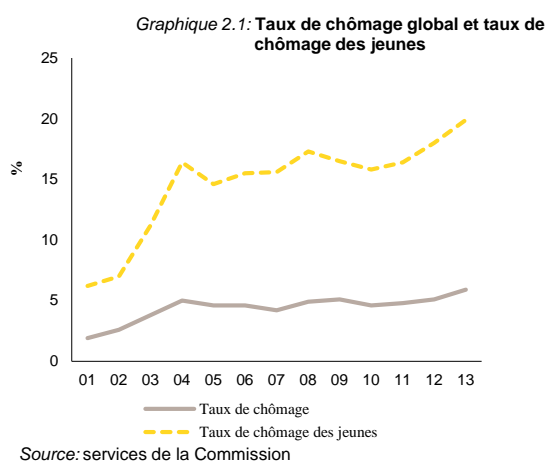
**Le taux de croissance potentielle a été revu à la baisse par rapport à la période antérieure à la crise, pendant laquelle il avait atteint 4,7 % environ.** Selon les estimations les plus récentes, la croissance potentielle se situerait en dessous de 2 %, freinée par la baisse de la contribution de la main-d'œuvre, ainsi que par la contribution négative de la productivité totale des facteurs, probablement liée aux difficultés rencontrées par le pays pour accroître davantage sa productivité. Le PIB devrait enregistrer un taux de croissance juste supérieur à 2 % au cours des prochaines années, de sorte que l'écart de production négatif actuel, qui s'est constitué pendant la crise, devrait se rétrécir.

**D'un point de vue sectoriel, la récente augmentation de la production demeure pour l'essentiel due aux bons résultats du secteur financier.** Sa diversification et la reprise récente des marchés financiers à l'échelle mondiale sont des facteurs susceptibles d'expliquer sa capacité d'adaptation. Dans un avenir proche, et compte tenu de sa diversification et du volontarisme des autorités sectorielles et des autorités nationales, le secteur financier devrait être capable de relever avec succès les défis liés à la vague de nouvelles réglementations internationales [Bâle III <sup>(1)</sup>], même si son potentiel pourrait être écorné.

**Le marché du travail a continué à créer des emplois pendant toute la crise, ce qui constitue un résultat unique dans la zone euro.** Le nombre total d'heures travaillées, qui a enregistré la hausse la plus forte de la zone euro depuis 2007, confirme les bons résultats du marché du travail. L'emploi et le total des heures travaillées ont augmenté pendant les années de la crise, sauf en 2009, où du fait de la rétention de la main-d'œuvre, la progression de l'emploi total n'a pas été soutenue par un accroissement parallèle du nombre d'heures de travail. Pour les années à venir, les perspectives à cet égard sont favorables, même si le rythme de création d'emplois devrait se ralentir, conformément aux projections relatives au PIB.

(<sup>1</sup>) «Bâle III» constitue un ensemble complet de mesures de réforme visant à améliorer la réglementation, la surveillance et la gestion des risques dans le secteur bancaire.

**Le chômage a augmenté assez sensiblement ces dernières années, en partie sous l'effet d'un accroissement soutenu de la population. Le Luxembourg reste néanmoins un des pays où le taux de chômage global est le plus bas.** Le taux de chômage des jeunes est près de quatre fois plus important que celui du chômage global (voir le graphique 2.1). Même si l'analyse de ces ratios doit également tenir compte du taux d'activité globalement bas dans cette tranche d'âge, ceux-ci donnent à penser qu'il existe des déséquilibres entre l'offre et la demande de compétences sur le marché du travail. Les mesures prises récemment ou en cours d'élaboration en vue d'accroître la participation des travailleurs âgés au marché du travail (parmi les plus bas de l'Union) pourraient également entraîner une hausse du taux de chômage si elles ne sont pas compensées par des mesures décisives de politique active du marché du travail destinées à accroître l'employabilité des personnes concernées.



**La productivité du travail demeure élevée par rapport à la moyenne de la zone euro, bien que son rythme de croissance ait ralenti et soit même devenu négatif au cours des dernières années.** Cette évolution s'explique en partie par des pratiques de rétention de main-d'œuvre, encouragées par des politiques nationales de soutien à l'emploi. Le pays se caractérise par un écart significatif de productivité de la main-d'œuvre selon les secteurs économiques, le secteur financier affichant de loin le niveau le plus élevé. La croissance de la productivité devrait timidement redevenir positive ces prochaines années, car la

hausse de l'emploi et celle de la productivité devraient cesser de diverger.

**Le différentiel d'inflation par rapport à la moyenne de la zone euro se réduit lentement.**

Outre une évolution moins dynamique des prix du pétrole, la modulation de l'indexation des salaires adoptée en 2012, qui limite les hausses annuelles de salaire à 2,5 %, a joué un rôle, quoique temporaire, dans cette convergence. Ce processus devrait se poursuivre, à condition que le nouveau gouvernement reconduise un accord similaire de modulation salariale.

**Les risques de pauvreté au Luxembourg sont parmi les plus faibles de l'Union.** Cependant, il convient de souligner que le nombre de personnes percevant le salaire minimal ou le revenu minimum garanti est passé à 3 % de la population totale contre 1 % il y a quelques années. Bien que les taux de pauvreté aient augmenté au Luxembourg, cette évolution peut toutefois être considérée comme mineure et les inégalités de revenu demeurent peu importantes. Parmi les facteurs susceptibles, entre autres, d'être à l'origine de ce résultat, l'existence d'un régime généreux de prestations sociales a joué un rôle.

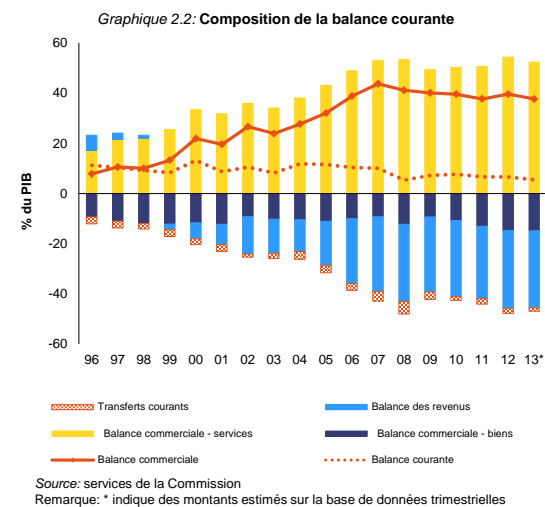
### Évolution extérieure

**Le solde des opérations courantes a enregistré en moyenne un excédent d'environ 10 % du PIB au cours de la période 2001-2007. Cet excédent s'est ensuite légèrement contracté avant toutefois de se stabiliser autour de 7 %** (voir le graphique 2.2). Cet excédent important et durable de la balance courante repose sur les services financiers et englobe un déficit de la balance commerciale des biens, qui persiste et se creuse progressivement. Ce dernier tient davantage à une croissance atone des exportations qu'à une hausse des importations, comme en témoignent également les pertes importantes de parts de marché à l'exportation pour les biens au lendemain de la crise financière. Cette évolution reflète sans doute non seulement la «tertiarisation» croissante de l'économie, mais également une perte plus structurelle de la compétitivité-coûts.

**La hausse des coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux a incontestablement contribué à ces développements.** Ces CSU ont augmenté de 53,2 % au Luxembourg entre 2000 et 2012, soit

plus de deux fois plus rapidement que la moyenne de la ZE-17 (23,3 %), l'Allemagne enregistrant quant à elle une hausse de 8,8 % au cours de la même période. La stagnation de la productivité de la main-d'œuvre et la progression constante des salaires nominaux expliquent cette évolution notable.

**L'excédent de la balance courante est tiré vers le bas car le déficit de la balance des revenus se creuse.** Ces sorties nettes sont passées à 31 % du PIB en 2012 (contre 14,8 % du PIB en 2002), ce qui illustre le succès grandissant avec lequel le secteur des services financiers vend ses produits à l'étranger ainsi que la présence d'un grand nombre de travailleurs étrangers. La position extérieure globale nette reste très positive et est la plus élevée de toute l'Union, avec un taux fluctuant autour de 100 % du PIB.



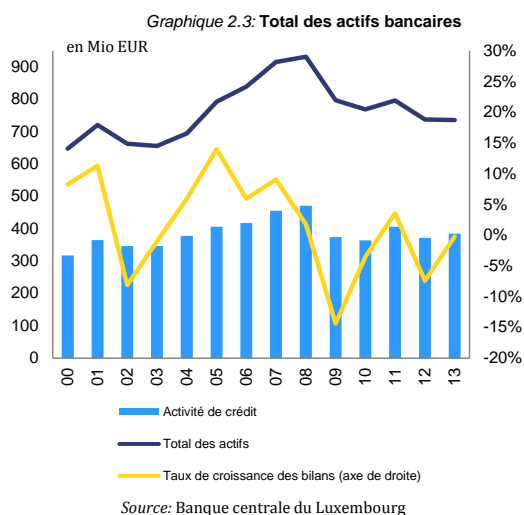
### Le secteur financier et le crédit

**La taille du secteur financier du Luxembourg reste très importante en proportion de celle de son économie.** Cependant, les bilans se sont contractés sous l'effet de la diminution de l'activité d'intermédiation (voir le graphique 2.3) et la rentabilité est plus faible qu'avant la crise. Cette baisse a été compensée par l'expansion des fonds d'investissement. En dépit de ce ralentissement, la solidité des ratios de fonds propres et de liquidité est globalement rassurante. Les risques auxquels ce secteur est potentiellement exposé découlent de sa capacité à s'adapter aux changements de la



réglementation, ainsi qu'à la concurrence accrue des nouveaux centres financiers.

**Les conditions de prêt aux entreprises demeurent restrictives depuis le début de la crise financière, même si elles le sont moins que dans la zone euro en moyenne.** Les conditions supplémentaires (telles que des garanties accrues) que les banques exigent pour accorder un prêt ont été durcies. Les petites entreprises sont les plus touchées, alors que les entreprises moyennes et grandes peuvent financer leurs besoins directement sur le marché obligataire. Les petites entreprises au Luxembourg, principalement les petites et moyennes entreprises (PME) innovantes, auraient intérêt à exploiter d'autres sources de financement.



**En ce qui concerne les prêts immobiliers aux ménages, les conditions se sont également durcies depuis peu.** Cette situation découle à la fois d'une hausse des coûts de financement supportés par les banques et d'une augmentation de la perception du risque lié à ce type d'opération. Ce durcissement se traduit souvent par une réduction du ratio prêt/valeur. Cependant, l'activité relative aux prêts immobiliers reste dynamique et s'inscrit en hausse pour les années 2010-2011.

**La dette nationale est un problème essentiellement lié à la dette privée**

**Bien qu'elle se situe à un niveau très bas par rapport à la moyenne de la zone euro (92,7 % du PIB), la dette publique a augmenté, passant de 6,7 % en 2007 à 21,7 % en 2012, et cette**

**tendance ne devrait pas s'inverser dans un avenir proche,** car les finances publiques doivent s'adapter à certains changements que la modification de la TVA sur le commerce électronique. Compte tenu du faible niveau de la dette publique et de la relative solidité de ses fondamentaux économiques, le Luxembourg bénéficie d'un environnement de taux d'intérêt très faibles, l'écart par rapport aux obligations allemandes étant proche de zéro. Avec la Finlande et l'Allemagne, le Luxembourg est l'un des trois pays de la zone euro qui bénéficient encore d'une notation «AAA». L'encours des garanties publiques représente 8,8 % du PIB, dont 4,9 % ont trait au secteur financier.

**Même si elle a tendance à baisser depuis 2009, la dette du secteur privé atteint encore un niveau bien supérieur à la moyenne de la zone euro.** La dette des ménages est en voie de stabilisation mais l'endettement des sociétés non financières a fortement augmenté en 2009 pour atteindre 344 % du PIB, sur une base consolidée, et n'est pas revenu aux niveaux d'avant la crise. Il convient toutefois de noter que cette mesure comprend les créances intragroupe avec des filiales non résidentes, qui sont significatives pour les multinationales établies au Luxembourg. Avant 2007, la dette du secteur privé s'élevait à des niveaux comparables à ceux de la zone euro (132 % du PIB).

**Dans ce contexte, il convient de noter que la hausse continue des prix de l'immobilier pourrait constituer une nouvelle menace pour l'économie.** Depuis 2000, les prix de l'immobilier ont augmenté, en termes nominaux, de 173 %, soit une moyenne annuelle de 8,1 %. D'après les chiffres les plus récents, les prix ont augmenté de 6,5 % sur une base annuelle au troisième trimestre de 2013, soit la hausse la plus forte depuis le début de la crise financière. Les préoccupations sont également liées au fait que la majorité des crédits hypothécaires sont souscrits à des taux variables, ce qui poserait aux ménages des problèmes relatifs au service de la dette si les taux d'intérêt devaient se normaliser et s'aligner de nouveau sur les niveaux des moyennes historiques.



Principaux indicateurs économiques, financiers et sociaux	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Prévisions		
							2013	2014	2015
PIB réel (g.a.)	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2	2,1	2,2	2,5
Consommation privée (g.a.)	3,3	-0,8	-1,4	2,6	1,3	2,2	2,0	2,3	2,6
Consommation publique (g.a.)	2,8	1,5	4,9	2,5	1,3	4,8	1,7	1,9	2,5
Formation brute de capital fixe (g.a.)	18,4	2,0	-16,2	-0,7	12,1	3,5	2,1	2,9	1,8
Exportations de biens et services (g.a.)	9,0	4,4	-12,9	7,2	5,4	-1,9	2,3	3,6	4,9
Importations de biens et services (g.a.)	9,3	6,1	-15,4	11,4	7,4	-1,0	2,3	3,9	5,3
Écart de production	4,5	1,3	-5,0	-2,4	-1,6	-3,3	-2,7	-1,8	-0,7
Contribution à la croissance du PIB:									
Demande intérieure (g.a.)	5,1	0,4	-3,2	1,2	2,8	2,2	1,3	1,6	1,6
Stocks (g.a.)	-0,9	0,0	-2,2	5,1	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (g.a.)	2,4	-1,1	-0,2	-3,2	-1,0	-1,9	0,7	0,6	0,9
Balance des opérations courantes, BdP (en % du PIB)	10,1	5,4	7,3	7,7	6,6	6,6	.	.	.
Balance commerciale (en % du PIB), BdP	43,8	41,2	40,1	39,6	37,7	39,6	.	.	.
Termes de l'échange entre les biens et les services (g.a.)	0,5	-0,5	0,4	2,5	0,6	0,2	1,2	0,6	0,5
Position extérieure globale nette (en % du PIB)	95,5	100,1	86,7	98,0	74,2	169,1	.	.	.
Dettes extérieures nettes (en % du PIB)	-2678,6	-2517,0	-2938,9	-3193,3	-2438,5	-2444,8	.	.	.
Dettes extérieures brutes (en % du PIB)	3671,2	4101,2	3670,1	3311,8	4610,3	5182,5	.	.	.
Résultats à l'exportation par rapport aux pays avancés (variation en % sur 5 ans)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Parts de marché à l'exportation, biens et services (%)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Taux d'épargne des ménages (épargne nette en pourcentage du revenu disponible)	4,3	9,5	12,1	13,0	13,6	13,7	.	.	.
Flux de crédit privé (sur une base consolidée, en % du PIB)	16,6	-17,8	-14,8	-23,7	0,5	-5,1	.	.	.
Dettes du secteur privé (sur une base consolidée, en % du PIB)	163,9	399,0	399,6	339,4	328,0	317,4	.	.	.
Indice déflaté des prix de l'immobilier (g.a.)	4,7	0,0	-2,2	4,0	1,1	2,5	.	.	.
Investissement résidentiel (en % du PIB)	2,9	3,6	3,9	3,6	3,5	3,5	.	.	.
Total du passif du secteur financier, sur une base non consolidée (en % du PIB)	15,1	-17,0	8,3	13,7	8,0	11,3	.	.	.
Ratio de fonds propres de catégorie 1 (1)	.	10,4	15,6	17,6	15,0	21,2	.	.	.
Ratio de solvabilité global (2)	.	15,1	18,1	17,8	17,8	21,9	.	.	.
Montant brut total des prêts douteux et non productifs (en % du total des	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Emploi (personnes occupées) (g.a.)	2,4	3,3	1,0	1,7	2,7	2,5	1,8	1,7	1,9
Taux de chômage	4,2	4,9	5,1	4,6	4,8	5,1	5,9	6,0	5,9
Taux de chômage de longue durée (en % de la population active)	1,2	1,6	1,2	1,3	1,4	1,6	.	.	.
Taux de chômage des jeunes (en % de la population active de la même tranche)	15,6	17,3	16,5	15,8	16,4	18,0	19,9	.	.
Taux d'activité (15-64 ans)	66,9	66,8	68,7	68,2	67,9	69,4	.	.	.
Jeunes ne travaillant pas et ne suivant ni études ni formation (en % de la population)	5,7	6,2	5,8	5,1	4,7	5,9	.	.	.
Personnes exposées au risque de pauvreté ou d'exclusion sociale (en % de la	15,9	15,5	17,8	17,1	16,8	18,4	.	.	.
Taux de risque de pauvreté (en % de la population totale)	13,5	13,4	14,9	14,5	13,6	15,1	.	.	.
Taux de dénuement matériel aigu (en % de la population totale)	0,8	0,7	1,1	0,5	1,2	1,3	.	.	.
Personnes vivant dans des ménages à très faible intensité de travail (en % de la	5,0	4,7	6,3	5,5	5,8	6,1	.	.	.
Déflateur du PIB (g. a.)	3,7	0,4	0,8	7,2	4,2	3,0	3,9	2,8	2,7
Indice des prix à la consommation harmonisé (g. a.)	2,7	4,1	0,0	2,8	3,7	2,9	1,7	1,5	1,7
Rémunération par salarié (g. a.)	3,7	3,4	1,8	2,6	2,4	2,0	1,5	3,1	2,5
Productivité du travail (réelle, par personne employée, g. a.)	2,0	-5,5	-6,4	1,3	-1,0	-2,6	.	.	.
Coûts salariaux unitaires (ensemble de l'économie, g. a.)	1,6	9,4	8,7	1,4	3,4	4,7	1,1	2,6	2,0
Coûts salariaux unitaires réels (g. a.)	-2,0	8,9	7,9	-5,4	-0,7	1,7	-2,6	-0,2	-0,7
TCE (CSU, g. a.)	0,5	7,0	6,0	-0,3	2,4	0,8	1,4	2,4	0,8
TCE (IPCH, g. a.)	0,9	1,9	0,9	-1,6	0,7	-1,4	1,5	0,9	0,0
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	3,7	3,2	-0,7	-0,8	0,1	-0,6	-0,2	-0,5	-2,4
Solde budgétaire structurel (en % du PIB)	1,6	2,6	1,7	0,3	0,8	1,0	1,0	0,3	-2,1
Dettes publiques brutes (en % du PIB)	6,7	14,4	15,5	19,5	18,7	21,7	24,3	25,5	28,1
(1) Groupes bancaires et banques indépendantes nationales.									
(2) Groupes bancaires et banques indépendantes nationales, filiales (UE et non-UE) sous contrôle étranger et succursales (UE et hors UE) sous contrôle étranger.									
Sources: Eurostat, BCE, AMECO.									



# 3. DESEQUILIBRES ET RISQUES

## 3.1 ANALYSE DE L'EXISTENCE DE DESEQUILIBRES EXTERIEURS

**Le Luxembourg enregistre un fort excédent de sa balance courante, qui résulte d'un modèle de croissance particulier fondé sur les services financiers, secteur en expansion ces dernières décennies.** La place prépondérante du secteur financier dans l'ensemble de l'économie ressort clairement du graphique 3.1, qui montre la contribution de chaque secteur économique à l'évolution de la valeur ajoutée brute. L'excédent important et durable de la balance courante est ainsi principalement généré par les exportations de services, principalement les services financiers.

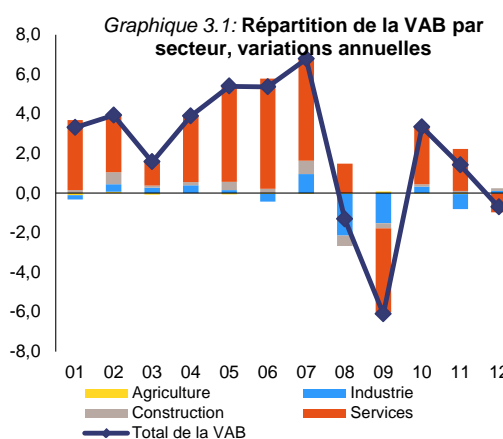
**Cette position extérieure globalement positive masque un déficit commercial important et en augmentation constante, qui s'explique en grande partie par des résultats décevants dans le secteur des exportations de biens** Les pertes globales et persistantes de parts de marché à l'exportation de biens sont associées à une érosion de la compétitivité extérieure, liée à des coûts salariaux unitaires (CSU) comparativement élevés, ce qui montre l'existence de rigidités du marché du travail. S'il est vrai que les niveaux de productivité sont très élevés, la croissance de la productivité a été très faible et contribue à expliquer pourquoi les CSU augmentent plus vite au Luxembourg que dans les pays partenaires commerciaux.

**Malgré cette évolution négative de la balance des échanges de biens, la position extérieure globale nette (PEGN) du pays est fortement positive,** alimentée par le maintien d'une capacité de financement positive du pays au fil du temps.

### 3.1.1. Évolution de la balance courante et de ses principales composantes

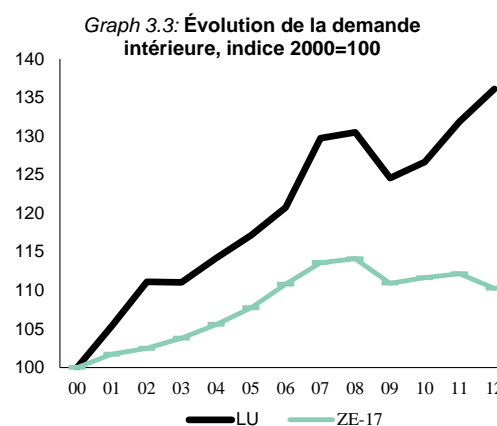
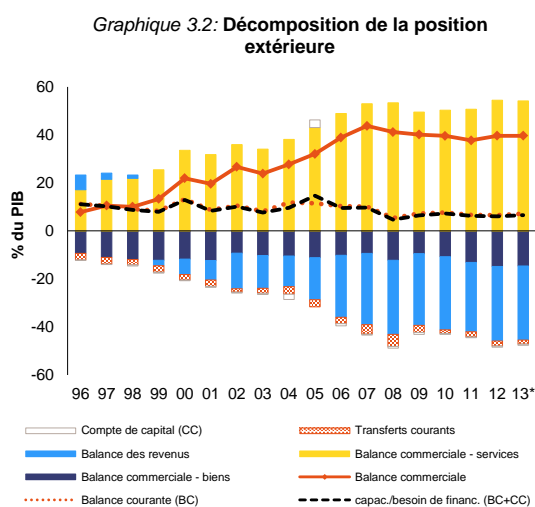
**Au Luxembourg, tant la balance commerciale (biens et services) que la balance courante ont enregistré en continu d'importants excédents au cours de la période 1990-2013.** Jusqu'à l'apparition de la crise, l'excédent de la balance courante atteignait en moyenne 10 % du PIB, sans qu'une tendance à la hausse ou à la baisse n'apparaisse clairement. Cet excédent est tombé à 6,3 % du PIB en moyenne en 2008 et 2009. Les chiffres provisoires pour 2013 font apparaître une

position positive juste inférieure à 7 % (voir le graphique 3.2).



Source: services de la Commission

**La balance commerciale des biens a toujours enregistré un déficit important et globalement stable à environ 10 % du PIB jusqu'en 2009; récemment toutefois, ce déficit s'est creusé pour atteindre - 14,8 % en 2012.** L'excédent commercial dans le secteur des services a augmenté régulièrement, passant d'environ 15 % du PIB au début des années 1990, à près de 50 % en 2009, pour atteindre 54,4 % en 2012. Cette évolution a entraîné une augmentation des excédents de la balance globale des biens et des services, qui ont représenté environ 40,1 % du PIB en 2009 et se sont ensuite maintenus globalement à ce niveau. Toutefois, ces excédents ont été de plus en plus contrebalancés par l'accroissement du déficit de la balance des revenus, qui est passée d'un solde excédentaire correspondant à environ 10 % du PIB au début de la phase d'expansion, voici plusieurs décennies, à un déficit supérieur à 30 % en 2009 et à 31,9 % en 2012. Ce changement s'explique en partie par le recours croissant aux travailleurs transfrontaliers, qui représentent désormais plus de 40 % de la main-d'œuvre totale, contre quelque 10 % au début des années 1980.

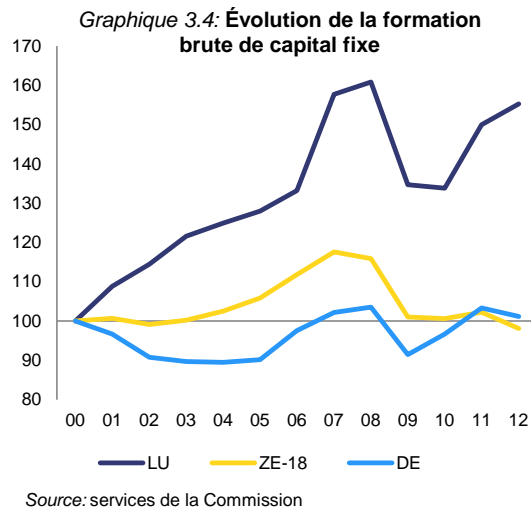


**À l'avenir, et compte tenu de la structure du système de retraite, le flux croissant des pensions à verser aux travailleurs transfrontaliers à la retraite s'ajoutera aux revenus nets négatifs provenant de l'étranger.**

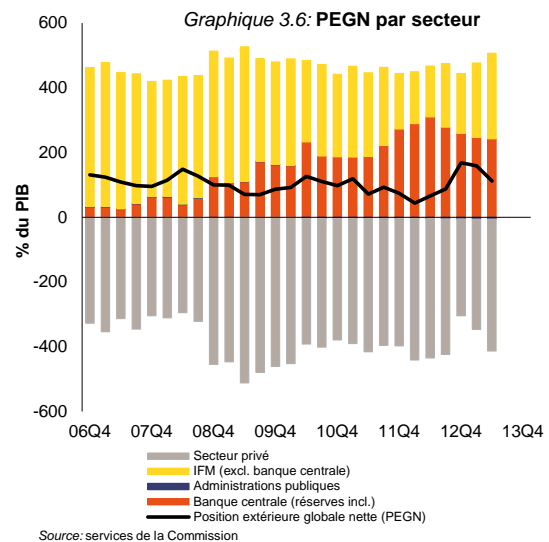
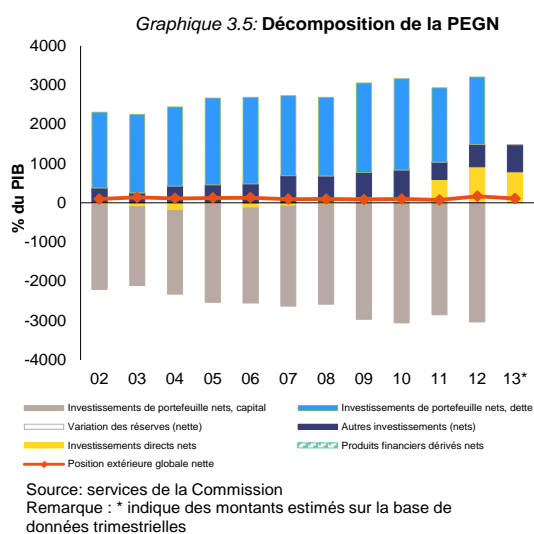
En outre, le déficit du solde des revenus d'investissements <sup>(2)</sup> s'est creusé de plus en plus depuis que ce solde est devenu négatif en 2002, ce qui est lié à l'augmentation des revenus (dividendes, intérêts, etc.) versés au reste du monde; ce déficit s'est tellement accru qu'il équivaut pratiquement au montant de la rémunération des salariés. Enfin, la balance des transactions courantes a enregistré un déficit assez stable et limité. Il ne peut non plus être exclu que cette position négative s'accroisse à l'avenir.

<sup>(2)</sup> La partie revenus de la balance des paiements comprend les revenus du travail et les revenus non liés au travail. La partie non liée au travail est également parfois dénommée revenus d'investissements car elle rend compte des flux liés à l'investissement, tels que les dividendes, les intérêts, les loyers, etc.

**L'excédent important de la balance courante s'est accompagné d'une forte demande intérieure.** Comme le montre le graphique 3.3, le Luxembourg enregistre depuis 2000 une demande intérieure beaucoup plus dynamique que la zone euro, sa croissance réelle s'établissant en effet en moyenne à 2,6 % par an contre 0,8 % en moyenne dans la zone euro. Les fortes hausses des salaires, notamment, liées en partie au mécanisme d'indexation automatique (voir la section 3.1.6), ont soutenu la consommation privée, nettement supérieure à la moyenne de la zone euro. Parallèlement, les investissements des entreprises et des ménages ont été également dynamiques, dépassant sensiblement les résultats enregistrés dans la zone euro ou en Allemagne (voir le graphique 3.4). Par conséquent, l'excédent du compte courant luxembourgeois ne peut être imputé à une demande intérieure atone, mais plutôt à son modèle de croissance particulier fondé sur les services financiers.



**En cohérence avec la persistance d'importants excédents du compte courant, la PEGN du pays est largement positive.** Celle-ci s'améliore constamment et, de fait, constitue la position positive la plus élevée de l'UE (voir le graphique 3.5). Cette PEGN globalement solide englobe, d'une part, des besoins de financement importants et persistants du secteur privé non financier, qui sont largement compensés par un excédent substantiel du secteur financier, y compris de la Banque centrale. La situation extérieure de l'administration publique affiche un léger excédent, mais d'un ordre de grandeur très faible par rapport au secteur privé (voir le graphique 3.6).



### 3.1.2. Vue d'ensemble de l'évolution des exportations

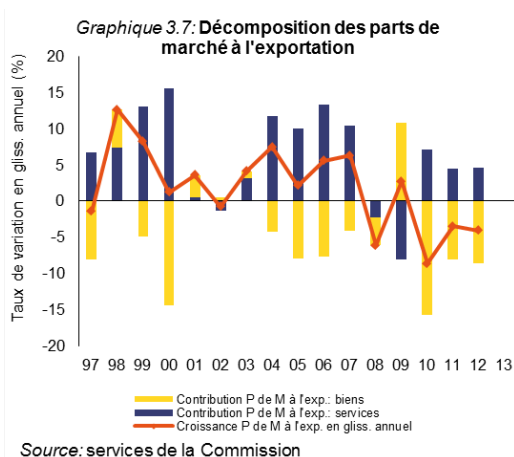
**Les exportations de biens et de services en pourcentage du PIB ont augmenté, passant d'un peu plus de 100 % en 1990 à environ 162 % en 2009 et à 177,4 % en 2012, ce qui représente de loin le pourcentage le plus élevé de toute l'Union.** Les exportations de services se taillent la part du lion dans les exportations du Luxembourg: elles sont en effet passées de la moitié environ du PIB et des exportations totales au début des années 90 à plus de 147,1 % du PIB et à quelque 83 % des exportations totales au cours de ces dernières années.

**Les exportations de biens ont connu un dynamisme certain pendant de nombreuses années.** Entre 1990 et 2008, la croissance des exportations a été de 4,9 % en moyenne, ce qui est inférieur à la croissance des exportations de la zone euro (6,5 %), mais supérieur au taux de croissance moyen du PIB, qui était de 4,3 %. En conséquence, le ratio des exportations par rapport au PIB est passé de 35 % en 1990 à 39 % en 2008. Toutefois, depuis le début de la crise, les exportations de biens du Luxembourg ont perdu du terrain. Entre 2008 et 2012, elles ont enregistré des performances médiocres, reculant en moyenne de 2,8 % par an alors que l'UE affichait un taux encore positif de 1,8 %; il en a résulté une

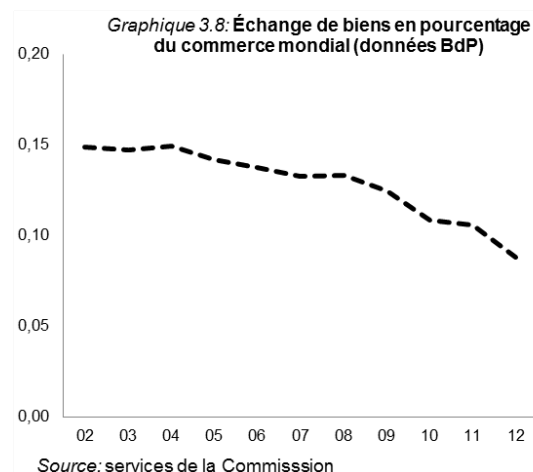
importante perte de parts de marché en ce qui concerne à la fois le monde et la zone euro. Plus précisément, la part de marché des biens dans le commerce mondial a diminué de 0,13 % en 2007 à moins de 0,09 % en 2012. La part des exportations de biens dans les exportations totales du Luxembourg, qui représentait à peu près la moitié des exportations totales, a chuté à environ 20 % depuis 1990. Il en va évidemment tout à fait autrement pour les services, qui absorbent aujourd'hui 80 % des exportations du pays. Toutefois, et en prenant également en considération l'expansion rapide des services financiers, l'importance des exportations de biens ne devrait pas être sous-évaluée: dopées en partie par les réexportations, elles représentaient encore 30,2 % du PIB en 2012, un pourcentage un peu inférieur à celui de la moyenne de l'UE-27 (33,8 %) mais supérieur à celui de la France (21,4 %) ou de l'Italie (24,9 %).

### 3.1.3. Évolution des parts de marché

**Les parts de marché du Luxembourg ont connu une croissance continue entre 1998 et 2007 tant pour les biens que pour les services**, bénéficiant du volume important des échanges de services qui compense largement les pertes de parts de marché pour les biens (voir le graphique 3.7). Toutefois, depuis 2008, l'ensemble des parts de marché à l'exportation est passé dans le rouge en raison d'une contribution moins dynamique, voire négative, des échanges de services et de pertes encore plus importantes en ce qui concerne les biens.

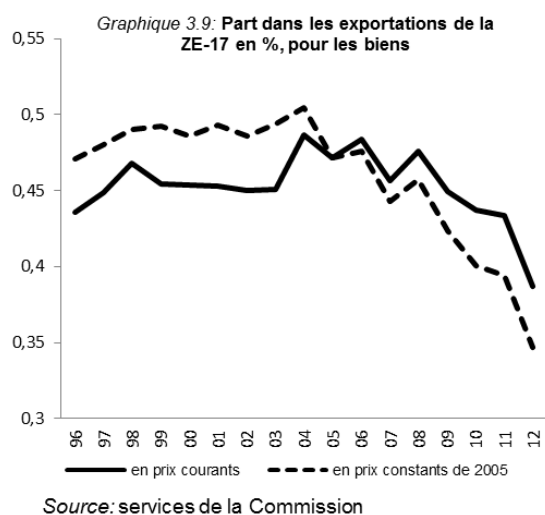


**Les exportations luxembourgeoises de biens ont connu une croissance plus lente que le commerce mondial et réalisé de moins bons résultats que la moyenne de la zone euro.** La grande majorité des pays de la zone euro ayant enregistré des pertes de parts de marché à l'exportation depuis 2003, isoler les pertes du Luxembourg dans ce changement de tendances au niveau mondial pourrait apporter une certaine lumière sur la situation spécifique de ce pays par rapport à d'autres pays comparables (voir le graphique 3.8). Les variations des parts de marché en prix constants confirment que le Luxembourg a perdu du terrain. En pourcentage du commerce mondial, celles-ci ont reculé de 40 % au cours de la période 2002-2012, l'essentiel de cette détérioration (30 %) ayant eu lieu après le début de la crise financière.



**Le pays a commencé à perdre des parts de marché dans les exportations de la zone euro avant même le début de la crise.** La part des exportations de biens du Luxembourg dans le total de la zone euro a augmenté entre 1996 et 2006. Depuis lors, cette part a diminué en valeur jusqu'en 2012, mais avait commencé à baisser en volume dès 2004 (voir le graphique 3.9). Toutefois, cette baisse a été compensée en valeur par une forte hausse des prix, laquelle pourrait également permettre d'expliquer la diminution en volume, étant donné que l'industrie luxembourgeoise se trouve essentiellement dans une position de preneur de prix et est, de ce fait, soumise à une concurrence acharnée.



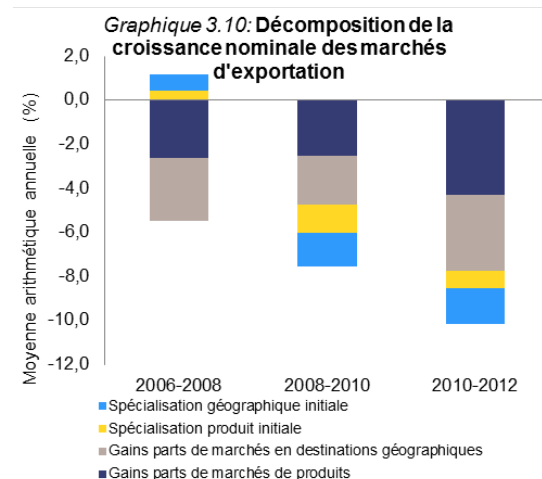


Le rapport de la Commission européenne sur les excédents des comptes courants dans l'UE (2012) a examiné les modifications des parts de marchés à l'exportation en décomposant la croissance nominale totale des exportations par pays (à l'exclusion de la croissance des importations) en quatre composantes (voir le graphique 3.10) <sup>(3)</sup>. Selon cette analyse, durant les années qui ont précédé la crise (2006-2008), le Luxembourg n'a guère profité de la spécialisation initiale de ses exportations en termes de produits et de destinations par rapport à d'autres pays excédentaires <sup>(4)</sup>. En revanche, la variation de la compétitivité pour ce qui est de la spécialisation des produits et des destinations géographiques a

<sup>(3)</sup> Le recours à la décomposition des exportations peut faciliter l'identification des facteurs à l'origine des modifications à long terme des parts de marché à l'exportation. Les deux premières composantes (spécialisation initiale) sont des facteurs structurels concernant le produit initial et la spécialisation géographique et indiquent si un pays est spécialisé dans des secteurs où la demande mondiale est dynamique et si les pays de destination sont des marchés dynamiques. Elles reflètent donc des stratégies d'exportation et des avantages concurrentiels du passé. Les deux autres, des composantes dynamiques (gains de parts de marché), montrent à quel point un pays est parvenu à accroître ses exportations au-delà de la croissance du marché du produit et des marchés géographiques grâce à l'évolution de la compétitivité. La compétitivité s'entend au sens large et couvre les éléments liés aux coûts et les aspects hors-coûts.

<sup>(4)</sup> Les pays excédentaires sont les suivants: AT, BE, DE, DK, FI, LU, NL et SE.

joué un rôle nettement plus important dans la baisse de la croissance nominale des exportations entre 2006 et 2008. La concentration sur les pays de la zone euro à croissance lente et sur des catégories de produits moins dynamiques a eu un effet négatif supplémentaire sur les performances au niveau des parts de marchés à l'exportation dans la période d'après-crise (2008-2012).



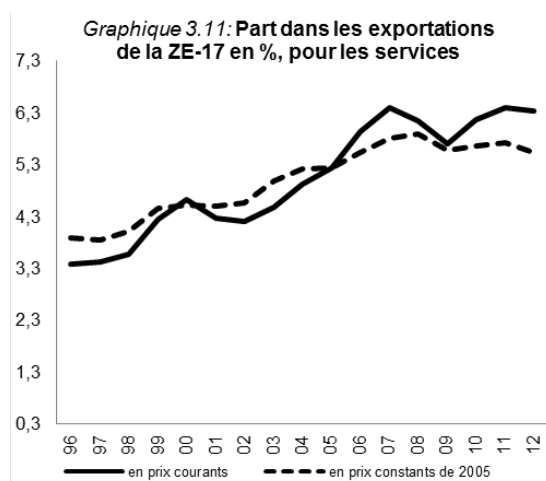
Sans surprise, les parts de marché à l'exportation ont chuté de façon substantielle uniquement pour les biens, tandis que la performance des services était quant à elle remarquable (voir le graphique 3.11). En effet, la variation sur 5 ans de la part de marché globale à l'exportation des biens et des services indique une baisse de 18,3 % en 2012 <sup>(5)</sup>, avec une perte de parts de marché à l'exportation de 33,5 % pour les biens et de seulement 9,2 % pour les services (en utilisant la variation sur 5 ans par comparaison à 2007, lorsque les marchés financiers avaient atteint leur plus haut niveau; la variation serait plus favorable si on la comparait à n'importe quelle autre année). Les exportations du secteur des services reposent principalement sur le secteur financier et sont beaucoup moins élastiques aux prix <sup>(6)</sup>. Toutefois, l'encadré 3.1 fournit certaines indications concernant l'importance croissante et

<sup>(5)</sup> Comme cela figure dans le tableau de bord annexé au rapport 2014 sur le mécanisme d'alerte, disponible à l'adresse suivante:

[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2014/amr2014_fr.pdf)

<sup>(6)</sup> BCL (2005), «Les déterminants du solde de la balance des transactions nommée au Luxembourg», Cahier d'études n° 13, pour une analyse plus approfondie de l'élasticité des exportations du Luxembourg.

non négligeable des services connexes non financiers.

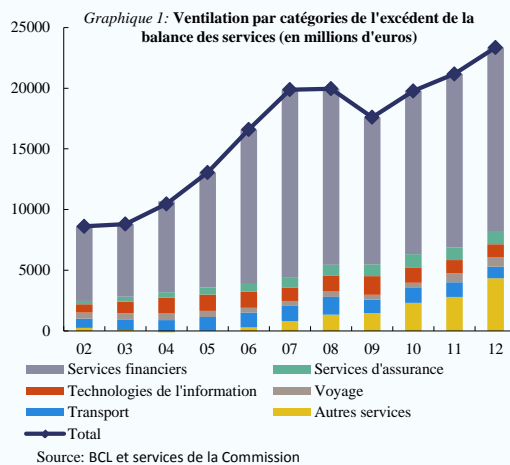


Source: services de la Commission

### Encadré 3.1: Vue détaillée de la balance des services

L'excédent de la balance des opérations courantes résulte exclusivement de l'excédent de la balance des services, principalement des services financiers. Compte tenu de la taille du pays et du secteur des fonds, les services financiers représentent environ deux tiers des exportations totales de services. Dans aucun autre pays de l'UE, le poids des services financiers n'est aussi imposant. La proportion se situe en moyenne au-dessous des 10 % dans tous les autres pays de l'Union, à l'exception de Chypre (28 %) et du Royaume-Uni (20,6 %).

Une analyse plus approfondie de la balance des services permet cependant de saisir l'importance croissante des services non financiers, car ces derniers, du fait de la contribution écrasante des services financiers, sont souvent négligés (voir graphique 1). Pour comprendre leur poids, il suffit de souligner qu'ils peuvent à eux seuls compenser le déficit de la balance commerciale, avec une position excédentaire de 16,7 % du PIB en 2012.



L'importance croissante des services non financiers pourrait également être interprétée comme un signe de la réussite partielle de la stratégie de diversification (par rapport au secteur financier) menée par le pays. Sur la base des chiffres fournis par la Banque centrale nationale, les excédents les plus significatifs correspondent aux catégories «transport» et «technologies de l'information».

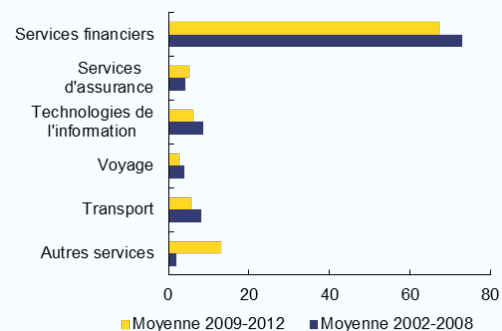
Plus précisément, la catégorie «transport» représente le développement du secteur de la logistique, qui constitue l'un des pôles économiques

grâce auquel le pays souhaite diversifier son économie.

L'excédent important affiché par la catégorie «Télécommunications et technologies de l'information» découle de la présence dans le pays d'acteurs majeurs du secteur des satellites (par exemple, SES, la plus grande entreprise de satellites au monde en termes de chiffre d'affaires). Toutefois, l'importance relative de cette catégorie de services décline, passant d'un excédent significatif en 2006 à un déficit limité en 2012 (voir le graphique 2). En particulier, la sous-catégorie «Technologies de l'information» est responsable pour l'essentiel de ce déclin. Si cette évolution peut à première vue apparaître surprenante compte tenu du dynamisme extraordinaire qui a caractérisé récemment le secteur du commerce électronique, elle s'explique en partie par le changement de méthode utilisée pour la balance des paiements: en effet, les flux générés par plusieurs grandes entreprises récemment installées dans le pays ne sont plus enregistrés dans la catégorie «Technologies de l'information» mais dans la catégorie «Autres services liés au commerce». Ce changement de méthode explique donc la hausse soudaine de la catégorie résiduelle «Autres», tirée par les activités liées au commerce électronique, qui connaissent une expansion rapide et qui sont représentées au Luxembourg par une poignée de grosses multinationales telles que Apple ou Amazon.

D'une manière générale, cette vue d'ensemble de la balance des services prouve le succès relatif de la stratégie menée par le Luxembourg pour opérer une diversification par rapport au secteur financier, qui a vu sa part passer de 71,2 % en 2002 à 64,7 % en 2012 dans l'excédent global.

**Graphique 2: Part moyenne de l'excédent global de la balance des services**



### 3.1.4. Spécialisation géographique et sectorielle des exportations de biens

Depuis le début de la crise, la forte concentration des exportations sur le marché de l'UE à croissance lente a contribué à la perte de parts de marché du Luxembourg. La spécialisation par produit a également joué un rôle négatif, quoique dans une moindre mesure. Dans l'ensemble, tant la spécialisation géographique que l'évolution de la compétitivité ont été à l'origine de la perte de parts de marché que le Luxembourg a subie.

Les exportations de biens sont pour la plupart à destination de l'UE (86,7 %), principalement des pays voisins, à savoir l'Allemagne (27,9 %), la France (14,8 %) et la Belgique (12,8 %) (voir le tableau 3.1). Elles sont essentiellement composées de produits manufacturés en métal (33,2 %), de machines et d'équipements (18,1 %) et de produits «autres» ou «divers» (25,3 %). En revanche, les exportations de services semblent être principalement destinées aux pays dont le secteur financier possède un poids économique plus important, à savoir l'Allemagne (18 %), le Royaume-Uni (13 %), la Suisse (11 %), ainsi que la Belgique, la France et l'Italie (10 % chacune).

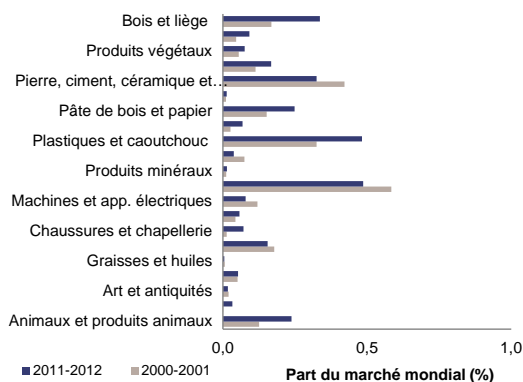
Les exportations luxembourgeoises de biens sont en grande partie constituées de produits intermédiaires, ce qui explique pourquoi les échanges interviennent principalement avec des pays voisins ou d'autres pays de la zone euro. Le graphique 3.12 met en lumière la spécialisation sectorielle du Luxembourg dans des biens intermédiaires et son évolution récente. Les métaux, de même que d'autres matériaux intermédiaires comme le caoutchouc, le plastique ou le verre, représentent l'essentiel de sa capacité d'exportation. Toutefois, même dans cette catégorie, la balance commerciale est revenue à une situation de déficit, comme le montre le graphique 3.13. Cette évolution va de pair avec un certain nombre de signes donnés par plusieurs entreprises choisissant de réduire leur production ou de la délocaliser en dehors du pays.

Tableau 3.1:

Principaux partenaires commerciaux (en % du total)				
	Exportations		Importations	
	2000	2012	2000	2012
<b>Total</b>	100	100	100	100
<b>UE27 - INTRA</b>	86,7	82,2	83,9	77,8
<b>UE27 - EXTRA</b>	13,3	17,8	16,1	22,2
<b>DE</b>	24,3	27,9	24,8	26,7
<b>FR</b>	20,7	14,8	12,5	11,8
<b>BE</b>	12,7	12,8	35,7	34,8
<b>NL</b>	5,5	5,1	4,9	5,7
<b>US</b>	4,1	3	5,7	7,7
<b>CN</b>	0,8	1,8	0,4	0,5

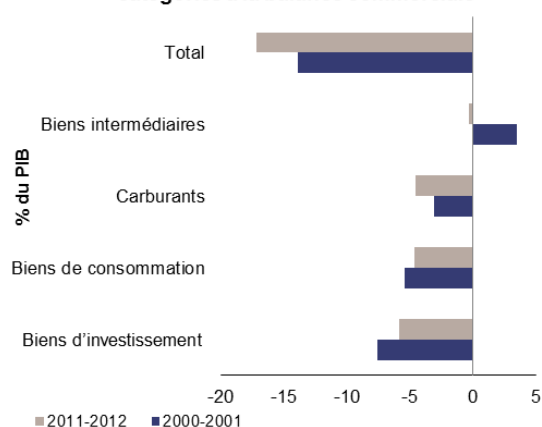
Source: Statec, services de la Commission.

Graphique 3.12: Parts de marché à l'exportation par secteur (en % de la part du marché mondial)



Source: Comtrade et services de la Commission

Graphique 3.13: Contribution des grandes catégories à la balance commerciale

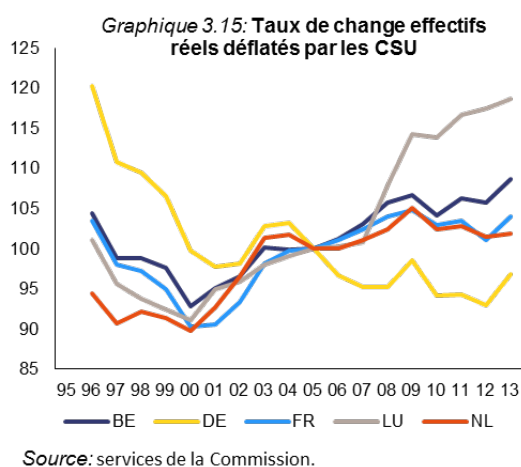
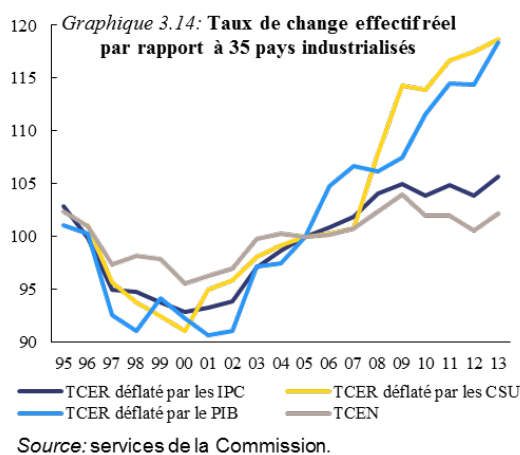


Source: Comtrade et services de la Commission

### 3.1.5. Compétitivité-coûts

La détérioration de la balance commerciale et la perte de parts de marché à l'exportation s'expliquent au moins partiellement par la

**diminution de la compétitivité-coûts du Luxembourg.** Comme le graphique 3.14 et le graphique 3.15 le montrent, la compétitivité sur le plan des prix et des coûts du Luxembourg, telle que mesurée par le taux de change effectif réel, s'est sensiblement détériorée depuis le début de la décennie actuelle.



**Une partie de cette détérioration est due à l'appréciation de l'euro,** mais ce facteur a influencé la compétitivité-coûts de tous les pays de la zone euro et sans doute plus faiblement celle du Luxembourg, dont les exportations présentent une plus grande concentration sur la zone euro. En outre, le graphique 3.15, qui compare les TCER déflatés par les CSU d'un certain nombre de pays de la zone euro, montre que, depuis le début de la décennie actuelle, la compétitivité-coûts du Luxembourg s'est détériorée plus rapidement que celle de la plupart des pays limitrophes, en particulier au cours des dernières années.

**Cette hausse plus rapide des CSU est due de son côté à une évolution moins favorable tant des salaires que de la productivité.** Le tableau 3.2 décompose l'évolution du PIB réel, de l'emploi, de la productivité, des salaires et des coûts salariaux unitaires au Luxembourg et dans les pays voisins depuis 2000. Les principales conclusions qui peuvent être tirées de ces données sont les suivantes:

- Depuis 2000, le PIB réel et l'emploi ont enregistré une croissance nettement plus rapide au Luxembourg que dans les pays voisins et environ trois fois plus rapide que dans l'ensemble de la zone euro.
- La croissance de l'emploi a dépassé la croissance de la production entre 2000 et 2012, une évolution tout à fait exceptionnelle au sein de l'UE, qui s'explique en partie par la rétention de la main-d'œuvre. En conséquence, le PIB réel par personne employée, tout en restant le plus élevé de l'UE, a diminué au cours de la période en question.
- Les salaires ont à l'époque augmenté environ une fois et demi plus vite au Luxembourg que dans la moyenne de l'UE-15 et plus de deux fois plus vite qu'en Allemagne, le pays où ils ont le moins augmenté.
- Sous l'effet conjugué de la forte hausse des salaires et de la baisse de la productivité de la main-d'œuvre, les coûts salariaux unitaires ont augmenté une fois et demi plus vite au Luxembourg que dans la moyenne de l'UE-15 et plus de quatre fois plus vite qu'en Allemagne, qui enregistre la meilleure performance dans l'UE.

**Tableau 3.2:**

**Luxembourg, pays voisins et ZE-17: productivité, salaires et coûts salariaux (2000-2012)**

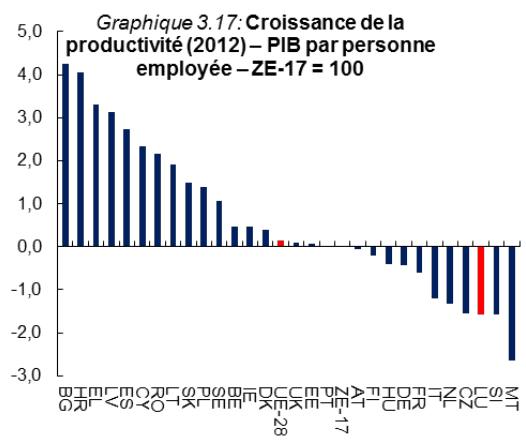
Niveaux des indices (niveau 2000 = 100)	LU	BE	DE	FR	NL	ZE-17
1. PIB réel	131,1	116,8	114,5	114	113,9	113
2. Emploi total	143,5	110,7	105,7	105,3	107	106,1
3. PIB réel par personne employée (1:2)	91,3	105,4	108,3	107,8	110,5	108,3
4. Rémunération des salariés par personne	139,8	137,4	117,9	137,3	143,3	132,9
5. Coûts salariaux unitaires (4:3)	153,2	130,4	108,8	127,4	129,7	123,3

Source: services de la Commission.

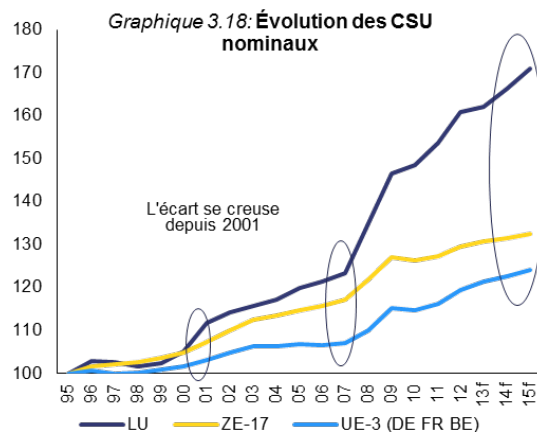
**La croissance de la productivité a été décevante.** Une comparaison internationale montre que, si en termes de niveaux de productivité, le Luxembourg

est dans le peloton de tête des pays de l'UE (voir le graphique 3.16), en termes de croissance de la productivité, en revanche, il est à la traîne (voir le graphique 3.17). Cet état de fait peut être lié à des niveaux moyens de productivité déjà très élevés. Si la lenteur de la croissance de la productivité constitue un défi général pour les pays de la zone euro, cela n'enlève rien aux problèmes de compétitivité que connaît le Luxembourg. Dès lors que l'intensité en capital de la production est déjà élevée, il est peu probable que de nouvelles augmentations produisent les gains substantiels de productivité qui ont permis des hausses rapides des salaires dans le passé.

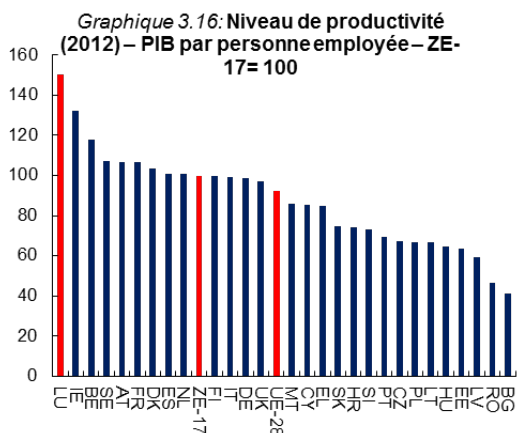
**Cette situation souligne l'importance tant de l'évolution des salaires que de la productivité totale des facteurs, comme facteurs susceptibles d'endiguer la tendance actuelle à la détérioration de la compétitivité.** En outre, le modèle de croissance particulier du Luxembourg constitue un défi supplémentaire pour ce qui est de la compétitivité-coûts de l'industrie manufacturière, compte tenu du fait que le secteur financier emploie un certain nombre de travailleurs hautement qualifiés dont la rémunération est généralement plus élevée que la moyenne. Il ne saurait alors être exclu que, en raison de la petite taille du pays, ceux-ci exercent des pressions à la hausse sur le niveau général des prix de l'économie et que, par l'intermédiaire de l'indexation automatique des salaires, ils tirent tous les salaires vers le haut.



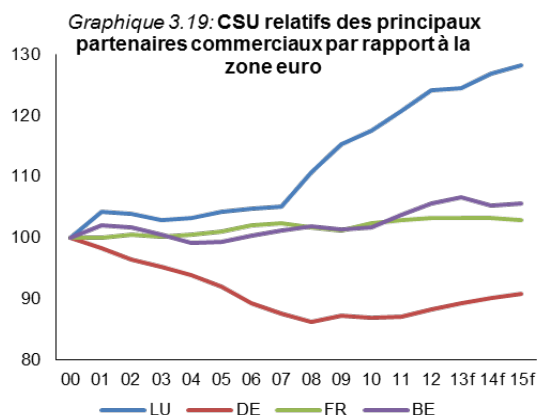
Source: services de la Commission.



Source: services de la Commission.



Source: services de la Commission.



Source: services de la Commission.

### 3.1.6. Mécanisme de fixation des salaires

**L'augmentation constante des coûts salariaux unitaires est clairement préjudiciable à la compétitivité du pays**, et ce, indépendamment de l'orientation géographique, de la spécialisation sectorielle ou de l'évolution de la productivité.

**L'adoption, au début de 2012, de la loi sur la modulation temporaire du système d'indexation automatique jusqu'en 2014** est destinée à améliorer la compétitivité-coûts de l'économie luxembourgeoise en évitant une spirale à la hausse des coûts et des prix. L'indexation automatique de mars 2012 a été reportée à octobre 2012.

**L'indexation automatique entraîne une hausse des salaires chaque fois que le coût de la vie augmente de 2,5 %. Toutefois, jusqu'à fin 2014, un intervalle d'au moins 12 mois devra s'écouler entre chaque indexation.** Autrement dit, la période comprise entre octobre 2012 et la fin de 2014 donnera lieu à trois indexations au maximum. Toutefois, la composition du panier de référence, sur lequel est basé le calcul de l'indice annuel du coût de la vie, doit toujours être modifiée (ainsi qu'annoncé), ses composants les plus instables devant en être retirés (alcool, tabac et combustibles et carburants).

**À partir de 2015, le système d'indexation automatique sera à nouveau appliqué normalement.** De plus, étant donné que le compteur déterminant la date de la prochaine indexation automatique des salaires sera remis à zéro avant de revenir au système normal, certains gains de compétitivité-coûts pourraient être permanents. En conséquence, si l'inflation est supérieure à 7,5 % (ce qui représente trois indexations) au cours de la période 2012-2014, elle ne sera pas prise en considération pour la prochaine indexation automatique des salaires en 2015.

**Néanmoins, d'autres mesures seront nécessaires en vue d'établir un lien plus étroit entre l'évolution des salaires et celle de la productivité**, afin de garantir la compétitivité-prix sur le long terme. Les mesures décrites ci-dessus sont temporaires et ne sont donc pas conçues pour traiter la question de la compétitivité-coûts de manière structurelle. Alors que le gouvernement n'a pas fait part de son intention de réexaminer le

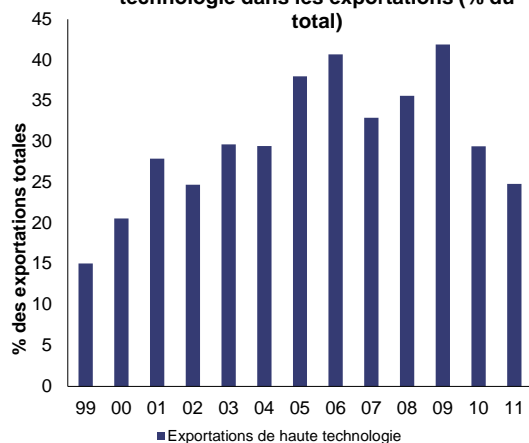
principe de l'indexation des salaires, la possibilité de différencier les augmentations de salaires en fonction des différences de productivité par secteur serait bénéfique pour le fonctionnement global de l'économie et pour sa capacité d'exportation. En effet, le recul de la productivité a été particulièrement sensible dans le secteur industriel et beaucoup plus important que dans le secteur financier. Dans ce dernier, le niveau de la productivité est deux fois plus élevé que dans les secteurs non financiers.

**Une question cruciale concerne l'incidence des niveaux de productivité élevés du secteur des services sur l'ensemble de l'économie.** Il ne peut être exclu que les domaines les plus compétitifs du secteur des services (notamment les services financiers) influent sur les hausses de salaires dans l'ensemble de l'économie. Cette situation gênerait particulièrement l'industrie manufacturière, compte tenu de sa position de preneur de prix sur les marchés internationaux. Dans un tel contexte économique, un système d'indexation automatique sur la base de l'inflation fait qu'il est encore beaucoup plus difficile pour les fabricants de rester compétitifs.

### 3.1.7. Compétitivité hors coûts

**Il existe un certain nombre d'autres facteurs hors coûts, tels que la compétitivité technologique reposant sur l'innovation et l'efficacité, qui doivent être pris en compte lors de l'analyse des raisons de la détérioration de la balance des opérations courantes et de la perte de parts de marché.** L'intensité technologique des produits manufacturés reflète la capacité d'un pays à traduire l'innovation en produits exportables à plus forte valeur ajoutée. La disponibilité d'une main-d'œuvre qualifiée suffisante est un autre facteur important de la compétitivité extérieure.

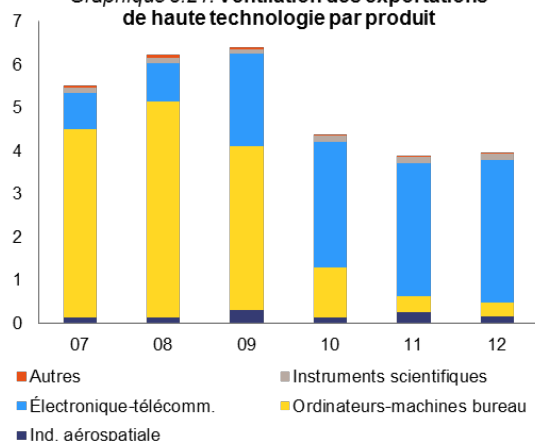
**Graphique 3.20: Part des produits de haute technologie dans les exportations (% du total)**



Source: Comtrade et services de la Commission

**Les produits de haute technologie sont moins présents dans les exportations.** En observant l'évolution de la part des exportations de haute technologie, on peut constater une tendance à la baisse depuis 2006 (voir le graphique 3.20). À l'époque, la plupart des exportations de haute technologie portaient sur des ordinateurs et des machines de bureau, qui relèvent de la catégorie des appareils électroniques et de télécommunications (voir le graphique 3.21).

**Graphique 3.21: Ventilation des exportations de haute technologie par produit**

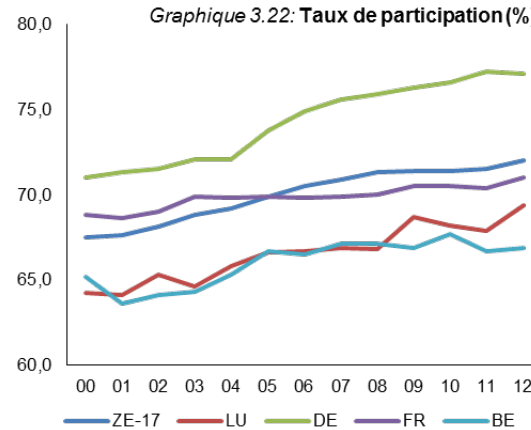


Source: services de la Commission.

**En outre, certains secteurs pourraient souffrir d'une inadéquation structurelle entre la demande et l'offre de main-d'œuvre,** d'où un nombre élevé de postes vacants. Les aspects financiers qui dissuadent de travailler résultant de

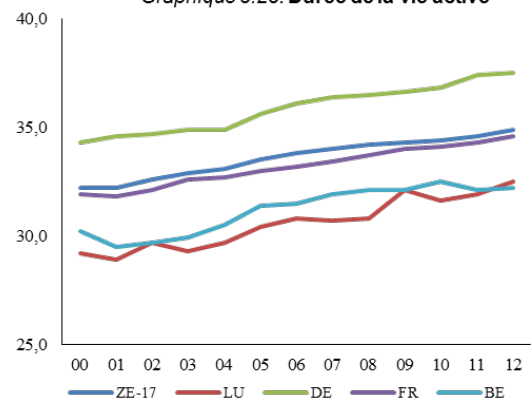
l'actuel système d'imposition et d'indemnisation, les politiques d'activation non optimales et la poursuite jusqu'à présent des programmes de retraite anticipée contribuent également aux difficultés que rencontre le marché du travail luxembourgeois, ce qui se traduit notamment par un faible taux de participation (voir le graphique 3.22), notamment des travailleurs âgés, et une durée de vie active tout aussi faible (voir le graphique 3.23).

**Graphique 3.22: Taux de participation (%)**



Source: services de la Commission.

**Graphique 3.23: Durée de la vie active**



Source: Eurostat

**Avec une intensité de R&D affichant une tendance à la baisse, le Luxembourg n'est pas en bonne voie pour réaliser son objectif d'intensité de R&D pour 2020, fixé à 2,3-2,6 % du PIB.** Cette tendance à la baisse s'explique par la forte diminution de l'intensité de R&D des entreprises (qui a chuté de 1,53 % du PIB en 2000 à 0,98 % en 2011). L'intensité de R&D du secteur public a en revanche augmenté de manière



constante, passant de 0,12 % en 2000 à 0,45 % du PIB en 2011<sup>(7)</sup>, ce qui reflète la volonté des autorités luxembourgeoises de renforcer la capacité de la recherche publique.

**Le système de recherche et d'innovation du Luxembourg reste faible**, et son volet public n'est pas encore en mesure de jouer un rôle déterminant dans la stimulation de l'activité économique par l'innovation, bien que les efforts déployés et la politique visant à attirer les chercheurs étrangers pour travailler au Luxembourg ont déjà permis d'atteindre un bon niveau de performance scientifique<sup>(8)</sup>. Les résultats du Luxembourg en ce qui concerne les indicateurs de coopération entre organismes de recherche publics et entreprises sont nettement inférieurs à la moyenne de l'Union, ce qui témoigne du clivage qui existe entre la R&D privée et la recherche publique. Les nombreuses mesures mises en œuvre pour encourager la coopération public-privé et, plus généralement, la R&D et l'innovation chez les entreprises ont eu jusqu'à présent une incidence limitée<sup>(9)</sup>. Les objectifs fixés en matière de création d'entreprises par essaimage (spin-offs) dans les contrats de performance des organismes publics de recherche ne sont pas respectés.

### 3.1.8. Conclusion sur les déséquilibres extérieurs

#### **Le Luxembourg enregistre un fort excédent de sa balance courante, qui provient exclusivement**

<sup>7)</sup> Ce chiffre reste toutefois nettement inférieur à la moyenne de l'Union, qui s'établit à 0,74 %.

<sup>8)</sup> Les programmes ATTRACT et PEARL 2008-2013 du Fonds national de la recherche (FNR), qui visent à attirer et à garder des chercheurs dans le pays, ont bénéficié d'un montant de 3,8 millions d'EUR en 2008-2010. Pour la période 2011-2013, le montant est passé à 13,7 millions d'EUR.

<sup>9)</sup> Citons, par exemple, la loi du 5 juin 2009 relative à l'organisation des aides d'État en faveur du secteur privé, la loi du 21 décembre 2007 concernant les incitations fiscales dans le domaine de la propriété intellectuelle, la loi du 18 février 2010 relative à l'octroi d'aides publiques au secteur privé dans le domaine de l'éco-innovation, la création de pépinières d'entreprises, l'établissement d'un partenariat avec un accélérateur d'entreprises situé dans la Silicon Valley (Plug and Play Tech Centre), la mise en place d'un programme de clusters, la création d'un master en entrepreneuriat et innovation, la mise en place du Luxembourg Future Fund (fonds pour l'avenir du Luxembourg), ou encore la spécification d'exigences en matière de propriété intellectuelle/de création d'entreprises par essaimage dans les contrats de performance des centres de recherche publics, etc.

**du secteur des services**, à la fois financiers et non financiers. Cet excédent ne semble pas avoir pour origine l'insuffisance de la demande intérieure. Au contraire, la demande intérieure du Luxembourg a été l'une des plus dynamiques de la zone euro. L'excédent actuel de la balance courante est donc largement imputable à un modèle particulier de croissance essentiellement fondé sur le secteur financier.

**Le déficit de la balance commerciale persiste et a tendance à se creuser.** Le Luxembourg a effectivement subi, au cours de la dernière décennie, des pertes de parts de marché à l'exportation en ce qui concerne les biens. Alors que le secteur manufacturier aurait besoin d'une meilleure compétitivité-coûts pour garantir son avenir, un renforcement général des capacités d'innovation des agents économiques permettra d'accroître l'attrait du pays pour les produits de très haute technologie, moins dépendants des prix et donc moins sujets à une concurrence

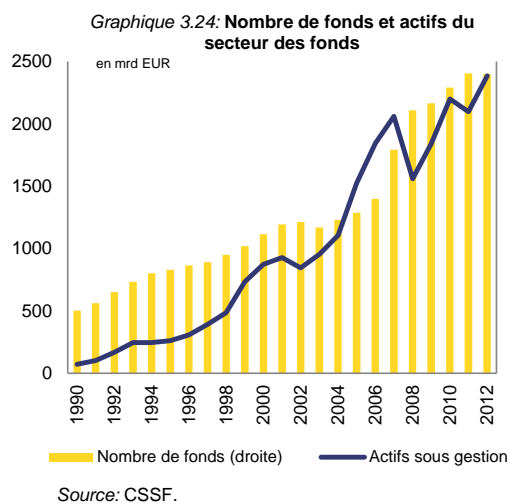
## 3.2. ANALYSE DE L'EXISTENCE DE DESEQUILIBRES INTERNES

### 3.2.1. Le secteur financier

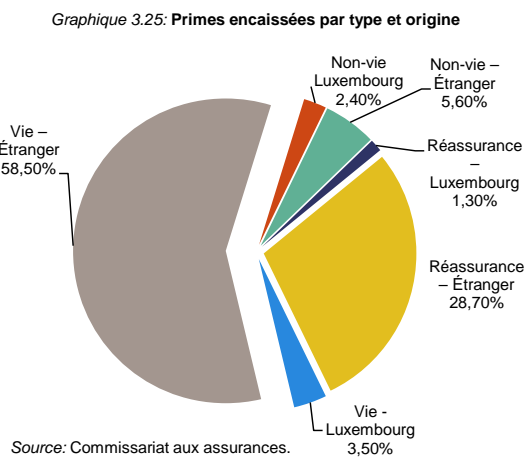
**Le secteur financier du Luxembourg a commencé à croître dans les années vingt, quand le Grand-Duché a décidé de s'engager dans cette spécialisation.** Depuis, ses activités se sont développées dans trois branches principales: les fonds d'investissement, les assurances et les banques. Le Luxembourg est maintenant un centre financier de premier ordre au niveau international. Le secteur financier a pris tant d'importance dans l'économie nationale qu'il crée environ un quart de la valeur ajoutée brute totale et emploie 44 000 personnes, soit 12 % de la population active du pays.

**Le secteur financier non bancaire, notamment la gestion de fonds d'investissement, a pris son essor avec l'entrée en vigueur de la directive OPCVM en 1985, qui créait un passeport européen pour les fonds.** Le Luxembourg est aujourd'hui un centre international d'administration et de distribution des fonds: le deuxième du monde après les États-Unis pour le total des actifs gérés. Cette branche d'activité compte aujourd'hui plus de 3 900 fonds gérant

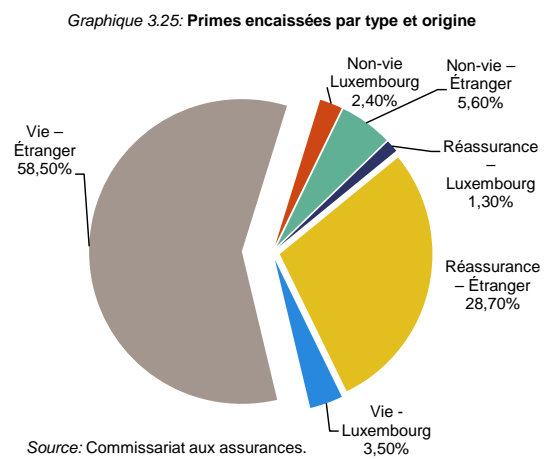
plus de 2 600 milliards d'EUR d'actifs. Après une chute des actifs en 2008 (-24 % sur l'année), elle a retrouvé son dynamisme et jouit depuis de flux très positifs, à l'exception de 2011, lorsque l'effet négatif du mauvais fonctionnement du marché l'a emporté sur les entrées de capitaux (graphique 3.24).



**Le secteur de l'assurance a connu une croissance constante depuis 2006, grâce surtout aux assurances-vie, et atteignait quatre fois la taille du PIB en fin 2012.** Comme dans les autres branches du secteur financier, les clients des assureurs luxembourgeois sont principalement des non-résidents, et ils privilégient les assurances-vie, un proche substitut des dépôts bancaires. L'activité de réassurance est moins importante et représente environ 30 % des activités d'assurance totales (graphique 3.26).

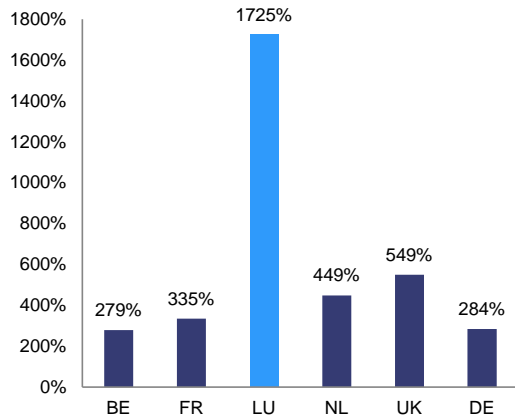


**Le secteur bancaire a commencé à se développer dans les années vingt en tirant parti des réglementations plus strictes des autres pays.** Il bénéficiait du cadre réglementaire souple et bien conçu que le Luxembourg avait adopté à long terme. Fin 2013, 147 établissements de crédit étaient actifs au Luxembourg, pour la plupart des succursales ou des filiales de groupes bancaires étrangers. Le secteur compte 5 banques d'origine luxembourgeoise et 38 succursales et 104 filiales dépendant d'une société mère étrangère, en général européenne (graphique 3.26).



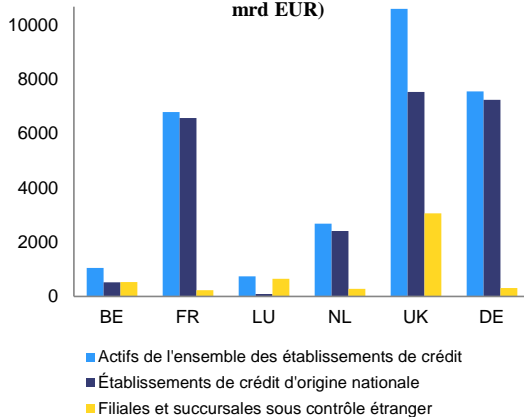
**En novembre 2013, le total des actifs du secteur financier luxembourgeois atteignait près de 736 milliards d'EUR, soit plus de 17 fois le PIB.** Le secteur est par le volume de ses actifs le plus important de la zone euro si on l'exprime en pourcentage du PIB et apparaît comme une anomalie (graphique 3.27). Mais en termes absolus, le bilan agrégé des banques opérant au Luxembourg est inférieur à celui des banques opérant en Belgique ou en France (graphique 3.28).

Graphique 3.27: Secteur financier en % du PIB



Source: calculs de la BCE (2012).

Graphique 3.28: Taille du secteur financier (en mrd EUR)

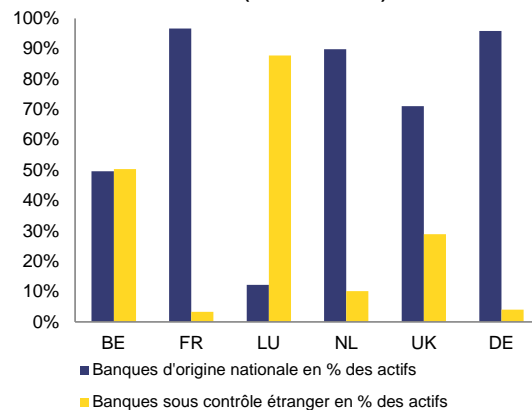


Source: calculs de la Banque centrale européenne (2012)

**L'imposant secteur financier du Luxembourg est en grande partie axé sur l'international et sous contrôle étranger.** Plus de 87 % de ses actifs sont gérés par des filiales ou des succursales dépendant de groupes bancaires multinationaux. En Belgique, cette proportion n'atteint pas la moitié, tandis qu'en France et en Allemagne, moins de 5 % du total des actifs du secteur financier appartient à des sociétés étrangères (graphique 3.29). Vu sous cet angle, le Luxembourg est à la merci des événements extérieurs, qui pourraient menacer sa stabilité financière sans que les autorités locales aient les moyens d'y remédier. Les banques étrangères effectuent surtout des opérations interbancaires transfrontalières, qui exigent de stricts mécanismes de surveillance.

**La Commission de surveillance du secteur financier et la Banque centrale du Luxembourg sont responsables de la surveillance microprudentielle et macroprudentielle du secteur bancaire,** dont la vigueur est bien évidemment de la plus grande importance pour soutenir la croissance économique et les finances publiques. Les capacités de surveillance ont évolué en parallèle avec le secteur financier et les autorités concernées ont été opportunément munies des moyens requis pour assurer une surveillance efficace.

Graphique 3.29: Part des banques d'origine nationale (en % des actifs)

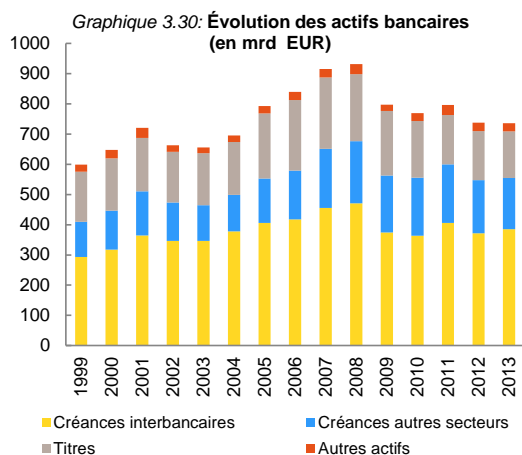


Source: Banque centrale européenne.

### 3.2.2. Incidence de la crise financière sur le secteur financier

**La crise a mis à mal les résultats du secteur financier, mais les répercussions sur l'ensemble de l'économie ont été contenues.** Le secteur financier, ouvert à l'international, a subi une forte contraction. L'incidence de la crise est surtout visible dans les bilans des banques, avec une réduction des opérations financières internationales, ainsi que dans le secteur des fonds d'investissement, qui a enregistré une baisse de la valeur des actifs et des sorties de capitaux.

**À mesure que la crise financière gagnait en évidence, elle a contaminé d'autres composantes du système financier,** dont le centre financier luxembourgeois en raison de sa structure et de sa spécialisation. L'activité des établissements de crédit s'est ralentie et leur bilan agrégé s'est contracté de 27 % entre 2008 et 2013, du fait principalement d'une chute de 23 % des prêts interbancaires entre établissements transfrontaliers.



Source: Banque centrale du Luxembourg.

**La crise a aussi mis à jour une certaine vulnérabilité des banques opérant au Luxembourg en cas de pénurie de liquidités.**

Les opérations interbancaires occupent une grande partie des postes à l'actif comme au passif des bilans des banques et le rôle de nombreuses filiales est d'utiliser leurs abondantes ressources en liquidités pour prêter à leurs sociétés mères. Au plus fort de la crise, quand le marché des financements à court terme s'est tari, beaucoup de filiales étrangères ont nanti un collatéral à la BCE pour obtenir des facilités de trésorerie destinées à leurs sociétés mères. Aujourd'hui, la situation est redevenue normale et seules 15 des 147 banques ont recours aux facilités de dépôt et d'emprunt de la BCE.

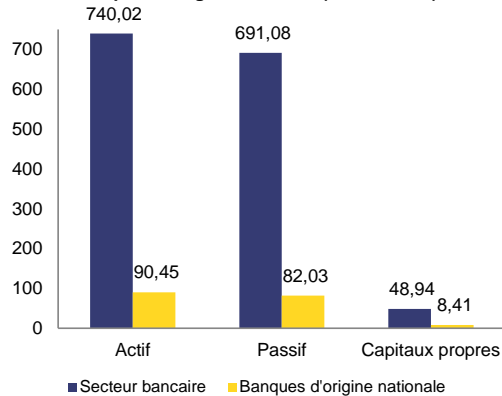
**Le Luxembourg a dû s'engager dans plusieurs opérations conjointes de sauvetage.** L'efficacité de la coopération transfrontalière et du système de garantie des dépôts en place a permis de les mener à bien. Le Luxembourg a dû participer aux injections de capital transfrontalières dans les groupes Dexia (376 millions d'EUR), Fortis (2,5 milliards d'EUR) et ING, conjointement avec la Belgique, la France et les Pays-Bas, en raison de l'importance des filiales de ces groupes bancaires étrangers pour son marché intérieur et bien que celle-ci fussent saines. La coopération transfrontalière et une procédure de liquidation spécifique pour les banques ont permis de résorber les crises du secteur bancaire efficacement. L'offre de crédit n'a apparemment pas eu à en souffrir, puisqu'il n'y a guère eu de signes de resserrement du crédit dans l'économie luxembourgeoise.

**Le système existant de garantie des dépôts couvre les dépôts dans les filiales et les banques à hauteur de 100 000 EUR seulement, et aucunement dans les succursales étrangères.** Le montant total des dépôts couverts équivaut environ aux deux tiers du PIB. Il a dû être utilisé dans un nombre limité de cas — avec de bons résultats, le dernier étant la déconfiture des trois filiales islandaises implantées à Luxembourg. À cette occasion, le Luxembourg a dû verser environ 310 millions d'EUR pour indemniser les clients qui avaient des dépôts dans les trois filiales. Tous les dossiers ont été traités de manière satisfaisante.

### 3.2.3. La dimension nationale du secteur financier

**Le secteur bancaire luxembourgeois est à la fois diversifié et spécialisé.** Le Luxembourg est principalement actif dans l'intermédiation financière et l'administration de fonds, mais il est aussi présent, dans une moindre mesure, dans l'assurance, la banque privée et la finance islamique. Par rapport à d'autres États membres, le niveau des actifs des banques d'origine nationale en pourcentage du PIB, qui donne une indication des éventuelles obligations de l'État en cas de sauvetage de ces établissements, est bas (graphique 3.29). Les actifs des cinq banques concernées s'élèvent à 90,5 milliards d'EUR en 2012, soit 210 % du PIB, ce qui est inférieur à la moyenne de 283,9 % observée dans la zone euro (graphique 3.31). Ces banques s'adressent principalement aux particuliers et jouissent d'une capitalisation et d'une rentabilité confortables. Cinq banques, trois d'origine luxembourgeoise et deux d'origine étrangère, se partagent le gros du marché intérieur. De toutes les banques opérant au Luxembourg, seuls six présentent une importance systémique et feront l'objet en 2014 d'un examen par la BCE de la qualité de leurs actifs.

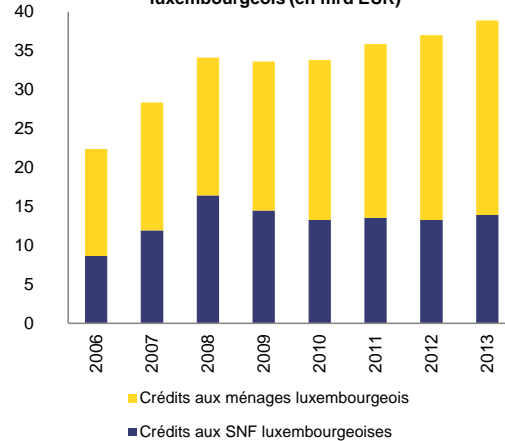
Graphique 3.31: Actifs du secteur bancaire et des banques d'origine nationale (en mrd EUR)



Source: Banque centrale européenne.

**Les passerelles entre le secteur financier et l'économie nationale sont limitées.** Le Luxembourg héberge certes le plus grand secteur bancaire de la zone euro en pourcentage du PIB, mais la plupart des banques jouent un rôle marginal dans le financement de l'économie nationale. De plus, les effets de la crise sur l'offre de crédit au secteur privé ont été contenus. Alors que la crise financière a entraîné un resserrement du crédit accessible au secteur privé dans la zone euro, cela n'a pas été ressenti au Luxembourg où les conditions de crédit se sont à peine crispées. La demande et l'offre ont été déterminantes dans l'évolution du crédit aux SNF. La faiblesse de la demande de nouveaux prêts et le ralentissement de l'activité économique se sont traduits par un fléchissement marqué de l'évolution du crédit aux SNF par rapport aux niveaux d'avant la crise (voir graphique 3.32). Les crédits aux ménages ont continué à croître, grâce aux crédits immobiliers surtout.

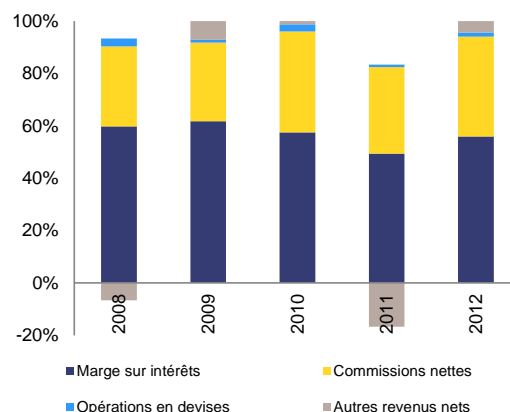
Graphique 3.32: Crédits au secteur privé luxembourgeois (en mrd EUR)



Source: Banque centrale du Luxembourg.

**Les banques ont bien résisté à la crise, même si leurs résultats et leur rentabilité n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant la crise.** La baisse générale des taux a réduit la marge sur intérêts, qui assure la moitié des résultats des banques (graphique 3.33). Le rendement des portefeuilles de titres et le montant des commissions perçues, corrélés aux fluctuations des marchés financiers, sont donc plus volatils. Fin 2012, les banques d'origine nationale affichaient une rentabilité sur fonds propres de 3,95 % et un rendement de l'actif de 0,37 %, tandis que leur ratio coûts/revenus de 48,84 % était parmi les plus faibles de la zone euro.

Graphique 3.33: Composition du produit bancaire



Source: Banque centrale du Luxembourg.

**En dépit de conditions commerciales difficiles, les banques luxembourgeoises affichent une solvabilité et des indicateurs de liquidité sains**

**dans l'ensemble, même si les résultats peuvent être contrastés au niveau individuel.** Malgré la rapidité de la croissance du crédit avant et après la crise, le taux de 0,5 % de prêts non productifs reste l'un des plus faibles de la zone euro.

#### 3.2.4. Les perspectives du secteur financier

**Le sort de l'économie luxembourgeoise est étroitement lié à l'évolution de la demande des services financiers des institutions financières présentes dans le pays.** Le niveau de la production et les taux de croissance sont historiquement dépendants des résultats et du dynamisme du secteur financier, le Luxembourg ayant tiré un grand profit du développement de ces services. Pendant longtemps, le pays a connu une croissance économique soutenue, alimentée par l'essor et le dynamisme de son secteur financier. En particulier, la hausse du niveau de vie et l'état des finances publiques reposaient sur la croissance de celui-ci. Mais même si le Luxembourg a bien résisté à la crise, il reste vulnérable aux chocs extérieurs et doit attacher plus d'importance aux enjeux de plus long terme concernant à la fois son modèle de croissance et la viabilité de ses finances publiques.

**Dans les années qui ont suivi la crise financière, le taux de croissance de l'économie s'est ralenti et les perspectives à long terme sont devenues plus incertaines.** L'évolution des activités financières et de l'environnement réglementaire change les perspectives du secteur financier, qui commandent à leur tour à celles de l'économie luxembourgeoise. Une baisse des recettes des banques mettrait à mal les finances publiques et pourrait s'avérer durable.

**Les modifications de la réglementation internationale, régionale et locale et la concurrence entre les places financières joueront sur le potentiel de croissance, qui devrait se stabiliser à un niveau inférieur à celui d'avant la crise.** Les bilans des banques luxembourgeoises devraient afficher des montants et un volume d'activités plus faibles qu'avant la crise. D'un autre côté, on ne saurait exclure que les institutions financières parviennent à compenser la perte de leurs revenus, due à la contraction de l'intermédiation financière, dans d'autres branches: les actifs gérés par les fonds d'investissement ont fortement augmenté depuis

2008 et la banque privée dispose d'un bon potentiel de croissance.

**Concernant la banque privée, les changements escomptés des règles devraient bouleverser la donne.** Les institutions concernées prétendent que l'adoption de l'échange automatique d'informations en 2015 provoquera des sorties de capitaux. Toutefois, à en croire les nouvelles prévisions mondiales de création de richesses, cette branche garde un potentiel de croissance, alors que d'autres activités stagnent désormais, voire régressent. Même si le Luxembourg a toujours ciblé des marchés développés comme ceux de l'Europe occidentale, il a acquis une expertise dans des activités connexes telles que la gestion de fortune, les fonds d'investissement et le conseil en investissement. Grâce à son savoir-faire et à sa main-d'œuvre qualifiée, le Luxembourg s'efforce de tirer à nouveau parti de sa stratégie de «précurseur» et de développer la banque privée dans des domaines prometteurs comme les «*Family Offices*» qui ciblent les individus les plus fortunés.

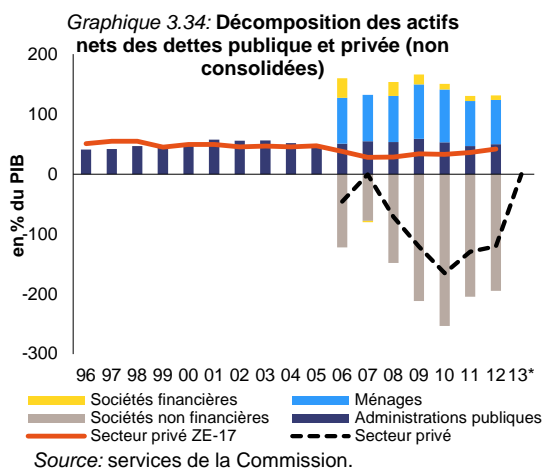
#### 3.2.5. Conclusion sur les déséquilibres internes

**Le Luxembourg a développé un modèle économique gravitant autour du secteur financier, qui est en train de s'adapter à un monde en mutation.** La dépendance aux résultats dudit secteur s'est accrue depuis les années instables qui ont suivi le début de la crise financière, puisque la grande générosité des finances publiques et du système de protection sociale repose sur les revenus du secteur financier. Cela ne pose aucun problème en période d'expansion, mais la crise a fait apparaître des fissures. Le dynamisme des revenus du secteur financier pendant ces dernières décennies pourrait ne pas renaître de sitôt, à tout le moins pas dans les mêmes branches d'activité. Le nouvel environnement réglementaire et la concurrence accrue entre les places financières annoncent des difficultés, mais aussi de nouvelles chances, pour le développement à venir.

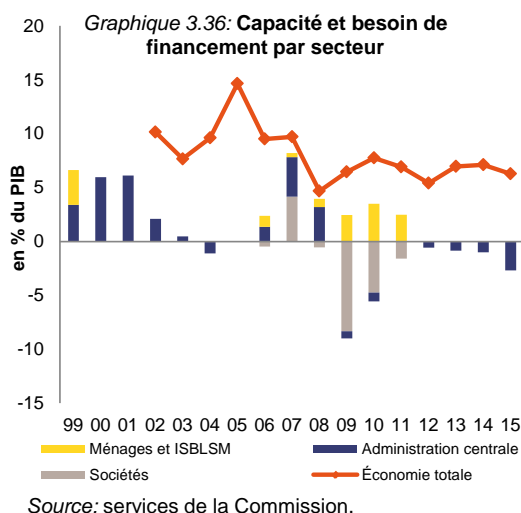
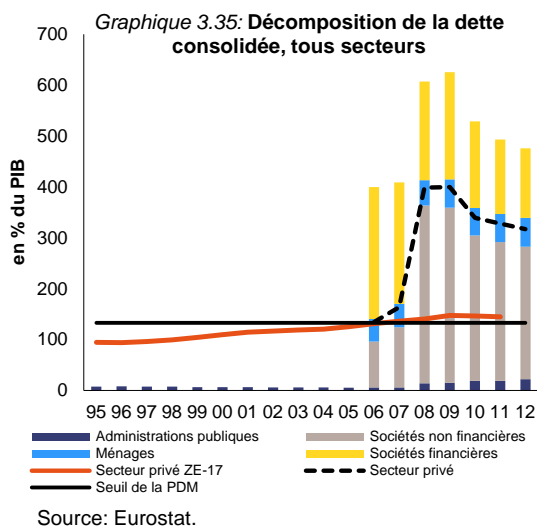
### 3.3. L'ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET DES MÉNAGES

La remise en cause de la capacité à assumer la dette a été à l'origine de la crise dans de nombreux pays

La dette consolidée du secteur privé non financier s'élevait à 317 % du PIB en 2012 au Luxembourg, bien au-dessus du seuil indicatif de 133 % figurant au tableau de bord macroéconomique<sup>10</sup>. Une ventilation de la dette privée entre les ménages et les SNF montre que l'endettement des ménages, principalement lié à des crédits immobiliers, est conforme à la moyenne de la zone euro, bien qu'il augmente rapidement. L'endettement des SNF est par contre beaucoup plus élevé que dans les autres pays de la zone euro (voir le graphique 3.35). L'endettement des ménages est de 56,8 % du PIB, contre 63,9 % dans la zone euro. L'endettement des SNF est de 260,6 % du PIB, contre 81,4 % en 2012 dans la zone euro.

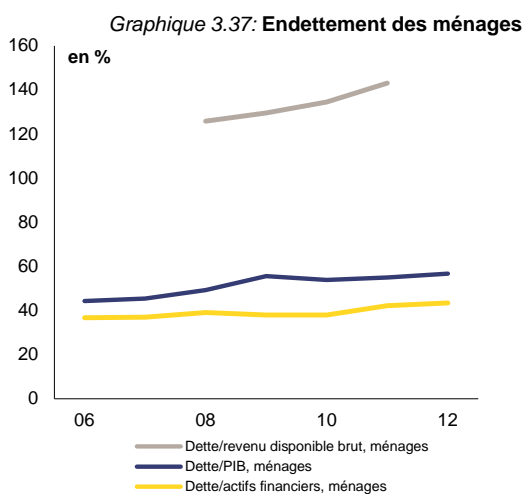


<sup>(10)</sup> La dette du secteur privé est égale aux encours des passifs correspondant aux crédits et aux titres autres que les actions, à l'exclusion des produits financiers dérivés.

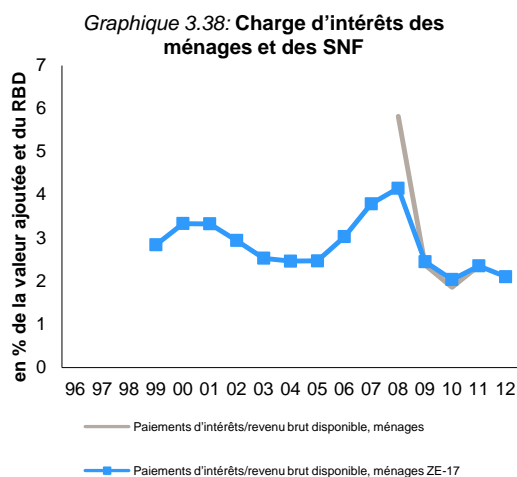


#### 3.3.1. L'endettement des ménages

**L'endettement des ménages a constamment augmenté depuis 2001.** Comme on peut l'observer sur le graphique 3.37, l'augmentation du ratio dette/actifs est moins prononcée que celle du PIB, l'accumulation de la dette étant allée de pair avec une accumulation d'actifs. L'endettement des ménages découle à plus de 80 % de la souscription de crédits hypothécaires; par conséquent, l'augmentation de l'endettement peut être due à la hausse des prix de l'immobilier (voir la partie 3.3.2). Le faible niveau des taux d'intérêt et le traitement fiscal plus favorable des prêts hypothécaires depuis 2005 pourraient aussi expliquer la capacité des ménages à supporter une dette plus lourde (voir graphique 3.38).



Source: services de la Commission.



Source: services de la Commission.

**Le patrimoine financier net des ménages luxembourgeois est plus faible que dans la zone euro.** Il s'élève à environ 73,9 % du PIB en 2012, soit bien au-dessous de la moyenne de 136,1 % dans la zone euro. Toutefois, l'écart se réduit si on le compare au revenu national: il passe alors à 108,5 % pour les ménages luxembourgeois, mais reste inférieur à celui de la zone euro, pratiquement inchangé (voir le tableau 3.3). L'évolution constatée ces dernières années montre que la chute des cours boursiers en 2008 n'a pas eu d'incidence sur le patrimoine financier net, alors que le contraire était vrai pour la zone euro. C'est peut-être dû pour partie au comportement plus prudent des ménages luxembourgeois, qui ont investi une plus grande proportion de leurs avoirs financiers nets dans des produits sûrs (voir les

graphiques 3.39 et 3.40). En 2008, le numéraire et dépôts représentaient 56,1 % des actifs financiers nets, contre 36,1 % en moyenne dans la zone euro. Le patrimoine financier net a augmenté en valeur nominale de 40,9 milliards d'EUR à la fin 2006 à 56,1 milliards d'EUR à la fin 2013. Cette augmentation étant à peine suffisante pour compenser l'inflation, il s'agit d'une stagnation en valeur réelle.

Tableau 3.3:

Patrimoine financier net des ménages						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Patrimoine financier net (en % du PIB)</b>						
Luxembourg	77,4	76,8	90,8	88,0	75,1	73,9
Zone euro	135,2	120,3	131,9	132,7	127,9	136,1
<b>Patrimoine financier net (en % du PNB)</b>						
Luxembourg	96,2	97,2	137,6	127,4	109,1	108,5
Zone euro	135,1	120,8	131,9	132,4	127,7	135,7

Source: Eurostat.

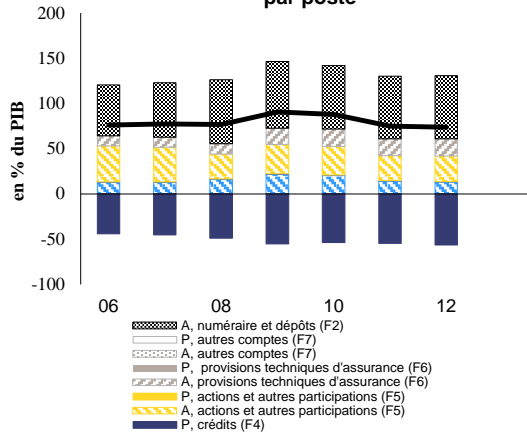
**Il ressort de ces données que la situation des ménages luxembourgeois serait moins enviable que celle des ménages des pays de la zone euro, une conclusion qui mérite d'être nuancée.** En premier lieu, il est probable que le ratio est faussé par un PIB par habitant (et même un RNB) nettement plus élevé que dans la zone euro. En second lieu, une ventilation du patrimoine des ménages indique que le patrimoine financier des ménages luxembourgeois tient une moindre place dans le patrimoine total que dans le cas des autres ménages de la zone euro (voir le graphique 3.41). En fait, selon les chiffres fournis par la BCL, le patrimoine financier net par habitant serait au Luxembourg le plus élevé de la zone euro, juste devant la Belgique (voir le graphique 3.42). Au fil des ans, le patrimoine immobilier a augmenté au rythme de la hausse des prix de l'immobilier et représentait environ 81 % du patrimoine total en 2012, contre 68 % dans la zone euro<sup>11</sup>.

<sup>(11)</sup> Ces chiffres ont été obtenus à partir des résultats de l'«enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages» et ne sont pas tout à fait compatibles avec les données des comptes nationaux. Pour de plus amples informations, il convient de se référer à la note méthodologique du rapport, disponible à l'adresse suivante:

[http://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher\\_hfncn.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher_hfncn.en.html).

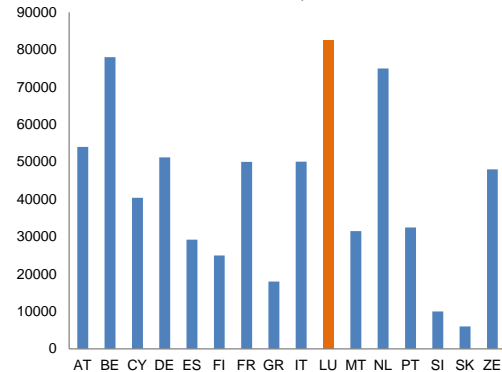


Graphique 3.39: Patrimoine des ménages par poste



Source: services de la Commission.

Graphique 3.42: Actifs financiers nets par habitant (en EUR)

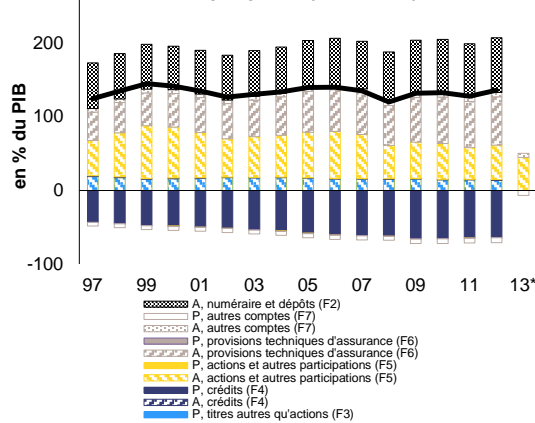


Source: Banque centrale du Luxembourg et services de la Commission

### 3.3.2. Prix de l'immobilier

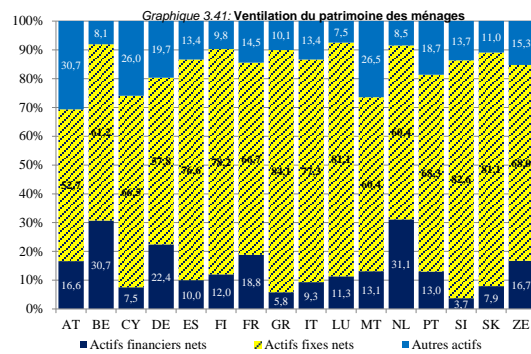
Les prix de l'immobilier à Luxembourg connaissent une hausse quasi continue depuis 2000, et ce même durant l'année de crise. Après un pic au troisième trimestre 2007, les prix ont enregistré un léger recul sur les deux trimestres suivants, mais ils ont recommencé à croître dès le deuxième trimestre 2008 (voir graphique 3.43). Le graphique 3.44<sup>12</sup> confirme le dynamisme du marché immobilier luxembourgeois. Fin 2012, les prix immobiliers étaient à nouveau supérieurs au prix précédent.

Graphique 3.40: Patrimoine des ménages par poste (zone euro)



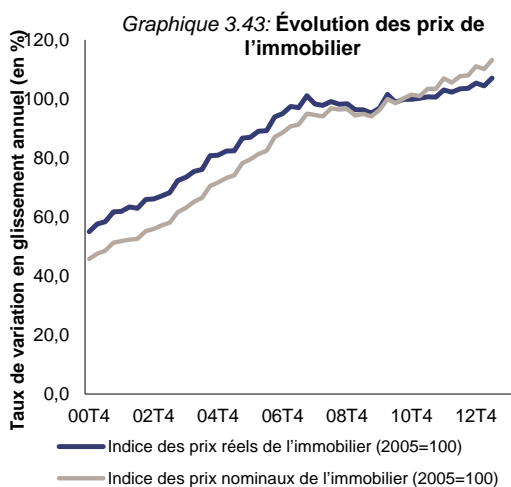
Source: services de la Commission.

Graphique 3.41: Ventilation du patrimoine des ménages

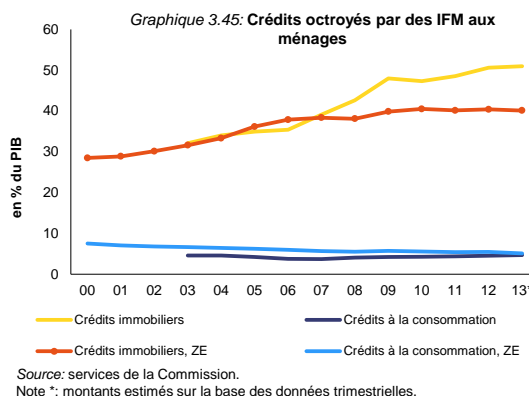


Source: Banque centrale du Luxembourg

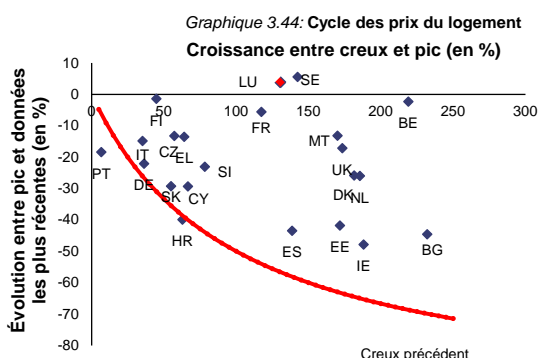
(<sup>12</sup>) Creux/pic: BE 85T2/11T3, DE 08T3/94T3 IE 97T1/07T3, EL 00T1/09T1, ES 97T4/07T3, FR 97T1/07T3, IT 00T2/07T3, LU 95T2/07T3, MT 00T2/08T1, NL 88T1/08T3, AT néant, PT 07T2/09T4, SI 03T2/08T1, FI 08T4/10T3, BG 02T2/08T3, CZ 04T3/08T4, DK 93T2/07T3, EE 03T3/07T2, LV 00T2/07T3, LT 00T3/07T3, HU néant, PL néant, RO néant, SE 96T1/07T3, UK 96T2/07T3. Note: dans le cas spécifique du cycle DE, qui est en décalage, l'axe des ordonnées donne le taux d'évolution cumulé entre le pic et le creux et l'axe des abscisses, la croissance cumulée entre le creux et les données les plus récentes.



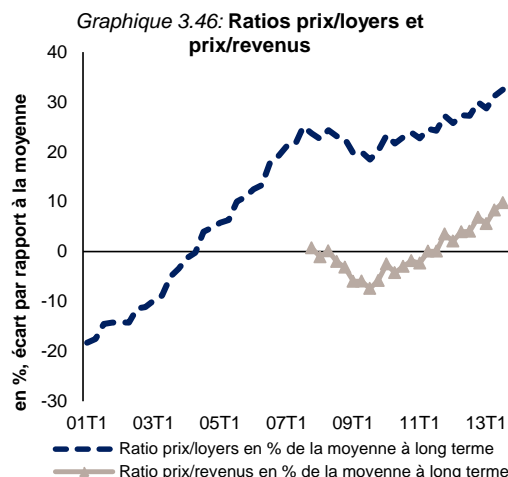
Source: Eurostat, BCE et services de la Commission.



Source: services de la Commission. Note \*: montants estimés sur la base des données trimestrielles.



Source: services de la Commission.



Source: Eurostat, OCDE, BCE, BRI et services de la Commission.

**Plusieurs facteurs supplémentaires pourraient être assimilés à des pressions à la surévaluation.**

Le graphique 3.44 montre l'évolution des ratios prix/loyers et prix/revenus. Les deux suivent une courbe en forte hausse depuis 2000, avec une légère inflexion au début de la crise. Plus particulièrement, le ratio prix/revenus dépasse sa moyenne à long terme depuis 2011, ce qui signifie que les ménages luxembourgeois doivent fournir des efforts toujours plus importants pour rembourser leurs prêts hypothécaires. En d'autres termes, il s'agit d'une baisse de leurs possibilités d'accès au marché, ou de leurs capacités d'acquisition de biens immobiliers. Si les niveaux actuels ne représentent pas une charge excessive pour les ménages, comme en témoigne la proportion très faible de prêts non productifs, cette tendance continue à la hausse est préoccupante.

**3.3.3. L'endettement des sociétés non financières**

L'analyse de la dette des SNF est importante pour un certain nombre de raisons. Premièrement, un fort taux d'endettement peut rendre les SNF plus vulnérables aux hausses des taux d'intérêt, aux chocs ou aux aléas économiques. Deuxièmement, la possible dépréciation de la dette des SNF risque d'affaiblir les bilans de leurs créanciers. Enfin, si les SNF sont obligées de se désendetter en raison d'une charge de la dette élevée, la croissance économique peut s'en trouver ralentie.

Pour mettre en lumière les risques du niveau élevé d'endettement, nous allons examiner de près cette question sous différents angles. Grâce à une comparaison internationale, nous replacerons le Luxembourg en perspective par rapport aux autres pays.

### 3.3.4. Une perspective transnationale

**L'endettement des SNF a beaucoup augmenté dans la plupart des pays de l'UE**, y compris au Luxembourg, au cours des années qui ont précédé la crise financière. Le ratio d'endettement des SNF luxembourgeoises exprimé en pourcentage du PIB s'est rapidement accru, passant de 90,3 % du PIB en 2006 à 349,7 % en 2008. Un processus de désendettement a commencé ensuite et le ratio est retombé à 260,6 % en 2012. Mais il excède toujours de plus du double le seuil de 133 % du PIB figurant au tableau de bord. Un certain niveau de dette est considéré comme un bon indice, mais un endettement excessif du secteur privé pose des risques importants pour la croissance et la stabilité financière et peut rendre l'ensemble du pays plus vulnérable<sup>13</sup>.

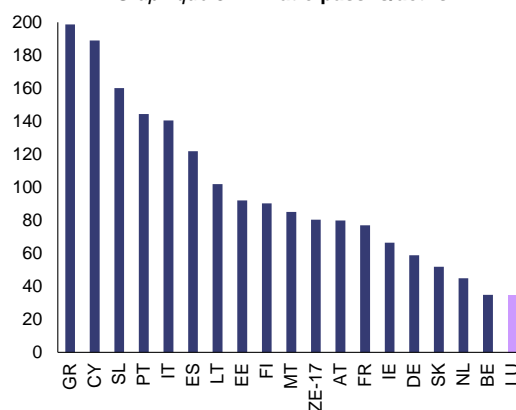
**La définition du ratio dette/PIB adopté par la PDM repose sur le montant consolidé de la dette du secteur privé.** Ce montant comprend tous les passifs, avec les titres autres que les actions et les crédits, déduction faite des prêts intragroupes. Dans certains pays, ces prêts intragroupes sont un canal de financement important pour les grandes SNF. La dette des SNF peut être constituée en grande partie par des prêts entre les sociétés. Les prêts intragroupes sont souvent motivés par des stratégies d'optimisation fiscale qui reflètent, en partie, les divergences entre les régimes fiscaux et faussent le montant de la dette des SNF en gonflant le volume de ce type de prêts. En comparant les montants consolidés et non consolidés de la dette avec le PIB, on a une idée de cette déformation, laquelle est aussi due en partie au regain d'intérêt pour les prêts intragroupes en temps de crise, afin de compenser le resserrement de l'accès aux financements traditionnels du secteur bancaire.

**Quoi qu'il en soit, les SNF luxembourgeoises ont le ratio dette/PIB le plus élevé, tant en chiffres consolidés qu'en chiffres non consolidés**, d'autres pays, comme la Belgique et Malte, qui abritent aussi un grand nombre de multinationales, connaissant des flux dynamiques de prêts intragroupes. Or, les données consolidées n'excluent pas la dette intragroupe vis-à-vis de filiales non résidentes, dont le rôle est particulièrement important pour les multinationales à Luxembourg.

<sup>(13)</sup> Document de travail des services de la Commission intitulé «Tableau de bord pour la surveillance des déséquilibres macroéconomiques: projet initial», novembre 2011.

**Bien que le ratio dette/PIB soit fréquemment utilisé à des fins de comparaison internationale, ce n'est pas un indicateur agrégé d'accessibilité financière comme le PIB qui reflète le mieux la capacité des agents économiques à assurer le service de leur dette.** De nombreuses recherches, menées notamment par la BCE<sup>14</sup> et par la Commission européenne<sup>15</sup>, ont employé une gamme d'indicateurs plus diverse, dont le ratio dette/actifs financiers des SNF. Ce ratio permet de mieux appréhender le bilan de ces sociétés et leur capacité à assurer le service de leur dette. Le ratio dette<sup>16</sup>/actifs financiers des SNF en fin 2012 est présenté dans le graphique 3.47. Avec cet indicateur, le Luxembourg affiche un résultat de 34,6 %, c'est-à-dire un niveau d'endettement de ce secteur valant le tiers de ses actifs financiers. Le ratio dette/actifs financiers était de 59 % en moyenne pour les 17 pays de la zone euro. Il convient cependant de ne pas se fier à cet indicateur tel quel, mais de tenir compte aussi des effets de valorisation des actifs financiers, beaucoup plus volatils que les instruments de la dette, en particulier dans une période de ralentissement économique, quand l'ajustement de l'endettement a tendance à durer plus longtemps en moyenne (CE, 2013).

Graphique 3.47: Ratio passifs/actifs



Source: services de la Commission.

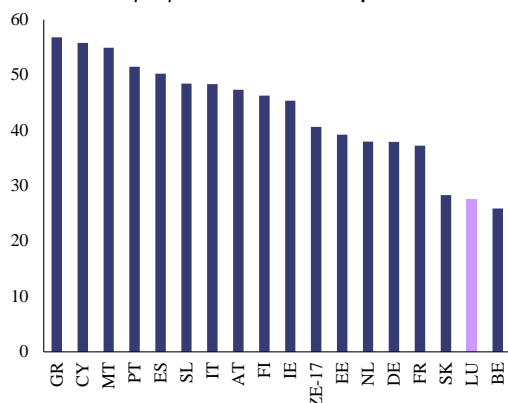
<sup>(14)</sup> «Corporate indebtedness in the euro area», bulletin mensuel de la BCE, février 2012.

<sup>(15)</sup> «Indebtedness, deleveraging dynamics and macroeconomic adjustments», *Economic Paper* n° 477, Commission européenne, 2013.

<sup>(16)</sup> La dette est ici définie comme la somme des titres de créances, des prêts et des fonds de réserve pour les retraites. Contrairement à la PDM, la BCE et le Comité européen du risque systémique calculent la dette des SNF en ajoutant aux prêts et aux titres les fonds de réserve pour les retraites. Les SNF ont de tels fonds dans sept pays de l'UE: l'Allemagne, la Belgique, l'Italie, le Luxembourg, le Portugal, la République tchèque et la Suède.

**Un seul indicateur pouvant induire en erreur, il est approprié de compléter ce résultat par d'autres ratios tirés des bilans.** En effet, les décisions de financement et d'investissement des SNF laissent des traces dans les deux colonnes du bilan. Les SNF ont réagi à la crise financière en réduisant leur niveau de dette ou en changeant de type de financement pour tirer les conséquences du processus de désendettement du secteur bancaire, susceptible de rendre le financement bancaire durablement plus onéreux. Les sources de financement substitutives sont donc de plus en plus exploitées, comme le recours aux fonds propres, aux fonds propres non cotés et aux autres comptes à payer. Le ratio dette/passif total est un indicateur de l'utilisation par les sociétés de ces sources de financement autres que l'endettement. Un ratio dette/passif total des SNF moins élevé signifie que ces sociétés réduisent leur recours à des prêts et des titres de créance par rapport aux fonds propres et aux autres comptes à payer. Le graphique 3.48 montre que les SNF luxembourgeoises occupent l'avant-dernière place de la zone euro avec un ratio de 27,5 %.

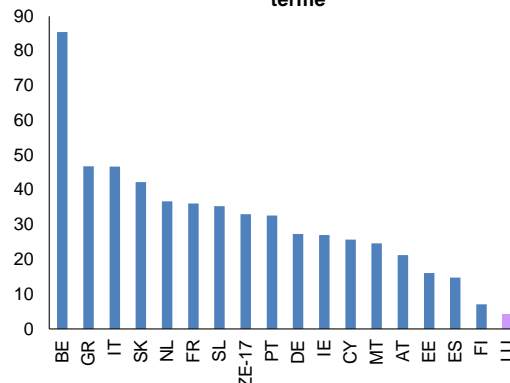
Graphique 3.48: Ratio dette/passif total



Source: services de la Commission.

**Il est aussi possible d'évaluer l'endettement des SNF en comparant le profil des échéances des instruments de dette du secteur.** À titre d'exemple, les SNF qui se financent par des prêts ou des titres à court terme sont davantage exposées aux risques de liquidité et sont plus sensibles aux augmentations de taux d'intérêt (BCE, 2012). De manière générale, les sociétés sont moins vulnérables quand elles ont une dette à court terme relativement moins importante, puisque les remboursements et les reports d'échéance sont moins fréquents. Les SNF à Luxembourg bénéficient du plus faible ratio de la zone euro, à 4,4 % (voir graphique 3.49).

Graphique 3.49: Passifs à court terme/à long terme



Source: services de la Commission.

**Dans l'ensemble, même si les niveaux de dette des SNF luxembourgeoises peuvent paraître étonnants par rapport à d'autres pays de l'UE au vu du ratio dette/PIB, l'utilisation d'une série plus diversifiée d'indicateurs donne une image assez rassurante de leur endettement, les risques ne pouvant être totalement exclus avec des niveaux de dette aussi élevés.**

### 3.4. VIABILITE DES FINANCES PUBLIQUES

**Les finances publiques luxembourgeoises ne sont pas déconnectées du modèle de croissance particulier du pays.** Le dynamisme des services financiers a permis au pays de créer et de maintenir un système de protection sociale généreux sans imposition excessive. Dans le même temps, le pays a réussi à conserver des finances publiques saines avec un solde budgétaire généralement excédentaire et une dette publique à un niveau très bas.

**Le Luxembourg ne semble pas exposé à un risque de tension budgétaire à court terme, mais fait face à un risque élevé à long terme.** Ce dernier tient essentiellement à l'incidence budgétaire des coûts du vieillissement. S'agissant du court terme, la dette publique, qui se situait à 21,7 % du PIB en 2012 mais devrait atteindre environ 28 % en 2015, est nettement inférieure au plafond de 60 % du PIB. En conséquence, il conviendrait de mettre l'accent sur la réduction des dépenses liées au vieillissement, d'une manière générale, et sur la réduction des dépenses consacrées aux retraites, en particulier.

**Le 5 décembre 2012, le Parlement luxembourgeois a finalement adopté une proposition de réforme des retraites** qui avait été présentée en janvier 2012. La réforme est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013, mais la nouvelle méthode de calcul ne sera mise en œuvre que progressivement au cours des 40 prochaines années. Selon le rapport 2012 sur le vieillissement, dans lequel la plupart des aspects de la réforme annoncée avaient déjà été abordés, le Luxembourg devrait toujours mettre en œuvre des politiques à long terme de renforcement de la viabilité équivalant à une amélioration permanente du solde primaire de 8,6 points de pourcentage du PIB pour combler le déficit budgétaire. Cet effort est nettement supérieur à l'amélioration moyenne demandée pour l'Union dans son ensemble (3,0 points de pourcentage). Sa dette initiale étant faible, le Luxembourg dispose de temps pour adapter ses politiques afin de tenir compte de l'impact des dépenses liées au vieillissement. De plus, le pays a accumulé des réserves publiques équivalant à environ 27 % du PIB, mais cela réduit uniquement les risques pour la viabilité à court et à moyen terme.

**La réforme du système de retraite récemment adoptée n'inclut pas de référence à un lien entre l'âge légal de la retraite et l'espérance de vie.** De plus, étant donné l'explosion annoncée des dépenses d'ici à 2060, il est probable que des mesures de réforme supplémentaires seront nécessaires pour continuer à renforcer la viabilité à l'avenir, compte tenu du fait que l'impact de la réforme du système de retraite de 2012 risque d'être très faible par rapport au déficit de financement prévu dans le rapport 2012 sur le vieillissement.

**Même après la réforme, pour garantir la viabilité financière du système de retraite, une augmentation substantielle du taux de cotisation sera nécessaire après 2020,** en complément de la modération automatique de l'adaptation des pensions de retraite au niveau de vie. Cela entraînera pour la future population active une augmentation substantielle des charges pesant sur le travail et, partant, une perte de compétitivité des coûts. Étant donné le taux de remplacement actuellement élevé (87 % contre 42 % à 49 % dans les pays voisins), même pour les hauts salaires, différentes mesures auraient pu être prises pour faire en sorte que les générations

futures n'aient pas à supporter une charge excessive ou simplement une réduction substantielle de leurs prestations.

**Les dépenses croissantes en soins de longue durée devraient représenter une part de 2,1 points de pourcentage dans l'écart de viabilité susmentionné.** Le rapport 2012 sur le vieillissement révèle une forte augmentation attendue du nombre tant de personnes âgées que de personnes qui se considèrent comme dépendantes au Luxembourg. En conséquence, des efforts permanents en ce qui concerne les mesures de prévention et de réhabilitation réduisant les coûts, ainsi que l'amélioration des conditions de vie en autonomie, combinés à une amélioration de l'efficacité des services de soins de longue durée devraient se révéler utiles pour contenir le besoin annoncé de services de soins de longue durée. En outre, le Luxembourg ne semble pas appliquer un critère d'admissibilité lié aux revenus pour l'accès aux prestations de soins de longue durée, en nature ou en espèces. Enfin, l'objectivité du critère d'admissibilité existant, à savoir la dépendance de la personne, pourrait être renforcée, étant donné que l'évaluation est faite par des médecins, des infirmières ou des professionnels de la santé.

**Au Luxembourg, la gouvernance budgétaire n'est pas, en principe, régie par des règles.** Ni l'accord sur la dette ni celui sur les dépenses ne sont établis par la loi et, en cas de non-respect, aucun organe de contrôle n'est désigné ni aucune action prédéfinie. Le Luxembourg ne dispose pas d'un cadre budgétaire à moyen terme qui soutiendrait la planification budgétaire pluriannuelle en fournissant des orientations pour une évolution harmonieuse des recettes et des dépenses et en assurant ainsi la discipline budgétaire à moyen et long terme. Il existe un programme pluriannuel pour les dépenses d'investissement mais il n'a qu'une valeur indicative.

**Au Luxembourg, les recettes publiques sont relativement faibles et particulièrement volatiles,** notamment en raison de la grande ouverture du pays et de la spécialisation importante de son économie dans le secteur financier. Avec des recettes fiscales correspondant à 37,9 % du PIB en 2012, le Luxembourg se distingue par un niveau de taxation inférieur à la fois à la moyenne de l'UE-27 (39,9 %) et à celui

de ses trois pays voisins – la Belgique, la France et l'Allemagne. La structure du système fiscal luxembourgeois, sur le plan de la ventilation des recettes collectées par les différents impôts et taxes, est restée relativement stable depuis 2000. Moins d'un tiers des recettes fiscales proviennent des taxes à la consommation, plaçant ainsi le Luxembourg parmi les États membres dont la part est la plus faible au sein de l'UE-27, ce qui s'explique en partie par le niveau modéré des taux nominaux et des taux réduits de TVA. La fiscalité du travail est parmi les moins lourdes de l'Union, le coin fiscal sur le travail s'élevant pour un célibataire sans enfant en moyenne à 36,0 % en 2011, soit un niveau sensiblement plus bas que la moyenne de l'UE-27 (41,1 %). La part des recettes tirées des impôts sur le capital (28,1 % de l'ensemble des impôts) compte parmi les plus importantes de l'Union (20,5 %). Les recettes découlant de l'impôt sur les sociétés sont parmi les plus élevées de l'Union, une situation qui s'explique en partie par l'importance du secteur financier dans l'économie. Les impôts sont collectés d'une manière relativement efficace, le Luxembourg se situant dans la moyenne de l'UE-27 en ce qui concerne les coûts administratifs relatifs au recouvrement de l'impôt.

**Dans l'ensemble, à court et à moyen terme, les finances publiques luxembourgeoises semblent avoir absorbé le choc induit par l'éclatement de la crise financière, mais il subsiste des défis de taille à long terme.**

## 4. THEMES SPECIFIQUES

### 4.1. LE SECTEUR FINANCIER: INCIDENCE ECONOMIQUE, FONDS D'INVESTISSEMENT ET BANQUE PRIVEE

Bien que le secteur financier soit confronté à des défis majeurs, la présente section examinera la manière dont le secteur y a répondu au cours de la crise financière. Il s'agit des moyens que le secteur s'est donné pour se construire une réputation solide, ainsi que des récentes initiatives réglementaires au niveau local, régional et mondial.

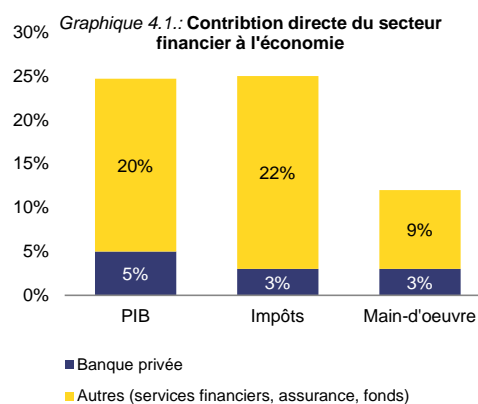
Nous commencerons par la contribution du secteur financier à l'économie luxembourgeoise. Ensuite, nous donnerons un aperçu des caractéristiques les plus notables du marché financier local au plus fort de la crise financière. Enfin, nous nous intéresserons à deux secteurs de développement choisis par le Luxembourg, à savoir la gestion d'actifs et la banque privée.

### 4.2. LE SECTEUR FINANCIER AU CŒUR DU MODELE ECONOMIQUE LUXEMBOURGEOIS

Même si le secteur a bien résisté à la crise, le haut degré de spécialisation dans le domaine financier a attiré l'attention sur le Luxembourg depuis le début de la crise. En effet, ses performances économiques dépendent de l'évolution de la situation internationale, sont exposées à la volatilité des marchés financiers et peuvent être affectées par la concurrence accrue avec d'autres places financières. Le désendettement et l'effet du marché ont été les principaux facteurs de la contraction du bilan des banques, mais le Luxembourg a également bénéficié du mouvement de recherche de valeurs sûres sur les marchés financiers. Grâce à son cadre institutionnel favorable, le Luxembourg a continué d'attirer des capitaux dans le secteur des fonds d'investissement. La taille absolue du secteur bancaire national est relativement faible par rapport à la moyenne de l'UE, et les établissements de crédit sont rentables et disposent d'une bonne dotation en fonds propres au regard des normes internationales.

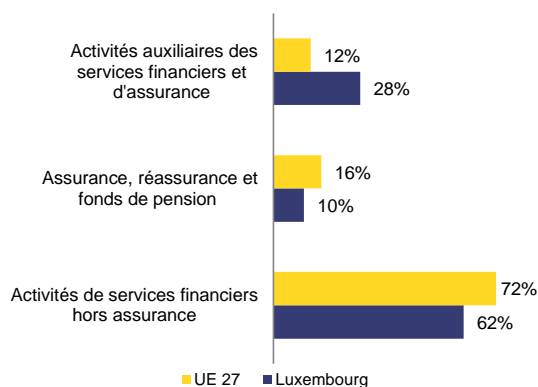
### 4.2.1. La contribution du secteur financier à l'économie du Luxembourg

**Le développement social du Luxembourg est allé de pair avec les progrès réalisés dans le secteur des services financiers** et, aujourd'hui, le pays a le plus haut revenu par habitant dans les pays de l'OCDE. La contribution économique directe des services financiers est importante à maints égards (graphique 4.1): contribution à la valeur ajoutée (25 % du PIB), aux recettes fiscales (25 % du total, selon l'ABBL) et à l'emploi (12 %). Les activités financières et d'assurance continuent de jouer un rôle central dans l'économie luxembourgeoise malgré une diminution de son incidence économique, dans le prolongement de la crise financière et économique. Le développement du secteur des fonds a conduit au développement d'activités auxiliaires du secteur financier et, actuellement, leur part dans la valeur ajoutée totale est nettement supérieure à la moyenne de la zone euro (graphique 4.2).



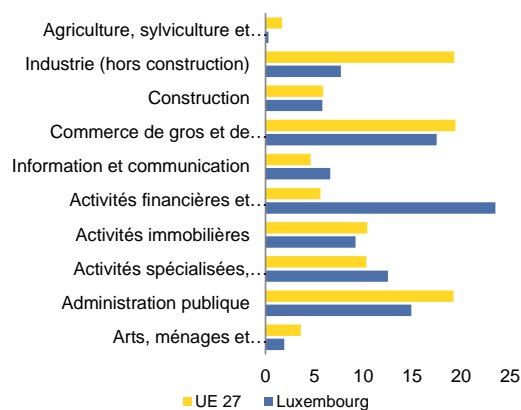
Source: STATEC, Luxembourgforfinance, calculs internes

Graphique 4.2.: Sous-secteurs financiers (en % de la valeur ajoutée du secteur, 2012)



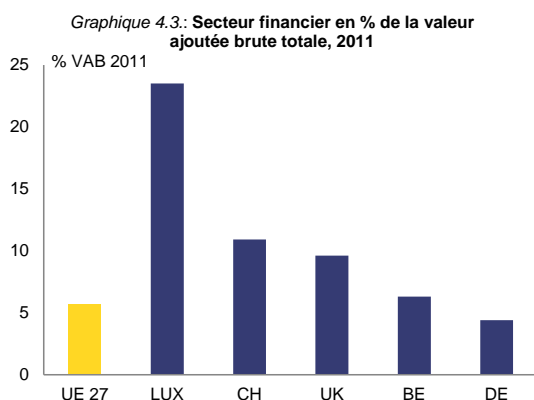
Source: STATEC (2013), calculs internes

Graphique 4.4: Valeur ajoutée par secteur en % de la valeur ajoutée brute (2011)



Source: STATEC (2013), calculs internes

**Le Luxembourg apparaît très dépendant de son secteur financier** (graphiques 4.3 et 4.4). En termes absolus, le secteur financier a contribué à la valeur ajoutée à concurrence de 149 milliards d'euros au Royaume-Uni, de 100 milliards d'euros en Allemagne ou de 48 milliards d'euros en Suisse, tandis que sa contribution de 9 milliards d'euros au Luxembourg n'est pas aussi impressionnante. Le secteur financier générant un quart de la valeur ajoutée totale, la contraction de ce secteur constitue un défi majeur pour une petite économie.



Source: EUROSTAT, STATEC (2013)

#### 4.3. RISQUES INHERENTS A LA STRUCTURE ET A LA SPECIALISATION DU SECTEUR FINANCIER AU LUXEMBOURG

**Le Luxembourg accueille de nombreux établissements de crédit étrangers spécialisés dans l'intermédiation financière et la gestion d'actifs.** Un intermédiaire financier est un établissement financier qui met en contact des agents en excédent et des agents en déficit. Les filiales luxembourgeoises disposent généralement d'une bonne trésorerie grâce aux dépôts qu'elles collectent et jouent le rôle de fournisseurs de liquidités pour leur groupe, par le biais de prêts intragroupes. Le secteur bancaire se caractérise également par les liens étroits qu'il entretient avec le secteur des fonds, par son rôle de dépositaire. En dépit de la spécialisation dans les activités financières, la part du marché national est faible étant donné que seules cinq banques sont d'origine luxembourgeoise et ont une activité principalement orientée vers le marché local de la banque de détail.

4.3.1. Les filiales ont une exposition importante à une même entité, ce qui concentre les risques

**Par la nature des opérations interbancaires, les filiales et succursales installées à Luxembourg sont exposées à des risques à l'intérieur de leur groupe et soumises à la stratégie de ce dernier.** Par exemple, si un groupe bancaire néerlandais doit accorder un prêt en Allemagne, le prêt peut



être acheminé par l'intermédiaire de la filiale luxembourgeoise du groupe. La filiale établie à Luxembourg peut soit emprunter le montant auprès de sa banque mère néerlandaise, ce qui accroît ses engagements, ou utiliser son excès de liquidités pour le prêter aux activités allemandes de la banque, ce qui renforce ses actifs.

**Sur le total des opérations de prêt réalisées par les banques au Luxembourg, l'intermédiation financière représente 52 %, un chiffre élevé par rapport à la moyenne de 28 % dans la zone euro.** Si les règles prudentielles recommandent un plafond pour l'exposition d'une entité unique, au Luxembourg, l'exposition moyenne au groupe a fluctué autour de 50 % (du total des actifs), mais ce chiffre peut être beaucoup plus élevé pour certaines institutions financières. Un plafond d'exposition est supposé limiter les risques encourus par le prêteur en cas de défaillance de l'emprunteur. La situation et le niveau d'exposition actuel à une entité unique ont été rendus possibles en excluant de cette règle les risques intragroupes et interbancaires à court terme, comme c'est le cas dans de nombreux autres pays.

4.3.2. Des exigences plus strictes en matière de liquidités devront être respectées avec Bâle III, ce qui renforcera l'actuel cadre de surveillance

**Par la nature de leurs activités, les banques opérant au Luxembourg sont exposés au risque d'indisponibilité de liquidités sur les marchés financiers.** Selon les pratiques locales, les banques luxembourgeoises doivent maintenir en permanence un ratio de liquidités d'un minimum de 30 %. Selon la Banque centrale du Luxembourg, le ratio moyen est resté inchangé à 69 % en 2012. Cependant, ce ratio est statique et offre très peu d'informations sur l'évolution future de sorte que, pour combler cette lacune, la Banque centrale procède à des tests de résistance afin d'évaluer la capacité de résistance des banques et rend compte quotidiennement de la situation des banques en matière de liquidités à court terme.

**La mise en œuvre de Bâle III garantira le recours à une approche uniforme pour l'évaluation de la position de liquidité des**

**banques.** Les opérations de prêt intragroupe des banques étrangères nécessitent une évaluation des positions de liquidité au niveau des entités de manière à ne pas établir de discrimination entre les banques nationales et les groupes bancaires internationaux. Dans la perspective du futur ratio de couverture des besoins de liquidité de Bâle III, la Banque centrale réalise, en coopération avec la CSSF, des études de l'impact sur les banques luxembourgeoises des nouvelles règles en matière de liquidité. D'après les données à compter de juin 2012, 36 % des banques respectent le ratio de liquidité et 46 % le ratio de financement stable net. Par conséquent, en dépit d'une position de liquidité saine et de l'assouplissement des règles de calcul du ratio de liquidité fixées par le Comité de Bâle, certaines banques luxembourgeoises devront adapter leurs stocks d'actifs liquides afin de se conformer à ce ratio à l'horizon 2015.

**La crise financière a souligné la nécessité et les avantages d'un système efficace de garantie des dépôts.** Par lui-même, le Luxembourg pourrait difficilement répondre aux besoins en cas de faillites de banques ou de retrait soudain des dépôts, mais l'existence de ces mécanismes destinés à prévenir les faillites de banques ou à y faire face crédibilise le cadre existant.

**L'impression générale est qu'un système de garantie des dépôts constitue une aide fiable qui permettra d'éviter les retraits massifs de dépôts bancaires en période de troubles pour les établissements de crédit.** Le régime de garantie des dépôts à Luxembourg devrait évoluer de l'actuel financement ex post vers un financement ex ante. L'ensemble des dépôts reçus de la clientèle a atteint 280 milliards d'euros en novembre 2013, mais le système de garantie des dépôts n'en couvre qu'une partie, une forte proportion d'entre eux dépassant le seuil de 100 000 euros. Depuis sa création en 1989, le système a dû intervenir dans un nombre limité de cas qui ont été traités de manière satisfaisante (encadré 4.1).

#### 4.3.3. Les établissements de crédit ont une forte exposition aux fonds d'investissement

**Les fonds domiciliés au Luxembourg doivent désigner un établissement de crédit établi sur place en qualité de dépositaire.** À la fin de 2013, 63 dépositaires étaient actifs au Luxembourg, ce qui signifie qu'environ une banque sur deux (147 au total) au Luxembourg exercent des activités de dépositaire. Ce marché est dominé par les succursales d'établissements de crédit américains et français, le plus grand dépositaire de fonds OPCVM détenant environ 500 milliards d'euros d'actifs. Les dépositaires exercent généralement un

large éventail d'activités, allant des fonctions de dépôt obligatoires à la comptabilité de fonds, à l'administration de fonds, au transfert, au change ou au prêt de titres. La rentabilité de la fonction de dépositaire est directement liée au montant des actifs gérés à Luxembourg et est donc exposée au risque de diminution des actifs gérés dans des fonds domiciliés au Luxembourg.

**Même si les actifs en dépôt ne représentent pas un risque direct pour le bilan des banques en raison de leur séparation, les dépositaires restent exposés aux risques opérationnels liés à cette activité.** Les dépositaires sont responsables d'un certain nombre d'événements, y compris la

#### *Encadré n° 4.1: Le système de garantie des dépôts du Luxembourg a dû intervenir pour trois banques islandaises en faillite*

Le système de garantie des dépôts (SGD) a dû intervenir pour les clients des filiales de trois banques islandaises en faillite. Avec les États luxembourgeois et belge, le SGD a été en mesure de couvrir les dépôts de près de 25 000 clients. Le total des montants déboursés à ce jour par le SGD s'élève à quelque 310 millions d'EUR.

La faillite de la Kaupthing Bank Luxembourg est à l'origine de 96 % des montants déboursés. Cette banque a cessé ses activités le 9 octobre 2008. L'activité de banque de dépôt en Belgique a été cédée au Crédit Agricole Belgique et l'activité au Luxembourg à un établissement nouvellement créé, la Banque Havilland. Les déposants de la filiale suisse de la banque ont été remboursés par le système suisse de garantie des dépôts. Financé ex post, le SGD a remboursé près de 310 millions d'EUR des dépôts garantis admissibles. Le reliquat de l'actif et du passif de la banque, y compris les dettes envers le SGD, a été transféré dans un véhicule de titrisation.

Fin 2008, la différence entre les actifs de la banque en faillite et ses passifs, y compris les dépôts non assurés, a été estimé à 310 millions d'EUR, auxquels s'ajoutait une marge de 10 millions d'EUR. Pour couvrir cette différence, la Belgique a prêté 160 millions d'EUR au Grand-Duché du Luxembourg, qui a alors injecté 320 millions d'EUR dans la banque, acceptant les obligations émises en retour par le véhicule de titrisation. Une tranche de 210 millions d'EUR sera prioritaire au cours de la période de recouvrement, et les remboursements seront répartis à parts égales entre les deux États. Les 110 millions d'EUR restants seront remboursés pari-passu avec le SGD et les autres créanciers interbancaires en fonction de l'issue de la liquidation ordonnée des actifs dans le véhicule de titrisation qui, selon les prévisions, devrait se terminer en 2017.

La liquidation de la Landsbanki Luxembourg S.A. a été prononcée par un tribunal le 8 décembre 2008. À l'exception des créanciers subordonnés, tous les créanciers ont été intégralement remboursés au 9 juin 2009. Le SGD a recouvré la totalité de sa créance.

La Glitnir Bank Luxembourg a été mise en liquidation le 3 avril 2009. Tous les dépôts, dettes interbancaires et crédits commerciaux ont été intégralement payés avant août 2009. Le SGD a recouvré la totalité de sa créance. Après cette date, la Banque centrale du Luxembourg (BCL) est restée le seul créancier de la Glitnir. En 2011, deux ans plus tôt que prévu, la BCL a pu récupérer un montant d'un milliard d'EUR prêté à la Glitnir en liquidant une importante réserve commune de garanties nanties précédemment.

Sources: ABBL, AGDL, Glitnir, Landsbanki, Commission européenne – DG Concurrence.

perte d'actifs appartenant aux fonds. Afin d'éviter d'être tenus financièrement responsables, les dépositaires doivent mettre en œuvre une surveillance stricte de leurs procédures internes, mais aussi de leurs accords de délégation avec les sous-dépositaires.

#### 4.3.4. La coopération entre pays d'origine et pays d'accueil ainsi que la réglementation et la surveillance internationales sont importantes pour la stabilité financière au Luxembourg

**La dimension internationale et l'ouverture du secteur financier luxembourgeois ont limité le rôle des établissements de crédit dans le réseau économique et financier intérieur.** La forte proportion d'entités financières opérant au Luxembourg détenues à l'étranger est une autre dimension qui définit le paysage financier. Un certain nombre d'entre elles sont d'importance systémique et constituent des risques significatifs pour l'économie locale, non seulement du point de vue du crédit au secteur privé, mais aussi pour des raisons liées aux passifs éventuels et aux retombées plus larges. De ce point de vue, la coopération transfrontalière entre les pays d'origine et d'accueil est essentielle, de même qu'un cadre commun de sauvetage et de résolution.

**Les progrès récents en vue de la création de l'Union bancaire ont engagé le Luxembourg à créer un fonds et une autorité de résolution ainsi qu'une autorité chargée de la surveillance macroprudentielle.** L'Union bancaire et la BCE comme seule autorité de surveillance des banques présentant une importance systémique constituent de grandes avancées dans l'harmonisation de l'approche en matière de surveillance commune du secteur bancaire.

#### 4.3.5. Les fonds monétaires sont importants pour la stabilité financière et tireraient avantage d'un meilleur cadre prudentiel

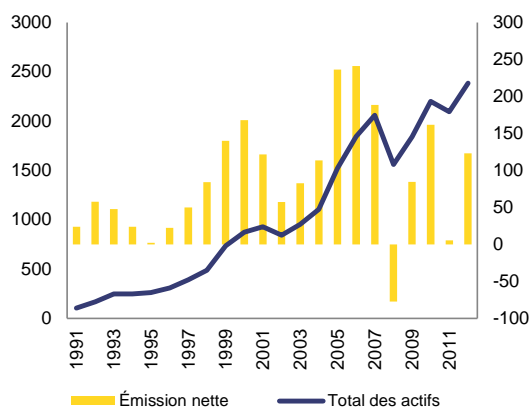
**L'importance systémique du secteur des fonds monétaires est apparue pendant la crise financière, étant donné qu'ils sont**

**potentiellement amplificateurs de remous financiers.** Les fonds monétaires sont un instrument commode pour les investisseurs en raison de leurs similitudes avec les dépôts bancaires: accès instantané aux liquidités et stabilité relative de leur valeur. D'un autre côté, ils sont d'importants fournisseurs de financement à court terme pour les banques, les entreprises et les pouvoirs publics. Ce type de fonds est très sensible aux demandes de remboursement des investisseurs, qui peuvent survenir massivement en période de tensions sur les marchés. D'une part, des retraits significatifs des fonds seraient préjudiciables au financement à court terme des banques et des entreprises. D'autre part, ils affecteraient les promoteurs de ces fonds qui sont essentiellement des banques. L'expérience montre que les promoteurs préfèrent soutenir financièrement la valeur de leurs fonds monétaires plutôt que de la laisser baisser. Ce lien fort avec le secteur bancaire a obligé les gouvernements à intervenir au cours de la crise. Ainsi, le Luxembourg a annoncé qu'il prendrait toutes les mesures nécessaires pour stabiliser les fonds monétaires nationaux. L'activité des fonds monétaires au Luxembourg, environ 200 milliards d'euros en novembre 2013, n'a cessé de diminuer depuis la fin de 2008, principalement en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. Le Luxembourg ne pouvant garantir les montants élevés investis dans les fonds monétaires, une réglementation est d'autant plus importante pour éviter de mettre le pays en danger.

#### 4.3.6. La taille du secteur des fonds d'investissement

**Le secteur des fonds a fait preuve d'une résistance remarquable en dépit de la forte contraction du bilan des fonds d'investissement** lorsque les prix des actifs ont chuté et que l'aversion au risque des investisseurs du marché s'est renforcée en 2008. Depuis 1990, 2008 a été la seule année pendant laquelle le secteur des fonds a enregistré des sorties nettes et où la valeur nette des actifs en gestion a baissé en raison de la chute des marchés boursiers (graphique 4.5).

Graphique 4.5: Total des actifs du secteur des fonds et variation annuelle (en milliards d'euros)



Source: CSSF

**La taille du secteur des fonds d'investissement à Luxembourg soulève un certain nombre de questions concernant le cadre réglementaire et de surveillance.** Étant donné que la plupart des fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg comprennent des actifs appartenant à des investisseurs d'autres pays, le maintien de la confiance au Luxembourg en tant qu'hébergeur de fonds de premier plan repose sur l'efficacité de la surveillance financière. La couverture médiatique des litiges entre investisseurs et des défaillances de fonds peuvent nuire à la réputation du centre de fonds d'investissement luxembourgeois. L'indépendance et la qualité du travail de supervision sont essentielles pour garantir que les investisseurs continuent de faire confiance au Luxembourg pour accueillir leurs actifs. Parallèlement à la forte croissance du secteur de la gestion d'actifs à Luxembourg, les efforts doivent être redoublés pour s'assurer que les gestionnaires d'actifs et les fonds d'investissement sont contrôlés de manière efficace et que les règles applicables (notamment les cadres harmonisés OPCVM et AIFM) sont correctement mises en œuvre.

#### 4.4. DEFIS FUTURS DU SECTEUR DE LA GESTION D'ACTIFS

**Le véritable essor du secteur de l'industrie financière s'est produit après la création du marché intérieur par l'Acte unique européen;** c'est à ce moment que le Luxembourg a entamé son ascension vers les sommets du secteur de

l'administration de fonds. Le Luxembourg a fait de la stratégie de précurseur un avantage comparatif, notamment par la création du cadre réglementaire nécessaire au développement d'activités spécifiques. Le Luxembourg a été un précurseur lorsqu'il a transposé dans son droit national les directives de l'Union européenne qui ont créé le passeport européen pour les fonds, également connu sous le nom de règlement sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Initialement conçu pour la commercialisation de fonds dans l'Union européenne, le cadre OPCVM est aujourd'hui un portail mondial de distribution pour les promoteurs de fonds du monde entier. Le cadre juridique ainsi que la main-d'œuvre qualifiée ont d'abord séduit les banques étrangères désireuses de développer leurs activités de gestion de patrimoine et continuent de le faire, transformant ainsi le Grand-Duché en plaque tournante financière pour la distribution et l'administration de fonds.

**L'essentiel du secteur luxembourgeois de la gestion d'actifs se compose de fonds d'OPCVM.** Sur un total de 2 600 milliards d'euros, 2 100 milliards d'euros d'actifs en gestion sont gérés selon les règles OPCVM. Luxembourg héberge un tiers du total des actifs des OPCVM en Europe. Cette position dominante dans le secteur des OPCVM a largement contribué à établir le Luxembourg en tant que centre financier de premier plan en Europe et à l'extérieur. Le défi pour la place de Luxembourg consiste à trouver de nouvelles sources de croissance, soit dans le secteur des OPCVM ou dans le secteur émergent des fonds d'investissement alternatifs.

##### 4.4.1. Présence internationale des OPCVM

**La marque OPCVM s'est imposée comme la référence mondiale en termes de fonds d'investissement.** Actuellement, environ 45 % des actifs des OPCVM sont commercialisés sur une base transfrontalière et le Luxembourg héberge 75 % de ces fonds. Ces actifs transfrontaliers sont principalement vendus au sein de l'Union européenne, mais sont également commercialisés hors d'Europe. Environ 40 % d'entre eux proviennent de pays tiers à concurrence de 16 % pour la Suisse, 15 % pour l'Asie et 6 % pour l'Amérique du Sud. Le secteur luxembourgeois de la gestion d'actifs cherche à accroître la présence

des fonds OPCVM sur les marchés de ces pays tiers. Même si les fonds sont investis en actifs de pays tiers et gérés pour la plupart en dehors de l'UE, une domiciliation des fonds génère des activités annexes telles que les dépositaires, l'audit ou les activités juridiques. L'association représentant les intérêts du secteur, l'ALFI, débat de l'ouverture du marché chinois aux fonds domiciliés au Luxembourg.

On observe l'émergence de plates-formes d'investissement concurrentes en Asie et les régulateurs asiatiques sont en train de conclure entre eux des accords de reconnaissance mutuelle. La création de passeports pour les fonds en Asie pourrait, à long terme, modifier les perspectives pour la commercialisation des fonds OPCVM en Asie.

#### 4.4.2. L'émergence des FIA

Avec l'entrée en application de la directive AIFM en juillet 2013, **le marché unique européen s'est équipé d'un deuxième passeport pour les fonds dits fonds d'investissement alternatifs (FIA)**. Une fois que le gestionnaire de FIA est autorisé au titre de la directive AIFM, il peut commercialiser ses FIA auprès d'investisseurs professionnels dans l'ensemble de l'Union.

**Le secteur luxembourgeois des fonds d'investissement alternatifs est actuellement peu important par rapport à la taille du secteur des OPCVM** (500 milliards d'euros d'actifs en gestion). Au début de 2014, 90 gestionnaires de FIA avaient demandé une autorisation et 12 l'ont reçue jusqu'à présent.

**L'introduction de ce nouveau passeport pour fonds est un défi majeur pour le secteur financier.** Jusqu'à présent, le marché des FIA est principalement national avec peu de mouvements transfrontaliers. Comme à la fin des années 1980 avec la directive OPCVM, le Luxembourg peut largement profiter de ce nouveau passeport pour les fonds spéculatifs, les fonds de capital-investissement ou les fonds de placement immobilier. Sur la base de l'expérience des OPCVM, il n'est pas irréaliste de viser pour le Luxembourg une augmentation des actifs en gestion dans le secteur des FIA, qui doit toutefois s'accompagner d'une surveillance et d'une

réglementation strictes pour éviter toute atteinte à sa réputation.

#### 4.5. DEFIS A VENIR POUR LES SERVICES DE BANQUE PRIVEE FACE A L'EVOLUTION FISCALE ET REGLEMENTAIRE INTERNATIONALE

**Les perspectives à long terme pour le secteur financier sont étroitement liées à sa capacité d'adaptation à l'évolution de la réglementation et à la concurrence accrue des autres centres financiers internationaux.** Le développement de Luxembourg en tant que place financière internationale est lié à sa stratégie de «précurseur» dans la mise en œuvre de la réglementation internationale, à une fiscalité réduite et à des règles strictes en matière de secret bancaire. Dans le même ordre d'idées, le Luxembourg considère le développement de la banque privée comme un moyen de progresser. Il s'agit d'un domaine à la croisée de l'intermédiation financière, de la gestion de portefeuille et du conseil en investissement dans lequel le Luxembourg est traditionnellement actif. L'introduction de l'échange automatique d'informations pèsera également sur la banque privée, mais l'incidence du nouveau cadre réglementaire reste peu claire. La part réduite de la banque privée dans l'économie luxembourgeoise actuellement et son potentiel de croissance pourraient atténuer, au moins en partie, les effets de la nouvelle réglementation. En fait, le secteur vise déjà la niche des «family offices» en cherchant à se positionner comme fournisseur de services élaborés auprès de clients au profil complexe.

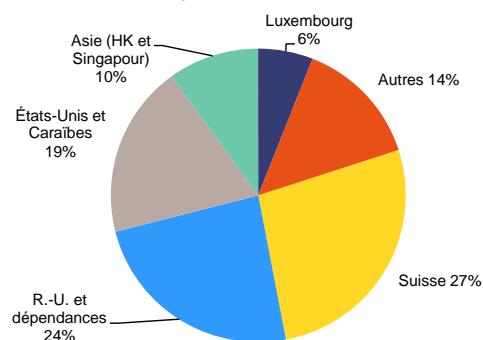
**La banque privée est une des pistes les plus prometteuses qui doit être explorée dans le secteur financier luxembourgeois** pour au moins trois raisons. En premier lieu, le Luxembourg peut s'appuyer sur l'expérience, les produits et le cadre juridique existants. Deuxièmement, les recettes dans le secteur des banques privées restent élevées par rapport à d'autres activités financières pour lesquelles les marges continuent de diminuer. Enfin, la banque privée a encore un potentiel d'expansion si l'on se base sur les projections de croissance des nouvelles richesses disponibles pour investissement.

**La banque privée peut se définir comme une branche de conseil en investissement des services financiers** qui incorpore la banque de détail, la planification financière, la gestion de portefeuille, les ressources juridiques ainsi que le conseil en matière fiscale et d'investissement. L'activité peut être exercée par des banques, des gestionnaires de fortune (une partie des professionnels du secteur financier) ou des «family offices». Un «family office» est une forme de la banque privée par laquelle une entité fournit, à titre professionnel, un large éventail de services patrimoniaux, administratifs, financiers ou juridiques pour les clients aisés d'une même famille. La banque privée vise la part de la richesse mondiale qui est disponible pour investissement, localement ou à l'étranger, et s'adresse aux particuliers détenteurs de grosses fortunes, aux propriétaires de petites entreprises et aux familles aisées. Le patrimoine à l'étranger se définit comme les actifs comptabilisés dans un pays où l'investisseur n'a pas de résidence légale ou de domicile fiscal. Les recettes dans la banque privée sont générées par des commissions. En période de conjoncture économique favorable, l'activité des marchés financiers résultant de l'appétence au risque favoriserait les commissions fondées sur les opérations, tandis que l'appréciation des actifs et les nouveaux apports auraient pour effet d'augmenter les commissions fondées sur les actifs.

**Selon le Private Banking Group, Luxembourg, la banque privée au Luxembourg a atteint 305 milliards d'euros en 2012, soit environ 6 % de l'ensemble du patrimoine extraterritorial** (graphique 4.6), ce qui marque une légère augmentation par rapport aux 300 milliards d'euros enregistrés en 2011, et se répartit entre les banques privées (79 %), les gestionnaires de fortune (18 %) et les «family offices» (3 %). Bien que numéro un de la banque privée dans la zone euro, le Luxembourg est, en termes d'actifs, beaucoup moins important que la Suisse dont la

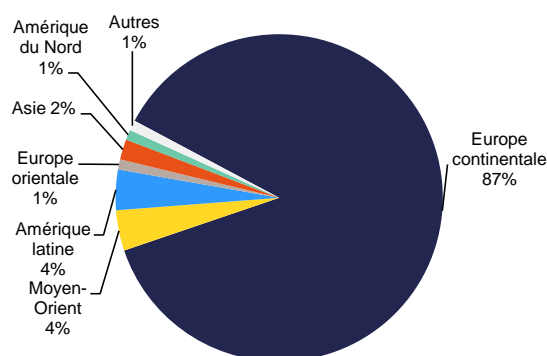
part est cinq fois supérieure.

Graphique 4.6.: Part du Luxembourg dans la banque privée internationale



Source: Private Banking Group, Luxembourg (2011)

Graphique 4.7.: Origine géographique des clients de la banque privée au Luxembourg



Source: Private Banking Group, Luxembourg (2011)

Le Luxembourg a d'abord séduit principalement des clients de petite et moyenne importance de Belgique, de France et d'Allemagne, à cause de son système fiscal. Il y a dix ans, ces trois pays représentaient 90 % des actifs à l'étranger, mais au cours des dix dernières années, leur part est tombée à 56 %. Aujourd'hui, le Luxembourg est toujours orienté vers l'Europe continentale, 87 % du total des actifs étant européens (graphique 4.7).

#### 4.5.1. Les atouts du passé n'existent plus

**Pendant longtemps, la stabilité macroéconomique, un environnement favorable pour les entreprises, de bonnes pratiques commerciales, de faibles taux d'imposition et des règles strictes en matière de secret bancaire (article 458 du code pénal) ont constitué la recette** qui a attiré les flux vers les banques privées du Luxembourg. En outre, la confidentialité qui guidait les relations d'affaires, les politiques fiscales plus strictes dans les pays

voisins ainsi que le savoir-faire de la main-d'œuvre locale et une offre élaborée de produits ont renforcé la croissance de la banque privée à partir des années 1980.

**L'action internationale en faveur de la transparence a mis en évidence des pays comme le Luxembourg qui ont fait du secret bancaire un argument commercial.** S'il a montré sa résistance aux initiatives visant le secret bancaire pour préserver son secteur financier, le Grand-Duché a recherché d'autres sources de croissance. La banque privée, qui représente 5 % de l'économie, est un pilier traditionnel du secteur financier.

#### 4.5.2. La banque privée touchée par l'évolution fiscale et réglementaire internationale

**Depuis 2008, le secteur s'est engagé dans une série d'adaptations visant à répondre à la nouvelle réglementation bancaire mondiale qui met en place le dispositif d'adéquation des fonds propres.** La crise financière mondiale et l'assainissement des finances publiques dans de nombreux pays ont mis l'accent sur l'équité et ont conduit à une action mondiale pour plus de transparence afin de maximiser les recettes fiscales (United States Foreign Account Tax Compliance Act - FATCA, directive 2003/48/CE en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts). En outre, en novembre 2013, le Luxembourg n'a pas réussi le test de transparence réalisé par le Forum mondial sur la transparence et l'échange d'informations à des fins fiscales supervisé par l'OCDE.

**Différentes initiatives indiquent que le Grand-Duché est de plus en plus conscient de la nécessité d'agir pour réaligner les intérêts économiques et les choix nationaux sur ce qui est accepté au plan international.** En 2009, le Luxembourg a adhéré aux normes de l'OCDE sur l'échange d'informations financières à la demande d'autorités compétentes étrangères. Depuis avril 2013, soit 10 ans après l'adoption de la directive 2003/48/CE en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts, le Luxembourg a décidé de mettre fin à la période transitoire dont il a bénéficié et d'introduire l'échange automatique d'informations en matière

fiscale avec les autorités fiscales compétentes. Le système sera en place à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015.

**La banque privée est dans une phase de recentrage.** Dans cette optique, attirer les richesses nouvellement créées apparaît comme un élément important. Une tendance récente observée dans les banques privées à Luxembourg consiste à établir des filiales dans le pays de résidence de leurs clients afin de fidéliser les clients et de préserver la relation client.

Dans une perspective de croissance, le Luxembourg semble attirer les particuliers riches et très riches. Au plan géographique, le Luxembourg semble privilégier une présence accrue en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique. Disposer d'un ancrage plus fort et d'un accès aux nouvelles richesses créées dans ces régions constitue un objectif accessible pour un centre financier européen réputé tel que le Luxembourg. Toutefois, sa visibilité moindre en Asie et en Amérique latine limitera son potentiel d'expansion dans ces régions à croissance rapide.

Le Parlement a adopté une loi par laquelle le Luxembourg est devenu le premier État membre de l'UE à offrir un cadre réglementaire pour les activités des «family offices». Il tente ainsi de se donner une nouvelle fois l'avantage du «précurseur» dans le but d'accéder à cette niche de clientèle. En 2009, le Luxembourg comptait 30 «family offices», mais leur nombre devrait augmenter en raison de l'évolution de la législation.

**Si l'on examine l'évolution de la richesse nouvellement créée à l'échelle mondiale, les perspectives pour la banque privée sont prometteuses** (voir encadré 4.2). Vu les mesures déjà importantes visant à développer les activités de banque privée, le Luxembourg pourrait consolider sa position dans la banque privée et tirer des avantages économiques de son dynamisme.





#### Encadré 4.2: Nouvelles richesses par origine et destination.

Selon le Boston Consulting Group, le patrimoine géré à l'étranger à l'échelle mondiale (actifs comptabilisés dans un pays où l'investisseur n'a pas de résidence légale ou de domicile fiscal) représentait en 2012 8 500 milliards USD, en provenance principalement d'Europe occidentale (graphique 1a) avec la Suisse pour destination la plus populaire (graphique 1b). Les projections du Boston Consulting Group pour les nouvelles richesses créées à l'étranger d'ici 2017 s'établissent à 1 400 milliards USD pour l'Asie Pacifique, 500 milliards pour l'Amérique latine, 500 milliards pour le Moyen-Orient et l'Afrique et 200 milliards pour l'Europe orientale, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,5 %.





## 5. ENJEUX STRATÉGIQUES

### Compétitivité

**Le principal défi économique auquel est actuellement confronté le Luxembourg consiste à préserver, voire à renforcer son modèle de croissance**, qui est à l'origine de son niveau de vie très élevé. Or, l'analyse de la section 3 révèle des risques non négligeables en matière de compétitivité des biens sur les marchés extérieurs et d'endettement privé.

**En ce qui concerne le renforcement de la compétitivité extérieure, le pays pourrait tirer profit d'une amélioration de la compétitivité-coûts et du coût du travail.** L'analyse que contient le présent bilan approfondi a mis en évidence l'importance capitale de la compétitivité-coûts pour les résultats à l'exportation et a montré que la perte considérable de parts de marché à l'exportation de biens pouvait être imputée à sa détérioration. Pour préserver la compétitivité, il est impératif que l'évolution des coûts salariaux cesse d'aggraver l'érosion de la position extérieure. L'un des éléments clés est le rôle de la formation des salaires et la manière dont celle-ci tient compte de l'évolution de la productivité du travail et de la compétitivité. Les mesures temporaires récemment mises en œuvre pourraient inspirer une réforme plus structurelle de la formation des salaires au Luxembourg. En ce qui concerne la compétitivité hors coûts, les conclusions du présent bilan approfondi soulignent une fois de plus les particularités du Luxembourg. Dans une économie caractérisée par un secteur financier imposant et productif qui ne cesse de tirer les salaires vers le haut, les producteurs ont de plus en plus de mal à rester compétitifs. Il devient donc vital pour eux de réorienter leur production vers des marchandises ayant une plus grande valeur ajoutée brute. Cet objectif ne pourra être atteint que si tous les acteurs économiques du pays, qu'ils soient publics ou privés, s'accordent sur une stratégie cohérente dans tous les domaines clés de la compétitivité hors coûts, tels que la recherche et l'innovation, l'environnement des entreprises ou la mise à disposition d'une main-d'œuvre hautement qualifiée. L'adoption de mesures d'exécution fermes en ce sens apportera aussi au pays d'autres avantages cruciaux, comme la réduction de l'importance du prix dans la stratégie commerciale globale.

### Secteur financier

**En ce qui concerne les problèmes liés à la grande taille du secteur financier, le Luxembourg pourrait aussi tirer profit du développement des technologies de l'information et des services aux entreprises, étant donné que ce savoir-faire pourrait favoriser l'expansion d'autres secteurs d'activité.** Le pays pourrait tendre vers une plus grande diversification intrasectorielle, ce qui limiterait l'exposition à un petit nombre d'activités du secteur financier. Les activités de la banque privée génèrent par exemple des revenus stables. Le rôle positif d'un organisme chargé de diffuser les meilleures pratiques et de stimuler les initiatives est un élément que le Luxembourg ne devrait pas sous-estimer dans sa stratégie de développement.

**L'un des éléments clés garantissant des pratiques saines en matière de crédit dans le contexte de la forte hausse des crédits aux ménages, et notamment des prêts hypothécaires, consiste à garantir le respect de ratios prêt/valeur prudents** par tous les établissements financiers situés au Luxembourg. Il semble que ce soit actuellement le cas mais, compte tenu de l'augmentation rapide des prix de l'immobilier, les conséquences d'une correction de prix soudaine deviennent aussi plus lourdes. Des pratiques plus strictes en matière de ratio prêt-valeur prudent aideraient donc à atténuer un tel risque. En ce qui concerne les ratios réglementaires que les établissements de crédit sont tenus de respecter en matière de fonds propres et de liquidité, leur disponibilité au niveau de l'entité proprement dite, et pas seulement du groupe supranational, permettrait d'assurer un meilleur contrôle, de repérer rapidement les éventuelles défaillances et de garantir l'égalité de traitement avec les banques nationales.

**La nécessité d'adopter des pratiques saines en matière de crédit est particulièrement valable pour les SNF, qui affichent le niveau d'endettement le plus élevé de l'Union.** Bien que la présence de nombreuses sociétés multinationales explique en partie le niveau élevé des emprunts, un accroissement constant de l'endettement risque de miner les perspectives de croissance.

## Finances publiques

**Bien que les finances publiques soient robustes actuellement, elles dépendent étroitement de l'évolution du secteur financier à court terme. En outre, leur viabilité à long terme est menacée par la forte augmentation que devraient connaître les coûts liés au vieillissement démographique.** À cet égard, la variable clé réside dans la limitation de la croissance des dépenses, afin de garantir le plein respect du critère des dépenses et d'éviter que le pays ne s'éloigne de son objectif à moyen terme, qu'il a déjà atteint. Pour ce qui est des enjeux à long terme en matière de finances publiques, le pays ne peut nier que les passifs augmentent et que les prévisions de recettes doivent rester prudentes et reposer sur des scénarios modestes en matière de croissance future. Cela pourrait se traduire par une nouvelle réforme des retraites qui tiendrait pleinement compte de tous les paramètres.

## REFERENCES

Rouabah, A., «Les déterminants du solde de la balance des transactions courantes au Luxembourg», Banque centrale du Luxembourg, 2005, document de travail n° 13.

Boston Consulting Group (BCG), «Maintaining momentum in a complex world», 2013.

Cuerpos, C., Drumond, I., Lendvai, J., Pontuch, P., et Raciborski, R., «Indebtedness, deleveraging dynamics and macroeconomic adjustment», Economic Paper n° 477, Commission européenne, 2013.

Cussen, M., et O’Leary, B., «Why are Irish non-financial corporations so indebted?», bulletin trimestriel de la Central Bank of Ireland.

«Current account surpluses in the EU», European Economy 9/2012, Commission européenne, 2012.

«Corporate indebtedness in the euro area», bulletin mensuel de la BCE, février 2012.

Edouard Franklin, «Étude. Le marché de la gestion de fortune à Luxembourg en 2009», 2010.

«Asset management in Europe. Facts and figures», Association européenne de la gestion d’actifs et de fonds, mai 2012.

«Asset management in Europe. Facts and figures», Association européenne de la gestion d’actifs et de fonds, mai 2013.

«Switzerland: Haven feels pressure to conform with global data sharing rules», The Financial Times, 7 mai 2013.

«Performance through focus. Seizing the global private banking opportunity», KPMG, 2012.

«Étude d’impact de l’industrie financière sur l’économie luxembourgeoise», LuxembourgForFinance, 2012.

«FAQ: Introducing automatic exchange of information in Luxembourg», Ministère des Finances luxembourgeois.

«McKinsey Private Banking Survey 2012. Finding a new footing», McKinsey, juillet 2012.