

REGARDS | 22

sur la résilience et la mutation du secteur financier

Auteur: Bastien Larue
Publication périodique | **Septembre 2016**

STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

Le secteur financier constitue un pilier majeur de la structure économique du Luxembourg et cette spécialisation est restée de mise au cours des dernières années. La part des activités financières dans la valeur ajoutée totale n'a que peu évolué, même si une certaine diversification entre les différentes composantes du secteur s'est opérée, à l'avantage des auxiliaires financiers et au détriment de l'intermédiation financière.

Depuis le début des années 2000, la progression de la valeur ajoutée en valeur des activités financières a été nettement supérieure au Luxembourg à celle enregistrée en moyenne dans la zone euro, soutenue en particulier par des prix de valeur ajoutée relativement dynamiques.

Au-delà des effets de prix, le volume de la richesse créée par les activités financières a vu son élan nettement brisé à la suite de la crise de 2008-2009, et ce particulièrement dans le domaine de l'intermédiation financière. Il est à cet égard surprenant de constater que l'emploi – dans l'intermédiation financière, mais également dans les autres industries du secteur – a continué à progresser, témoignant d'une forte résistance par rapport aux autres pays européens.

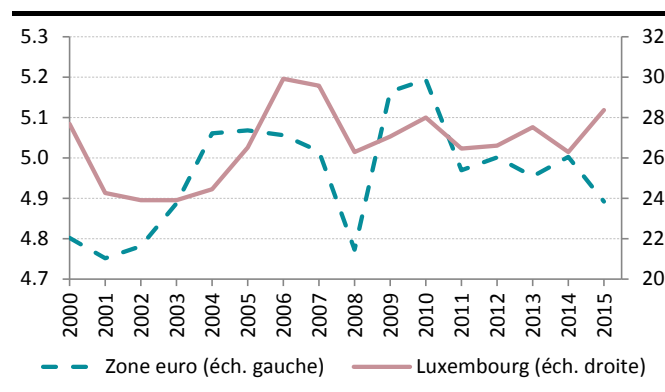
Les données utilisées ici¹ se réfèrent à des agrégats majeurs de la comptabilité nationale (valeur ajoutée en valeur et en volume, emploi, excédent d'exploitation et masse salariale) sur la période allant de 2000 à 2015. Selon le niveau de détail considéré, les données ne sont disponibles que de manière partielle pour certains pays / certaines zones géographiques.

Une part des activités financières dans la valeur ajoutée relativement stable

La part du secteur financier dans l'économie totale du Luxembourg, calculée sur base des données de valeur ajoutée (considérées en valeur), a quelque peu fluctué depuis le début des années 2000, mais sans montrer de tendance durable ni à la hausse ni à la baisse (cf. Graphique 1). Cette part a culminé au cours des années 2006-2007 puis s'est amenuisée, mais elle s'élève toujours à un peu plus du

quart de l'ensemble des branches de l'économie. Dans la zone euro, elle a fluctué autour de 5% sur l'ensemble de cette période, marquant un pic en 2009-2010. La crise économique de 2008 a impacté l'ensemble des activités financières de la zone euro de manière immédiate. Les deux années suivantes, 2009 et 2010, leur ont plutôt été profitables et constituent une phase de rémission. À partir de 2011 – cette année est marquée par la crise des dettes souveraines et constitue le début d'une phase de renforcement de la régulation bancaire et financière – elles voient leur valeur ajoutée progresser à un rythme tendancielle moins important que celui des autres secteurs économiques.

Graphique 1 : Part du secteur financier dans la valeur ajoutée totale (en %)



Source : Eurostat, STATEC

Le secteur financier luxembourgeois gagne du poids en Europe

Si la part du secteur financier dans le tissu économique a été assez stable depuis le début des années 2000 (au Luxembourg et en Europe), la valeur ajoutée a en revanche progressé de manière bien plus prononcée au Luxembourg que dans les autres pays européens² (ce constat vaut également pour les activités non financières), et ce y compris sur les années les plus récentes. Relativement à l'ensemble de la richesse créée par les activités financières à

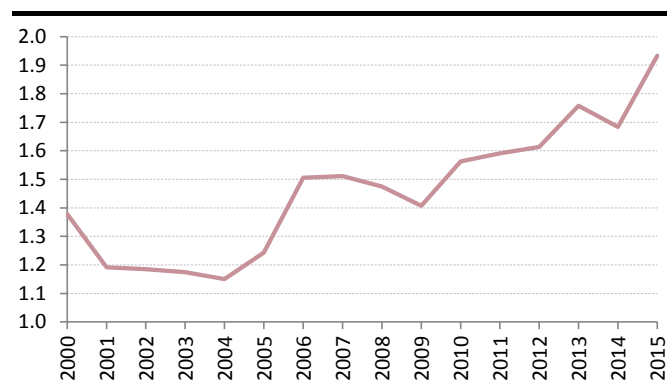
¹ Cette publication constitue le résumé d'une étude parue dans la Note de Conjoncture 1-16, Secteur financier luxembourgeois: la résilience dans la mutation, pp. 87-92, Mai 2016.

² La valeur ajoutée des activités financières a progressé d'environ 6% par en valeur depuis 2000 au Luxembourg, soit deux fois plus vite qu'à l'échelle européenne (considérant la progression de leurs PIB respectifs, les chiffres sont à peu près identiques).

l'échelle européenne, le Luxembourg a ainsi vu sa part de marché s'accroître progressivement (cf. Graphique 2).

Ce sont surtout les économies de l'Europe de l'Est qui ont vu le poids relatif de leur secteur financier progresser à l'échelle européenne. Ce phénomène découle pour une majorité d'entre eux du dynamisme de leur croissance économique d'ensemble (et non d'une plus grande spécialisation vers les activités financières).

Graphique 2 : Part du Luxembourg dans l'ensemble des activités financières de l'UE (en % de la VAB financière de l'UE)



Source : Eurostat, STATEC

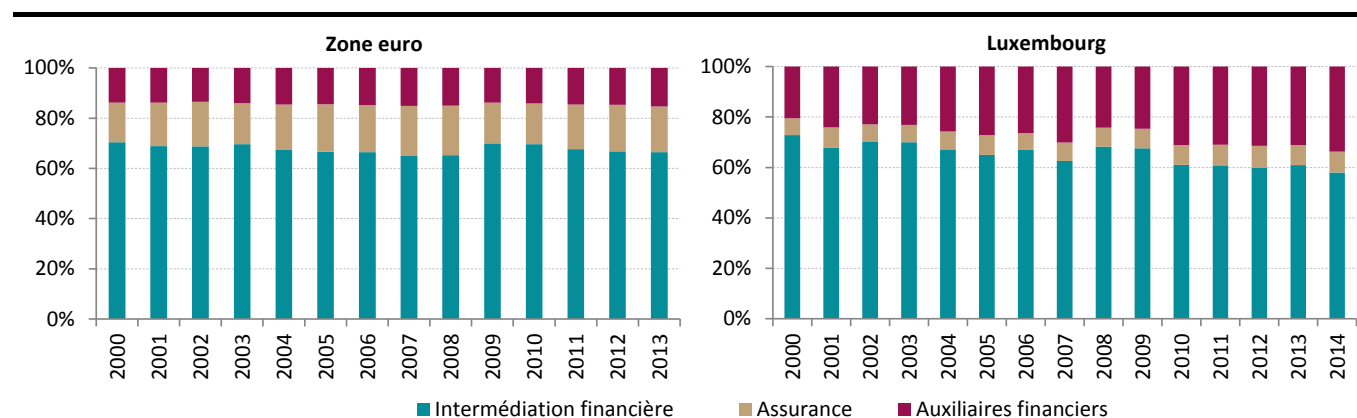
Diversification ? Oui et non

La part relativement constante de la valeur ajoutée du secteur financier dans l'ensemble de l'économie luxembourgeoise pourrait conduire à la conclusion que le pays est toujours aussi dépendant de ce secteur et qu'il n'y a donc pas eu de réels progrès enregistrés en termes de diversification de l'économie.

Cependant, il convient de préciser que sur la période étudiée, la structure de la création de richesses à l'intérieur même du secteur financier s'est considérablement diversifiée.

Au niveau des différentes industries qui composent ce secteur³, la zone euro a eu tendance à voir la valeur ajoutée être progressivement moins générée par l'intermédiation financière et davantage par les autres composantes. Ce phénomène ressort de manière encore plus marquée au Luxembourg, et a surtout profité aux auxiliaires financiers (cf. Graphique 3) : il correspond principalement au développement d'activités liées à la gestion de fonds, en ligne notamment avec l'essor des actifs nets des organismes de placement collectif au Grand-duché⁴.

Graphique 3 : Contribution des différentes industries à la valeur ajoutée du secteur financier



Source : Eurostat, STATEC

³ Le secteur financier a été divisé en trois composantes, suivant le découpage disponible dans la structure de la Nace Rev. 2 en 64 branches. Ces trois composantes ont été renommées, afin de faciliter la lecture, sous les appellations suivantes :

- **Intermédiation financière** : cette rubrique regroupe notamment l'intermédiation monétaire (banque centrale et autres établissements bancaires, caisses rurales et services financiers postaux), les sociétés holding (holdings 1929, sociétés de participation financière) et les fonds de placement ;
- **Assurance** : services d'assurance (vie, autres) et de réassurance ;
- **Auxiliaires financiers** : cette rubrique regroupe les auxiliaires de services financiers (administration de marchés financiers, courtage de valeurs mobilières et de marchandises, conseillers en opérations financières) et d'assurances (évaluation des risques et dommages et activités des agents et courtiers d'assurances) ainsi que la gestion de fonds (gestion de fonds d'investissement et de pension et gérants de fortune).

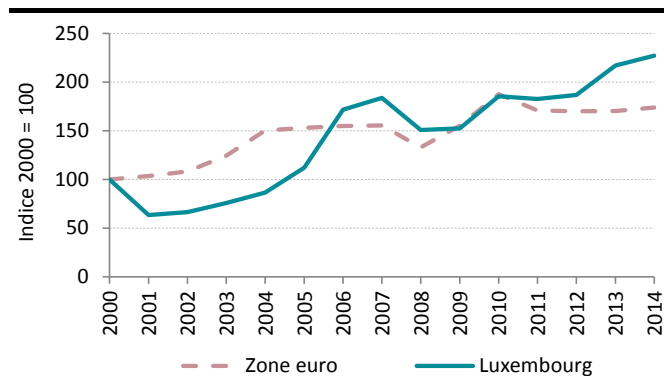
⁴ Sur le marché des fonds d'investissement européens, le Luxembourg est en position de leader avec une part de marché de 28% environ à la fin de 2015 (contre 20% environ au début des années 2000, données EFAMA).

Une montée en puissance des auxiliaires financiers qui se retrouve sur l'excédent d'exploitation

L'expansion relativement rapide des activités des auxiliaires financiers du Luxembourg déjà constatée pour la valeur ajoutée se remarque encore davantage au niveau de l'excédent d'exploitation⁵. Ce dernier est égal à la valeur ajoutée, diminuée de la rémunération des salariés, des autres impôts sur la production et augmentée des subventions d'exploitation et constitue un indicateur de profit.

L'excédent d'exploitation des auxiliaires financiers a notamment enregistré une progression impressionnante sur les dernières années (hausse de 120% entre 2008 et 2014, contre 55% pour les assurances et 10% pour l'intermédiation financière). Ce phénomène a largement contribué à la dynamique bien plus soutenue – toujours en termes d'excédent d'exploitation du secteur financier – du Luxembourg que de la zone euro depuis la crise financière de 2008 (cf. Graphique 4).

Graphique 4 : Excédent d'exploitation du secteur financier



Source : Eurostat, STATEC

Une valeur ajoutée en volume quasi-stagnante depuis la crise de 2008-2009

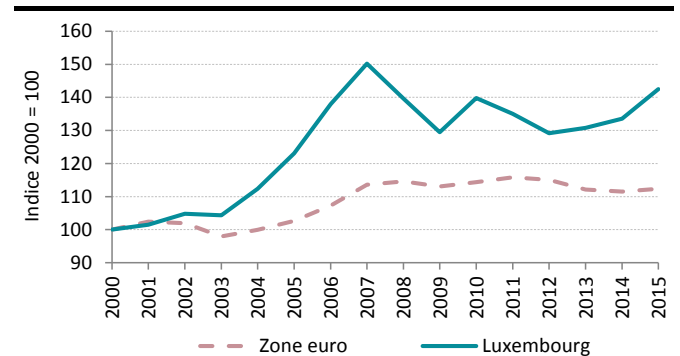
Marquée par une très forte expansion de 2004 à 2007, la valeur ajoutée en volume du secteur financier a vu son élan brisé par la crise de 2008-2009, au Luxembourg comme dans l'ensemble de la zone euro (cf. Graphique 5).

Depuis cette date, on constate là encore pour le Luxembourg une évolution divergente entre l'intermédiation financière (à la baisse) et les autres composantes (à la hausse). Dans l'ensemble de la zone euro, la relative stabilité de la VAB de l'intermédiation financière depuis 2008 cache des évolutions très contrastées entre pays : pour la plupart d'entre eux, c'est un mouvement de baisse qui a prévalu (relativement comparable à celui éprouvé par le Luxembourg), mais celui-ci a épargné les trois premières économies (Allemagne, France, Italie). Au final, et malgré

une reprise qui semble se confirmer en 2015 pour le Luxembourg (et, dans une moindre mesure, pour la zone euro), les volumes d'avant-crise ne sont pas encore rattrapés.

La différence entre la valeur ajoutée exprimée en valeur (ou à prix courants) et en volume (ou à prix constants) est constituée par les prix de valeur ajoutée. Dans le cas des activités financières, cette différence est relativement élevée pour ce qui concerne le Luxembourg.

Graphique 5 : Valeur ajoutée en volume du secteur financier



Source : Eurostat, STATEC

Les prix de VAB du secteur financier luxembourgeois ont ainsi progressé de presque 3% par an depuis 2000, contre 2% environ pour l'ensemble de la zone euro. Et l'écart est encore plus marqué depuis 2008, avec +5% par an environ pour le Luxembourg (contre +2% dans la zone euro). Le Luxembourg ne constitue cependant pas un cas isolé : le déflateur de la VAB financière enregistre sur la même période des progressions encore plus élevées dans des pays tels que la Norvège, les Pays-Bas, l'Irlande, Chypre ou le Danemark (et très proches au Royaume-Uni, en Belgique et en Suède).

Une résistance relativement forte de l'emploi depuis 2008

Alors que la valeur ajoutée en volume a subi un net freinage depuis 2008, l'emploi du secteur financier a continué à progresser au Luxembourg. Plus étonnant, les effectifs de l'intermédiation financière – la composante qui a payé le plus lourd tribut en emplois à l'échelle de la zone euro – sont globalement restés sur une tendance légèrement haussière (cf. Graphique 6), alors que c'est précisément dans cette catégorie que la VAB en volume a le plus accusé le coup.

Cette bonne résistance de l'emploi dans le secteur financier doit beaucoup à l'essor récent des créations d'emploi dans les sociétés de participation financière⁶ (Soparfi). Concernant plus spécifiquement l'intermédiation financière, il y a en fait deux mouvements qui s'opposent : tandis que les emplois bancaires subissent un repli continu depuis 2008,

⁵ Les auxiliaires financiers représentent plus de 45% du secteur financier en termes d'excédent d'exploitation depuis 2010 (contre un peu plus de 30% en termes de valeur ajoutée)

⁶ "Les Soparfi – locomotive de l'emploi du secteur financier", Note de Conjoncture n° 1-15, pp. 50-51.

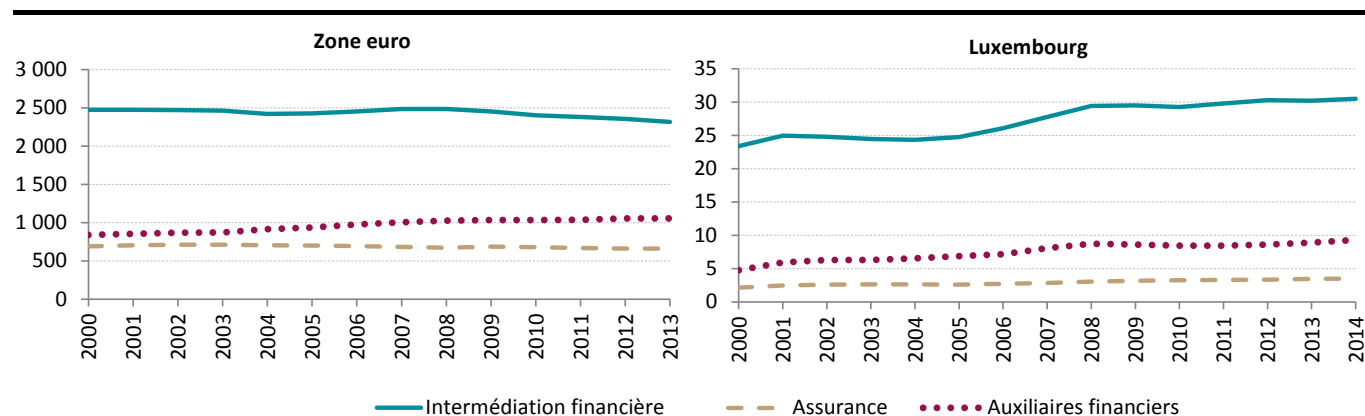
les effectifs des Soparfi sont en forte expansion⁷.

Considérant la tendance de repli de la valeur ajoutée en volume montrée ci-avant, il semblerait y avoir eu au Luxembourg un sous-ajustement du volume de travail correspondant ("Labour hoarding"). Celui-ci transparaît dans l'évolution de la productivité apparente du travail⁸, qui a très nettement reflué depuis 2008 au Luxembourg et qui n'a pas su redécoller par la suite (cf. Graphique 7). Comparé aux tendances relevées dans la zone euro, c'est surtout au niveau de l'intermédiation financière que cet ajustement ne se serait pas effectué.

À côté de cette baisse de la productivité apparente du travail, il y a également lieu de considérer la richesse produite par employé, soit la valeur ajoutée en valeur divisée par l'emploi. Celle-ci a nettement progressé depuis

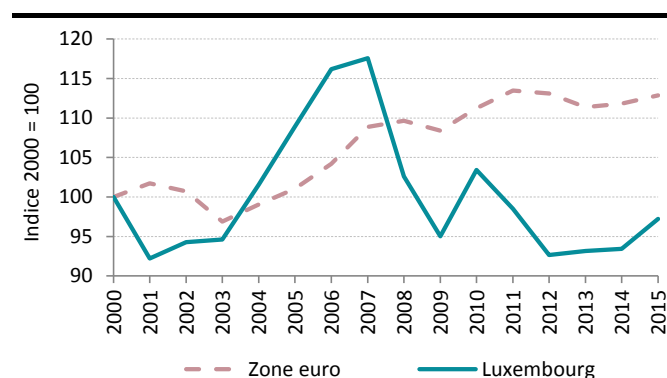
2009, de près de 6% par an en moyenne, soit quatre fois plus vite que le rythme observé dans l'ensemble de la zone euro. On retrouve ici la différence marquée entre les données selon qu'elles soient considérées en volume ou en valeur. Et il faut garder à l'esprit que les décisions de recrutement des différents acteurs du secteur financier ne se basent pas sur la valeur ajoutée en volume (qui est un concept économique calculé selon les règles de la comptabilité nationale), mais sur des références le plus souvent exprimées en valeur. Si l'on considère d'ailleurs le coût salarial unitaire réel, qui rapporte la masse salariale à la valeur ajoutée exprimée en valeur, on ne constate pas spécialement de dérapage sur les années récentes: la part des salaires dans la valeur ajoutée du secteur financier est ainsi restée proche de 45%, ce qui correspond à la moyenne observée depuis 2000. Ceci relativise un peu le constat de sous-ajustement du facteur travail découlant du seul examen de la productivité apparente du travail.

Graphique 6: Effectifs dans le secteur financier (en milliers)



Source : Eurostat, STATEC

Graphique 7: Productivité apparente du travail du secteur financier



Source : STATEC

**Institut national de la statistique
et des études économiques
Luxembourg**

info@statec.etat.lu
Tél.: (+352) 247-84219

www.statistiques.lu

ISSN 2304-7135

⁷ Les effectifs des Soparfi sont légèrement supérieurs à 3 000 personnes en 2014, ce qui représente un peu plus de 7% de l'emploi du secteur financier (contre à peine encore 3% en 2008).

⁸ Cet indicateur s'exprime comme le rapport de la valeur ajoutée en volume sur l'emploi total.