

La place financière, une multispécialiste en quête de leadership

Série de Décryptages
Juillet 2024

Jean-Baptiste Nivet

Sommaire

Une place plus compétitive, plus diversifiée et plus européenne	1
Des gains de parts du marché européen.....	1
Le Luxembourg, un global specialist	2
Une place plus diversifiée.....	3
... mais plus exposée au marché européen	4
Un secteur bancaire en mutation et un champion bravé sur les fonds d'investissement.....	6
Un secteur bancaire porté par le <i>corporate banking</i>	6
Diversification sur les fonds alternatifs et montée du challenger irlandais.....	7
Une place forte de l'assurance, des obligations et de la finance durable au défi des nouvelles technologies	10
Le non-vie, niche de croissance de la place assurantielle	10
Des positions à défendre sur le marché des capitaux d'emprunt.....	11
La place verte de l'Union européenne	11
Une place fin(pas si)tech	12
Routes sinueuses vers les marchés chinois et islamiques.....	13
Perspectives	13

Une place plus compétitive, plus diversifiée et plus européenne



Avec près de 25% de la valeur ajoutée brute produite, le secteur financier est la spécialisation économique du Luxembourg. Dès lors, tout gain ou perte de compétitivité de la place financière face à ses concurrents affecte potentiellement sa prospérité économique. Le secteur financier luxembourgeois tire sa résilience d'une diversification sur différents marchés, qui s'est renforcée au cours des dix dernières années. C'est en partie ce qu'illustre ce décryptage, premier volet d'une trilogie formant un portrait complet de la place financière luxembourgeoise.

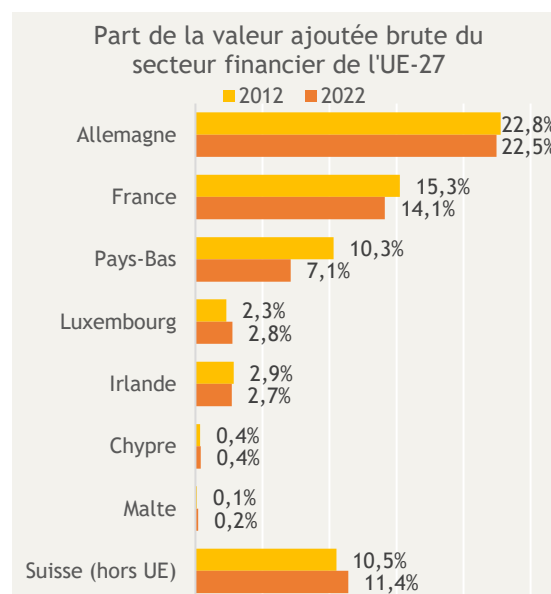
David J. Porteous définit une place financière comme « un territoire, généralement une ville, [...] dans lequel sont concentrées des activités financières de haut niveau.¹ » C'est un lieu marqué par la présence significative des acteurs de la banque, de la gestion d'actifs, de l'assurance et des marchés financiers, accompagnés de services de soutien (juridique, comptabilité, marketing, RH...). Certaines places d'importance ne couvrent pas l'ensemble de ces activités mais sont particulièrement compétitives dans des domaines ciblés, tel que Chicago pour les marchés dérivés.

C'est en partie le cas de la place financière luxembourgeoise qui s'est spécialisée sur de multiples marchés qui, combinés, font sa force et sa résilience. Les effets de concentration² (main d'œuvre, activités annexes, informations, compétences des pouvoirs publics...) ont permis au Luxembourg de pérenniser dans le temps l'existence d'une place financière d'ampleur européenne, qui s'est initialement construite sous l'impulsion d'une politique réglementaire proactive fondée sur des niches de souveraineté. La place financière est, à ce jour, le principal atout de l'économie luxembourgeoise et le seul véritable cluster du pays³. Cette trilogie de décryptages a pour ambition d'effectuer un

état des lieux de la position compétitive de la place financière luxembourgeoise, dans son ensemble et sur ses principales spécialisations.

Des gains de parts de marché européen

La valeur ajoutée est un premier indicateur permettant d'évaluer dans leur globalité, dans le temps et en comparaison internationale, l'envergure des secteurs financiers des pays, tout en neutralisant leurs différences de spécialisations.⁴



Source : Eurostat, calculs de l'auteur⁵

¹ *The geography of finance: spatial dimensions of intermediary behaviour*, Porteous, D.J., 1995.

² Selon la nouvelle économie géographique et notamment le livre fondateur de Paul Krugman, *Geography and Trade* datant de 1991, en conséquence de la globalisation économique, les logiques d'agglomération sont au cœur de la dynamique des échanges internationaux.

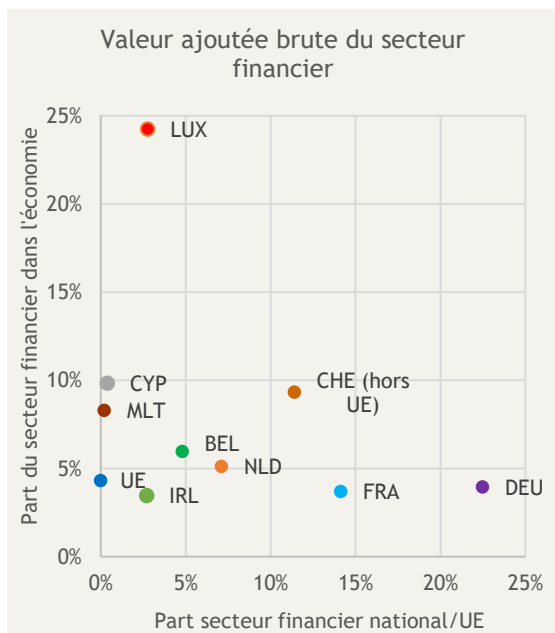
³ Dès lors que l'on ajoute aux notions de concentration géographique d'entreprises interdépendantes de secteurs proches et de coopération avec différents types d'acteurs dont ses concurrents, qui définissent traditionnellement le

cluster économique, la nécessité d'être un pôle international majeur, le cas le plus éminent de cluster étant la Silicon Valley qui est un leader mondial incontesté dans différents domaines de haute technologie.

⁴ A ce titre, la valeur ajoutée est plus efficiente que le nombre d'emplois, qui peut notamment dépendre du degré de numérisation de chaque activité et de la productivité des activités financières développées.

⁵ Le Royaume-Uni n'est pas comptabilisé par ces chiffres, ni en 2012, ni en 2022, en raison de l'absence de statistiques récentes. Le ratio de la valeur ajoutée Suisse

Selon les comptes nationaux, la part du Luxembourg dans la valeur ajoutée brute du secteur financier de l'UE est relativement restreinte (2,8% en 2022), du fait de la faiblesse de son marché domestique. Cette part a augmenté significativement entre 2012 et 2022, la place financière luxembourgeoise ayant ainsi gagné des parts de marché du secteur financier européen.



Source : Eurostat, calculs de l'auteur

Le Luxembourg se démarque par la forte importance du secteur financier dans son économie (24,3% du total de la valeur ajoutée brute en 2022). Il est suivi, parmi les Etats membres, de Chypre (9,9%) et de Malte (8,3%), dont le poids du secteur financier demeure marginal au niveau européen. En Suisse, la part du secteur financier dans l'économie était de 9,3% cette même année. La finance pèse moins dans l'économie européenne en 2022 (4,3%) qu'en 2012 (5,1%)⁶. Cette tendance se retrouve, mais dans des proportions moindres, au Luxembourg alors que cet indicateur atteignait 28,7% en 2012.

sur celle de l'UE-27 est donné à titre indicateur. La Suisse n'est pas intégrée dans le calcul de la valeur ajoutée brute totale du secteur financier de l'UE-27.

⁶ Selon une perspective plus longue, le taux de croissance annuel moyen de la valeur ajoutée brute du secteur financier a été, dans l'Union européenne à 27, de 1,8% entre 1995 et 2012 et de 0,8% entre 2012 et 2022.

⁷ Selon le ministère des Finances, plus de 60 acteurs avaient choisi de s'installer ou de renforcer leur présence au Luxembourg à la suite du Brexit au mois de juin 2021.

La finance est ainsi un secteur moins dynamique sur la dernière décennie, le Luxembourg profitant de ses atouts et de sa proactivité pour renforcer sa position de place financière d'envergure européenne. Le Brexit a renforcé ces deux tendances, par la sortie d'une économie fortement financiarisée, la part du secteur financier étant de 6,8% dans l'économie du Royaume-Uni en 2018, et le transfert de certaines activités de la City à la place financière luxembourgeoise⁷.

Le Luxembourg, un global specialist

Le « *Global Financial Centres Index*⁸ » (GFCI) fait figure de référence parmi les classements internationaux des places financières. Sa 35^{ème} édition, en date de mars 2024, positionne le Luxembourg en tant que 17^{ème} place financière dans le monde, 6^{ème} en Europe de l'Ouest et 3^{ème} de l'UE, derrière Francfort et Paris, et devant Amsterdam, Dublin et Berlin.

Le GFCI considère, par ailleurs, que le Luxembourg fait partie des places financières « *Global specialist* » en compagnie de villes telles que Hong Kong et Dubaï. Selon les critères de connectivité, de diversité et de spécialisation, il n'est ainsi pas classé comme l'un des 11 « *Global leaders* » en raison notamment de son insuffisante diversification. Parmi ses proches concurrents, Paris, Francfort et Amsterdam se voient attribuer le statut de « *Global leader* » par le GFCI, tandis que Dublin et Berlin ne sont que des places financières « *Established International* ». ⁹

Ce profil de (multi)spécialiste est confirmé par le *New Financial Global Financial Centres Index* (NFGFCI)¹⁰, un classement des pays dont la dernière édition date de 2021. Celui-ci, établi selon des indicateurs de l'activité financière, indique que le Luxembourg était 3^{ème} dans le monde et 1^{er} dans l'Union européenne pour l'activité financière internationale, loin devant l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Son taux d'internationalisation de 60% dépassait celui

⁸ Publié depuis 2015 par le think tank londonien Z/Yen et « the China Development Institute » installé à Shenzhen, ce classement repose sur des données objectives et sur des évaluations des centres financiers par les acteurs du secteur.

⁹ Le GFCI classe les places financières selon trois niveaux de connectivité : *Global*, *International* et *Local*.

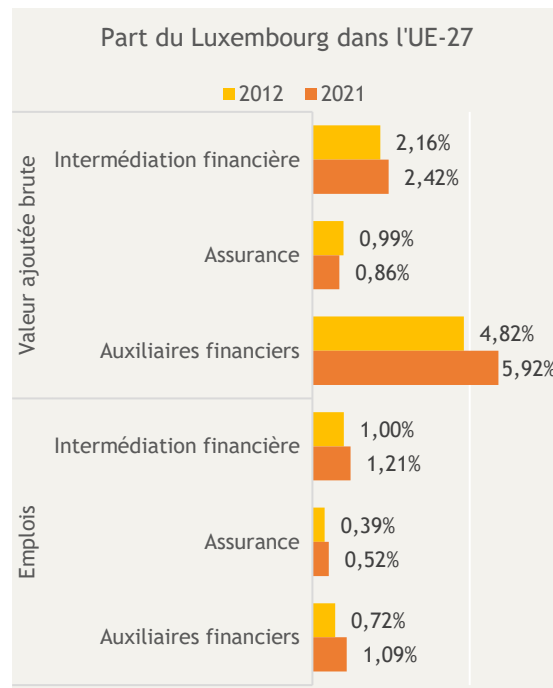
¹⁰ *Driving growth: the new financial global financial centres index - Analysis of the size & growth of financial centres in 65 markets around the world*, New Financial, 2021

de Singapour (58%), de Hong Kong (51%), du Royaume-Uni (45%) et de l'Irlande (37%). La place financière luxembourgeoise était alors le 2^{ème} hub de fonds d'investissement, le 2^{ème} destinataire d'investissements directs étrangers (IDE) du secteur financier et le 3^{ème} exportateur mondial de services financiers. Le Luxembourg était le leader mondial pour l'émission d'obligations d'entreprises et l'émission d'obligations vertes, sociales et durables par des sociétés étrangères. Le classement du Grand-Duché fluctuait de manière importante selon les sous-secteurs pris en compte par la publication de *New Financial*, de la 3^{ème} position pour l'*asset management* aux 26^{ème} et 27^{ème} rangs pour le marché des actions et le pool de capitaux.

Une place plus diversifiée...

Le secteur financier est décomposé, au niveau de la comptabilité nationale, en trois grands secteurs : l'intermédiation financière, l'assurance et les activités d'auxiliaires financiers¹¹. Comme le précisait le STATEC dès 2016¹², « la structure de la création de richesses à l'intérieur même du secteur financier s'est considérablement diversifiée » tant au Luxembourg que dans l'Union européenne, au détriment de l'intermédiation financière et en faveur des auxiliaires financiers. Au Luxembourg, ce mouvement est notamment dû au développement d'activités liées à la gestion de fonds. En 2022, l'intermédiation financière représentait encore 60,8% de la valeur ajoutée brute du secteur financier au Luxembourg, contre 4,0% pour l'assurance, en forte baisse conjoncturelle sur les deux dernières années, et 35,1% pour les activités d'auxiliaires financiers. Après le Luxembourg, les Etats membres dont les secteurs financiers sont les plus spécialisés sur les activités d'auxiliaires financiers sont Chypre, la France et Malte.

¹¹ Plus précisément, ces composantes regroupent :
 - Intermédiation financière : établissements bancaires, sociétés holding (holdings 1929, sociétés de participation financière), fonds de placement...
 - Assurance : services d'assurance (vie, autres) et de réassurance.
 - Auxiliaires financiers : auxiliaires de services financiers (administration de marchés financiers, courtage, conseillers en opérations financières) et d'assurances



Source : Eurostat, calculs de l'auteur

Le Luxembourg pesait près de 6% des activités d'auxiliaires financiers de l'Union européenne en 2021, en augmentation de plus de 1 point de pourcentage par rapport à 2012. Les gains de parts de marché sont aussi notables, mais moins marqués, pour l'intermédiation financière. Concernant l'assurance, la hausse de la part du nombre d'emplois montre une tendance à une augmentation du poids du Luxembourg sur ce sous-secteur, au-delà de ses variations conjoncturelles.

Luxembourg for Finance (LFF) et Deloitte¹³ ont publié en 2023 une ventilation de l'industrie financière, regroupant de multiples sources de données nationales datant de 2021. Les 63.900 emplois estimés de la place financière se répartissaient entre 26.000 dans la banque (40,7%), 19.300 sur les métiers d'audit, de conseil et de services juridiques¹⁴ (30,2%), 14.400 dans les activités des fonds¹⁵ (22,5%) et 4.200 dans le secteur de l'assurance (6,6%). Le nombre d'emplois de la place financière s'est accru de 13.900 sur la période de dix ans considérée par cette étude, portée

(évaluation des risques et dommages, agents et courtiers d'assurances) et gestion de fonds.

¹² Regards sur la résilience et la mutation du secteur financier, STATEC, Bastien Larue, 2016.

¹³ [The state of the financial sector in Luxembourg - Key figures 2011-2021, LFF/Deloitte, février 2023.](#)

¹⁴ Ces activités ne sont pas catégorisées parmi le secteur financier pour la comptabilité nationale et donc non incluses dans les statistiques précédentes.

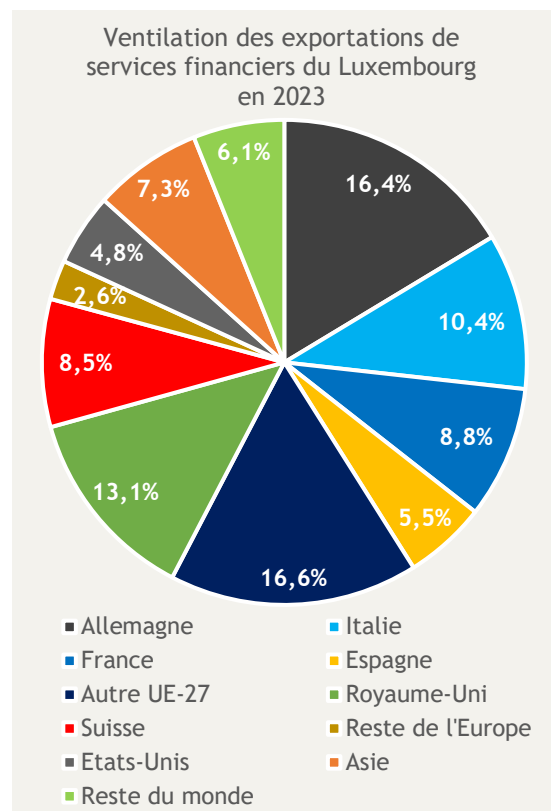
¹⁵ Hors celles effectuées par les banques.

essentiellement par les métiers d'audit, de conseil et de services juridiques (+8.400) et les activités des fonds (+5.600), ce qui confirme la montée de certaines spécialisations et la diversification de la place¹⁶. Le développement des activités d'audit, de conseil et de services juridiques pourrait, pour partie, provenir de l'augmentation des contraintes réglementaires pesant sur le secteur.

De nombreuses sous-activités existent au sein de ces différentes catégories, pour lesquelles le Luxembourg est susceptible de construire, de renforcer ou de voir s'affaiblir, ses positions concurrentielles. Par ailleurs, à la ventilation horizontale s'ajoute une désintégration verticale des activités financières (front office, middle office, back office, supports...), qui est un élément essentiel aux caractéristiques de la place luxembourgeoise et à son évolution. Les activités d'ingénierie financière (holdings, domiciliation, réassurance, titrisation...) sont une spécialisation importante du Luxembourg.

... mais plus exposée au marché européen

La diversification de la place financière passe aussi par la diversité des marchés visés. Les exportations luxembourgeoises de services financiers atteignaient 72,7 milliards d'euros en 2023, soit 91,7% du PIB. Par comparaison, les importations de services financiers du Luxembourg étaient égales à 62,6% du PIB pour cette même année, la balance commerciale des services financiers étant largement positive. Selon les données de la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED), la place financière luxembourgeoise représentait 11,1% des exportations mondiales de services financiers en 2022. Ce pourcentage a oscillé entre 10,8% et 12,3% au cours de la dernière décennie, sans qu'une évolution claire ne se dégage¹⁷.



Source STATEC, calculs de l'auteur

Les exportations de services financiers semblent, d'un premier abord, relativement diversifiées avec une part de 16,4% du premier pays de destination l'Allemagne. Toutefois, la part des cinq premiers pays de destination (Allemagne, Royaume-Uni, Italie, France et Suisse) a augmenté de 52,9% à 57,2% du total des exportations de services financiers entre 2012 et 2023. Cette hausse s'inscrit dans le contexte d'un renforcement des exportations vers l'Europe, dont la part augmente de 77,5% à 81,9% sur cette période de 11 ans, et donc, d'une diminution du poids du reste du monde, dont les Etats-Unis et l'Asie. Les exportations de services financiers à destination de l'Espagne ont fortement augmenté, d'une part de 1,8% en 2012 à 5,5% en 2023, tandis que le Brexit a eu peu d'impact sur les exportations totales de services financiers vers le Royaume-Uni. Le STATEC répertorie 40 centres financiers offshore qui représentent ensemble 9,3% des exportations luxembourgeoises de services financiers en 2023, soit davantage qu'en 2012 (7,9%). Les Îles Caïmans, destinataires de 1,7% des exportations de

¹⁶ Pour davantage de données sur le nombre d'emplois directs et indirects du secteur financier au Luxembourg : [Place financière : combien d'emplois ?, Décryptage n°26, Muriel Bouchet, IDEA, 2023.](#)

¹⁷ Au contraire de Singapour, par exemple, dont la part des exportations mondiales de services financiers est passée de 3,9% en 2012 à 6,4% en 2022.

services financiers, Jersey, les Bermudes et Guernesey, sont parmi les principaux centres financiers offshore partenaires du Luxembourg. Par ailleurs, certains pays ont une importance plus grande dans les

importations de services financiers luxembourgeois que dans les exportations, comme Singapour (12,4% du total des importations), les Etats-Unis (11,4%) et l'Irlande (4,5%).

Jean-Baptiste Nivet

jean-baptiste.nivet@fondation-idea.lu

Un secteur bancaire en mutation et un champion bravé sur les fonds d'investissement



Deuxième volet d'une trilogie formant un portrait complet de la place financière luxembourgeoise, ce décryptage s'intéresse à deux de ses plus importants piliers : le secteur bancaire et les fonds d'investissement. Les banques, dont l'installation a été à la genèse de l'essor de la place financière, ont vu leurs métiers évoluer au cours de la dernière décennie, tandis que le Luxembourg a les yeux tournés vers l'Irlande pour conserver son leadership sur les fonds d'investissement.

Un secteur bancaire porté par le *corporate banking*

Le poids des banques dans l'emploi est atypique au Luxembourg, en comparaison européenne, avec, selon l'*European Banking Federation* (EBF)¹⁸, 25 habitants pour un emploi du secteur bancaire au Grand-Duché en 2021, contre 208 dans l'Union européenne. Le nombre de banques dans le pays a diminué, de 141 en 2012 à 118 en 2023 selon la Banque centrale du Luxembourg (BCL), dans un contexte européen de forte baisse du nombre d'acteurs du secteur bancaire (-41% en 20 ans au sein de l'UE-27 selon l'EBF). Les banques installées au Luxembourg proviennent, selon LFF, de 25 pays différents, confirmant ainsi leur profil international. Le secteur bancaire, malgré une activité domestique relativement importante, est bien majoritairement un acteur de la place financière intégré dans les marchés européens et internationaux. Le nombre d'emplois du secteur bancaire a, par ailleurs, légèrement diminué selon LFF et l'ABBL, passant de 26.500 en 2012 à 26.300 en 2023. C'est loin de l'hémorragie connue par le secteur au niveau européen, dont les emplois ont baissé de 18% sur la même période (-459.000 emplois).

Le total des actifs bancaires est l'indicateur couramment utilisé pour mesurer la taille du secteur. EBF estime que 3,39% du total des actifs bancaires de l'UE-27 était détenu par le Luxembourg en 2021. Cette part était de 2,68% en 2012¹⁹, montrant une augmentation notable

du poids luxembourgeois sur la décennie²⁰. Un prolongement de ces données, uniquement concernant la zone euro et à partir des statistiques de la Banque centrale européenne (BCE), montre une stabilité de la part luxembourgeoise dans le total des actifs bancaires entre la fin 2021 et avril 2024. Deux tendances ont fortement affecté les résultats économiques des banques sur les dernières années. Le niveau des taux d'intérêt a affecté négativement la performance de l'ensemble du secteur bancaire de 2017 à 2020²¹, puis positivement à la suite de la hausse de ces taux initiés à la mi-année 2022. Les contraintes réglementaires croissantes ont eu un impact important sur les dépenses et, par là même, la rentabilité du secteur, auxquelles peuvent s'ajouter les investissements nécessaires à la transformation numérique.

LFF répartissait, pour 2021, la valeur ajoutée globale du secteur bancaire de 8,6 milliards d'euros entre 1,1 milliard d'euros pour la banque de détail, 1 milliard d'euros pour la banque privée, 6 milliards d'euros pour les services bancaires aux entreprises (« *corporate banking* »), soit une hausse de 460% sur 10 ans, et 500 millions d'euros pour les activités de fonds des banques. Les effectifs de la banque de détail, qui vise un marché essentiellement domestique, ont très légèrement diminué au cours de la dernière décennie.

C'est aussi le cas pour le sous-secteur de la banque privée, qui a pour vocation la gestion

¹⁸ *Banking in Europe: EBF Facts & Figures 2022*, EBF.

¹⁹ Hors Croatie, mais dont le total des actifs bancaires est marginal au niveau européen (<0,2%).

²⁰ En ajoutant le Royaume-Uni au dénominateur, la part du Luxembourg dans le total des actifs bancaires connaît une progression similaire, de 2,11% en 2012 à 2,72% en 2021.

²¹ [The state of the financial sector in Luxembourg - Key figures 2011-2021](#), LFF/Deloitte, février 2023.

de patrimoine de particuliers. LFF et Deloitte l'expliquent, entre autres, par la diminution du nombre de clients aisés. La valeur ajoutée de la banque privée a chuté de près de 50% entre 2011 et 2021. Ce n'est pas le cas des actifs sous gestion, qui sont passés de 303 à 586 milliards d'euros entre 2012 et 2022²².

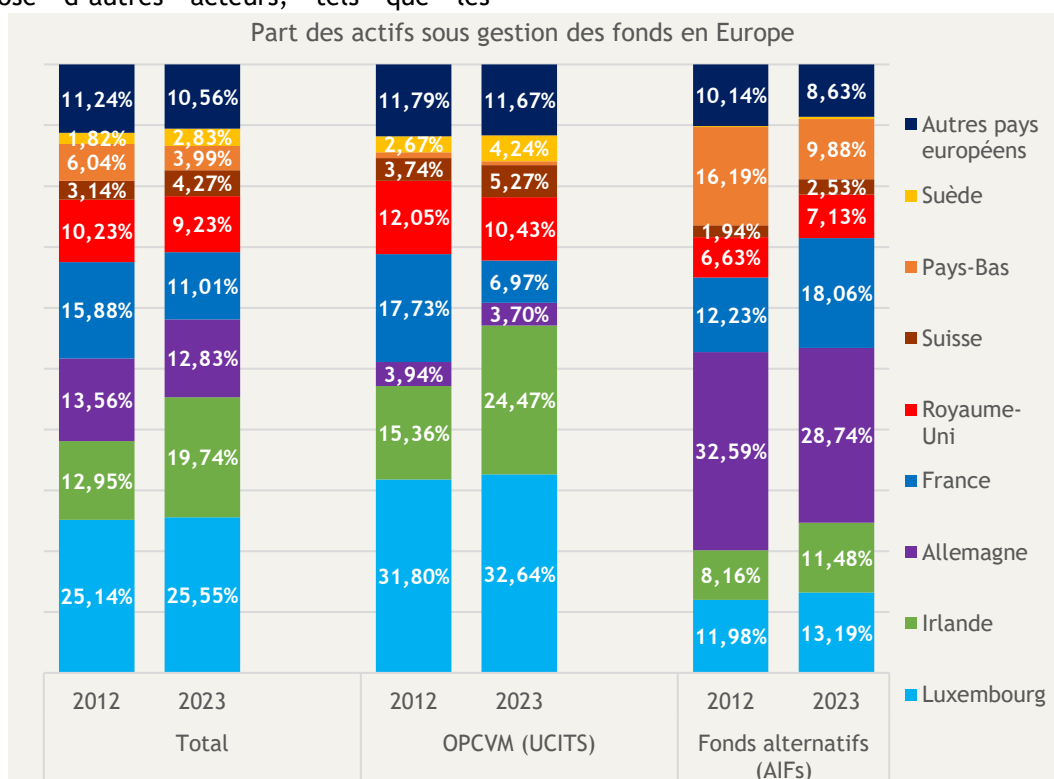
Le *corporate banking* a plus que compensé la mauvaise dynamique des autres métiers de la banque. LFF et Deloitte citent notamment le financement du commerce international, la gestion de trésorerie, la structuration de transactions (prêts structurés/syndiqués), les services aux fonds en capital-risque et en immobilier, et les fonctions de siège social parmi l'éventail d'activités du *corporate banking* génératrices de forte valeur ajoutée et en croissance constante ces dernières années. Selon le rapport d'activités de l'ABBL, en 2022, le revenu des acteurs luxembourgeois du *corporate banking* provenaient à 58% des institutions non-financières, 22% des fonds, en forte hausse par rapport à 2021, 10% des autres banques, 6% des institutions financières non bancaires et 4% du secteur public.

Outre les banques, le secteur du paiement se compose d'autres acteurs, tels que les

établissements de paiement et de monnaie électronique, qui se sont développés récemment avec la digitalisation. Ces organisations sont en nombre croissant, de 10 en 2012 à 25 en 2023²³, portées par l'apport des nouvelles technologies. Elles employaient 740 personnes en 2021²⁴.

Diversification sur les fonds alternatifs et montée du challenger irlandais

Le secteur des fonds d'investissement est l'un des piliers de la place financière luxembourgeoise, qui s'est positionnée en tant que leader mondial de la distribution transfrontalière de fonds. Entre 2012 et 2023, le nombre de fonds enregistrés au Luxembourg a baissé, de 3.840 à 3.270²⁵. Ceux-ci auraient toutefois développé, en moyenne, leur effectif et activité. En effet, selon LFF et Deloitte, les emplois dans le secteur ont augmenté de 2011 à 2021, passant de 16.800 à 21.100. C'est aussi le cas de la valeur ajoutée brute du secteur, qui s'est accrue de 1,5% en moyenne par an sur cette période de 10 années, mais avec de fortes fluctuations conjoncturelles.



Source : EFAMA, calculs de l'auteur

²² ABBL Annual Report 2023, avril 2024.

²³ ABBL Annual Report 2023, avril 2024.

²⁴ [The state of the financial sector in Luxembourg - Key figures 2011-2021, LFF/Deloitte, février 2023.](#)

²⁵ Statistiques de la Banque centrale du Luxembourg.

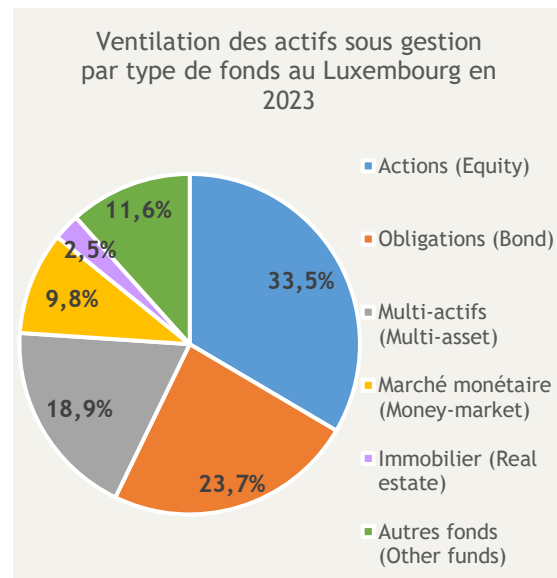
La part du Luxembourg dans le total des actifs sous gestion en Europe, l'indicateur de référence pour le suivi des fonds, a légèrement augmenté entre 2012 (25,14%) et 2023 (25,55%).

En outre, les huit pays détaillés dans le graphique ci-dessus gèrent près de 90% des actifs des fonds en Europe, et leur part de marché globale s'est accrue entre 2012 et 2023. La raison principale en est la forte hausse des actifs gérés en Irlande, qui occupait à la fin 2023 près de 20% du marché total des fonds, et près de 25% de celui des OPCVM. L'Irlande est particulièrement compétitive fiscalement sur le marché des ETF (*exchange-traded funds* ou Fonds négociés en Bourse) pour les investisseurs américains depuis l'introduction en 2015 de l'*Irish Collective Asset-management Vehicle*. Le développement des ETF a, par ailleurs, été favorisé par la conjoncture économique de 2023²⁶. En revanche, les grandes économies européennes, que sont l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, ont toutes reculé au cours des 10 dernières années.

Le marché de prédilection du Luxembourg demeure les OPCVM, dont il détient près d'un tiers des actifs sous gestion en 2023, contre 24,5% pour l'Irlande. Le Luxembourg est davantage un challenger s'agissant des fonds alternatifs, avec 13,2% des actifs sous gestion de ce type de fonds. Sa part a toutefois augmenté de 1,2 point de pourcentage en 11 ans. Ceci permet de compenser la montée des fonds alternatifs dans le paysage des fonds européens, de 33,6% du total des actifs sous gestion en 2012 à 36,4% en 2023. Le total des actifs sous gestion a fortement augmenté au cours de la dernière décennie en Europe, de 9.481 milliards d'euros en 2012 à 20.685 milliards d'euros en 2023. C'est moins le cas sur les dernières années. Le total des actifs gérés par des fonds européens dépassait les 21 milliards d'euros en 2021. La part des actifs sous gestion des fonds européens dans l'ensemble des fonds internationaux s'est réduite entre 2020 (34,0%) et 2023 (30,9%).

La répartition des actifs sous gestion par type de fonds montre une allocation diversifiée au

Luxembourg, allant de 33,5% pour les fonds en action à 2,5% pour les fonds investis dans l'immobilier. Entre 2020 et 2023, les progressions les plus notables concernent les autres types de fonds (+2,2 points de %) et les fonds liés aux marchés monétaires (+1,4 point de %), tandis que les actifs sous gestion des fonds en obligations (-4,7 points de %) et multi-actifs (-0,5 point de %) ont vu leur part diminuer.

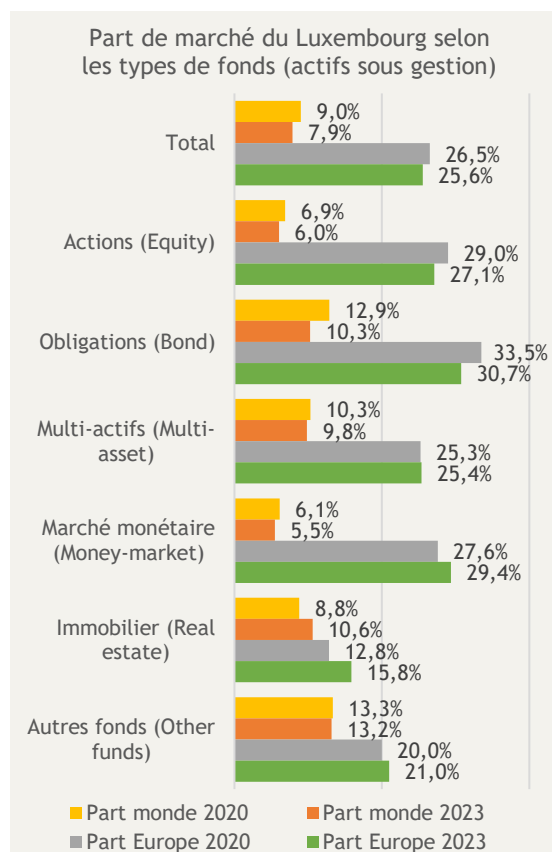


Source : EFAMA, calculs de l'auteur

²⁶ Le STATEC décrit plus en détail certaines causes du gain de parts de marché de l'Irlande sur les fonds d'investissement dans l'étude « Prévisions macroéconomiques : entre risques domestiques et

extérieurs » de la note de conjoncture n° 1/2024, notamment les raisons relatives aux ETF et aux fonds d'origine américaine.

Cette allocation diversifiée se retrouve dans les parts de marché mondiales et européennes du Luxembourg selon les différents types de fonds, qui varient, au niveau international, entre 5,5% pour les fonds dédiés aux marchés monétaires et 13,2% pour les autres fonds.



Source : EFAMA, calculs de l'auteur

La part du Luxembourg dans les actifs sous gestion mondiaux des fonds a régressé au cours des quatre dernières années, de 9% à 7,9%, sans que la 2^{ème} position de la place financière au niveau mondial derrière les Etats-Unis ne soit remise en cause. Les principaux gains de part de marché sur la période concernent les fonds dédiés à l'immobilier et la perte de marché la plus importante les fonds en obligation. Le Luxembourg doit sa place spécifique dans le marché des fonds à son attractivité pour les fonds transfrontaliers. Selon le *PwC Global Fund Distribution 2024*, il demeure le leader des enregistrements de fonds transfrontaliers mondiaux en Europe avec une part de 54,6%, devant l'Irlande (36,4%). La part luxembourgeoise a baissé de 0,4% par rapport à 2023.

Par ailleurs, un autre type de véhicules de structuration d'investissements internationaux est un pilier de la place financière. Les quelques 50.000 Soparfi sont des sociétés holding luxembourgeoises dont l'objet social est de détenir des participations. Selon Deloitte et LFF, elles représentaient, en 2021, la contribution la plus significative aux revenus fiscaux globaux du Luxembourg pour presque tous les impôts directs : 27% de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), 24% de l'impôt commercial communal (ICC) et 74% de l'impôt sur la fortune (IF).

Jean-Baptiste Nivet

jean-baptiste.nivet@fondation-idea.lu

Une place forte de l'assurance, des obligations et de la finance durable au défi des nouvelles technologies



Le portrait complet de la place financière luxembourgeoise sous forme d'une trilogie s'achève avec ce décryptage, qui se concentre sur les métiers de l'assurance, le secteur boursier et les nouveaux marchés visés explicitement par le Luxembourg : la finance durable, les fintechs, la Chine et la finance islamique. Pionnière dans certains de ces domaines, la place financière luxembourgeoise ne devra pas manquer le virage technologique en cours, où des acteurs de la tech concurrencent ceux de la finance.

Le non-vie, niche de croissance de la place assurantielle

Selon le Commissariat aux Assurances (CAA), le Luxembourg hébergeait le siège de 70 sociétés d'assurance et de 194 sociétés de réassurance en 2022. Leur emploi en équivalent temps-plein (ETP) a fortement progressé entre 2012 et 2022, de 6.150 à 14.130²⁷. Toujours en 2022²⁸, les entreprises d'assurance-vie employaient 2.970 ETP, celles d'assurance non-vie 8.830, de réassurance 1.820 et les sociétés de courtage 520. Le secteur des assurances est dominé par les activités transfrontalières, tant en termes d'emplois que de primes encaissées. En effet, les activités internationales représentaient, en 2022, 93,5% des primes totales, « respectivement 91,6% en assurance non-vie, 94,0% en assurance-vie et 95,0% de l'encaissement en réassurance²⁹ ». Si ces pourcentages sont proches de ceux de 2012 pour l'assurance-vie et la réassurance, l'assurance non-vie s'est fortement internationalisée en l'espace de 10 ans. Ce sous-secteur a, en effet, connu un bond important à la suite du Brexit, les primes encaissées passant de 5 à 13 milliards entre 2018 et 2019. Selon l'ACA³⁰, le total des primes d'assurance a diminué de 33% entre 2019 et 2023 au Luxembourg pour l'assurance-vie et augmenté de 51% pour l'assurance non-vie sur la même période, pour contribuer de manière équivalente au secteur en 2023. Par ailleurs, le Luxembourg est fortement dépendant de la

France pour l'assurance-vie, ce marché représentant 47% des primes émises par les acteurs luxembourgeois à l'international.

En 2023, les primes d'assurance-vie encaissées au Luxembourg étaient d'un montant de 19 milliards d'euros, soit 3,3% du total européen selon l'ACA. C'est équivalent à sa part de marché en 2012. L'institut de recherche Swiss Re Sigma publie un classement mondial des pays selon leur poids dans les primes d'assurance encaissées. Concernant l'assurance-vie, le Luxembourg a gagné 3 rangs entre 2012³¹ et 2022³² pour atteindre la 19^{ème} place au niveau international (8^{ème} en Europe, gain de 3 places). Pour l'assurance non-vie, à la suite de sa forte progression post-Brexit, le Luxembourg détenait 4,5% du marché européen en 2023, sur un secteur dominé par les grands pays que sont l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France. Cette progression a participé à une légère amélioration globale de la performance du Luxembourg dans le classement de l'institut Swiss Re Sigma, de la 23^{ème} position en 2012 (12^{ème} en Europe) à la 21^{ème} en 2022 (10^{ème} en Europe). La réassurance captive, dont le Luxembourg était considéré en 2020 comme le 1^{er} centre d'Europe par PwC, est une activité clé du secteur de l'assurance luxembourgeois, qui n'est pas inclus dans les indicateurs précédents. Les primes encaissées par les acteurs de la réassurance atteignaient 13 milliards d'euros en 2022 selon la CAA, soit 23% du total du secteur de l'assurance. Le

²⁷ Ces chiffres sont significativement plus conséquents que ceux publiés par Deloitte et LFF dans l'étude « *The state of the financial sector in luxembourg - Key figures 2011-2021* ».

²⁸ Les chiffres clé de 2022, CAA.

²⁹ Rapport annuel 2022-2023, CAA.

³⁰ Key figures 2023, ACA.

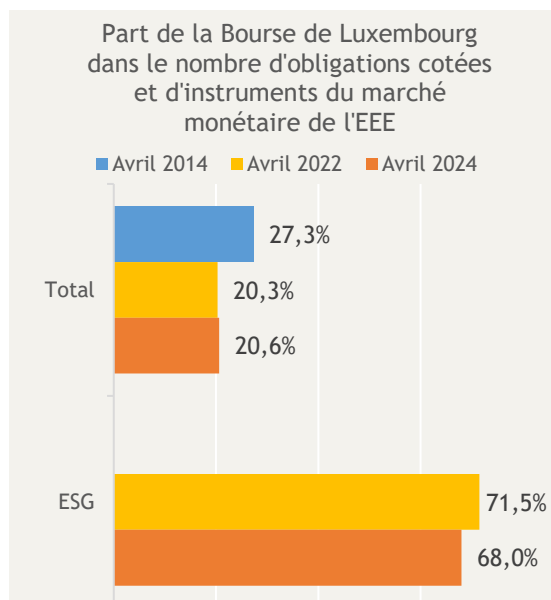
³¹ L'assurance dans le monde en 2012 - Avancer sur la longue et sinueuse route vers la reprise, n°3/2013, Swiss Re Sigma.

³² *World insurance: stirred, and not shaken*, n°3/2023, Swiss Re Sigma.

Luxembourg détiendrait ainsi environ 3,3% des primes encaissées brutes de la réassurance au niveau mondial et 9,2% en Europe³³.

Des positions à défendre sur le marché des capitaux d'emprunt

Le Luxembourg est un acteur relativement marginal sur les marchés boursiers d'action. Au mois d'avril 2024, la capitalisation boursière des 28 entreprises nationales et 88 entreprises étrangères cotées à la Bourse de Luxembourg atteignait 45,5 milliards d'euros³⁴, soit 0,4% de la capitalisation totale des bourses de l'Espace économique européen (EEE). En revanche, la Bourse de Luxembourg est spécialisée dans la cotation des capitaux d'emprunts internationaux, pour laquelle elle est un leader mondial. Elle est aussi la 1^{ère} bourse verte au monde et un précurseur pour les obligations ESG.



Source : FESE, calculs de l'auteur

Ainsi, 20,6% des obligations et instruments du marché monétaire cotés sur les marchés de l'EEE l'était au Luxembourg au mois d'avril 2024, une part en baisse par rapport à 2014. Le nombre total des obligations et instruments du marché monétaire cotés à la Bourse de Luxembourg a, en revanche, augmenté sur la

période, de 26.340 en 2014 à 39.550 au mois d'avril 2024. Le Luxembourg conserve un fort leadership concernant les produits ESG, malgré une légère baisse par rapport à 2022, la 1^{ère} année pour laquelle la Fédération européenne des bourses de valeurs (FESE) a publié ces données. Le nombre total de produits ESG cotés a augmenté de 39% au niveau européen au cours des 24 derniers mois. Le Luxembourg se caractérise par l'importance des montants des obligations émises, avec un total de 1.266 milliards d'euros en 2023 (91 millions d'euros en moyenne par cotation) et de 185 milliards d'euros pour les seules ESG (376 millions d'euros en moyenne).

En outre, le Luxembourg s'est spécialisé dans les véhicules de titrisation³⁵ pour lesquels ses positions ont fortement progressé au cours de la dernière décennie. Les encours de véhicules de titrisation enregistrés au Luxembourg atteignaient 18% des encours de la zone euro en 2023³⁶ selon la BCE, contre seulement 5,9% en 2012.

Enfin, la place financière est, depuis la création de la chambre de compensation internationale CEDEL³⁷ en 1970, un des principaux fournisseurs de services post-marché³⁸. Selon les données de « l'European Central Securities Depositories Association » (ECSDA), les deux acteurs luxembourgeois de ce secteur ont réalisé 22,1% du chiffre d'affaires européen³⁹ en 2022.

La place verte de l'Union européenne

Le Grand-Duché a, depuis quelques années, décidé de faire de la finance durable l'un des axes forts du développement et de la diversification de la place financière, ce que symbolise la création en 2020 de la *Luxembourg Sustainable Finance Initiative* (LSFI). Cette stratégie a montré ses résultats dans le domaine des marchés des capitaux d'emprunts, en lien avec la création de la *Luxembourg Green Exchange* (LGX), la première plateforme mondiale de cotation dédiée exclusivement aux obligations vertes.

³³ Sur la base des données mondiales et européennes de l'*Atlas Reinsurance Reports 2024*.

³⁴ FESE Monthly Statistics.

³⁵ La titrisation consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des factures émises non soldées ou des prêts en cours), en les transformant en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

³⁶ Derrière l'Irlande (26,7%) et l'Italie (21,7%) mais devant la France (14,7%).

³⁷ Devenu Clearstream en janvier 2000.

³⁸ Le rôle des services post-marché est d'assurer la bonne fin des opérations initiées sur les marchés financiers, de les enregistrer dans les comptes des clients, et de prendre en compte tous les événements liés au cycle de vie des instruments financiers.

³⁹ Au sens géographique du terme.

Cette initiative contribue à la performance du Luxembourg dans *The Global Green Finance Index* (GGFI), le petit frère du GFCI dédié à la finance verte. La place financière luxembourgeoise se classe ainsi 6^{ème} dans le monde et 4^{ème} en Europe⁴⁰ dans le GGFI d'avril 2024⁴¹.

Le secteur des fonds d'investissement est le second grand pilier de la finance durable au Luxembourg, ce qu'illustre sa 1^{ère} position sur le sous-secteur investissement du GGFI. En 2023, les actifs sous gestion des fonds ESG de l'Union européenne atteignait 6.200 milliards d'euros⁴², soit 61,5% de l'ensemble des actifs sous gestion des fonds de l'UE-27. Le Luxembourg occupe une position dominante sur ce marché, que ce soit pour ceux de l'article 8⁴³ (45,7% des actifs sous gestion de l'UE-27) ou de l'article 9⁴⁴ (60,8%). Cette réussite peut, en partie, être attribuée au rôle pionnier de LuxFLAG (*Luxembourg Finance Labelling Agency*), qui a promu dès 2006 le secteur de l'investissement responsable en attribuant un label aux véhicules éligibles.

Concernant le volet social de la finance durable, le Luxembourg a créé une spécialisation dans le domaine de la microfinance internationale, accueillant un tiers des fonds mondiaux de microfinance européens en 2020, selon la Direction de la coopération au développement et de l'action humanitaire.

Une place fin(pas si)tech

Les fintechs ne constituent pas, en soi, un domaine du secteur financier mais un ensemble de nouveaux acteurs visant à améliorer l'accessibilité ou le fonctionnement des activités financières grâce aux innovations technologiques. La place financière ne pourra pas conserver sa compétitivité, ses leaderships et son ampleur sans l'apport de fintechs

catalytiques de l'innovation des acteurs de la place, niches de croissance d'aujourd'hui et futurs champions de demain. Le Grand-Duché dispose d'un acteur dédié à leur développement, la LHoFT pour *Luxembourg House of Financial Technology*, qui recense en 2024 plus de 250 fintechs installées sur le sol luxembourgeois.

Le Luxembourg était considéré comme la 25^{ème} place fintechs au monde en 2021 selon le *Global Startup Ecosystem Report Fintech Edition* de Startup Genome⁴⁵. Au niveau européen, le Grand-Duché se classait 4^{ème} d'un classement dominé par les territoires américains⁴⁶ et asiatiques. Une étude de McKinsey s'est penchée, en 2022, sur la question des opportunités des fintechs européennes⁴⁷. L'étude ne cite que rarement le Luxembourg, contrairement à ses concurrents européens. Par ailleurs, la place financière est classée 4^{ème} du classement⁴⁸ portant sur cinq indicateurs clés de performance des fintechs, un résultat relativement médiocre pour des indicateurs relatifs à la population⁴⁹, ceci alors qu'aucune économie européenne n'est comparable en termes de financiarisation de l'économie. C'est notamment le cas pour le nombre d'emplois fintechs sur le nombre total des emplois du pays, pour lequel le Luxembourg se trouvait derrière le Royaume-Uni et la Suède en 2021.

La place financière serait ainsi davantage innovante en matière de réglementation, l'un de ses principaux points forts, que par les entreprises de nouvelles technologies qui s'y développent, du moins il y a de cela trois ans. Ce développement modéré pourrait, en partie, provenir de la spécialisation métier de la place et/ou d'un difficile accès à la main-d'œuvre IT⁵⁰.

⁴⁰ Derrière Londres, Genève et Zurich, ces trois places financières trusant le podium mondial.

⁴¹ Le Luxembourg se classe, par ailleurs, 2^{ème} en n'intégrant que les répondants du panel du GGFI « travaillant directement dans le secteur de la finance verte ».

⁴² EU ESG UCITS - Article 8 as a Middle Ground?, PwC, avril 2024.

⁴³ La dénomination « fonds article 8 » fait référence au règlement européen (UE) 2019/2088 dit *Sustainable Finance Disclosure* (SFDR) entré en application le 10 mars 2021. Les fonds article 8 intègrent des critères d'investissement environnementaux ou sociaux.

⁴⁴ Les fonds article 9, plus ambitieux, doivent en plus poursuivre un objectif d'investissement durable.

⁴⁵ Une organisation de recherche et de conseil politique spécialisée sur les écosystèmes de startups.

⁴⁶ La Silicon Valley devançait New York à la 1^{ère} place du classement de Startup Genome.

⁴⁷ *Europe's fintech opportunity*, McKinsey&Company, Octobre 2022.

⁴⁸ Derrière le Royaume-Uni, la Suède et Malte.

⁴⁹ Les cinq indicateurs choisis sont le nombre de fintechs créées par million d'habitants, les montants investis dans les fintechs par habitant, le nombre de transactions de capital-risque par million d'habitants, le nombre de licornes par habitant et le nombre d'emplois dans les fintechs sur le total des emplois du pays.

⁵⁰ Voir : [Des bourses d'études pour les futurs talents de la diversification économique, Document de travail n°24,](#)

Routes sinueuses vers les marchés chinois et islamiques

Enfin, le Luxembourg a, dans un objectif de diversification et de croissance, développé et renforcé ces dernières années son expertise sur deux grands marchés internationaux que sont la Chine et la finance islamique. Sept banques chinoises ont établi leur siège européen au Grand-Duché tandis qu'il occupe une position de leadership sur le marché international chinois dans deux activités majeures : les obligations et les fonds d'investissement. Malgré un ralentissement d'après Covid, le nombre de nouvelles obligations libellées en yuans cotées sur LuxSE se maintenait en 2023 à 81, contre 105 en 2019. Ceci permettrait, comme l'indique LFF, à la place financière de demeurer le plus important centre mondial de cotation d'obligations Dim Sum⁵¹. Concernant les fonds d'investissement, le Luxembourg hébergeait, à fin 2021, 75% des fonds européens et 44% des fonds mondiaux investissant en Chine selon PwC & Lipper. Depuis, les crises rencontrées par la Chine, notamment sur le marché de l'immobilier, ont fait baisser les actifs sous gestion de ces fonds de 40% entre juin 2021 et juin 2023.

La place financière s'est aussi positionnée au tournant des années 2000 sur le marché grandissant de la finance islamique, en cotant dès 2002 un *sukuk*⁵² et en adhérant à l'*Islamic Financial Services Board* (IFSB). Le succès sur la finance islamique n'est, toutefois, pas celui escompté ni comparable à celui sur les marchés chinois. Aucune banque de gouvernance islamique ne s'est encore installée au Luxembourg, comme le précisait au mois de décembre 2021 l'agence Fitch Ratings⁵³. Malgré un leadership en Europe, les actifs sous gestion des fonds islamiques

installés au Luxembourg ne représentaient que 0,11% du total des actifs sous gestion des fonds de la place. Les initiatives en matière de fonds islamiques peuvent, cependant, participer au développement plus global des partenariats avec les acteurs financiers des pays majoritairement musulmans. Alors que, selon les données du *PwC Global Fund Distribution 2024*, 54,6% des fonds transfrontaliers mondiaux enregistrés sur le sol européen l'était au Luxembourg, ce pourcentage atteint 77,1% pour les principaux marchés de distribution du monde arabo-musulman⁵⁴.

Perspectives

La quête de leadership de la place financière continuera dans les années à venir. La principale inconnue à ce jour, concernant la compétitivité de la place, sera l'impact d'une intégration plus forte du marché commun sur l'organisation des acteurs financiers à l'échelle européenne, entre désintégration en de multiples micro-pôles régionaux ou concentration dans de grandes places financières. La multi spécialisation du centre financier luxembourgeois doit lui permettre de pallier le recul de certaines de ses activités, et de monter encore en catégorie dans le second cas.

Les priorités évoquées par le gouvernement actuel pour la politique de diversification sont les fintechs, les actifs numériques, la finance verte, la finance de genre, le *blended finance*⁵⁵ et l'investissement à impact social. Le suivi au plus près de l'évolution de la place financière, via des indicateurs mensuels et/ou des signaux faibles, demeurera un indispensable de l'agilité luxembourgeoise, tant pour ses secteurs à maturité tels que les fonds d'investissements et l'assurance-vie que pour ces secteurs prospectifs.

Jean-Baptiste Nivet

jean-baptiste.nivet@fondation-idea.lu

[Jean-Baptiste Nivet, IDEA, 2024](#), pour plus de précisions sur les compétences technologiques au Luxembourg.

⁵¹ Les *dim sum bonds* sont des obligations émises à Hong Kong et libellées en yuan (ou renminbi) plutôt qu'en dollar hongkongais, la monnaie locale. Leur nom se réfère à un plat typique de la cuisine cantonnaise.

⁵² Un *sukuk*, dont le fonctionnement est proche de celui d'une obligation, désigne dans le droit musulman un certificat d'investissement conforme à la charia.

⁵³ European Islamic Funds Industry Led by Luxembourg, Fitch Ratings, décembre 2021.

⁵⁴ Emirats Arabes Unis, Bahreïn, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Koweït, Jordanie, Irak et Yemen.

⁵⁵ Le *blended finance* repose sur l'utilisation stratégique de financement du développement et des fonds philanthropiques pour mobiliser les flux de capitaux privés vers les marchés émergents.

