

## La place financière, une multispécialiste en quête de leadership (1)



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.

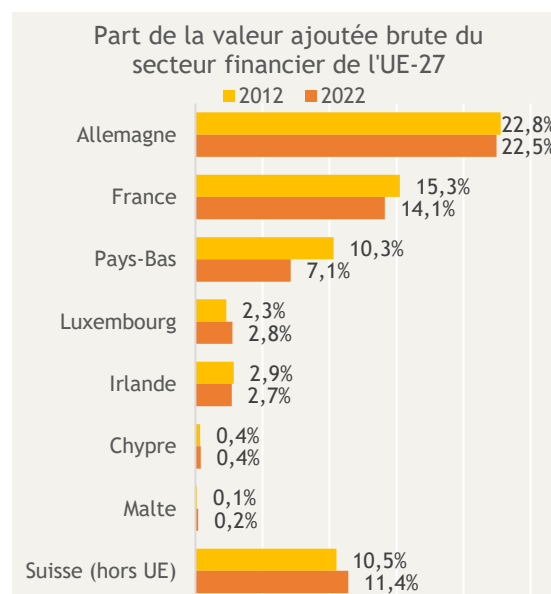
David J. Porteous définit une place financière comme « un territoire, généralement une ville, [...] dans lequel sont concentrées des activités financières de haut niveau.<sup>1</sup> » C'est un lieu marqué par la présence significative des acteurs de la banque, de la gestion d'actifs, de l'assurance 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 concentration<sup>2</sup> (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 pays<sup>3</sup>. 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.<sup>4</sup>



Source : Eurostat, calculs de l'auteur<sup>5</sup>

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

<sup>2</sup> 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.

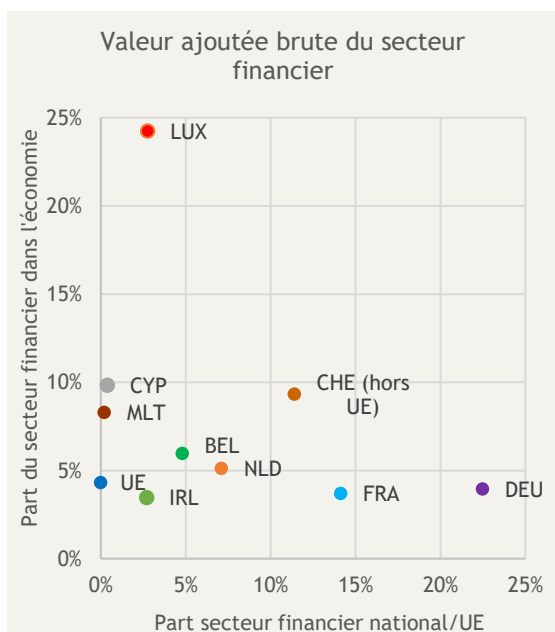
<sup>3</sup> Dès lors que l'on ajoute aux notions de concentration géographique d'entreprises interdépendantes de secteurs proches et de coopération avec différents types d'acteurs dont ses concurrents, qui définissent traditionnellement le

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.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Le Royaume-Uni n'est pas comptabilisé par ces chiffres, ni en 2012, ni en 2022, en raison de l'absence de

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%)<sup>6</sup>. Cette tendance se retrouve, mais dans des proportions moindres, au Luxembourg alors que cet indicateur atteignait 28,7% en 2012.

statistiques récentes. Le ratio de la valeur ajoutée Suisse 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.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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 luxembourgeoise<sup>7</sup>.

### Le Luxembourg, un global specialist

Le « *Global Financial Centres Index*<sup>8</sup> » (GFCI) fait figure de référence parmi les classements internationaux des places financières. Sa 35<sup>ème</sup> édition, en date de mars 2024, positionne le Luxembourg en tant que 17<sup>ème</sup> place financière dans le monde, 6<sup>ème</sup> en Europe de l'Ouest et 3<sup>ème</sup> 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* ».<sup>9</sup>

Ce profil de (multi)spécialiste est confirmé par le *New Financial Global Financial Centres Index* (NFGFCI)<sup>10</sup>, 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<sup>ème</sup> dans le monde et 1<sup>er</sup> 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

<sup>8</sup> 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.

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

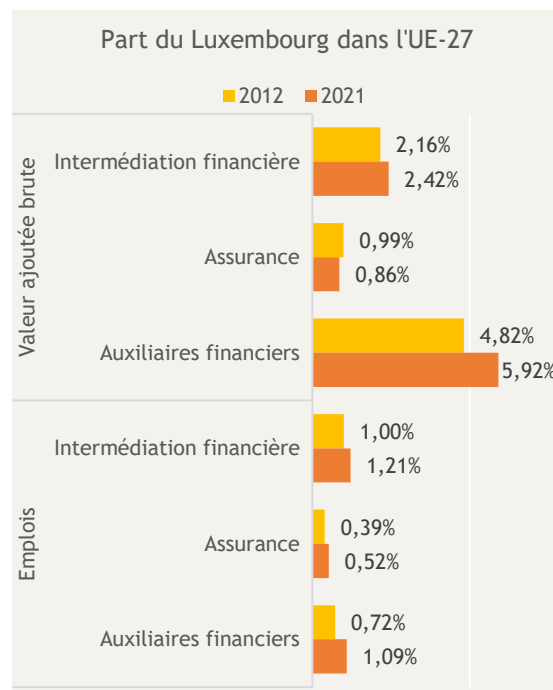
<sup>10</sup> *Driving growth: the new financial global financial centres index - Analysis of the size & growth of financial centres in 65 markets around the world*, New Financial, 2021

de Singapour (58%), de Hong Kong (51%), du Royaume-Uni (45%) et de l'Irlande (37%). La place financière luxembourgeoise était alors le 2<sup>ème</sup> hub de fonds d'investissement, le 2<sup>ème</sup> destinataire d'investissements directs étrangers (IDE) du secteur financier et le 3<sup>ème</sup> 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<sup>ème</sup> position pour l'*asset management* aux 26<sup>ème</sup> et 27<sup>ème</sup> 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 financiers<sup>11</sup>. Comme le précisait le STATEC dès 2016<sup>12</sup>, « 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.

<sup>11</sup> 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 Deloitte<sup>13</sup> 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 juridiques<sup>14</sup> (30,2%), 14.400 dans les activités des fonds<sup>15</sup> (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.

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

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

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

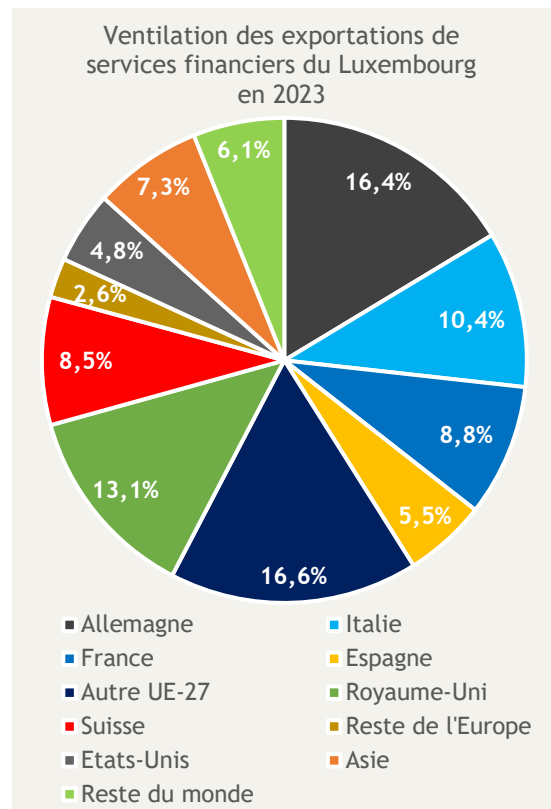
<sup>15</sup> Hors celles effectuées par les banques.

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 place<sup>16</sup>. 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 dégage<sup>17</sup>.



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

<sup>16</sup> 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.](#)

<sup>17</sup> 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](mailto:jean-baptiste.nivet@fondation-idea.lu)