

La place financière, une multispécialiste en quête de leadership (3)



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 14.130¹. Toujours en 2022², 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 réassurance³ ». 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'ACA⁴, 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 2012⁵ et 2022⁶ 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%

¹ 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* ».

² Les chiffres clé de 2022, CAA.

³ Rapport annuel 2022-2023, CAA.

⁴ Key figures 2023, ACA.

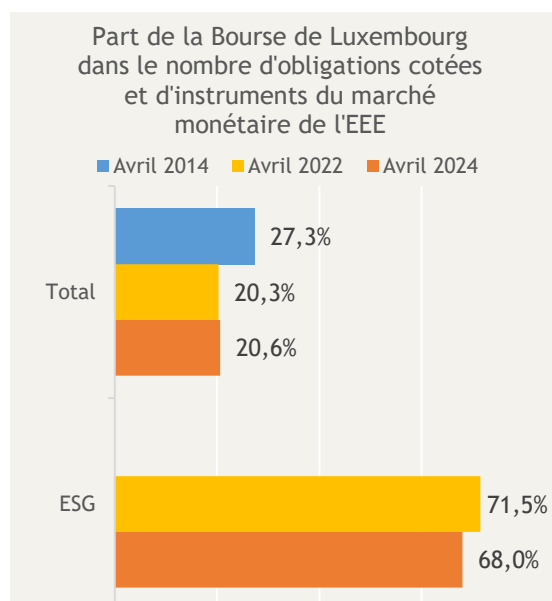
⁵ L'assurance dans le monde en 2012 - Avancer sur la longue et sinueuse route vers la reprise, n°3/2013, Swiss Re Sigma.

⁶ *World insurance: stirred, and not shaken*, n°3/2023, Swiss Re Sigma.

du total du secteur de l'assurance. Le Luxembourg détiendrait ainsi environ 3,3% des primes encaissées brutes de la réassurance au niveau mondial et 9,2% en Europe⁷.

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'euros⁸, 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 titrisation⁹ 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 2023¹⁰ selon la BCE, contre seulement 5,9% en 2012.

Enfin, la place financière est, depuis la création de la chambre de compensation internationale CEDEL¹¹ en 1970, un des principaux fournisseurs de services post-marché¹². 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 européen¹³ 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

⁷ Sur la base des données mondiales et européennes de l'*Atlas Reinsurance Reports 2024*.

⁸ FESE Monthly Statistics.

⁹ 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.

¹⁰ Derrière l'Irlande (26,7%) et l'Italie (21,7%) mais devant la France (14,7%).

¹¹ Devenu Clearstream en janvier 2000.

¹² 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.

¹³ Au sens géographique du terme.

dédiée exclusivement aux obligations vertes. 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 Europe¹⁴ dans le GGFI d'avril 2024¹⁵.

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'euros¹⁶, 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 8¹⁷ (45,7% des actifs sous gestion de l'UE-27) ou de l'article 9¹⁸ (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 Genome¹⁹. Au niveau européen, le Grand-Duché se classait 4^{ème} d'un classement dominé par les territoires américains²⁰ et asiatiques. Une étude de McKinsey s'est penchée, en 2022, sur la question des opportunités des fintechs européennes²¹. L'étude ne cite que rarement le Luxembourg, contrairement à ses concurrents européens. Par ailleurs, la place financière est classée 4^{ème} du classement²² portant sur cinq indicateurs clés de performance des fintechs, un résultat relativement médiocre pour des indicateurs relatifs à la population²³, 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

¹⁴ Derrière Londres, Genève et Zurich, ces trois places financières trusant le podium mondial.

¹⁵ 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 ».

¹⁶ EU ESG UCITS - Article 8 as a Middle Ground?, PwC, avril 2024.

¹⁷ 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.

¹⁸ Les fonds article 9, plus ambitieux, doivent en plus poursuivre un objectif d'investissement durable.

¹⁹ Une organisation de recherche et de conseil politique spécialisée sur les écosystèmes de startups.

²⁰ La Silicon Valley devançait New York à la 1^{ère} place du classement de Startup Genome.

²¹ *Europe's fintech opportunity*, McKinsey&Company, Octobre 2022.

²² Derrière le Royaume-Uni, la Suède et Malte.

²³ 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.

et/ou d'un difficile accès à la main-d'œuvre IT²⁴.

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 Sum²⁵. 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*²⁶ 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 Ratings²⁷. 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-musulman²⁸.

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*²⁹ 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

²⁴ Voir : [Des bourses d'études pour les futurs talents de la diversification économique, Document de travail n°24, Jean-Baptiste Nivet, IDEA, 2024](#), pour plus de précisions sur les compétences technologiques au Luxembourg.

²⁵ 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.

²⁶ 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.

²⁷ European Islamic Funds Industry Led by Luxembourg, Fitch Ratings, décembre 2021.

²⁸ Emirats Arabes Unis, Bahreïn, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Koweït, Jordanie, Irak et Yemen.

²⁹ 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.