



BULLETIN
2010

3

bcc

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Secrétariat général
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : sg@bcl.lu

Luxembourg, le 7 décembre 2010

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM dans la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.8	Projections pour la zone euro	21
1.9	Le commerce extérieur	22
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et les projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	31
2.2	L'industrie	32
2.3	La construction	33
2.4	Le commerce et autres secteurs	34
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	35
2.6	Le marché du travail	36
2.6.1	L'emploi	36
2.6.2	Le chômage	38
2.6.3	Les coûts salariaux	43
2.7	Le secteur financier	47
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	47
2.7.2	L'emploi dans les banques	47
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	48
2.7.4	Les crédits à la clientèle non bancaire	50
2.7.5	Les dépôts de la clientèle non bancaire	53
2.7.6	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	55
2.7.7	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	57
2.7.8	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	62
2.7.9	Les organismes de placement collectif (OPC)	64
2.8	Le commerce extérieur	67
2.9	La balance des paiements	70
2.9.1	Compte courant	70
2.9.2	Compte financier	73
2.10	La croissance économique	74
2.11	Projections macroéconomiques	76

2.12	Les finances publiques	82
2.12.1	Projet de budget 2011	82
2.12.2	Projections budgétaires à court terme (2010-2012) de la BCL	85
2.12.3	Evolution des finances publiques à long terme	88
2.12.4	Stratégie d'assainissement recommandée par la BCL	91

2 ANALYSES

1	La position extérieure globale du Luxembourg	98
1.1	Introduction	98
1.2	La position nette par catégorie d'actifs : vue d'ensemble	99
1.3	La position d'investissements directs	101
1.3.1	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	101
1.3.2	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	102
1.4	La position d'investissements de portefeuille	104
1.4.1	La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers	105
1.4.2	La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois	110
1.5	Les autres investissements (dépôts et crédits)	111
1.6	Conclusion	112

3 ACTUALITÉS

1	Discours	116
1.1	After the EMU rescue – Which way for Europe? Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg Lecture in Memory of Pierre Werner organized by OMFIF London, United Kingdom	116
1.2	Prospects of Islamic Finance: The View of a Central Bank in Europe Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg Islamic Finance Conference Closing Keynote Address Frankfurt, Germany	120
2	10-13 May 2011 : 8th Islamic Financial Services Board Summit in Luxembourg	125

4 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	128
2	Circulaires de la BCL	134
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	135
1	Statistiques de politique monétaire	135
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	135
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	135
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	135
5	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	135
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	135
7	Balance des paiements du Luxembourg	136
8	Commerce extérieur	136
9	Position extérieure globale	136
10	Avoirs de réserve	136
11	Etablissements de crédit	136
12	Activité bancaire internationale	137
13	Organismes de placement collectif	137
14	Professionnels du secteur financier	137
15	Sociétés de gestion	137
4	Publications de la BCL	138
4.1	Bulletin de la BCL	138
4.2	Rapport Annuel de la BCL	138
4.3	Cahier d'études de la BCL	138
4.4	Brochures de la BCL	138
4.5	Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	139
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	139
4.6.1	Publications externes du personnel de la BCL	139
4.6.2	Présentations externes	139
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	141
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	142



EDITORIAL

Globalement, l'orientation actuelle de la politique monétaire reste accommodante dans la zone euro. Cette orientation, de même que la fourniture de liquidité et les modes d'adjudication, seront ajustés en fonction de la situation, en tenant compte du fait que les mesures non conventionnelles adoptées au cours de la période de vives tensions sur les marchés financiers sont de nature temporaire. Le Conseil des gouverneurs continuera donc de suivre très attentivement l'ensemble des évolutions au cours de la période à venir.

Au Luxembourg, la croissance du PIB en volume devrait selon la BCL s'établir entre 3,5 et 4,1 % en 2010, soit davantage que prévu en juin dernier. Il convient cependant de ne pas se méprendre sur cet ajustement à la hausse, qui est d'ailleurs en partie imputable aux révisions des données officielles de 2009. La BCL anticipait en juin la survenue d'un essoufflement conjoncturel pour la mi-2010. Elle escompte toujours un ralentissement, qui est simplement différé au tournant de l'année 2010/2011. La croissance serait en repli en 2011 et 2012, pour osciller aux alentours de 3 %. Encore convient-il de mentionner que ces projections comportent un risque majeur. Elles n'intègrent en effet pas l'ensemble des mesures d'assainissement budgétaire devant être adoptées par nos principaux partenaires commerciaux, les projections ne considérant que les mesures actuellement bien identifiées et dont la mise en œuvre est raisonnablement probable. Cet inévitable effort additionnel de consolidation budgétaire va déprimer la demande externe adressée au Luxembourg et, partant, la croissance économique.

De surcroît, la Place financière connaît des mutations dans le sillage de la crise et une régulation accrue du secteur financier est en préparation. La portée exacte de ces mutations et a fortiori leur impact sur la croissance économique sont imprécis à ce stade. Un élément aussi tangible que les comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois n'incite en tout cas guère à l'optimisme. Au cours des neuf premiers mois de l'année, ces établissements ont en effet enregistré un résultat avant provisions en baisse de 19,6 % par rapport à la période correspondante de 2009, le produit bancaire affichant quant à lui un recul de près de 10 %.

Plus généralement, il est illusoire de s'attendre au retour à une trajectoire de croissance de 4 % l'an, qui constitue un seuil minimal à atteindre pour assurer l'équilibre des comptes sociaux. Le Luxembourg s'est résolument déconnecté de cette trajectoire au cours des années récentes. Le PIB en volume a en effet diminué de 3 % entre le second trimestre 2008 et le trimestre correspondant de 2010, soit en l'espace de deux années. Il s'agit là d'un écart de quelque 11 % par rapport à une croissance tendancielle de 4 %. Cet écart ne pourra vraisemblablement être résorbé et est même mécaniquement voué à s'accroître en cas de croissance future inférieure à 4 % l'an. Le Luxembourg a certes connu une croissance moyenne supérieure au seuil des 4 % de 1980 à 2007. Cependant, cette évolution favorable a dans une large mesure reposé sur un secteur financier extrêmement dynamique. Or les évolutions récentes incitent pour le moins à douter d'un renouvellement de ce « miracle financier » au cours des années à venir.

Les services non financiers, qui sont fortement tributaires du secteur financier, en seront à leur tour affectés. Par ailleurs, les secteurs fortement exposés à la concurrence internationale, tels que l'industrie manufacturière, subiront l'impact de la dérive de notre compétitivité. La forte croissance observée à partir



de 1983 a été confortée par l'important effort de maîtrise des coûts internes mis en œuvre dès le début des années quatre-vingt. Or l'appréciable gain de compétitivité qui a résulté de cet effort d'encadrement des coûts s'est volatilisé voire même inversé par la suite, comme l'atteste la forte augmentation des coûts salariaux unitaires observée depuis la fin des années quatre-vingt-dix par rapport à nos principaux partenaires commerciaux. Cette dérive reflète en partie une productivité peu dynamique. Elle résulte également d'une inflation systématiquement plus forte que dans les pays limitrophes ou dans la zone euro, en raison notamment d'un mécanisme d'indexation transmettant automatiquement ces dérapages inflationnistes à la grille salariale. La dégradation afférente de notre compétitivité handicape l'industrie manufacturière, dont la part dans la valeur ajoutée a diminué de moitié de 1998 à 2009. Je serais tenté d'évoquer une «Dutch disease» à la Luxembourgeoise dans un tel contexte.

Seuls une restauration de la compétitivité de notre économie et un redressement de la productivité du facteur travail permettraient d'endiguer la progression tendancielle du chômage. La récente crise a de nouveau mis en lumière l'existence d'un chômage structurel croissant, touchant en particulier les chômeurs âgés et possédant un niveau de qualification inférieur. Cette situation était moins apparente avant la crise, car elle était partiellement masquée par une croissance économique élevée. Le Luxembourg ne pourra cependant plus compter sur cet amortisseur à l'avenir, ce qui souligne la nécessité d'un meilleur encadrement de l'évolution de l'inflation et des coûts salariaux et d'une politique d'éducation et de formation plus efficace.

Il est regrettable que le gouvernement se soit jusqu'à présent contenté de demi-mesures en la matière. Il s'est par exemple cantonné à repousser en octobre le paiement de la prochaine tranche indiciaire, ce qui ne permet de gagner qu'une poignée de mois. L'impact sur les coûts salariaux moyens peut être estimé à 0,6% en 2011 et il s'évaporerait de surcroît en 2012. Une action d'encadrement des coûts autrement plus décisive s'impose, d'autant que les projections d'inflation de la BCL laissent augurer de nouveaux dérapages inflationnistes dans un futur proche, tant par rapport aux pays limitrophes qu'à l'aune de la zone euro.

Les finances publiques constituent l'autre grand problème structurel du Luxembourg. Le gouvernement avait pris conscience de la nécessité d'un assainissement budgétaire conséquent dans la 11^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg. Etaient alors mentionnées des économies cumulées de l'ordre de 3,4% du PIB d'ici 2014. Cependant, une évolution plus favorable que prévu des recettes publiques sur le court terme a déjà incité les Administrations publiques à relâcher leurs efforts, comme l'atteste le démantèlement graduel du programme de consolidation budgétaire présenté par le Premier Ministre en mai 2010.

Il est extrêmement périlleux de baser une politique budgétaire sur des inflexions à court terme, aussi favorables soient-elles. D'une part, le contexte économique est toujours empreint d'incertitudes au présent stade. D'autre part, le Luxembourg sera plus que tout autre pays européen confronté à des transferts sociaux croissants au cours des prochaines décennies. Il risque au surplus d'être confronté à un étiolement graduel de certaines recettes, notamment les recettes liées au «Tanktourismus», les impôts des sociétés et la «TVA électronique». Une simulation à long terme élaborée par la BCL sur ces prémisses montre que l'effort d'assainissement ne doit nullement marquer le pas, bien au contraire. Le Luxembourg

devrait en guise d' « objectif budgétaire à moyen terme » tendre vers un surplus structurel de l'ordre de 1 % du PIB dès 2015. En outre, des réformes structurelles de la sécurité sociale s'imposent dans les meilleurs délais, faute de quoi nos finances publiques finiront inévitablement par s'enlisier.

Un effort reposant sur une hausse de la pression fiscale doit être évité en raison de son impact dommageable sur une économie très ouverte, où la pression fiscale est au demeurant plus élevée que communément admis. L'effort de consolidation budgétaire doit en conséquence s'opérer sur le versant des dépenses, idéalement sous la forme d'une norme instaurant un plafonnement de ces dernières. Une telle norme s'impose d'autant plus que l'évolution « spontanée » des dépenses s'est avérée extrêmement élevée au cours de la dernière décennie. Ainsi, les dépenses publiques luxembourgeoises ont connu une progression moyenne deux fois plus élevée que dans la zone euro de 2001 à 2009, alors qu'elles atteignaient déjà un niveau très élevé en comparaison internationale.

Le suivi du respect de la norme de dépenses pourrait être assuré par une instance budgétaire indépendante, également chargée d'aspects tels que la coordination des projections de recettes publiques. Une telle instance s'inscrirait résolument dans le sens des recommandations du groupe Van Rompuy sur la gouvernance au niveau européen et de la Cour des Comptes luxembourgeoise. Dans un récent rapport spécial « concernant la qualité de la planification des recettes fiscales », cette dernière met en exergue l'utilité d'un « comité de prévision » des recettes.

La consolidation budgétaire doit survenir dans les meilleurs délais, car l'effort d'ajustement sera d'autant plus douloureux qu'il sera tardif. Il s'agit là d'une réalité arithmétique et non d'une profession de foi. Les indicateurs budgétaires plus favorables qu'escompté à court terme ne justifient aucun laxisme en la matière – d'autant que les simulations de la BCL reprises dans son avis sur le projet de budget 2011 prennent en compte cette embellie. La situation budgétaire d'une économie ouverte comme celle du Luxembourg peut rapidement se dégrader faute d'une vigilance suffisante, comme l'indique la situation de l'Irlande. A la faveur notamment d'une croissance économique durablement élevée, en moyenne supérieure à 5 % l'an de 1980 à 2007, ce pays était parvenu à ramener sa dette publique à 25 % du PIB en 2007. Or le ratio de la dette publique irlandaise s'établirait selon la Commission européenne à 97 % du PIB à la fin de cette année 2010. Je suis convaincu que l'Irlande parviendra à s'extirper de ces difficultés, mais cette situation aura exigé la mise en œuvre d'un assainissement budgétaire très conséquent dans une situation d'urgence. Nos décideurs seraient bien avisés de prévenir tout risque en la matière, en renforçant au plus vite les fondamentaux de l'économie luxembourgeoise.

Yves Mersch

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM dans la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.4	Les marchés boursiers	16
1.5	Les taux de change de l'euro	17
1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.8	Projections pour la zone euro	21
1.9	Le commerce extérieur	22
1.10	La balance des paiements	24
2	La situation économique au Luxembourg	26
2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
2.1.1	Les prix à la consommation et les projections d'inflation	26
2.1.2	Les prix à la production industrielle	31
2.2	L'industrie	32
2.3	La construction	33
2.4	Le commerce et autres secteurs	34
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	35
2.6	Le marché du travail	36
2.6.1	L'emploi	36
2.6.2	Le chômage	38
2.6.3	Les coûts salariaux	43
2.7	Le secteur financier	47
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	47
2.7.2	L'emploi dans les banques	47
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	48
2.7.4	Les crédits à la clientèle non bancaire	50
2.7.5	Les dépôts de la clientèle non bancaire	53
2.7.6	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	55
2.7.7	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	57
2.7.8	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	62
2.7.9	Les organismes de placement collectif (OPC)	64
2.8	Le commerce extérieur	67
2.9	La balance des paiements	70
2.9.1	Compte courant	70
2.9.2	Compte financier	73
2.10	La croissance économique	74
2.11	Projections macroéconomiques	76



2.12 Les finances publiques	82
2.12.1 Projet de budget 2011	82
2.12.2 Projections budgétaires à court terme (2010-2012) de la BCL	85
2.12.3 Evolution des finances publiques à long terme	88
2.12.4 Stratégie d'assainissement recommandée par la BCL	91

Encadré 1.1:

Crise financière : les conséquences sur la croissance de l'emploi	44
---	----

Encadré 1.2:

L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises	59
--	----

Encadré 1.3:

Revenus des investissements et services financiers	70
--	----

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

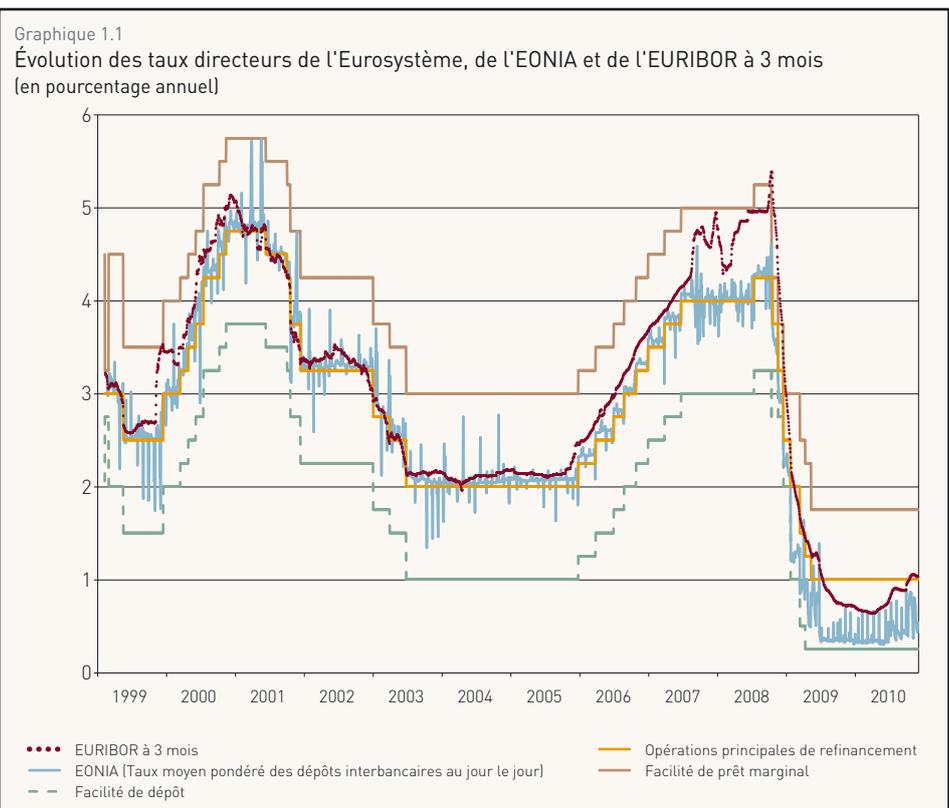
Depuis mai 2009, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés, le Conseil des gouverneurs ayant jugé que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève à 1,00 %, tandis que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25 % et 1,75 %.

Outre les décisions relatives au niveau des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a annoncé en décembre que les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement exceptionnelles dont la durée correspond à une période de constitution de réserves continueront à être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaires et au moins jusqu'à la fin de la troisième période de constitution de réserves de 2011, le 12 avril 2011. Le Conseil des gouverneurs a également décidé de conduire les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois dont l'adjudication s'effectue en janvier, février et mars 2011 sous la forme d'appels d'offres à taux fixe sans limitation de montant. Le

Conseil des gouverneurs estime également que le SMP (Securities Markets Programme, programme d'achat d'obligations) peut se poursuivre.

L'inflation s'est progressivement accrue dans la zone euro, s'inscrivant à 1,8 % en septembre et à 1,9 % en octobre. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 1,9 % en rythme annuel en novembre. Les projections de décembre 2010 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 1,5 % et 1,7 % en 2010, entre 1,3 % et 2,3 % en 2011 et entre 0,7 % et 2,3 % en 2012. Par rapport aux projections de septembre, la fourchette est inchangée pour cette année, alors que la fourchette pour 2011 est légèrement plus élevée. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme demeurent solidement ancrées à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

En ce qui concerne l'activité économique, les données et les résultats d'enquête publiés récemment confirment généralement l'opinion selon laquelle la dynamique de fond positive de la reprise dans la zone euro se maintient. La progression trimestrielle du PIB en volume s'élève à 1,0 % au deuxième trimestre et à 0,4 % au troisième. Conformément aux anticipations antérieures, le PIB en volume devrait continuer de progresser au quatrième trimestre. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2010 établies



Sources : BCE, Bloomberg



par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre 1,6 % et 1,8 % en 2010, entre 0,7 % et 2,1 % en 2011 et entre 0,6 % et 2,8 % en 2012. Par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE, la fourchette pour 2010 s'est légèrement resserrée pour se rapprocher de la limite supérieure de la fourchette de septembre et celle pour 2011 est légèrement plus étroite.

S'agissant de l'analyse monétaire, la croissance de l'agrégat large (M3) et celle des prêts octroyés au secteur privé demeurent faibles et continuent de confirmer le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent modéré et de tensions inflationnistes à moyen terme contenues. En septembre et octobre, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 1,1 % et 1,0 % respectivement. La progression annuelle des prêts au secteur privé (corrégés des cessions et de la titrisation) s'éleva à 1,3 % en septembre et à 1,6 % en octobre.

La forte incidence de la configuration des taux d'intérêt sur la dynamique monétaire semble s'affaiblir progressivement. Ainsi, l'impact de la pente accentuée de la courbe des rendements sur la progression effective de M3 s'est atténué et les répercussions des mouvements de report (vers les dépôts et les titres à plus long terme non inclus dans M3) qui découlent de la pentification de la courbe de rendements se sont affaiblies. En outre, l'incidence du faible écart entre les taux appliqués aux différents instruments de M3 sur les arbitrages de portefeuille au profit de M1 continue de se réduire. L'évolution récente de la croissance annuelle de M3 masque un ralentissement prononcé de la progression de M1, qui a été largement contrebalancé par les évolutions d'autres composantes, en particulier celles des dépôts à court terme autres que les dépôts à vue (M2-M1).

Quant aux contreparties de M3, la progression annuelle des prêts aux sociétés non-financières demeura négative en octobre (-0,6 %, sans changement par rapport à septembre). Le taux de croissance des crédits à l'habitat n'a guère changé par rapport aux mois précédents, s'établissant à 3,4 % en septembre et à 3,6 % en octobre. La progression des crédits à la consommation fut plus volatile. Elle s'est inscrite à -0,9 % en septembre et à -0,8 % en octobre.

1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS PAR LES IFM DANS LA ZONE EURO

A l'instar du coût de refinancement des agents financiers, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les banques de la zone euro aux ménages et aux sociétés non financières (SNF) a suivi une tendance baissière tout au long de l'année 2009. Cependant, les neuf premiers mois de l'année 2010 ont été marqués par différents mouvements irréguliers de baisse et de hausse des taux et non pas par une tendance baissière régulière comme l'année précédente.

Si la plus récente diminution du taux de refinancement de l'Eurosystème est intervenue en mai 2009, les taux débiteurs et créditeurs des banques ont poursuivi leur décline bien au-delà de cette période. Cet effet de retard dans la transmission du taux de refinancement est un phénomène observé de longue date.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro est en recul. Il est en effet passé de 2,81 % en septembre 2009 à 2,75 % en septembre 2010. Cependant, entre mars et septembre 2010, le coût des crédits immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro a progressé, passant de 2,63 % en mars 2009 à 2,75 % en septembre.

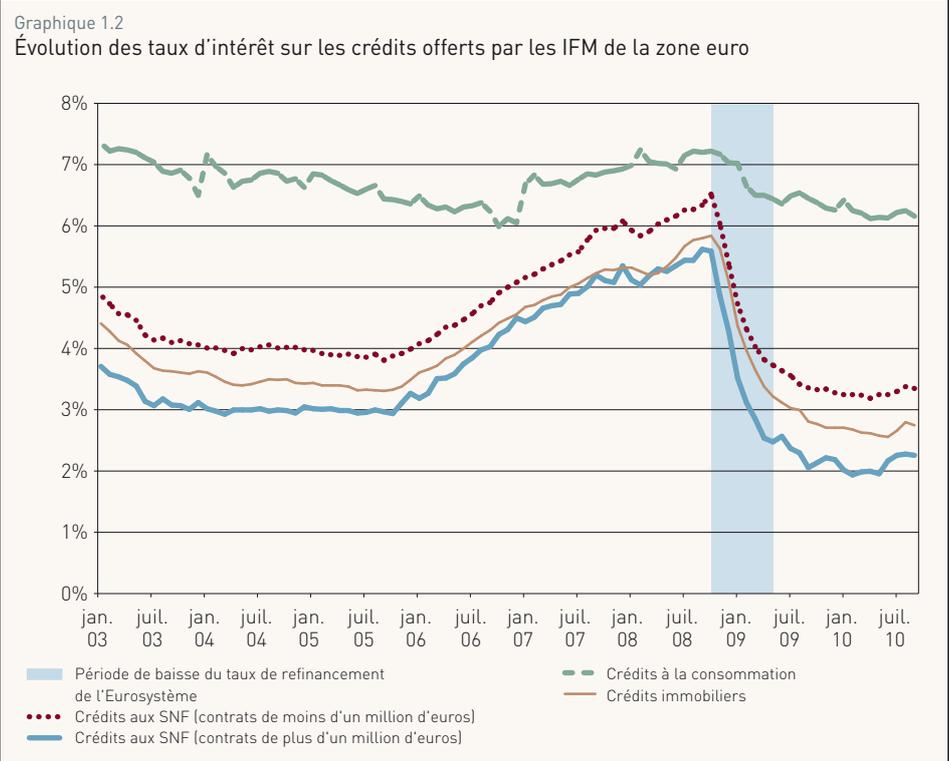
Le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans (cette période de fixation est retenue afin de pouvoir faciliter la comparaison avec les données luxembourgeoises), a affiché un recul de 29 points de base entre septembre 2009 (6,45 %) et septembre 2010 (6,16 %). Contrairement aux crédits immobiliers, les crédits à la consommation font rarement l'objet d'un nantissement. La prime de risque demeurant élevée sur ces contrats, la tendance des taux associés n'est pas aussi baissière que celle des taux de refinancement.

En ce qui concerne les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières, ils étaient en très léger recul entre septembre 2009 et septembre 2010 (de 3,36% à 3,35%) pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros. Par contre, les taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros étaient, eux, significativement en hausse (de 2,06% à 2,26%) entre septembre 2009 et septembre 2010.

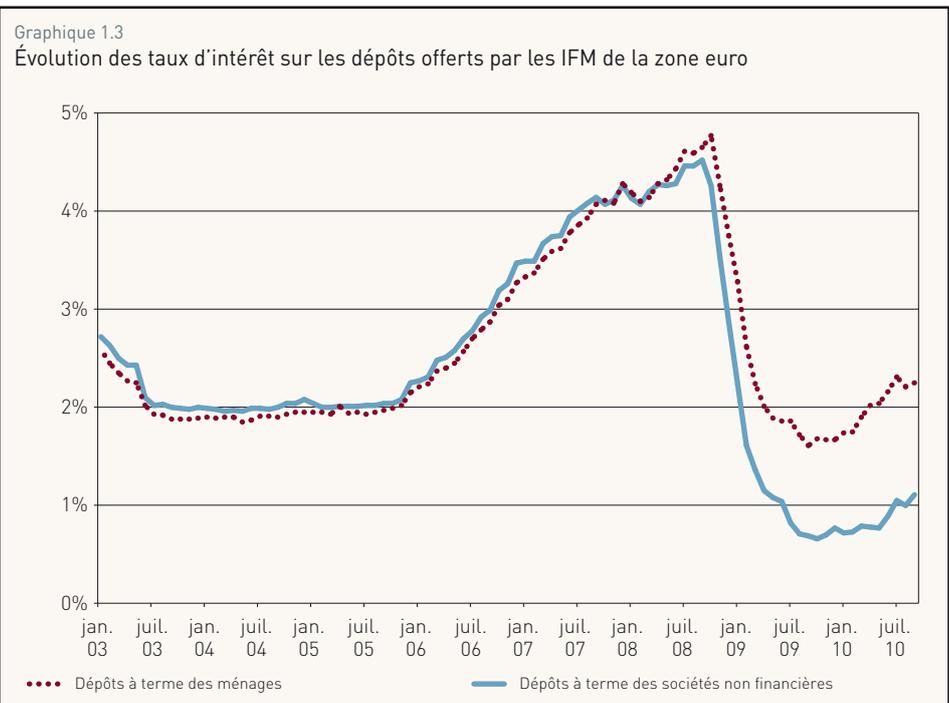
Au passif, le taux des dépôts à terme des ménages est passé de 1,61% en septembre 2009 à 2,25% en septembre 2010, soit une hausse de 64 points de base. Il convient cependant de noter que le taux du mois de septembre 2009 était le taux de rémunération le plus faible enregistré depuis 2003. Depuis le début de l'année 2010, le taux des dépôts à terme des ménages suit une tendance haussière.

Le taux des dépôts à terme des sociétés non financières est passé de 0,69% en septembre 2009 à 1,1% en septembre 2010, soit une hausse de 41 points de base. Depuis le début de l'année 2010, ce taux suit également une tendance généralement haussière.

L'important écart de rémunération entre les dépôts des ménages et ceux des sociétés non financières s'explique naturellement par les différences d'horizons de placement entre ces deux catégories, les sociétés non financières déposant à plus court terme que les ménages.



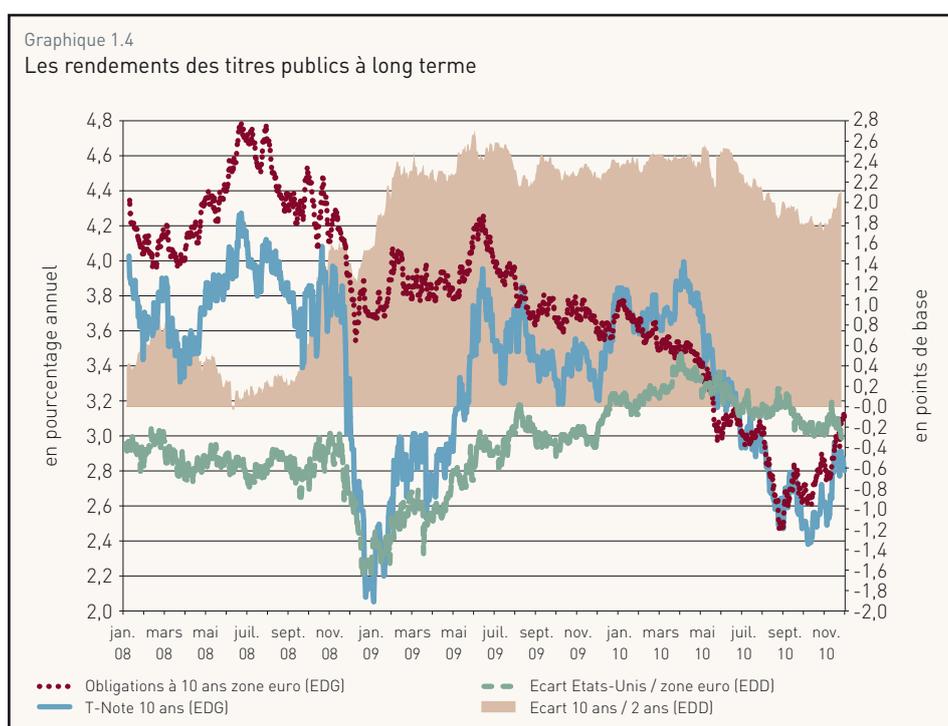
Source : BCE



Source : BCE

1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Malgré la volatilité persistante qui a caractérisé les marchés obligataires depuis la fin du mois d'août 2010, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis ont dans l'ensemble connu une tendance haussière pour s'établir respectivement à 3,11% et 2,80% au 30 novembre 2010. Les nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif adoptées aux Etats-Unis, les divergences d'anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire de la Fed et de la BCE et la crise des dettes souveraines dans les pays périphériques de l'Union monétaire se sont ainsi traduits par un accroissement du différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis. Ce dernier, qui était à un niveau proche de la parité, s'est en effet légèrement accru pour redevenir négatif et avoisiner les 30 points de base en fin de période.



Sources : BCE, Bloomberg

Du côté de la zone euro, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans, qui avait tout d'abord continué de se resserrer en raison, notamment, de la remontée des taux courts inhérente au processus de réduction de l'excès de liquidités dans le système bancaire, a finalement augmenté sous l'influence de l'évolution des taux longs. Les écarts de rendements des différents pays se sont quant à eux de nouveau accentués en fin de période en raison des inquiétudes persistantes vis-à-vis du risque souverain des pays périphériques de la zone euro. Ces écarts demeuraient ainsi, au 30 novembre 2010, à des niveaux historiquement élevés, notamment du point de vue des titres grecs, irlandais, portugais et espagnols.

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Au cours de la période étudiée, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro se sont dans l'ensemble caractérisés par un mouvement haussier, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 affichant respectivement des gains de 0,42%, 9,28% et 11,3% entre le 1^{er} septembre et le 30 novembre 2010.

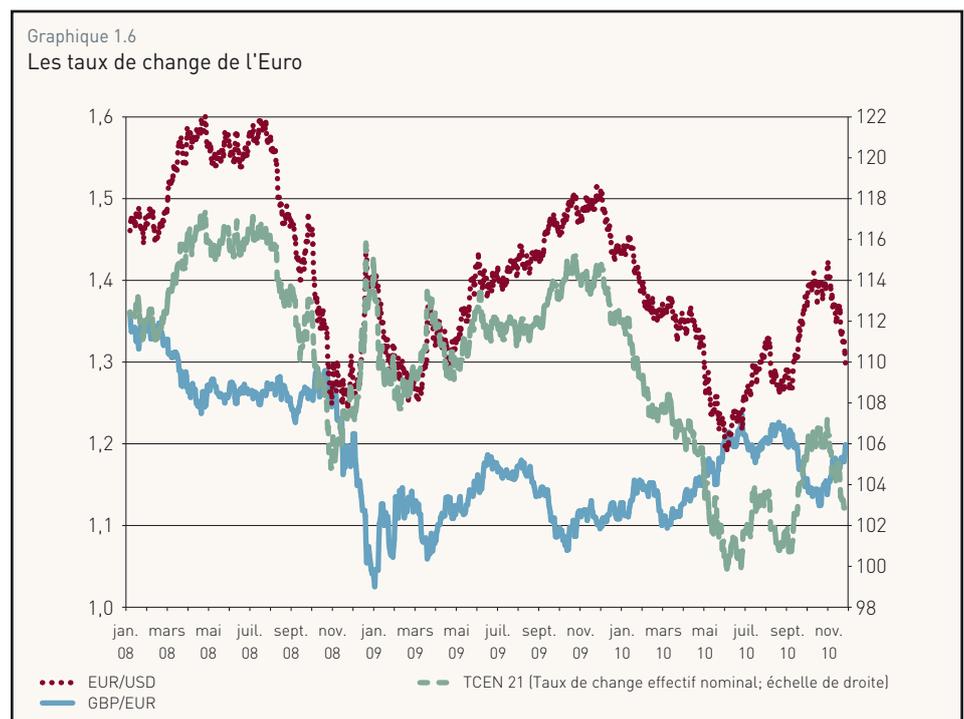
Ce rebond des marchés boursiers s'est tout d'abord inscrit dans un contexte économique globalement favorable, marqué par la publication d'indicateurs macroéconomiques satisfaisants et l'annonce de résultats supérieurs aux attentes de la part des entreprises. L'injection de liquidités supplémentaires par la Fed dans le cadre de son programme d'achats de titres publics, avec une rallonge de 600 milliards de dollars jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2011, a ensuite permis d'alimenter cette tendance haussière. En fin de période, les inquiétudes relatives à la vigueur de la reprise aux Etats-Unis et à la soutenabilité des dettes publiques de certains pays de la zone euro ont toutefois pesé sur l'évolution des indices en ravivant l'aversion au risque des opérateurs de marché.



1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 21 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a gagné près de 1,2% entre le 1^{er} septembre et le 30 novembre 2010 en raison, notamment, de l'évolution du cours de la monnaie unique par rapport au dollar américain.

Au cours de la période étudiée, l'euro s'est tout d'abord apprécié de plus de 10% par rapport au dollar, poursuivant ainsi la tendance qui avait été amorcée depuis le mois de juin 2010. Cette évolution, qui a perduré jusqu'au début du mois de novembre, a dans l'ensemble été suscitée par la politique monétaire accommodante poursuivie aux Etats-Unis marquée, notamment, par les nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif adoptées dans le cadre du programme d'achats de titres de dette publique. En fin de période, les risques de contagion de la crise des dettes souveraines





de certains pays membres de la zone euro ont toutefois inversé ce mouvement en pesant fortement sur le taux de change de la monnaie unique. Au 30 novembre 2010, l'euro s'échangeait de ce fait contre 1,30 USD, à un niveau inférieur de 7% à sa moyenne de 2009.

Depuis la fin du mois d'août 2010, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis de la livre sterling, du yen et du franc suisse. La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro. La couronne estonienne a ainsi continué de s'échanger à un niveau proche du cours pivot de 15,6466 EEK/euro, cours qui servira de référence comme taux de conversion lors du passage de l'Estonie à l'euro le 1^{er} janvier 2011. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) sont elles aussi demeurées à des niveaux globalement stables par rapport à l'euro, hormis la couronne suédoise qui s'est appréciée de près de 2,3% face à la monnaie unique.

1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Elle est passée de -0,7% en juillet 2009 à +0,9% en fin 2009 pour se hisser à 1,9% en octobre 2010, son niveau le plus élevé depuis novembre 2008.

Le renversement de la tendance des prix à la consommation depuis la mi-2009 résulte presque exclusivement de la remontée du cours du pétrole et de l'accélération subséquente des prix de l'énergie. Si ces derniers ont atteint leur creux en début d'année 2009 pour remonter par la suite, leurs taux de variation annuels ne se sont redressés qu'à partir du mois de juillet, en raison d'une base de comparaison qui restait jusqu'alors favorable. Depuis plusieurs mois cependant, ces effets de base sont de nature à exercer un impact à la hausse sur l'inflation annuelle. Le taux de variation annuel de la composante énergie s'est ainsi progressivement accéléré, passant de -14% en juillet 2009 à 1,8% en décembre 2009 et autour de 9,0% en octobre 2010.

Malgré la hausse des prix énergétiques, le recul de l'inflation des autres biens et services s'est poursuivi au cours de l'année 2009, pour se stabiliser lors de la première moitié de 2010 à des niveaux très bas. Le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a connu une décélération de 0,8 p.p. en un peu moins d'un an, passant de 1,8% en janvier à 1,0% en décembre 2009 pour se tasser à 0,9% en moyenne lors des neuf premiers mois de 2010. Cette tendance désinflationniste est générale et elle résulte des effets retardés de la baisse du prix du pétrole, du recul des prix des matières premières agricoles ainsi que des conditions cycliques particulièrement défavorables. La désinflation pourrait cependant avoir atteint son apogée et l'inflation ne reculerait vraisemblablement plus au cours des prochains mois. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est hissé progressivement à 1,1% en octobre. Ce retournement s'est aussi généralisé, même si les mouvements des composantes ne sont pas parfaitement synchronisés. Si les prix des biens alimentaires non transformés et des biens industriels non-énergétiques ont déjà subi une accélération au deuxième trimestre, la remontée de l'inflation des prix des services ne s'est amorcée qu'au troisième trimestre.

Selon les récentes projections des services de la BCE, l'inflation aurait atteint son creux en 2009 et elle accuserait une nette progression en 2010. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 1,5% à 1,7% en 2010, contre 0,3% en 2009. Pour 2011, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 1,3% et 2,3%. Comparé à l'exercice de septembre 2010, les projections pour 2011 ont été légèrement revues à la hausse.

Tableau 1.1 :

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (taux de variation annuels)

	2008	2009	2010-T1	2010-T2	2010-T3	oct-10
IPCH global	3,3	0,3	1,1	1,5	1,7	1,9
Produits alimentaires non transformés	3,5	0,2	-0,8	0,7	2,3	2,4
Produits alimentaires transformés	6,1	1,1	0,6	0,8	0,9	1,2
Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,6	0,1	0,3	0,5	0,7
Energie	10,3	-8,1	4,8	8,1	7,3	8,5
Services	2,6	2,0	1,5	1,2	1,4	1,3
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,4	1,3	0,9	0,8	1,0	1,1

Source : Eurostat

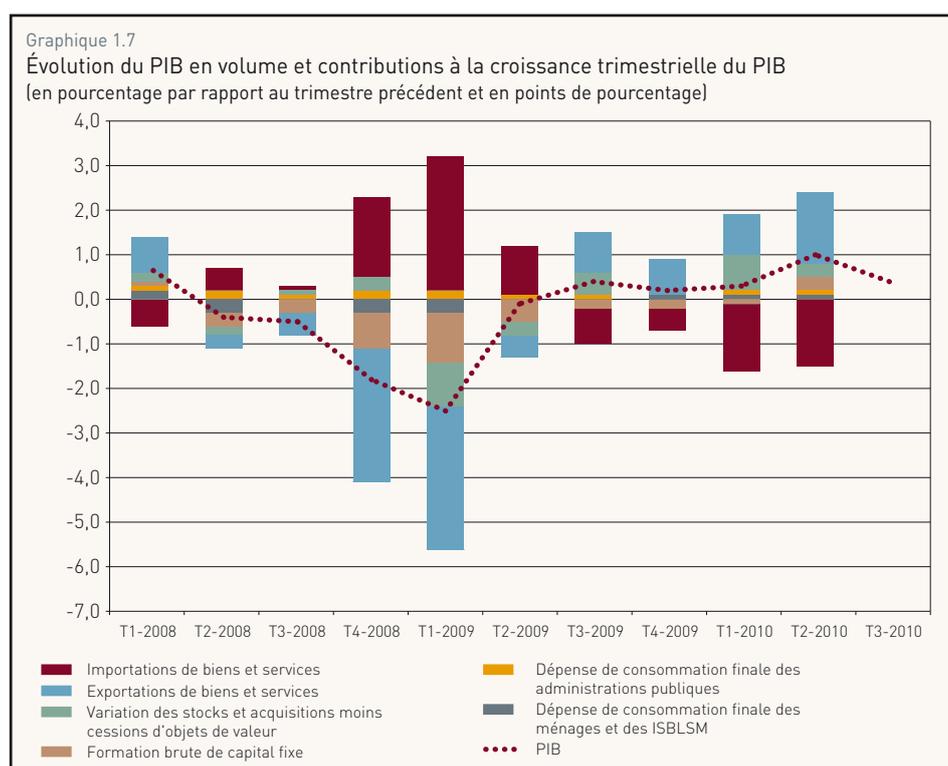
1.7 L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION, DE LA DEMANDE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2010 témoignent du renforcement de la croissance économique au sein de la zone euro. Après une hausse de la production de 0,3% au premier trimestre de cette année, la croissance trimestrielle du PIB réel s'est accélérée à 1,0% au deuxième trimestre. En termes annuels, le PIB affiche une augmentation de l'ordre de 1,9%, ce qui représente le taux de croissance le plus élevé enregistré depuis le début de la crise.

La plus récente estimation rapide pour le troisième trimestre 2010 fait état d'un accroissement de l'activité de 0,4% en glissement trimestriel et de 1,9% en rythme annuel, corroborant ainsi le redémarrage de l'économie au sein de la zone euro. D'un point de vue national, le taux en glissement annuel a évolué de façon disparate depuis le deuxième trimestre. Le taux s'est raffermi en Espagne, en France, à Chypre, en Autriche et en Finlande et a décéléré en Belgique, en Italie, aux Pays-Bas et en Slovaquie. En Allemagne, le taux de croissance annuel du PIB en volume s'est stabilisé à 3,9%. En Grèce par contre, le taux en glissement annuel a été négatif à concurrence de 4,5% au troisième trimestre. A la date du 7 décembre 2010, les données relatives au troisième trimestre 2010 ne sont pas encore disponibles pour l'Irlande, le Luxembourg et Malte.

En outre, les résultats détaillés des comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 2010 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce Bulletin.

L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la croissance enregistrée au deuxième trimestre 2010 résulte essentiellement d'une contribution accrue du commerce extérieur, en raison d'une croissance plus dynamique des exportations que des importations. La quasi-stabilisation de la contribution de la demande inté-

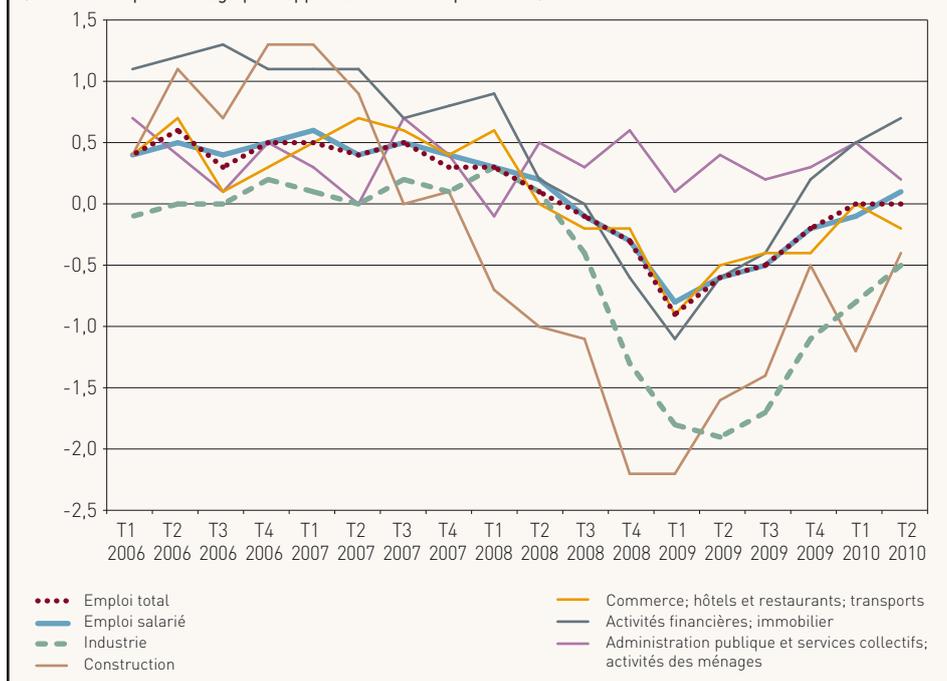


Source : Eurostat

rieure au cours du deuxième trimestre 2010 (0,8 p.p. après 0,9 p.p. au premier trimestre) est principalement attribuable à la stabilisation de la part contributive de la dépense privée (0,1 p.p.) et publique (0,1 p.p.). Par ailleurs, la contribution de la formation brute de capital à la croissance trimestrielle s'est légèrement décélérée (0,6 p.p. contre 0,8 p.p. le trimestre précédent).

Graphique 1.8

Évolution de l'emploi selon le secteur économique dans la zone euro
(variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Source : Eurostat

D'un point de vue sectoriel et en glissement trimestriel, le regain de dynamisme au deuxième trimestre 2010 est attribuable à l'ensemble des secteurs, à l'exception du secteur primaire. Un examen plus approfondi révèle que l'activité s'est renforcée dans l'industrie, la construction, le commerce ainsi que les activités financières et immobilières. Il convient également de noter une quasi-stabilisation de la croissance de la valeur ajoutée brute dans le secteur « administration publique et services collectifs; activités des ménages ».

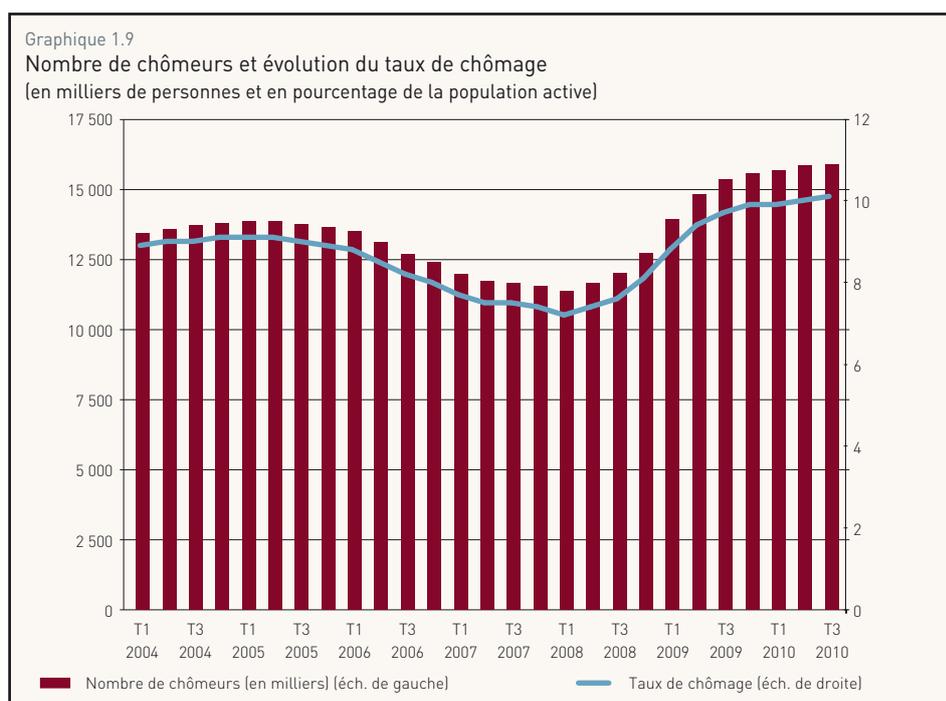
Les perspectives sur le marché du travail ont continué de s'améliorer au cours du deuxième trimestre 2010, l'emploi total cessant de se détériorer en glissement trimestriel pour le deuxième trimestre consécutif.

Au niveau sectoriel, tout en demeurant négative, la croissance trimestrielle de l'emploi s'est légèrement améliorée dans l'industrie et la construction au deuxième trimestre 2010. Par ailleurs, la progression de l'emploi s'est accélérée dans le secteur « activités financières; immobilier ». La seule note négative revient au secteur du commerce où l'emploi s'est légèrement contracté par rapport au trimestre précédent (-0,2%). Par ailleurs, le secteur « administration publique et services collectifs; activités des ménages » a enregistré une décélération de la croissance de l'emploi. Les perspectives d'emploi telles qu'esquissées à travers les enquêtes de la Commission européenne et l'indice des directeurs d'achat laissent présager la poursuite de la stabilisation de la situation sur le marché de l'emploi au troisième trimestre 2010, dans la foulée de la reprise conjoncturelle.

L'embellie enregistrée du côté de l'emploi trouve également son reflet du côté du taux de chômage de la zone euro. Après s'être largement détérioré dans le sillage de la crise, en passant de 7,7% en septembre 2008 à 10,1% en octobre 2010, le taux de chômage a ralenti sa progression depuis septembre 2009. Cette relative stabilisation est perceptible pour l'ensemble des Etats membres de la zone euro.

En ce qui concerne le coût du travail dans la zone euro, la croissance annuelle de la rémunération par tête s'est accélérée à 2,0% au deuxième trimestre 2010, après s'être établie à 1,5% le trimestre précédent. Cette accélération du coût du travail provient essentiellement de l'accroissement des heures travaillées. Par ailleurs, en raison de la reprise économique et des pertes d'emplois enregistrées au cours des derniers mois, la productivité du travail s'est accélérée à 2,6% au deuxième trimestre 2010, après 2,1% le trimestre précé-

dent. Ces gains de productivité couplés à une croissance modérée de la rémunération par tête ont contribué à la baisse du coût salarial unitaire. Au deuxième trimestre 2010, ce dernier a en effet reculé à raison de 0,6% en glissement annuel, après une hausse annuelle de 4,7% au même trimestre de l'année précédente. Globalement, l'incertitude liée à l'environnement économique général et la morosité du côté du marché de l'emploi devraient continuer à peser sur l'évolution des salaires.



Sources : Eurostat, Eurosystem

1.8 PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Les récentes projections de l'Eurosystem tablent sur une croissance annuelle du PIB réel comprise entre 1,6% et 1,8% en 2010, entre 0,7% et 2,1% en 2011 et entre 0,6% et 2,8% en 2012. Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystem de juin 2010, il apparaît que le point central de la fourchette de croissance projetée a été révisé à la hausse de 0,7 point de pourcentage en 2010 et de 0,2 point de pourcentage en 2011.

Tableau 1.2:
Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2011	2012
IPCH	0,3	1,5 - 1,7	1,3 - 2,3	0,7 - 2,3
PIB réel	-4,1	1,6 - 1,8	0,7 - 2,1	0,6 - 2,8
Consommation privée	-1,1	0,6 - 0,8	0,4 - 1,4	0,5 - 2,3
Consommation publique	2,4	0,5 - 1,3	-0,8 - 0,6	-0,4 - 1,0
Investissement	-11,3	-1,4 - -0,6	-0,5 - 3,1	0,1 - 5,3
Exportations	-13,1	9,9 - 11,7	3,7 - 8,7	2,5 - 8,7
Importations	-11,8	8,2 - 9,8	2,6 - 7,6	2,3 - 8,1

Source : BCE



La croissance dans la zone euro observée au troisième trimestre 2010 s'est établie à +0,4 % (après +1,0 % au deuxième). Ce ralentissement s'explique en partie par des échanges extérieurs en baisse par rapport au trimestre précédent et par une stagnation de l'investissement. A compter du quatrième trimestre de l'année 2010, la croissance dans la zone euro devrait demeurer modérée, en raison de la contribution moindre de facteurs temporaires ayant jusqu'ici soutenu la croissance (stimuli fiscaux, reconstitution des stocks et rebond du commerce international). L'activité devrait néanmoins être de plus en plus soutenue par la reprise progressive de la demande interne.

La croissance du PIB de la zone euro devrait rester modeste eu égard aux épisodes de reprise observés précédemment, en raison de besoins d'assainissement des bilans dans les secteurs privé et public. La consommation privée devrait se redresser nettement en 2010, puis augmenter de manière progressive sur l'horizon de prévision. Les exportations devraient rebondir fortement en 2010 avant de ralentir quelque peu, parallèlement à la demande extérieure. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait rester positive de 2010 à 2012, tout en diminuant progressivement.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils sont légèrement orientés à la baisse, dans un contexte d'incertitude toujours forte. Certes, le commerce mondial pourrait continuer à progresser plus rapidement que prévu, soutenant par là même les exportations de la zone euro. Cela étant, les risques à la baisse sont liés aux tensions sur certains compartiments des marchés financiers et à leur répercussion potentielle sur l'économie réelle de la zone euro. D'autres risques à la baisse sont liés à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à des pressions protectionnistes ainsi qu'à la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux.

Les projections d'inflation de l'Eurosystème pour la zone euro tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH comprise entre 1,5 % et 1,7 % pour 2010, entre 1,3 % et 2,3 % pour 2011 et entre 0,7 % et 2,3 % pour 2012. Par rapport aux projections de l'Eurosystème publiées en juin dernier, le point central de la fourchette pour 2010 a été révisé à la hausse de 0,1 point de pourcentage, tandis que celui pour 2011 a été revu à la hausse de 0,2 point de pourcentage.

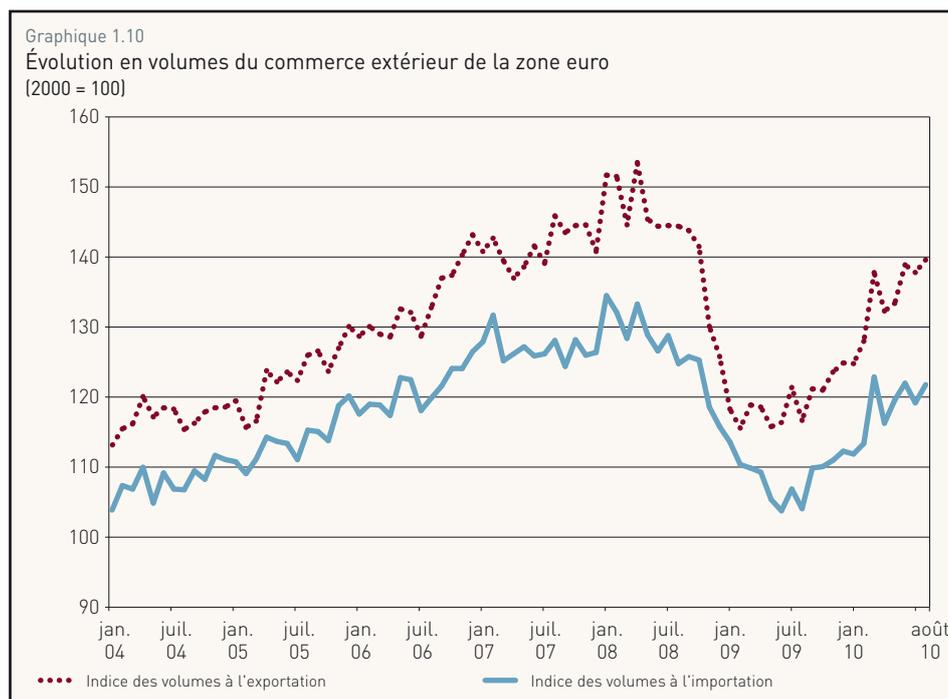
Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix sont globalement équilibrés. Les risques à la hausse sont notamment liés à l'évolution des prix de l'énergie et des matières premières hors énergie. En outre, les majorations de la fiscalité indirecte et les relèvements des prix administrés pourraient être plus importants que prévu actuellement, en raison de l'assainissement budgétaire auquel il faudra nécessairement procéder au cours des prochaines années. Dans le même temps, les prévisions font toujours état de risques limités entourant les évolutions des prix et des coûts internes.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Après avoir subi une forte contraction entre le quatrième trimestre de 2008 et les deux premiers trimestres de 2009, le commerce extérieur de la zone euro a connu une croissance soutenue au deuxième semestre de 2009. Cette progression des échanges s'est renforcée au cours des neuf premiers mois de 2010, les exportations et les importations ayant augmenté de respectivement 19 % et de 21 % (par rapport à la même période de 2009) pour atteindre 1 120,1 et 1 120,8 milliards d'euros. Les données trimestrielles montrent que les taux de croissance (par rapport au même trimestre de l'année précédente) des exportations et des importations sont redevenus positifs depuis le premier trimestre 2010, après cinq trimestres de baisses successives. Les exportations ont ainsi progressé de 22 % et de 23 % au deuxième trimestre et au troisième trimestre de 2010. Les importations se sont quant à elles accrues de 27 % et de 26 % au cours des mêmes trimestres.

L'évolution des indices des volumes du commerce montre également une hausse marquée des volumes à l'exportation et à l'importation à partir du mois d'août 2009, après la chute brutale enregistrée entre le dernier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, période pendant laquelle la crise financière internationale s'était intensifiée (voir graphique). Sur les huit¹ premiers mois de 2010, l'indice moyen des volumes exportés s'est ainsi accru de 13,9% contre 9,7% pour les volumes importés. Malgré cette importante progression, les volumes exportés et importés restent bien en deçà de leurs sommets atteints avant la crise (voir graphique).

La progression soutenue du commerce extérieur sur les trois premiers trimestres de l'année 2010 est le reflet d'une embellie de la conjoncture économique au niveau mondial. Malgré cette évolution positive des exportations et importations en valeur, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 0,6 milliard d'euros sur la période des neuf premiers mois de l'année 2010, contre un excédent de 10,9 milliards sur la même période de 2009. A noter que le troisième trimestre de 2010 s'est clôturé avec un excédent commercial de 4,5 milliards alors que les deux premiers trimestres de 2010 ont enregistré des déficits commerciaux (3,7 milliards au premier trimestre 2010 et 1,5 milliard au deuxième trimestre de 2010).



L'évolution des indices moyens des prix met en évidence une croissance plus rapide des valeurs unitaires à l'importation (+9,2% sur les huit premiers mois de 2010) qu'à l'exportation (+3,8%). Les termes de l'échange se sont par conséquent détériorés de 4,9% sur les huit premiers mois de 2010. Cette dernière évolution s'explique essentiellement par une hausse du prix du pétrole (le prix moyen du baril s'est établi à 77 USD sur les huit premiers mois de 2010, contre 56 USD sur la même période de 2009).

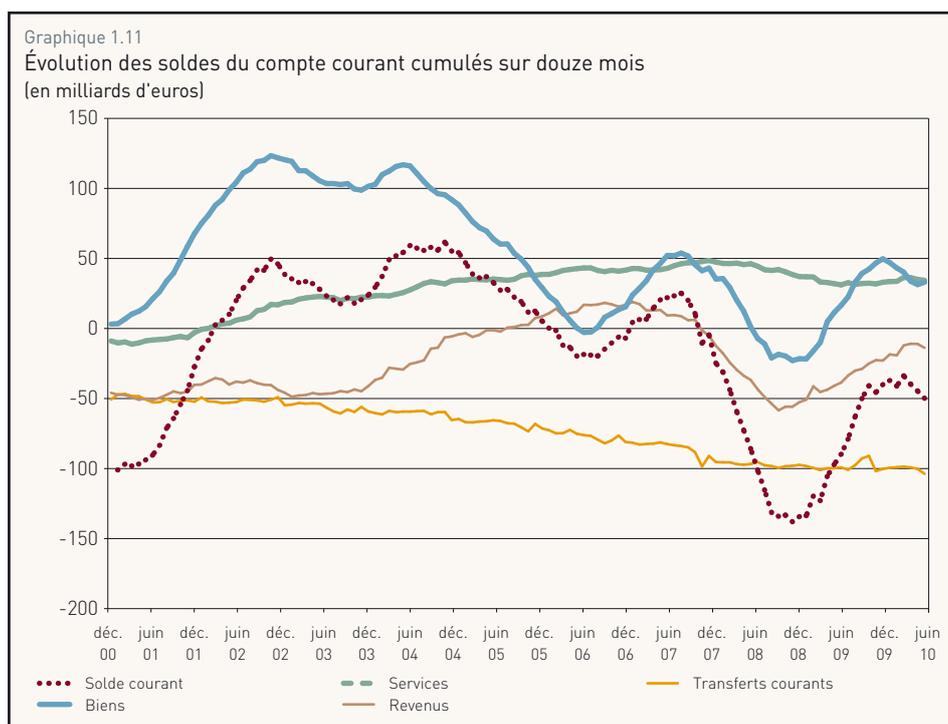
La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre une hausse de 25% du déficit des combustibles minéraux, lubrifiants et produits annexes, qui a atteint 185 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010, contre 148 milliards sur la même période de 2009. Le déficit dans les matières brutes non comestibles (hors carburants) s'est lui aussi fortement accru (+76%, à 24 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans les articles manufacturés est en hausse de 18% pour s'établir à 190 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010. De même, le surplus sur produits chimiques a augmenté de 22% à 80 milliards.

1 A la date d'arrêté de ce Bulletin, les données du mois de septembre 2010 sur les indices de prix et de volume n'étaient pas encore disponibles.

La ventilation du commerce par principaux partenaires montre une hausse des surplus vis-à-vis de presque tous les partenaires avec lesquels les échanges restent habituellement excédentaires : les États-Unis (+53 % à 34 milliards sur les huit² premiers mois de 2010), la Suisse (+26 % à 11 milliards) et la Turquie (+102 % à 10 milliards). L'excédent commercial vis-à-vis du Royaume-Uni a par contre légèrement diminué (-2,2 % à 19 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2010). Les déficits commerciaux se sont alourdis dans les échanges avec la Chine (+21 % à 70 milliards sur les huit premiers mois de 2010), la Russie (+70 % à 30 milliards). Par ailleurs, les échanges avec les pays membres de l'OPEP se sont soldés par un déficit de 12 milliards, alors qu'ils avaient dégagé un excédent de 1 milliard sur les huit premiers mois de l'année 2009.

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2010, la balance courante de la zone euro s'est stabilisée au même niveau que celui atteint au cours de la même période de 2009 (61 milliards d'euros). Cette stagnation est le résultat de variations importantes de tous les principaux soldes de la balance courante.



Source : BCE

La balance des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retournée dès le second trimestre de 2009 en redevenant excédentaire après trois trimestres de déficits successifs. Le surplus de biens atteint ainsi 13,2 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année 2010, restant néanmoins en deçà de celui enregistré sur la même période de 2009 (19,5 milliards d'euros). Ceci est notamment dû à une hausse plus importante des importations que des exportations.

Bénéficiant de l'impact positif de l'amélioration des perspectives économiques, le développement des exportations de services a été plus dynamique, au cours des neuf premiers mois de l'année 2010,

que celui des importations de services (6,6 % contre 6,4 %), occasionnant une croissance substantielle de l'excédent de services (+10 % à 25,4 milliards d'euros).

La balance des revenus a de même évolué positivement et a vu son déficit décliner de 48,4 % à 16 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010. Cette diminution marquée s'explique en grande partie par les niveaux relativement bas des taux de rendement.

2 A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données du commerce de septembre 2010 ventilées par pays membre de l'UE n'étaient pas encore disponibles.

Soulignons finalement la contribution négative de la balance des transferts courants, dont le déficit s'est à nouveau accru de 15,1 % pour atteindre 83,9 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2010.

Dans le compte financier, les entrées nettes de capitaux ont augmenté, en s'établissant à 96,5 milliards d'euros au cours des neuf premiers mois de 2010 contre 43 milliards sur la même période de 2009. Les transactions sur investissements de portefeuille et les autres investissements (prêts et dépôts classiques) ont notamment contribué à cette évolution. Les sorties nettes au titre d'investissements directs sont restées quasiment stables.

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

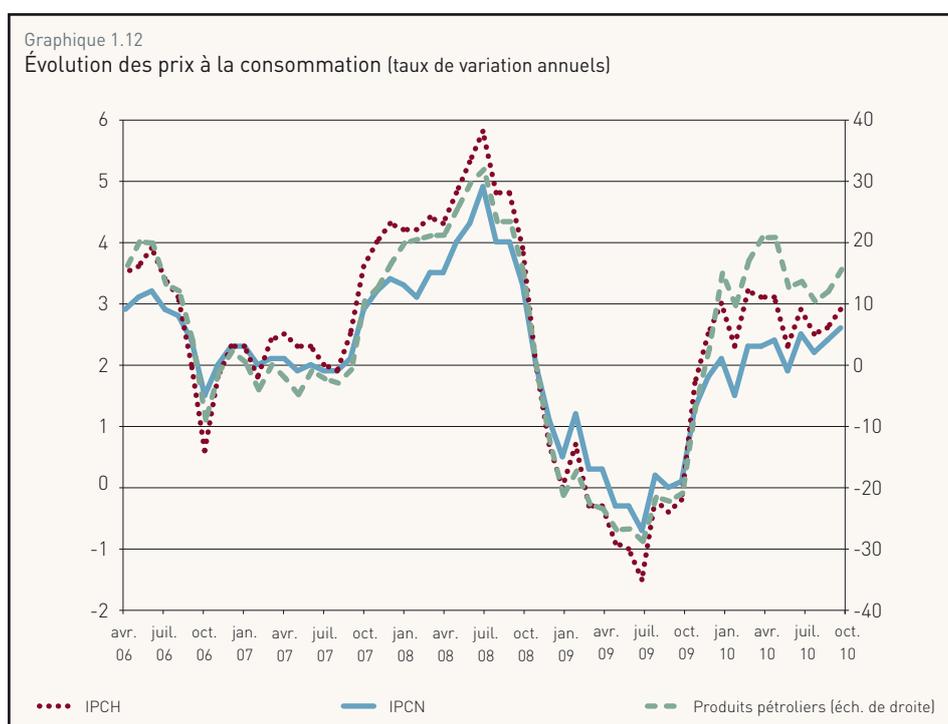
2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation et les projections d'inflation

L'inflation globale s'est caractérisée par une variabilité très élevée en 2009. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCN a fortement chuté lors de la première moitié de l'année pour remonter tout aussi abruptement par après, passant de 1,1% en décembre 2008 à -0,7% en juillet 2009 et 2,3% en décembre. En moyenne annuelle, les prix n'ont progressé que de 0,4%, ce qui constitue l'inflation la plus faible depuis 1987. La remontée de l'inflation s'est poursuivie graduellement au cours de l'année 2010 et son taux de variation annuel s'est même hissé à 2,6% en octobre, soit le taux le plus élevée depuis deux ans.

La volatilité de l'inflation a été encore plus marquée pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et ceci en raison d'une pondération plus importante des produits pétroliers dans l'IPCH que dans l'IPCN. Ainsi, le taux de variation annuel de l'IPCH est passé de 0,7% en décembre 2008 à -1,5% en juillet 2009, est resté négatif jusqu'en octobre 2009, pour remonter abruptement à 2,5% en décembre. En moyenne annuelle, les prix calculés selon la variante IPCH auraient stagné en 2009 par rapport à 2008. Lors des dix premiers mois de 2010, le taux d'inflation s'est caractérisé par un mouvement horizontal, oscillant entre 2,3% et 3,2%. Depuis novembre 2009, ces taux de variation sont à nouveau supérieurs à ceux recensés par l'IPCN.

Graphique 1.12
Évolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



Source : Statec

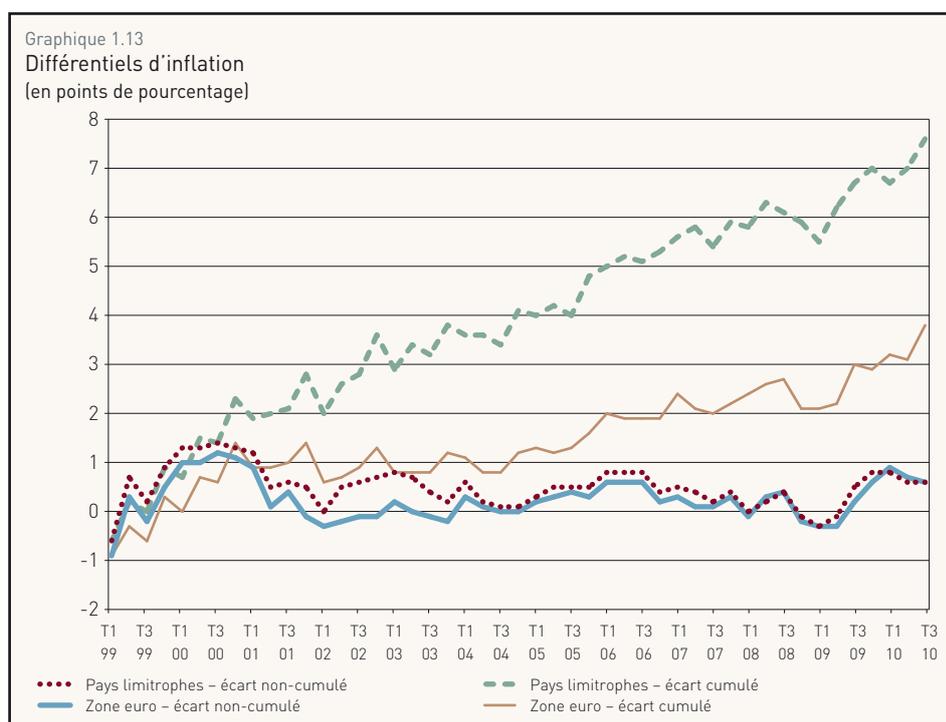
L'évolution défavorable de l'inflation globale, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, résulte en grande partie du redressement de l'inflation des produits énergétiques. Ainsi, après son creux de -29% en juillet 2009, le recul des taux de variation annuels des prix des produits pétroliers s'est d'abord modéré pour se transmuer ensuite en une variation positive en fin d'année 2009 (voir graphique). Au cours des dix premiers mois de l'année 2010, cette accélération s'est fortement accentuée, avec un taux de variation annuel moyen de l'ordre de 15%.

Parallèlement, l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques a reculé - de 2,4% en janvier à 1,7% en décembre 2009. Cette tendance s'est encore accélérée au premier semestre de l'an-

née 2010, avec une inflation hors énergie moyenne de 1,1%. En revanche, un revirement abrupt est intervenu au mois de juillet et l'inflation à l'exclusion des produits énergétiques s'est fortement accélérée, à 1,6% au troisième trimestre 2010. Ce regain d'inflation résulte principalement de l'incidence du paiement de la tranche indiciaire du mois de juillet 2010 sur les prix de certains services ainsi que du relèvement des prix administrés. Ces derniers ont progressé de plus de 2% sur base mensuelle

en juillet, principalement à cause de la hausse des tarifs communaux pour l'alimentation en eau et la reprise des eaux usées. Depuis décembre 2009, les tarifs de ces deux composantes ont progressé en moyenne de 25 % et de 49 %.

Le graphique ci-dessous indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes³ sont redevenus défavorables au deuxième semestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2010 ont atteint respectivement 3,8 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 7,6 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

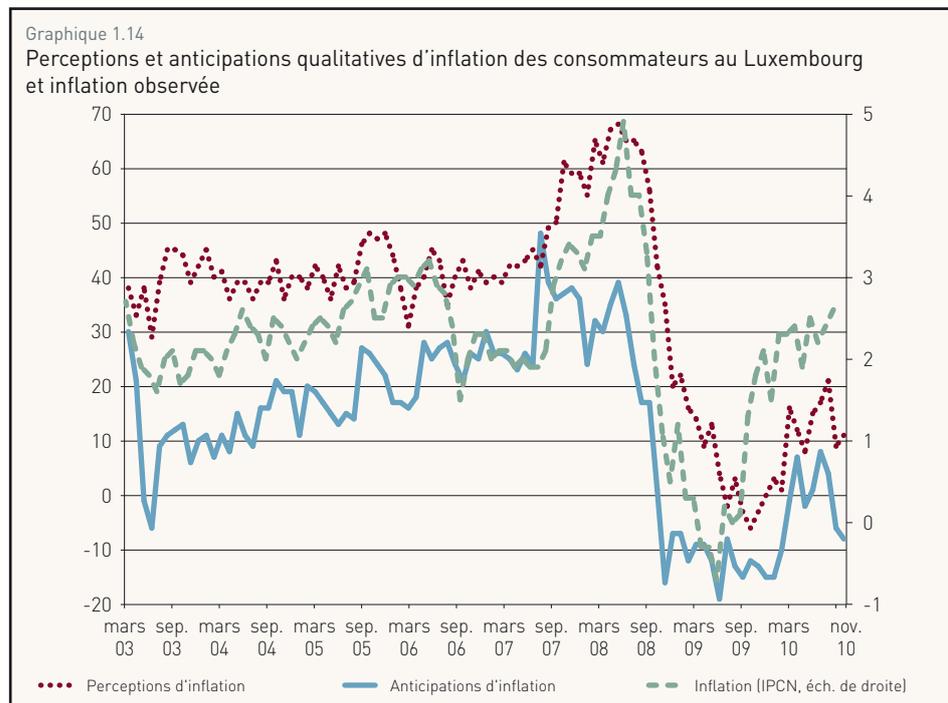


Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁴ avaient fortement diminué depuis la mi-2008, pour atteindre au mois de novembre 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions était en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée. Une évolution similaire s'est aussi manifestée en ce qui concerne les anticipations d'inflation. Les consommateurs s'attendaient, tout au long de 2009, non pas à des hausses mais à des baisses de prix. Ces anticipations d'inflation des consommateurs s'étaient quelque peu redressées depuis leur creux de juillet 2009, mais, malgré la sensible remontée de l'inflation depuis la fin 2009, elles restent ancrées autour de zéro. Conjointement aux perceptions de l'inflation (voir le graphique suivant), elles persistent aussi à des niveaux nettement en deçà de leurs moyennes historiques respectives, contrairement à une inflation qui est actuellement supérieure à sa moyenne historique.

3 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

4 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.



Sources : BCL, Statec

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-novembre 2010, l'euro cotait aux environs de 1,39 USD/EUR, soit à un niveau plus élevé que lors des projections datant de septembre 2010⁵. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment à un niveau proche de 86\$/bl et les marchés à terme anticipent une progression supplémentaire de ce prix, qui s'établirait à un niveau proche de 90\$/bl en décembre 2011. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollars augmenterait de 29% en 2010 et de 12% en 2011. Par rapport à l'exercice de septembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en dollars ont été légèrement revues à la hausse. Exprimées en euros, les hypothèses ont été revues à la baisse, sous l'effet de l'appréciation de l'ordre de 6% de l'euro par rapport au dollar. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 1.3:
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2009	2010	2011	2010-T3	2010-T4	2011-T1	2011-T2	2011-T3	2011-T4
Prix du pétrole (Brent) en \$	62	79	89	77	86	87	88	89	90
Taux de change \$/€	1,39	1,34	1,39	1,29	1,39	1,39	1,39	1,39	1,39
Prix du pétrole en € (en% de var. ann.)	-33	35	8	24	21	13	2	7	4

Source : BCL

L'inflation à l'exclusion de l'énergie avait baissé continuellement du troisième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2010. Au mois de juillet cependant, ce scénario favorable s'est renversé et au cours des prochains mois, cette composante de l'inflation globale devrait s'accélérer davantage. Ce revirement semble d'autant plus probable que la poussée à la hausse des prix résulte de plusieurs facteurs inflationnistes qui ont émergé récemment.

5 Voir BCL, Bulletin 2010/2, pp.30-33

L'inflation des biens alimentaires à l'exclusion du tabac s'accélérait dans le sillage de l'envolée récente des prix des matières premières agricoles. Un indice composite de ces prix indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux de début 2009. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que cette remontée se poursuivrait au cours des prochains mois et dépasserait même les maxima de début 2008, c'est-à-dire les seuils à partir desquels toute hausse additionnelle des coûts ne pourrait probablement plus être absorbée par un rétrécissement de la marge de profit, mais pourrait plutôt entraîner un ajustement des prix de vente⁶. L'ajustement à la hausse des prix devient d'autant plus probable que les producteurs sont simultanément confrontés à une hausse de leurs coûts salariaux. Cette pression à la hausse s'est aussi renforcée depuis la mi-2010 avec l'envolée spectaculaire du prix du blé. Si, à l'heure actuelle, une nouvelle hausse des prix de biens alimentaires semble probable, son impact global sur l'inflation serait toutefois plus faible qu'en 2007/2008. A l'époque, sous l'effet conjoint de l'envolée des prix du blé et du lait, le niveau des prix de biens alimentaires traités avait augmenté d'environ 7%. De nos jours, le prix du lait connaît une évolution assez modérée et de ce fait le choc se limiterait aux prix des pains et céréales. La hausse moyenne du niveau des prix alimentaires traités pourrait cependant tout de même se rapprocher des 4%.

La détente de l'inflation des biens industriels non-énergétiques pourrait bientôt arriver à son terme. Si récemment les facteurs déterminants de son évolution étaient encore orientés à la baisse, ils pourraient avoir atteint le point de retournement. Ainsi, les prix à la production – au Luxembourg comme dans la zone euro – se sont déjà redressés et ils pourraient progresser davantage sous l'effet d'un prix du pétrole qui a doublé depuis la fin 2008. Cet effet serait toutefois tempéré par l'appréciation de plus de 10% de l'euro par rapport au dollar depuis la mi-2010. La hausse des coûts semble aussi insuffisante pour provoquer une accélération franche des prix à la consommation. Malgré la poursuite de la reprise conjoncturelle dans la zone euro, la demande interne demeure fragile. Le marché de l'emploi pourrait aussi rester déprimé, de sorte que les hausses salariales resteraient contenues. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2010 et en 2011. Selon les plus récentes projections de l'Eurosysteme, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir entre 1,5% et 1,7% en 2010 et entre 1,3% et 2,3% en 2011 contre 0,3% en 2009. Par rapport à l'exercice de septembre, ces projections ont été légèrement revues à la hausse.

L'inflation des services s'accélérait fortement sous l'effet conjoint de la progression des coûts salariaux et des hausses particulièrement élevées des prix administrés. En ce qui concerne les salaires, ils ont d'abord été augmentés de 2,5% au mois de juillet avec l'échéance d'une tranche indiciaire⁷. En outre, le salaire minimum serait ajusté à concurrence de 1,9% au 1^{er} janvier 2011. En dépit des effets retardés de la récession de 2008/2009, la dynamique du salaire minimum resterait donc proche de celle des années précédentes. En ce qui concerne la dynamique des prix administrés, il est difficile d'établir une projection en l'absence d'informations détaillées. En revanche, le rehaussement très marqué des prix administrés en juillet va induire au cours des prochains mois un puissant effet de base, qui ne manquera pas d'affecter à la hausse les taux d'inflation subséquents. Au-delà, il est également admis que la dynamique défavorable des prix administrés se poursuivrait, avec des ajustements supplémentaires des tarifs communaux et des soins de santé. En conséquence, l'inflation des services s'accélérait en moyenne de 2,8% en 2011. Du fait de leur poids relativement élevé dans l'IPCN, les services compteraient alors pour environ la moitié de l'inflation globale au cours des prochains mois.

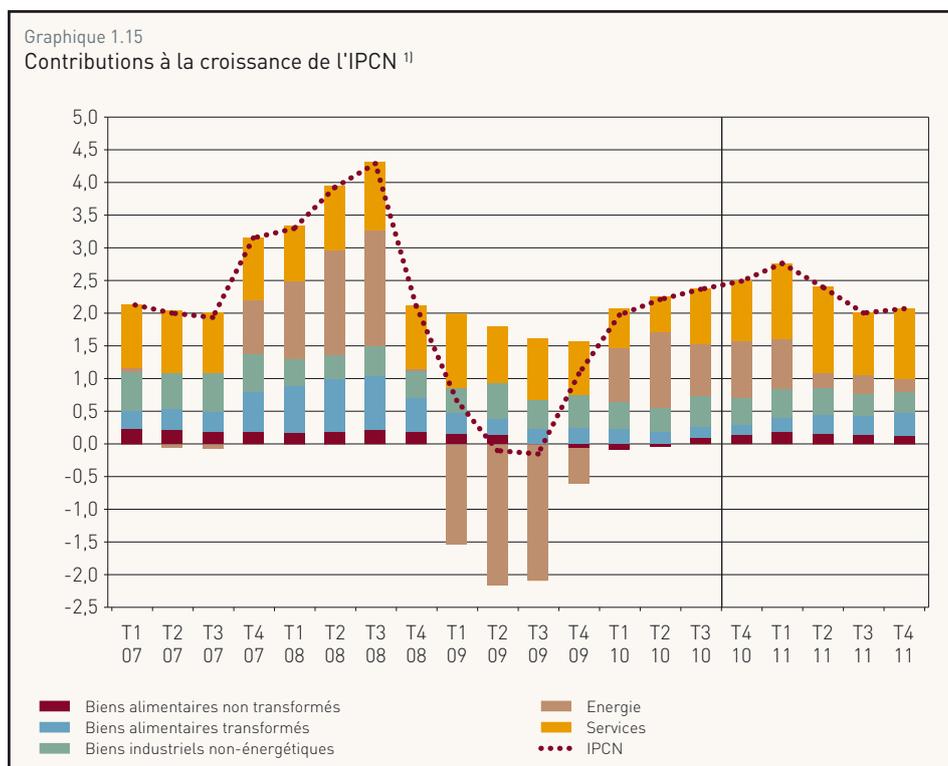
6 En effet, on constate que la forte baisse des prix des matières premières agricoles en 2008 ne s'est pas répercutée en une baisse des prix à la consommation des biens alimentaires. Elle aurait plutôt contribué à une extension des marges de profit, que ce soit des producteurs ou des distributeurs de ces biens.

7 Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires ? » dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp.38-40.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques, qui s'était fortement accélérée depuis la mi-2009, aurait déjà atteint son sommet au deuxième trimestre 2010. Si les prix des produits pétroliers devaient encore progresser au cours des prochains mois et même dépasser leurs niveaux du deuxième trimestre 2010, leur taux de variation annuel reculerait tout de même, tout en demeurant positif jusqu'à la fin de l'horizon de projection. L'inflation annuelle des produits énergétiques reculerait progressivement, pour passer de 15% au deuxième trimestre 2010 à environ 2% vers la fin 2011. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, nettement positive depuis plusieurs mois, le resterait sans discontinuer jusqu'à l'issue de 2010 et du premier trimestre 2011, avant de s'estomper par après (voir le graphique). En moyenne annuelle, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à environ 11% en 2010 et à 3% en 2011. Par rapport à l'exercice de septembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques restent pratiquement inchangées.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures demeure d'actualité. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait passer de 1,2% au premier trimestre de 2010 à 2,3% lors de la même période en 2011 pour converger vers 2% à la fin de 2011. Cette accélération résulterait largement du redressement des prix des services et, dans une moindre mesure, des prix des biens alimentaires. Par rapport à l'exercice précédent, ces projections n'ont été adaptées que marginalement.



Sources : Statec, projections BCL

1) Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Avec un taux de 2,6% en octobre 2010, l'inflation mesurée par l'IPCN global s'est fortement accélérée depuis la mi-2009. Cette tendance pourrait tout d'abord s'accroître, l'inflation s'approchant de 2,8% au premier trimestre 2011, avant de reculer à nouveau. L'inflation globale convergerait vers les 2% tout en restant supérieure à ce niveau sur l'ensemble de l'horizon de projection. En moyenne annuelle, l'inflation globale s'accroîtrait fortement en 2010, pour s'établir à respectivement 2,3% pour l'IPCN et 2,8% pour l'IPCH. En 2011, l'inflation globale telle que mesurée par l'IPCN se stabiliserait alors que le taux moyen pour l'IPCH pourrait reculer légèrement. Ces taux dépasseraient à la fois la moyenne historique et l'inflation dans les pays limitrophes. Par rapport à l'exercice précédent, le scénario de l'inflation globale demeure pratiquement inchangé.

Tableau 1.4 :
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes
(en taux de variation annuel ou en points de pourcentage)

	2010	2011	2010-2 ^e sem	2011-1 ^{er} sem	2011-2 ^e sem
IPCN	2,3 (-)	2,3	2,4 (0,1)	2,6 (0,1)	2,1
IPCN hors énergie	1,5 (-)	2,1	1,8 (-)	2,3 (-0,1)	2,0
IPCH	2,8 (-)	2,5	2,7 (-)	2,7 (0,1)	2,4
IPCH énergie	11,4 (0,2)	3,2	9,3 (0,5)	4,2 (1,1)	2,3
IPCH hors énergie	1,7 (-)	2,4	1,9 (-)	2,5 (-0,1)	2,4
Impact des mesures gouvernementales ¹⁾ sur l'IPCN, en p.p.	0,4	0,5			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en p.p.	0,6	0,8			

Source : BCL

1) Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac.

L'impact total des mesures gouvernementales sur l'inflation globale en 2011 se chiffrerait à 0,5 p.p. pour l'IPCN et 0,8 p.p. pour l'IPCH, en légère accélération par rapport à 2010. Une évolution particulièrement défavorable des prix administrés serait compensée par une certaine retenue en ce qui concerne la taxation indirecte. Il est aussi admis que les prix du tabac s'accéléraient à nouveau en 2011 et progresseraient à un taux proche de la moyenne historique.

Sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire est prévue pour juillet 2011, soit un mois plus tôt qu'anticipé lors de l'exercice précédent. L'accord entre partenaires sociaux – conclu lors de réunions bilatérales entre le gouvernement et les syndicats puis entre le gouvernement et le patronat – prévoit que le paiement de cette tranche indiciaire soit repoussé jusqu'en octobre 2011. *Ceteris paribus*, et sur base de ces projections d'inflation, cette mesure contribuerait à contenir la progression des salaires nominaux de l'ordre de 0,6 p.p. en 2011.

2.1.2 Les prix à la production industrielle

Le retournement à la baisse des prix à la production industrielle, qui avait débuté en août 2008, s'est poursuivi de manière quasi ininterrompue jusqu'en septembre 2009. Il a donc coïncidé avec la phase la plus intense de la crise économique mondiale et l'affaissement de la production industrielle nationale. Depuis le quatrième trimestre de 2009, les prix à la production de l'industrie considérée globalement se sont redressés parallèlement au raffermissement de la demande mondiale en produits industriels.

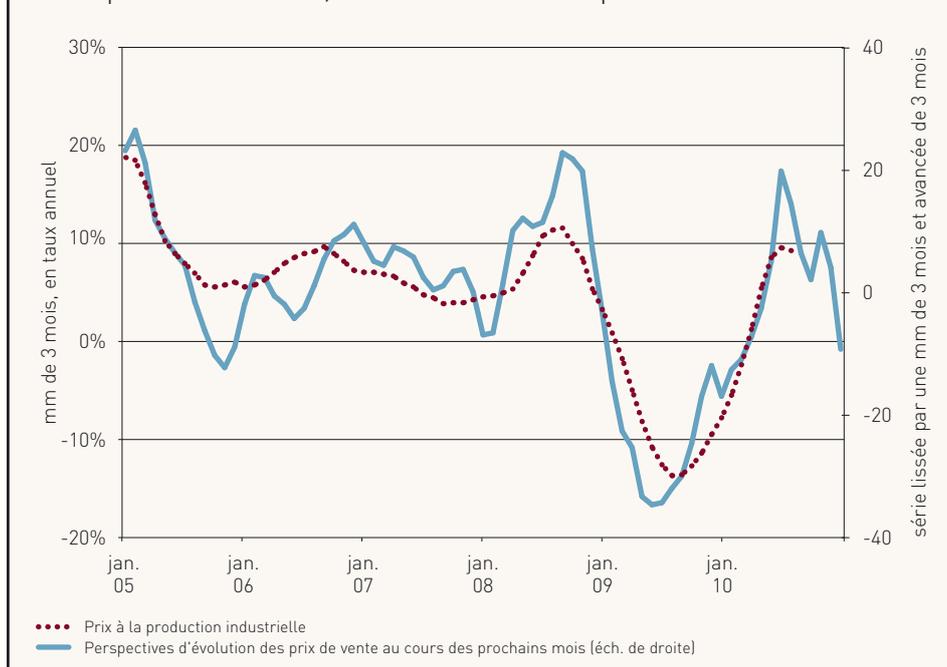
Les données les plus récentes, relatives au troisième trimestre de l'année 2010, montrent un ralentissement de la progression des prix des biens industriels du fait notamment de la décélération notable de la croissance des prix dans les secteurs des biens intermédiaires. Une analyse plus détaillée indique que deux sous-secteurs en particulier ont vu leurs prix s'accélérer nettement au troisième trimestre. Il s'agit de la chimie d'une part et, d'autre part, des produits métalliques (hors machines).

Tableau 1.5 :
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2008	2009	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3
Ensemble des produits Industriels	7,8	-8,3	-5,9	-1,7	0,4	1,7	5,0	1,9
Biens intermédiaires	7,4	-14,2	-9,9	-2,6	0,6	2,5	9,0	3,3
Biens d'équipement	4,5	1,5	0,0	0,6	0,7	-1,0	1,0	2,6
Biens de consommation	1,9	2,6	-0,3	-0,1	0,8	-0,6	-0,2	0,6
Biens énergétiques	17,0	-0,8	-0,4	-1,4	-0,5	-0,4	2,0	-1,9

Source : STATEC

Graphique 1.16

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée¹⁾

Sources : Statec, calculs BCL

1) L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Après avoir atteint un point bas en mars 2009, les enquêtes de conjoncture harmonisées indiquaient clairement jusqu'en avril dernier que le taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Depuis, le solde d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie est apparu très volatil. Il n'en reste pas moins qu'il demeure en moyenne globalement orienté à la baisse depuis mai 2010.

2.2 L'INDUSTRIE

La production industrielle s'est littéralement effondrée en 2009 (-15,8%). Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont vu leur produc-

tion chuter en 2009, même si les trajectoires infra-annuelles ont quelque peu différé. Dans le secteur des biens d'équipement, le niveau total de la production en 2009 est d'environ 30% inférieur à celui observé sur l'ensemble de l'année 2008. Le recul des biens intermédiaires est pratiquement identique au recul global de la production industrielle en 2009. Ce secteur a cependant connu une nette reprise dès le quatrième trimestre 2009. Le volume de production dans l'industrie des biens de consommation s'est inscrit en baisse en 2009 pour la quatrième année consécutive. Néanmoins, la baisse totale de la production sur l'ensemble de l'année 2009 y apparaît relativement modérée par rapport aux autres sous-secteurs. Enfin, la production sidérurgique a fortement reculé sur les trois premiers trimestres de l'année 2009 (rappelons que la sidérurgie fournit principalement le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction et l'automobile), avant d'enregistrer un fort rebond du quatrième trimestre de 2009 au deuxième trimestre 2010.

Tableau 1.6 :

Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

	2008	2009	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-5,3	-15,8	-21,3	-16,4	2,8	15,6	14,6	6,7
Pjo - Biens intermédiaires	-7,0	-16,6	-24,7	-17,4	12,8	23,2	16,7	2,9
Pjo - Biens d'équipement	-0,3	-29,9	-34,1	-31,9	-22,3	-0,8	18,0	21,9
Pjo - Biens de consommation	-5,9	-5,3	-6,3	-5,9	7,1	17,2	6,2	11,0
Pjo - Energie	-6,0	-2,7	0,0	-2,3	0,7	9,2	22,8	4,1
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-5,7	-14,8	-19,0	-15,7	-0,5	13,4	12,2	8,2
Pjo - Sidérurgie	-3,0	-24,2	-37,7	-22,8	46,1	36,7	35,0	-5,7

Source : Statec

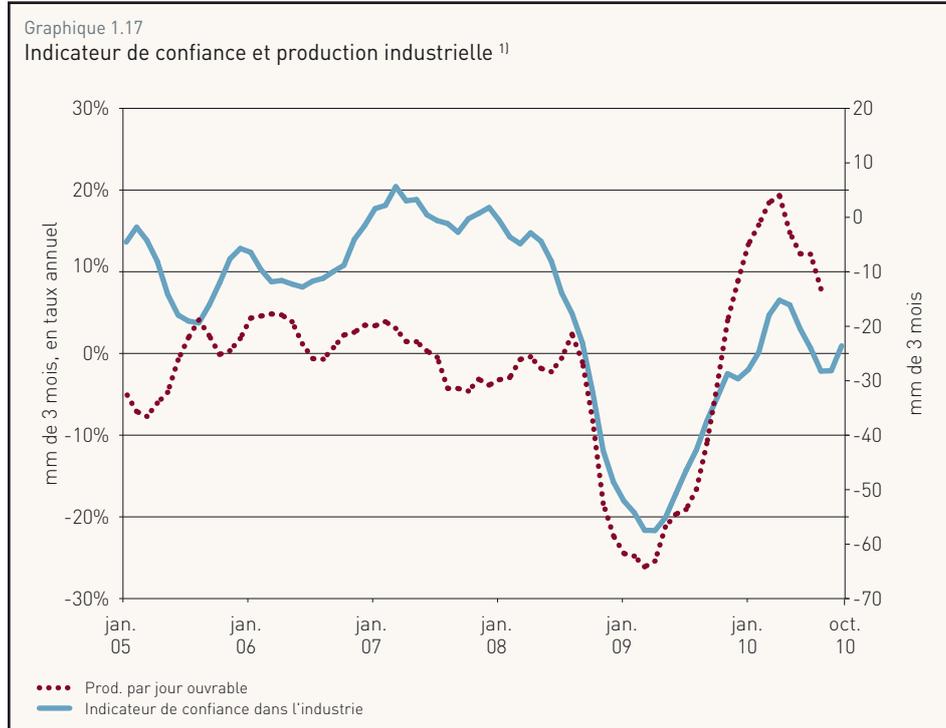
Depuis le début de l'année 2010, la reprise de l'activité industrielle a été nettement plus dynamique au Luxembourg que dans la zone euro, où la production n'a progressé que de l'ordre de 7% sur les neuf premiers mois de l'année (contre près de 12,2% sur la même période au Luxembourg). Il n'en reste pas moins que le niveau de la production industrielle du Luxembourg se situe en septembre 2010 à un niveau qui reste de 11,5% inférieur au point relativement haut observé en juillet 2008 (contre environ 9% dans la zone euro sur la même période).

D'après les récentes enquêtes mensuelles de conjoncture dans l'industrie, il semblerait que l'embellie affectant le moral des industriels ait marqué une pause au cours de l'été 2010. L'indicateur de confiance dans l'industrie s'est en effet fortement dégradé au troisième trimestre 2010. Malgré les progressions enregistrées en octobre et novembre derniers, il se situe toujours à un niveau nettement inférieur à sa moyenne historique. Les plus récentes enquêtes trimestrielles dans l'industrie indiquent quant à elles que le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a reculé en octobre, après avoir enregistré cinq trimestres consécutifs de hausse. Le TUC s'établit désormais à 79,0% au Luxembourg (contre 77,6% dans la zone euro), soit légèrement en dessous de sa moyenne historique qui est estimée à 83% (81,1% pour la zone euro) par la Commission européenne.

2.3 LA CONSTRUCTION

L'activité dans le secteur de la construction a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et en 2009 par rapport à l'industrie. Les statistiques font état d'un raffermissement de l'activité dans ce secteur dès la mi-2009, puis d'un affaiblissement de l'activité sur les trois premiers mois de l'année 2010 en raison notamment de mauvaises conditions météorologiques. Aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2010, la production dans le secteur de la construction s'est sensiblement ravivée. Au total, sur les neuf premiers mois de l'année, le niveau de la production a progressé de 1,6% par rapport à l'année précédente. Le volume de travail presté sur la même période affiche une évolution quasi similaire (1,8%). Au vu des plus récentes enquêtes de conjoncture dans le secteur de la construction, il apparaît que les perspectives de production se sont globalement améliorées. La confiance des entrepreneurs est favorablement orientée depuis le début de l'année 2010 et de surcroît, elle évolue à un niveau supérieur à sa moyenne historique depuis le mois de septembre.

Dans le secteur résidentiel, les permis de construire de logements ont progressé de quelque 24% sur les six premiers mois de l'année 2010. Cette dernière évolution fait cependant suite aux fortes baisses enregistrées en 2008 et 2009 (respectivement -18,6% et -8,5%). Dans le même temps, les plus récentes



Sources : Statec, calculs BCL

1) Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

statistiques relatives aux prix de vente des appartements indiquent qu'au second trimestre 2010, ces prix de vente ont baissé de 0,5% par rapport au trimestre précédent, après trois trimestres consécutifs de hausse. Il n'en reste pas moins que fin juin 2010, le prix des appartements se situait à un niveau de 4,4% supérieur à celui observé un an auparavant.

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent que l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages a enregistré une hausse en glissement annuel régulière dans un passé récent, oscillant entre 6 et 7% depuis la fin de l'année 2009. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés s'étaient inscrits en très nette progression en 2009 par rapport au nombre de contrats signés en 2008, dans un contexte de taux hypothécaires historiquement bas. Sur les neuf premiers mois de l'année 2010, le nombre de nouveaux crédits accordés a baissé de 14,1% par rapport à la même période en 2009, alors que le niveau des taux hypothécaires n'a quasiment pas évolué.

Tableau 1.7 :
Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2008	2009	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2	2010-T3
Chiffre d'affaires - Total	2,3	12,0	-2,6	15,9	2,4	29,1	-2,4	1,3	14,9
Production par jour ouvrable -Total	-2,0	1,1	0,7	-3,9	5,6	3,1	-1,2	4,1	1,6
Heures travaillées	-0,2	-0,9	0,2	-2,4	3,5	-5,0	-1,9	5,6	1,4
Permis de bâtir ¹⁾	-18,6	-8,5	-36,7	6,7	-2,8	-4,4	40,4	13,7	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	10,7	6,4	6,9	6,2	5,8	6,7	6,9	6,9	6,7
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	13,8	34,2	7,6	16,8	41,7	70,0	6,4	-9,6	-31,4
Taux hypothécaires	4,9	2,4	3,1	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Source : STATEC

1) Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

2.4 LE COMMERCE ET AUTRES SECTEURS

En 2009, le commerce de gros hors automobiles et motocycles a fortement baissé. Le commerce de détail fait preuve de plus de résistance, son chiffre d'affaires (CA) demeurant pratiquement inchangé.

Les récentes statistiques, plus encourageantes, indiquent que sur les huit premiers mois de l'année 2010, le chiffre d'affaires a nettement progressé dans le commerce de détail (+11,2%) et le commerce de gros hors automobiles et motocycles (+23,3%). Dans le secteur des services, les évolutions apparaissent aussi encourageantes sur les huit premiers mois de l'année. Le chiffre d'affaires a en effet progressé de 28,7% dans les transports aériens, de 4,3% dans la « programmation, conseil et autres activités informatiques » et de 4,7% dans les activités juridiques, comptables et conseil de gestion ».

Dans le secteur automobile, les statistiques font apparaître un redressement plus modéré du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile sur les huit premiers mois de l'année 2010 (+5,3%). Les immatriculations automobiles ont baissé de 1,2% sur l'ensemble du troisième trimestre 2010 (par rapport au trimestre correspondant un an plus tôt) et de 10,9% en octobre. Ces dernières évolutions apparaissent fort modestes au regard de la dynamique qui était observée en début d'année. Au total, les immatriculations automobiles au Luxembourg ont tout de même progressé de 6,4% sur les dix premiers mois de l'année, alors que la zone euro dans son ensemble affiche une baisse de plus de 7% sur la même période.

Tableau 1.8:

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs* (en taux de variation annuel)

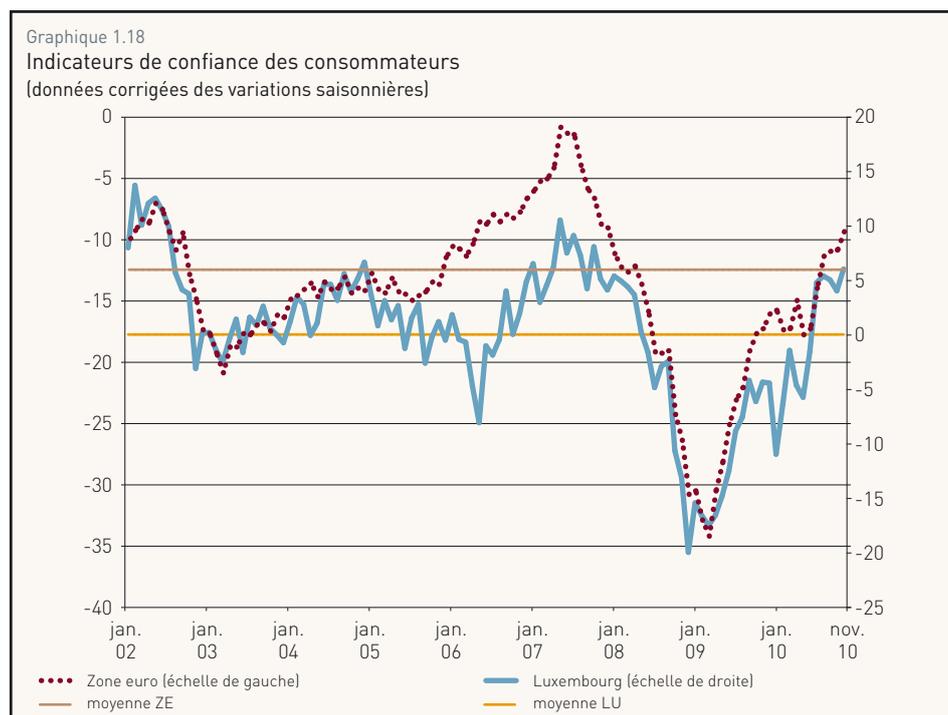
	2008	2009	2009-T1	2009-T2	2009-T3	2009-T4	2010-T1	2010-T2
Immatriculations de voitures	2,0	-9,3	-10,4	-12,4	-11,8	-9,7	11,0	13,0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	3,5	-9,8	-3,5	-14,6	-13,7	-6,5	-3,3	11,4
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	14,0	-20,6	-15,0	-30,8	-29,0	-3,9	14,2	33,9
Commerce de détail	6,1	0,1	-3,5	-5,2	-1,5	9,7	11,2	11,9
Commerce de détail hors carburants	5,7	5,4	1,2	1,5	4,2	12,9	11,3	10,2
Commerce de détail de carburants en magasin spécialisé (cms)	7,4	-13,4	-16,2	-20,2	-14,4	-1,1	10,7	16,6
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC et des ventes de cms)	2,6	-0,3	-1,8	-1,9	-2,0	4,1	3,1	2,9
Transport aérien	7,2	-23,1	-22,1	-28,5	-23,9	-18,0	13,6	38,2
Programmation, conseil et autres activités informatiques	0,5	6,7	18,3	3,7	-1,8	6,0	-3,5	18,6
Activités juridiques et comptables et conseil de gestion	13,8	-0,2	11,6	-4,4	-4,6	-2,6	3,2	8,4

Source : Statec

* en valeur

2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs⁸ du Luxembourg au second semestre 2007 a coïncidé avec l'apparition des turbulences financières. L'indicateur de confiance des consommateurs a atteint son minimum historique en décembre 2008 et il est ensuite apparu favorablement orienté tout au long de l'année 2009. Au début de l'année 2010, ses évolutions mois par mois sont apparues nettement plus volatiles que celles observées au sein de la zone euro. Les données récentes indiquent néanmoins que la confiance des consommateurs reste globalement favorablement orientée et évolue à un niveau supérieur à sa moyenne historique, depuis juillet 2010 au Luxembourg et depuis août 2010 dans la zone euro.



Sources : BCL et Commission européenne

La plus récente enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois de novembre 2010. Elle indique que l'indicateur de confiance, après correction des variations saisonnières, s'est quelque peu redressé.

⁸ L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

L'opinion des ménages sur la situation économique au Luxembourg est restée stable en novembre, tandis que toutes les autres composantes de l'indicateur de confiance ont favorablement évolué. Les anticipations des consommateurs eu égard à l'évolution du chômage au Luxembourg et à leur capacité d'épargner sur les douze prochains mois se sont légèrement améliorées par rapport au mois précédent. Les anticipations relatives à la situation financière des ménages ont en revanche affiché un rebond marqué en novembre.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau ci-dessous :

Tableau 1.9 :
Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)

		Anticipations sur les douze prochains mois				
		Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2008	novembre	-13	-35	53	-7	43
	décembre	-20	-47	61	-9	37
2009	janvier	-15	-41	63	-1	44
	février	-17	-36	67	-6	42
	mars	-18	-38	65	-6	40
	avril	-17	-38	71	-3	46
	mai	-15	-30	66	-4	40
	juin	-12	-22	67	-3	41
	juillet	-9	-15	62	-1	44
	août	-8	-14	59	1	41
	septembre	-4	-5	59	2	45
	octobre	-6	-11	55	-1	43
	novembre	-4	-9	52	0	44
	décembre	-4	-15	53	-1	50
2010	janvier	-11	-19	59	1	33
	février	-6	-17	48	1	39
	mars	-1	-9	44	1	46
	avril	-5	-11	36	-3	32
	mai	-6	-26	31	-10	44
	juin	-2	-11	28	-7	40
	juillet	5	-5	24	-4	53
	août	5	2	24	-1	43
	septembre	5	1	23	3	38
	octobre	4	0	24	-5	46
	novembre	6	0	23	0	47

Source : BCL

Note : En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

2.6.1 L'emploi

En écho à la reprise graduelle de l'économie luxembourgeoise, les plus récentes données disponibles confirment l'amélioration de la situation sur le marché du travail tout au long des derniers mois.

Selon les plus récentes estimations, la progression annuelle de l'emploi total intérieur s'est renforcée, pour atteindre 2,3% en octobre 2010 et aboutir à 368 268 personnes (après 0,1%, soit 360 122 en octobre 2009). De même, l'emploi salarié a progressé de 2,3% en octobre 2010 par rapport au même mois de l'année précédente et s'est établi à 347 078 salariés.

Tableau 1.10:

Croissance annuelle (en pourcentage) de l'emploi* et taux de chômage (en pourcentage de la population active)

	Emploi salarié*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage « strict »	Taux de chômage « strict » ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage « large »	Taux de chômage « large » ajusté pour les variations saisonnières
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,3	2,3	4,4%	4,4%	6,1%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,3	3,3	4,4%	4,4%	5,7%	5,7%
2009	1,2	1,4	1,2	1,0	1,4	2,8	5,7%	5,7%	7,0%	7,0%
2009-T1	2,7	0,8	2,6	3,4	2,0	3,3	5,6%	5,2%	6,8%	6,9%
2009-T2	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	2,9	5,4%	5,6%	6,7%	6,9%
2009-T3	0,3	1,7	0,4	-0,3	1,0	2,5	5,6%	5,9%	6,9%	7,2%
2009-T4	0,2	1,9	0,3	-0,6	0,9	2,4	6,1%	6,0%	7,5%	7,4%
2010-T1	0,7	3,3	0,8	0,3	1,2	2,1	6,3%	6,0%	7,8%	7,5%
2010-T2	1,7	1,4	1,7	1,6	1,7	2,1	5,7%	6,0%	7,4%	7,5%
2010-T3	2,2	1,1	2,1	2,3	2,0	2,2	5,8%	6,1%	7,4%	7,7%
janv-10	0,3	3,2	0,4	-0,2	0,9	1,9	6,4%	5,9%	7,8%	7,4%
févr-10	0,7	3,4	0,9	0,4	1,2	2,1	6,4%	6,0%	7,9%	7,5%
mars-10	1,0	3,2	1,2	0,8	1,5	2,2	6,2%	6,0%	7,7%	7,5%
avr-10	1,5	1,7	1,5	1,4	1,6	2,1	5,9%	6,0%	7,5%	7,5%
mai-10	1,7	1,2	1,6	1,4	1,8	2,1	5,6%	6,0%	7,3%	7,5%
juin-10	1,9	1,3	1,9	1,9	1,9	2,2	5,6%	6,1%	7,3%	7,6%
juil-10	2,0	1,3	2,0	2,0	2,0	2,2	5,7%	6,1%	7,3%	7,7%
août-10	2,2	1,1	2,2	2,3	2,0	2,3	5,8%	6,1%	7,4%	7,7%
sept-10	2,3	0,9	2,2	2,5	2,0	2,2	5,9%	6,1%	7,6%	7,8%
oct-10	2,3	1,2	2,3	2,6	2,0	2,2	6,1%	6,1%	7,7%	7,7%

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

* Les données concernant l'emploi pour les mois d'août à octobre 2010 sont des estimations.

Cette évolution de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 8 000 postes entre octobre 2009 et octobre 2010, ce qui constitue la meilleure performance enregistrée depuis mars 2009. Après s'être largement amoindri dans le sillage de la crise, le poids des frontaliers dans les postes nouvellement créés (en net) a graduellement augmenté tout au long de l'année en cours, pour s'établir à près de 48% en octobre 2010. Soulignons toutefois que cette part reste largement inférieure à la moyenne historique de 67%⁹ enregistrée avant la crise. Après s'être redressée au cours des derniers mois, la progression annuelle de l'emploi frontalier s'est établie à 2,6% en octobre 2010, tandis que l'emploi national devrait croître à raison de 2,0% en glissement annuel. Selon les récentes estimations, l'emploi non-résident progresserait ainsi à nouveau plus rapidement que l'emploi national depuis le mois d'août 2010.

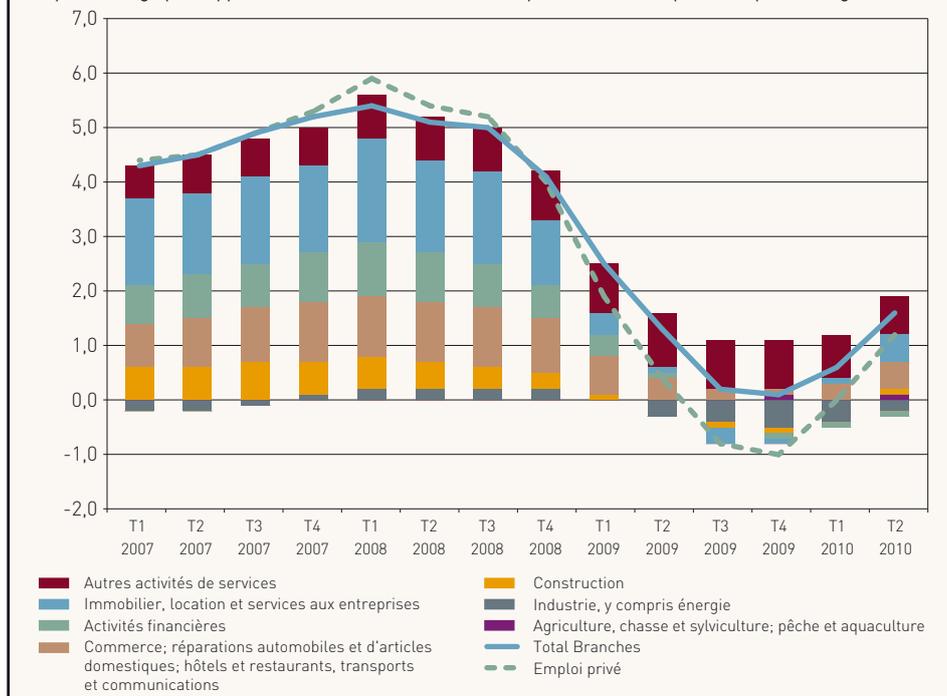
Le recul, enregistré au cours des derniers mois, du nombre d'attestations E301 délivrées par l'ADEM, témoigne de l'embellie du côté de l'emploi frontalier. Tout en demeurant à des niveaux élevés, le nombre de formulaires demandés semble avoir emprunté une tendance baissière depuis le début de l'année. Le nombre d'attestations délivrées par l'ADEM s'est établi à 1 365 en octobre 2010, en légère baisse par rapport au mois précédent et en diminution de 27,3% par rapport au même mois de l'année précédente.

Le regain de dynamisme observé du côté de l'emploi total et surtout de l'emploi frontalier est également perceptible du côté du travail intérimaire. Après avoir subi de plein fouet les effets de la crise, l'emploi intérimaire a progressé de 18,5% au cours des sept premiers mois de l'année en cours, pour s'établir à 6 516 personnes en juillet 2010. Par rapport au même mois de l'année précédente, cela revient à une hausse de 23,3%, soit l'équivalent de 1 230 personnes.

⁹ Ce chiffre correspond à la moyenne historique de la part des frontaliers dans les créations nettes d'emplois entre janvier 1998 et septembre 2008.

Graphique 1.19

Évolution de l'emploi selon le secteur et contributions à la croissance annuelle de l'emploi total* (en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente et en points de pourcentage)



Sources : Statec, calculs BCL

* données non ajustées pour les variations saisonnières

Selon la comptabilité nationale trimestrielle, l'accélération de la progression annuelle de l'emploi total à 1,6% au deuxième trimestre 2010 trouve dans une large mesure son origine dans le secteur des « autres activités de services » (expliquant près de la moitié de la croissance annuelle de l'emploi au cours du trimestre sous revue). Soulignons par ailleurs que la part contributive du secteur du commerce et du secteur « immobilier, location et services aux entreprises » a atteint 0,5 p.p.. Parallèlement, l'industrie et le secteur financier, ce dernier constituant l'un des moteurs traditionnels de croissance de l'emploi, n'ont toujours pas redémarré et continuent de ponctionner la progression annuelle de l'emploi (de respectivement 0,2 p.p. et 0,1 p.p.). Il convient toutefois de noter que la dégradation de l'emploi dans ces deux secteurs a nettement décéléré au cours des derniers mois.

En glissement trimestriel, l'ensemble des branches ont contribué positivement à la progression de l'emploi total de 1,2% enregistrée au cours du deuxième trimestre 2010. Les plus fortes progressions reviennent aux secteurs de l'industrie, des « autres activités de services » ainsi qu'au secteur du commerce.

2.6.2 Le chômage

Le repositionnement de l'économie sur un sentier de croissance commence à porter ses fruits sur le front du chômage. En effet, selon les dernières estimations, le taux de chômage « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières s'est établi à 6,1% en octobre 2010, en baisse de 0,3 p.p. par rapport au début de l'année. A noter toutefois que le taux de chômage non-ajusté pour les variations saisonnières a augmenté de 0,4 p.p. entre juin et octobre 2010, sans doute en raison d'effets saisonniers. Le nombre de demandeurs d'emploi s'est établi à 14 703, en retrait de 3,4% par rapport au pic historique enregistré en février 2010. En glissement annuel, ceci revient néanmoins à une hausse de 4,6%, soit l'équivalent de 641 personnes.

Par ailleurs, le taux de chômage « strict » désaisonnalisé s'est établi à 6,1% depuis le mois de juin 2010, témoignant ainsi d'une certaine stabilisation de la situation fondamentale.

De son côté, le taux de chômage « large » désaisonnalisé a augmenté de 0,3 p.p. depuis le début de l'année, pour s'établir à 7,7% au mois d'octobre 2010. Cette évolution s'explique essentiellement par les mesures de soutien à l'emploi, le nombre de personnes concernées ayant augmenté de 21,1% entre décembre 2009 et octobre 2010, pour s'établir à 3 872 personnes. Notons par ailleurs qu'en octobre 2010, les personnes bénéficiant de mesures de soutien étaient réparties de la façon suivante entre les différentes mesures existantes : environ 28,4% étaient affectées à des mesures spéciales destinées à des demandeurs d'emploi

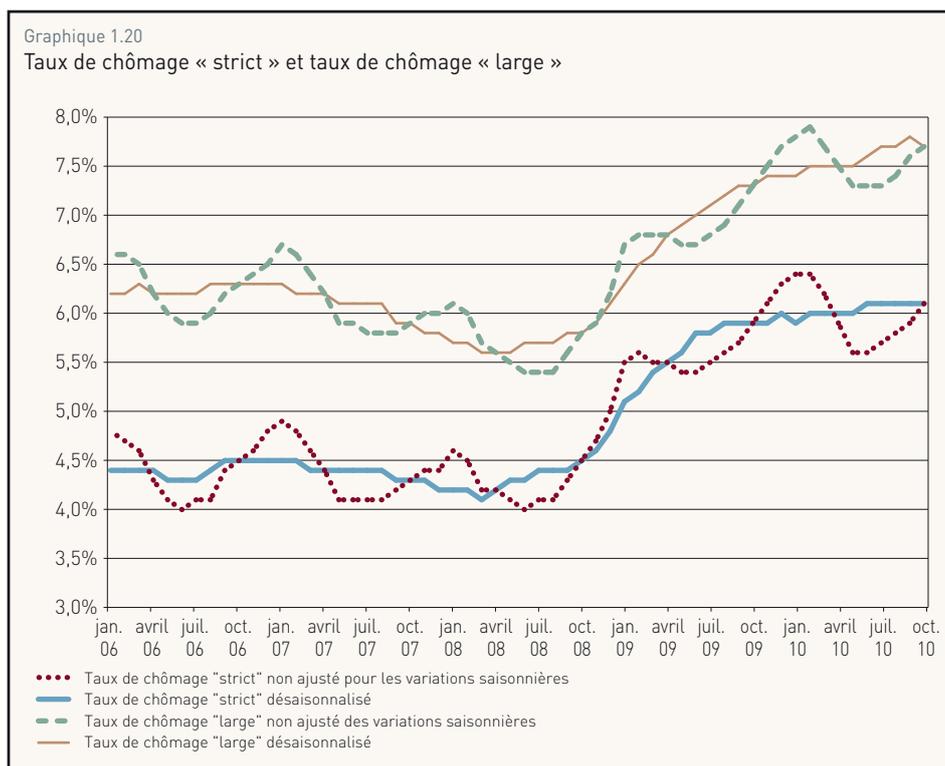
non-indemnisés par l'ADEM et pris en charge par des associations sans but lucratif, 20,9% à des contrats d'initiation-emploi destinés aux jeunes chômeurs, 15,4% à des mesures de formation censées faciliter l'intégration dans le marché du travail (apprentissage pour adultes inclus) et 11,7% étaient affectées à des stages de réinsertion professionnelle. Les 23,6% restants étaient affectés aux autres mesures de soutien. En octobre 2010, la plus forte progression est constatée du côté du nombre de contrats d'initiation-emploi qui ont plus que doublé en l'espace d'une année.

Les premiers effets positifs de la reprise conjoncturelle sont également perceptibles du côté du chômage partiel. En effet, après avoir atteint un pic historique en avril 2009 (8 159 personnes), le nombre de salariés effectivement touchés a légèrement augmenté au cours des trois premiers mois de 2010 pour redescendre par la suite. Parallèlement, après une légère hausse enregistrée au mois de septembre 2010, le nombre de salariés potentiellement touchés a poursuivi sa tendance baissière au cours des derniers mois, pour s'établir à 1 814 en décembre 2010, soit le plus faible niveau enregistré depuis novembre 2008. Le nombre de demandes d'autorisations introduites s'est considérablement réduit depuis novembre 2009 et le nombre de demandes avisées favorablement s'est établi à 43 pour le mois de décembre 2010.

Soulignons par ailleurs que le rapport entre la dépense effective et la dépense maximale prévisible liée au chômage partiel a légèrement augmenté au cours des premiers mois de l'année en cours. Cette hausse couplée à une baisse du nombre de demandes introduites et du nombre de salariés potentiellement touchés indique que si les entreprises recourent a priori moins au chômage partiel, celles qui introduisent ces demandes semblent par contre utiliser de manière plus intensive les autorisations qui leur sont accordées.

La ventilation sectorielle des demandes de chômage partiel révèle qu'en décembre 2010, ces demandes proviennent essentiellement du secteur industriel et dans une moindre mesure du secteur du commerce¹⁰, du secteur « Transports et entreposage » ainsi que du secteur « Activités spécialisées, scientifiques et techniques ».

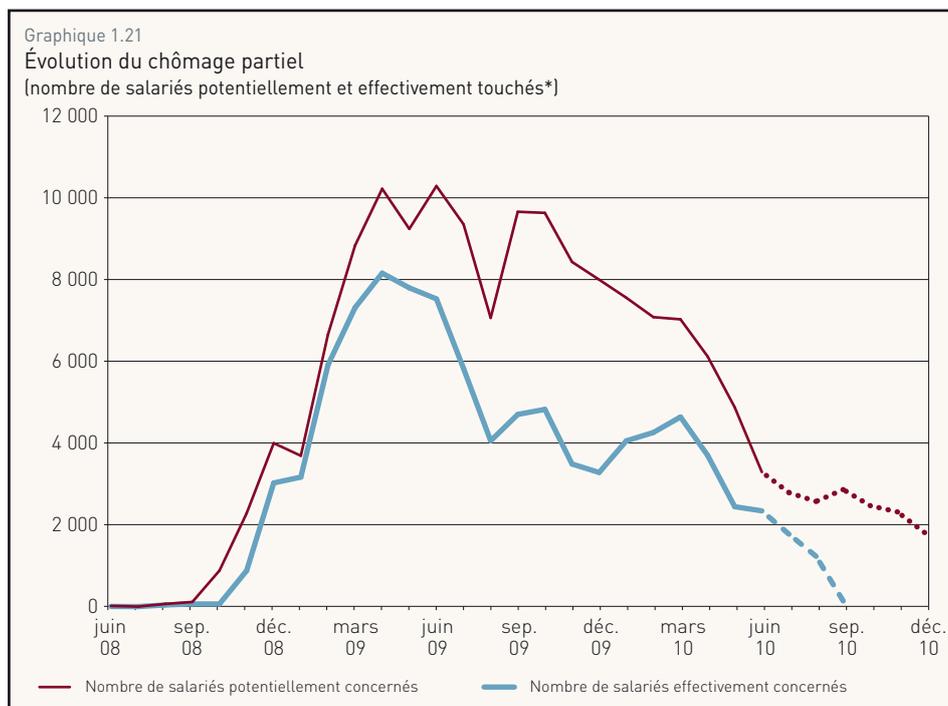
En ce qui concerne la durée du travail, selon la base de données mensuelle de l'IGSS, après avoir subi une baisse temporaire au cours du premier semestre 2009, le nombre d'heures travaillées n'a cessé d'augmenter jusqu'à la fin 2009. Au cours du deuxième trimestre 2010, le nombre d'heures mensuelles tra-



Sources : ADEM, IGSS, Statec

¹⁰ Ces demandes de chômage partiel proviennent du secteur « Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles » ainsi que des sous-secteurs « Commerce de gros d'équipements de l'information et de la communication » et « Commerce de gros d'autres équipements industriels ».

vaillées par salarié¹¹ a augmenté en glissement annuel (+1,3%) après avoir légèrement baissé au premier trimestre 2010 (-0,8%)¹². Il convient toutefois de souligner le fait qu'en glissement trimestriel, la durée moyenne de travail a légèrement baissé au deuxième trimestre 2010 (-0,6%) après encore -3,9% au trimestre précédent.



Source : Comité de conjoncture

* Les données en pointillé correspondent à des données provisoires. Cependant, une révision ne pourra se faire qu'à la hausse.

Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a entamé une remarquable ascension au cours des derniers mois, pour s'établir à 2 385 offres au mois d'octobre 2010, soit un niveau proche de ceux enregistrés avant la crise. Au cours des neuf premiers mois de 2010, la part des différents secteurs dans le total des OENS se présente comme suit : 31,7% pour le secteur «immobilier, location et services aux entreprises», 23,3% pour le secteur du commerce¹³ et 18,2% pour les autres activités de services¹⁴. A noter que les offres en provenance du secteur «immobilier, location et services aux entreprises» proviennent pour 2/3 des activités liées à l'emploi, à savoir des agences de travail intérimaire et des agences de placement de la main-d'œuvre, le secteur immobilier n'enre-

gistrant, quant à lui, que des offres d'emploi marginales. Les secteurs de l'industrie, de la construction et des activités financières restent largement en retrait et représentent en moyenne respectivement 5,0%, 6,3% et 7,7% des OENS au cours des neuf premiers mois de 2010.

Parallèlement à l'augmentation des OENS, le nombre de demandes d'emploi non-satisfaites (DENS) n'a cessé d'augmenter au cours des derniers mois, même si cette évolution reste très modérée par rapport à celle observée en 2009. Une croissance dynamique des OENS et une croissance de l'emploi qui – tout en demeurant largement inférieure à la moyenne historique – reprend peu à peu, couplées à des DENS qui continuent d'augmenter, posent évidemment la question de l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail nationales.

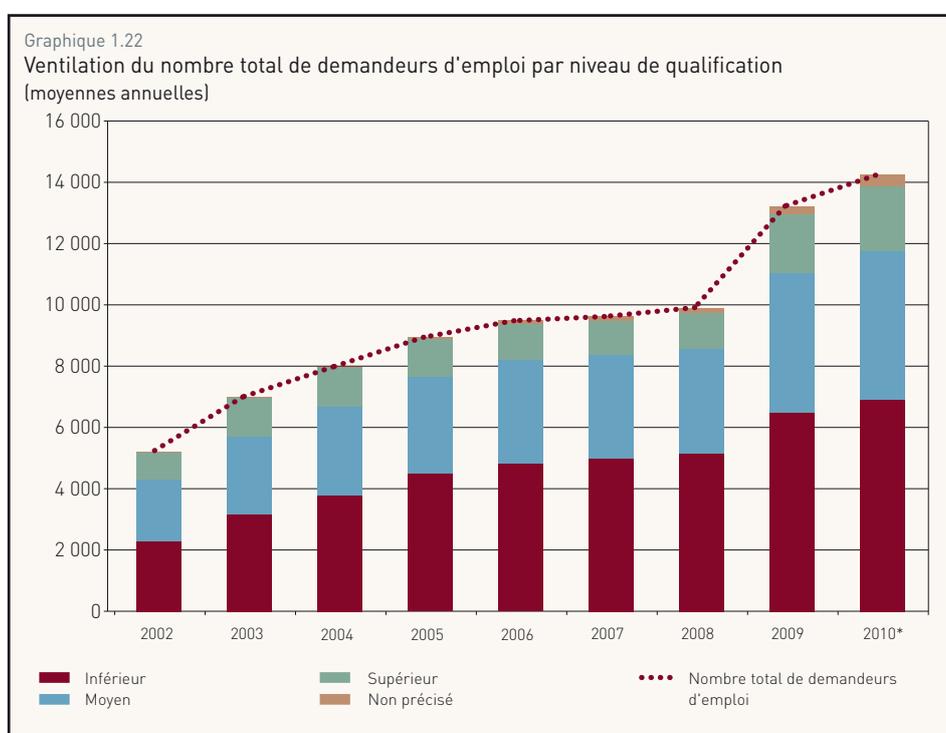
- 11 Les salariés incluent le salarié selon la définition du statut unique (ouvriers et employés) ainsi que les fonctionnaires d'Etat, fonctionnaires communaux et fonctionnaires CFL.
- 12 Il est important de rappeler l'existence d'une rupture statistique au 1^{er} janvier 2009 due à l'introduction du Statut Unique. De ce fait, la comparaison entre les données relatives à l'année 2009 et celles relatives aux années précédentes est difficile et doit être interprétée avec prudence.
- 13 Secteur du commerce au sens large incluant la restauration, l'hôtellerie, les transports et les communications. La majorité des OENS proviennent essentiellement du secteur «commerce de détail, à l'exception des automobiles et des motocycles» ainsi que de la restauration.
- 14 Les OENS issues du secteur des «autres activités de services» proviennent en moyenne sur les neuf premiers mois de 2010, essentiellement de l'Administration publique (17,1%), de l'enseignement (10,7%) et du secteur «santé humaine et action sociale» (52,5%).

Le ratio entre les DENS et les OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale inoccupée et la demande de travail. Les données disponibles pour les dix premiers mois de 2010 révèlent une légère amélioration de ce ratio. En moyenne, un emploi a été offert pour huit candidats potentiels inscrits à l'ADEM au cours de ces dix mois, contre un poste offert pour dix chômeurs au cours de la même période de l'année précédente. Une analyse détaillée révèle que l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail demeure importante dans les professions suivantes : «travailleurs des transports» (19 chômeurs potentiellement intéressés pour une offre), «artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» ainsi que «autres services» (17/1), «vendeurs» (16/1), «artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiments)» ainsi que «agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés» (14/1), «hôtellerie et restauration» (12/1) et «travailleurs des communications» (11/1). Au contraire, les secteurs ou les métiers qui présentent les meilleures performances en matière d'adéquation entre l'offre et la demande de travail au cours de la période sous revue sont les suivants : «professions libérales, techniciens et assimilés» et «directeurs et cadres administratifs supérieurs» (3 demandes d'emploi potentielles pour 1 offre) ainsi que «employés de bureau» (5/1).

Comme l'atteste le ratio entre les DENS et les OENS, le degré d'inadéquation entre l'offre et la demande de travail est le plus élevé pour les professions requérant a priori des niveaux de qualification inférieurs. Or, le nombre de chômeurs disposant d'une formation de niveau inférieur a triplé au cours des dernières années en passant de 2 285 en 2002 à 6 911 en moyenne sur les dix premiers mois de 2010. En octobre 2010, près de la moitié des demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM ont un niveau de qualification inférieur, ce qui peut constituer un frein à leur réinsertion sur le marché du travail. Ces difficultés accrues à accéder ou réintégrer le marché du travail sont corroborées par le fait que selon les dernières données disponibles, relatives au 31 décembre 2009, 41,7% des chômeurs disposant d'un niveau de qualification inférieur sont au chômage depuis plus de douze mois.

Un autre facteur pouvant influencer la probabilité de réinsertion sur le marché du travail concerne l'âge des demandeurs d'emploi. Malgré le fait que l'ensemble des catégories d'âge aient été touchées par la hausse du chômage au cours des dernières années, le nombre de chômeurs âgés a plus que triplé au cours des sept dernières années, en passant de 928 en moyenne en 2003 à 3 003 en moyenne sur les dix premiers mois de 2010.

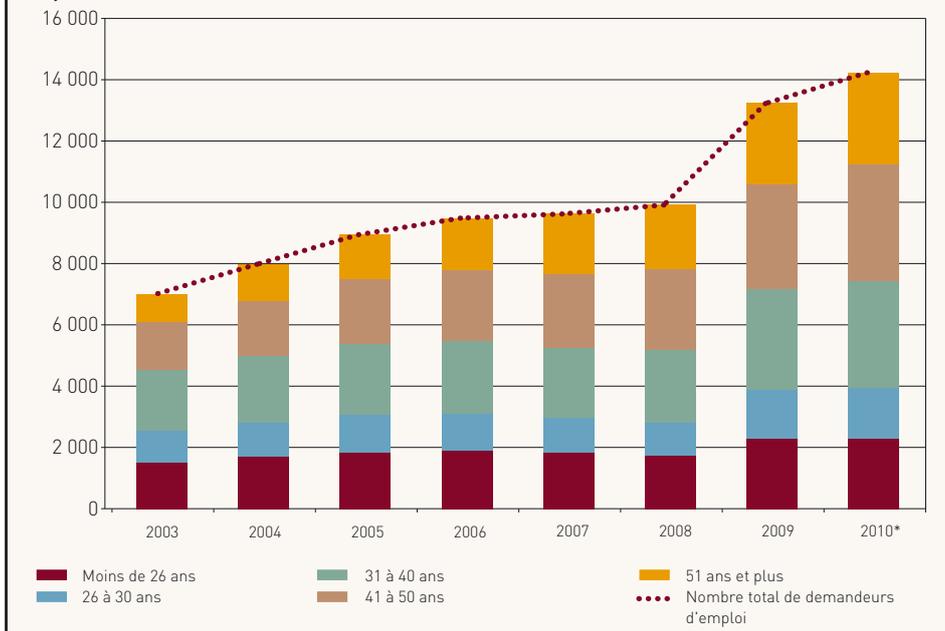
En octobre 2010, près de 40,4% des demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM (soit 5 938 des 14 703 chômeurs) sont au chômage depuis plus de douze mois. Par ailleurs, 34,5% des chômeurs de longue durée ont plus de 51 ans. Ceci est corroboré par les statistiques puisqu'au mois d'octobre 2010, 64,9% des chômeurs âgés de plus de 51 ans sont au chômage depuis plus d'un an.



Sources : ADEM, calculs BCL

* Les chiffres relatifs à 2010 ne prennent en compte que les dix premiers mois de l'année.

Graphique 1.23
Ventilation du nombre total de demandeurs d'emploi par âge
(moyennes annuelles)



Sources : ADEM, calculs BCL

* Les chiffres relatifs à 2010 ne prennent en compte que les dix premiers mois de l'année.

Graphique 1.24
Courbe de Beveridge



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

Il est à craindre que le « noyau dur » du chômage ne bénéficie pas ou très peu (du moins au cours des prochains mois) de la reprise conjoncturelle en raison, par exemple, de la dépréciation du capital humain liée aux périodes de chômage ou encore d'une concurrence accrue en provenance de pays limitrophes. Ce dernier phénomène sera d'autant plus important que l'offre de travail frontalière est souvent moins chère et de qualification supérieure. La plus forte reprise de l'emploi frontalier au cours des derniers mois semble confirmer cet état de fait.

La courbe de Beveridge met en relation le taux de chômage et le taux d'emplois vacants dans l'économie. Par définition, un déplacement « le long » de la courbe indique que l'évolution du taux de chômage serait essentiellement due aux développements conjoncturels et serait par conséquent de nature cyclique. Par contre, un déplacement de la courbe (vers la droite) révélerait une inadéquation entre l'offre et la demande de travail et l'existence de chômage structurel. L'analyse de la courbe de Beveridge à plus long terme révèle clairement l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail au Luxembourg. En effet, tout en excluant la récente période de crise, la courbe de Beveridge s'est graduellement déplacée vers la droite entre 2001 et 2007, révélant clairement l'existence d'un chômage structurel et incompressible. La récente accélération du chômage est essentiellement due au ralentissement économique et est donc de nature cyclique.

Néanmoins, à ce stade on ne peut pas affirmer que la reprise de l'économie et de l'emploi permettront de résorber la hausse du chômage induite par la crise, de sorte qu'à plus long terme cette récente hausse est susceptible d'alimenter le chômage structurel.

Globalement, la hausse du nombre d'offres d'emploi, l'accélération de la croissance de l'emploi et la quasi-stabilisation du taux de chômage au cours des derniers mois laissent espérer un redressement graduel de la situation sur le marché du travail mais un important noyau de chômage structurel risque de perdurer en l'absence de politiques actives en la matière.

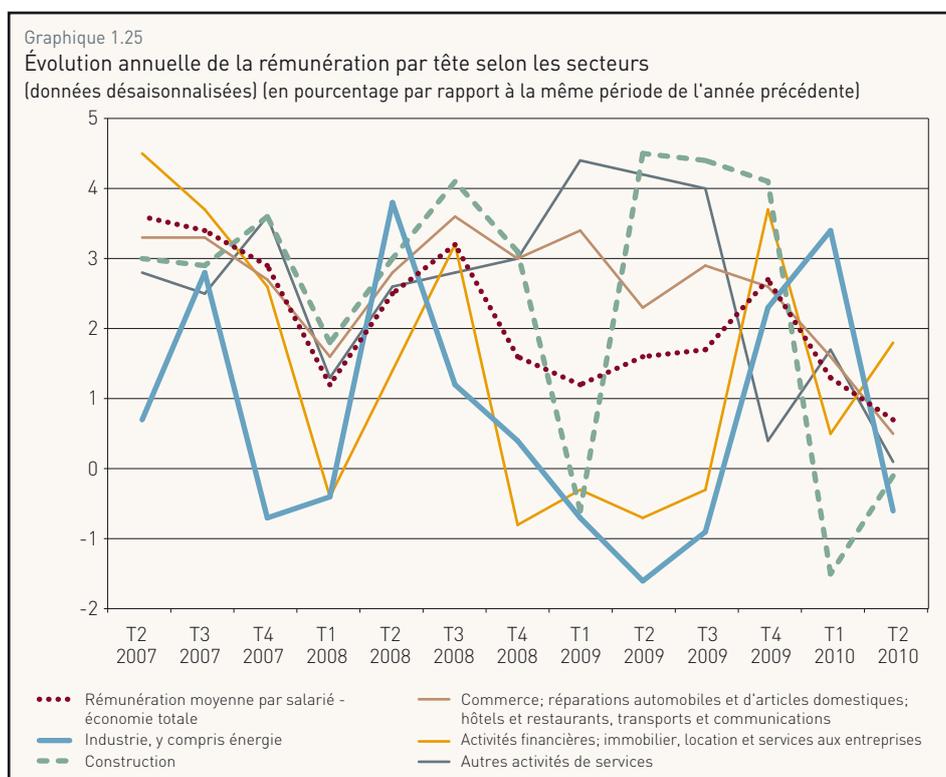
2.6.3 Les coûts salariaux

Selon la comptabilité nationale, la croissance annuelle de la rémunération par salarié s'est inscrite à 0,7% au deuxième trimestre 2010, après 1,3% au premier trimestre 2010. En comparaison avec le même trimestre de l'année précédente, le coût salarial moyen a connu une décélération.

En glissement annuel, seul le secteur « activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises » a connu une accélération de la rémunération par tête, qui est passée de 0,5% au premier trimestre 2010 à 1,8% au deuxième. Par ailleurs, les secteurs de l'industrie et de la construction ont enregistré une baisse du coût salarial moyen au deuxième trimestre 2010 (avec respectivement -0,6% et -0,1% en glissement annuel).

La légère décélération de la croissance du coût salarial moyen au deuxième trimestre 2010 témoigne d'une certaine modération salariale. Le maintien à un niveau inchangé de l'indice de base des traitements dans le secteur public en 2010 ainsi que le gel des salaires dans d'autres secteurs, comme par exemple le secteur bancaire, expliquent cette évolution modérée des salaires au cours de la première moitié de l'année en cours. Néanmoins, l'indexation automatique intervenue au mois de juillet 2010, l'ajustement annoncé de 1,9% du salaire social minimum et des pensions au 1^{er} janvier 2011 ainsi que la hausse des contributions sociales de 0,1 point de pourcentage risquent de peser fortement sur l'évolution du coût salarial moyen.

Selon les chiffres les plus récents de la comptabilité nationale trimestrielle, le coût salarial unitaire (réel) aurait baissé de 7,4% au deuxième trimestre 2010 en glissement annuel, après une baisse de 3,6% le trimestre précédent. Cependant, cette baisse du coût unitaire réel doit être fortement relativisée. En effet, dans le sillage de la crise, la croissance annuelle du coût salarial unitaire réel s'était fortement accélérée, pour s'établir à 9,8% au premier trimestre 2009 et à 11,0% au deuxième trimestre, soit très largement au-dessus de la moyenne enregistrée au cours des années précédentes.



Source : Statec

Encadré 1.1 :

CRISE FINANCIÈRE : LES CONSÉQUENCES SUR LA CROISSANCE DE L'EMPLOI

La récente crise financière et économique se démarque d'autres crises et notamment du ralentissement économique de 2001-2003 non seulement par son ampleur, mais également par les effets négatifs induits sur la croissance de l'emploi et sur celle de ses différentes composantes.

EMPLOI ET SES COMPOSANTES

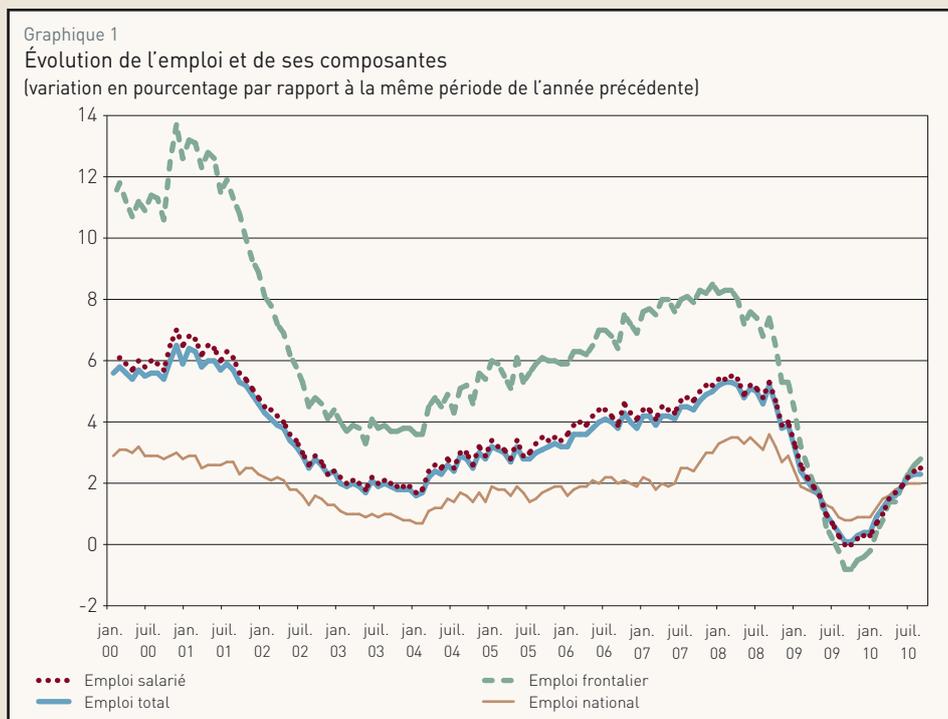
Entre 2001 et 2003, l'emploi total intérieur et l'emploi salarié ont continué à croître à un rythme annuel élevé (avec respectivement 3,6 % et 3,8 %). Cette croissance annuelle demeure relativement proche de la moyenne historique¹ qui s'élève à 3,9 % pour l'emploi intérieur et 4,2 % pour l'emploi salarié. Sur la période récente, entre septembre 2008 et septembre 2010, la progression annuelle de l'emploi intérieur et de l'emploi salarié s'est établie en moyenne à 1,8 %, soit largement en deçà des taux de croissance enregistrés par le passé. Par ailleurs, alors que sur la période 2001-2003 la progression annuelle de l'emploi intérieur et de l'emploi salarié n'a jamais été inférieure à 1,7 %, lors de la récente crise, l'emploi a connu une quasi-stagnation au cours de la deuxième moitié de l'année 2009.

Tableau 1 :

Taux de croissance annuels moyens de l'emploi et de ses composantes (en pourcentage)

	2001-2003	sept. 2008 - sept. 2010
Emploi total intérieur	3,6	1,8
Emploi salarié	3,8	1,8
Emploi frontalier	7,0	2,0
Emploi national	1,8	1,7

Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL



Sources : ADEM, IGSS, Statec, calculs BCL

1 Il s'agit ici du taux de croissance annuel moyen de l'emploi sur la période allant de 1998 à 2007.

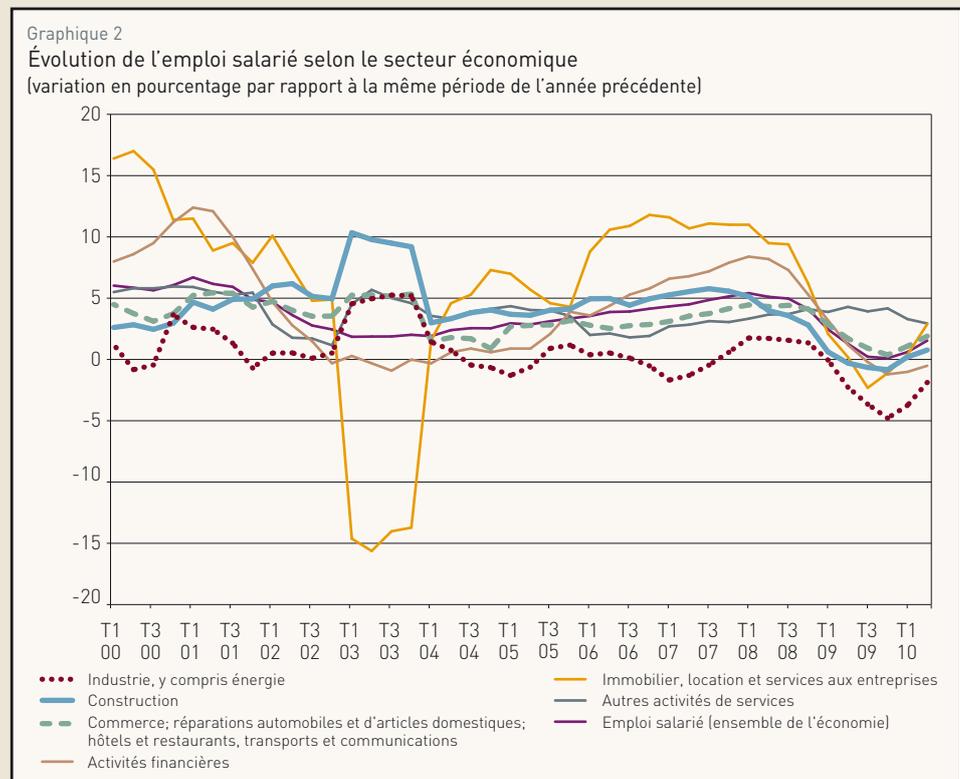
L'emploi frontalier, particulièrement touché lors de la dernière récession, a vu sa progression annuelle s'effondrer et s'établir à 2,0% en moyenne entre septembre 2008 et septembre 2010 et a même enregistré des taux de croissance annuels négatifs au cours du deuxième semestre de 2009. Au contraire, sur la période 2001-2003, bien que la progression annuelle de l'emploi frontalier se soit fortement détériorée en passant de 11,6% en 2000 à 7,0% en moyenne sur les trois années suivantes, celui-ci a continué de croître à un rythme très élevé et largement supérieur à celui de l'emploi national (1,8%).

La relative résilience de l'emploi résident lors de la dernière crise s'explique en partie par le poids des travailleurs frontaliers dans l'emploi intérimaire, fortement ajusté à la baisse. De fait, de par sa nature plus flexible, l'emploi intérimaire a joué le rôle de stock régulateur en permettant aux entreprises de réagir rapidement à la dégradation conjoncturelle, sans procéder d'emblée à des licenciements. Le phénomène contraire est perceptible actuellement. En effet, dans un contexte de grande incertitude, les entreprises préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire avant de recruter du personnel².

EMPLOI PAR SECTEUR

La récente crise a eu des effets négatifs sur la quasi-totalité des secteurs économiques. De fait, suite à la crise, quatre secteurs ont enregistré des destructions nettes d'emplois. Il s'agit de l'industrie, où l'emploi a baissé de 2,7% en moyenne en 2009 et de 2,8% au cours du premier semestre 2010; la construction où l'emploi salarié a baissé de 0,3% en 2009 et a renoué avec la croissance (0,5%) en 2010; le secteur «immobilier, location et services aux entreprises» où l'emploi a baissé de 0,3% au cours de l'année 2009 avant de repartir à la hausse en 2010 et finalement le secteur financier qui, après avoir relativement bien résisté en 2009, a vu l'emploi salarié baisser au cours de la première moitié de 2010 (-0,7% en moyenne sur les six premiers mois de l'année). Par ailleurs, à l'exception du secteur «autres activités de services», l'ensemble des secteurs restants ont vu la croissance de l'emploi décélérer suite à la crise. Soulignons par ailleurs que la baisse de l'emploi salarié dans le secteur «immobilier, location et services aux entreprises» en 2009 est exclusivement imputable au sous-secteur «services fournis principalement aux entreprises» incluant notamment l'emploi intérimaire. De même, la bonne tenue apparente du secteur financier pendant l'année 2009 est en grande partie attribuable à l'évolution favorable du secteur des assurances, qui a vu ses effectifs augmenter de 3,3%, en un an.

Au contraire, suite aux perturbations financières survenues en 2001, l'ajustement du facteur travail s'est cantonné au seul secteur financier (au sens large). Ainsi, seuls deux secteurs ont enregistré des destructions nettes d'emplois : le secteur «immobilier, location et services aux entreprises», où l'emploi salarié a baissé de 14,6% en 2003 (en glissement annuel) et le secteur «services financiers» où l'emploi a légèrement diminué, de 0,3%, au cours de la même année. Il convient de noter que la baisse de l'emploi salarié enregistrée en 2003 dans le secteur «immobilier, location et services aux entreprises» est exclusivement imputable à la baisse de l'emploi dans les activités informatiques et les services aux entreprises, ce dernier sous-secteur incluant l'emploi intérimaire.



Sources : Statec, calculs BCL

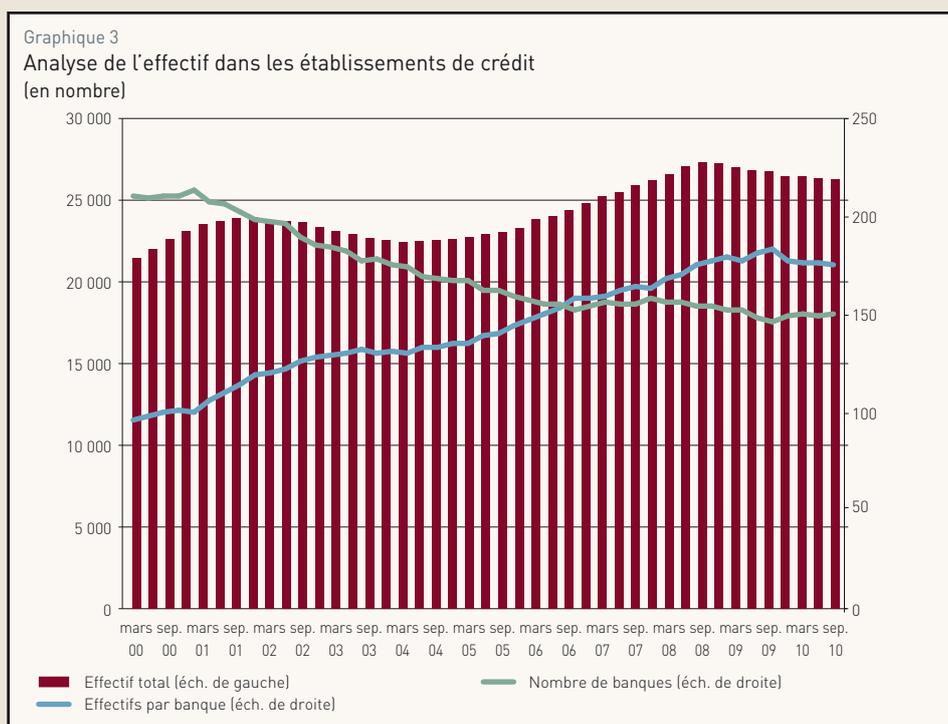
2 L'analyse de l'évolution de l'emploi intérimaire au cours de la période 2001-2003 est difficile en raison de l'indisponibilité de statistiques précises.

La récente crise se distingue ainsi du ralentissement économique de 2001-2003 par une décélération, voire même une nette baisse, généralisée à travers l'ensemble des branches économiques.

EMPLOI BANCAIRE

Bien que le secteur bancaire luxembourgeois n'ait pas été épargné par la récente récession, les effets de la crise ont tardé à se manifester sur le niveau de l'emploi. De fait, les effectifs des banques n'ont commencé à diminuer qu'à partir de mars 2009, soit quelques mois après la généralisation de la crise.

Entre septembre 2008 et septembre 2010, l'effectif des banques luxembourgeoises a diminué de 3,9%, soit l'équivalent de 1 051 personnes. En comparaison, lors du ralentissement économique de 2001-2003, l'emploi bancaire a commencé à décroître dès décembre 2001 et cette tendance baissière s'est poursuivie jusqu'au début de l'année 2004. Ainsi, entre décembre 2001 et mars 2004, l'effectif des banques luxembourgeoises a baissé de 6,3%, soit l'équivalent de 1 502 personnes. Par ailleurs, l'impact a été particulièrement important en termes de nombre de banques, qui est passé de 198 à 168 sur la même période.



Source : BCL

Aussi, en raison de l'envergure de la récente crise financière, bancaire et économique, on aurait pu s'attendre à un ajustement bien plus important du facteur travail dans les établissements de crédits. Nonobstant cela, divers facteurs sont susceptibles de renforcer le processus d'ajustement des effectifs bancaires dans les mois à venir. De fait, la rationalisation des frais de fonctionnement, visant à restaurer les marges de profits, la restructuration du paysage bancaire national et européen, la poursuite du processus de concentration (fusions) et une réglementation bancaire accrue sont autant de facteurs susceptibles d'avoir un impact négatif sur les effectifs des banques. Par ailleurs, malgré l'assouplissement, en rythme annuel, de la tendance à la baisse de l'emploi bancaire au cours des derniers trimestres, l'annonce de divers plans sociaux dans certaines banques n'est guère de bon augure pour la place bancaire luxembourgeoise.

En conclusion, la récente crise n'a pas épargné le marché du travail luxembourgeois, provoquant un fort ralentissement de la croissance de l'emploi et une augmentation du chômage à des niveaux historiquement élevés. Néanmoins, face à l'ampleur de cette crise sans précédents, on aurait pu s'attendre à un ajustement bien plus prononcé du facteur travail. La mise en place et le renforcement de mécanismes de soutien à l'emploi et l'assouplissement du recours au chômage partiel ont sans doute soutenu la demande de travail et évité davantage de licenciements.

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

Entre octobre 2009 et octobre 2010, le secteur financier luxembourgeois a connu des évolutions très contrastées. En effet, face à la hausse de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, on note une détérioration de la situation des banques et des organismes de placement collectif monétaires.

Concernant le secteur bancaire, le volume des activités est en baisse, avec une somme des bilans qui s'est contractée. Les crédits accordés, tout comme les dépôts, ont diminué sur la même période. Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est également en baisse. Par ailleurs, une perte nette de 473 emplois dans le secteur a été enregistrée.

2.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

Le troisième trimestre 2010 a été caractérisé par un retrait, deux constitutions, dont une résultant du retrait, et par deux fusions.

Le nombre d'établissements de crédit a donc diminué d'une unité entre fin juin et début octobre 2010 passant de 149 à 148 unités. Les deux fusions observées montrent, par ailleurs, que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit.

Tableau 1.11 :

L'évolution du nombre des établissements de crédit

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
Sella Bank Luxembourg S.A.		01.07.2010	Scission en Banque BPP S.A. et entité non bancaire
Banque BPP S.A.	01.07.2010		
Amazon Payments Europe S.C.A.	24.09.2010		
Natixis Luxembourg S.A.		30.09.2010	Fusion avec la Natixis Bank
BNP Paribas Luxembourg S.A.		01.10.2010	Fusion avec la BGL BNP Paribas

Source : BCL

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, avec 44 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, on dénombre 6 banques luxembourgeoises, 10 banques belges, 13 banques françaises, 11 banques suisses et 10 banques italiennes.

2.7.2 L'emploi dans les banques

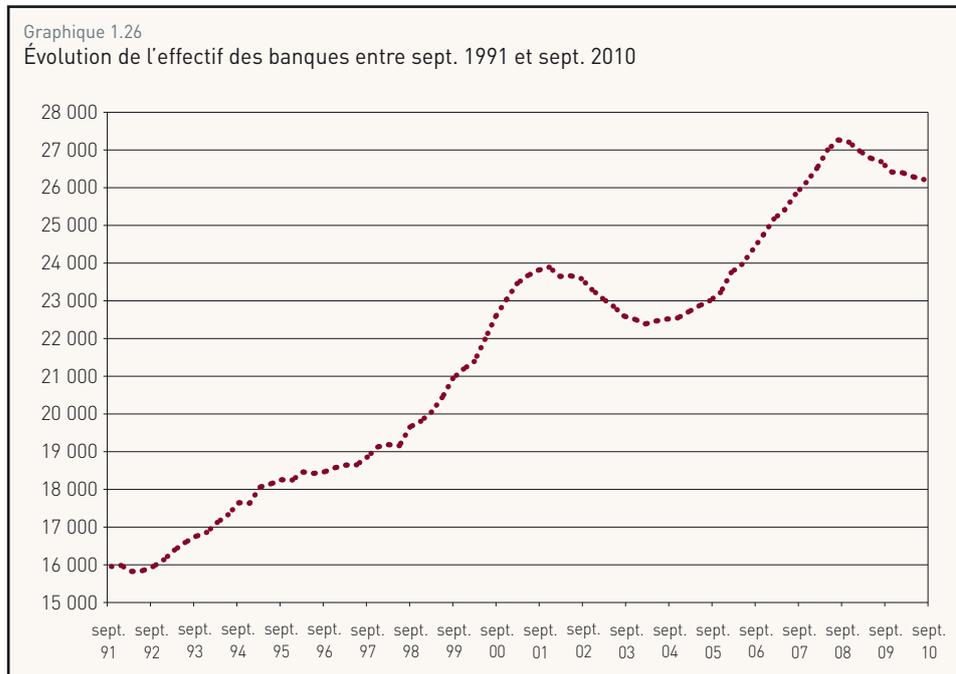
Le secteur bancaire luxembourgeois, qui était créateur net d'emplois depuis la fin du premier semestre 2004, a vu ses effectifs reculer de 4 % en deux ans, entre septembre 2008 et septembre 2010, soit une perte de 1 051 emplois.

C'est en effet au troisième trimestre de l'année 2008 que l'effectif des banques du Luxembourg a atteint son maximum, avec 27 269 personnes employées, dans 154 établissements de crédit. Depuis, cet effectif n'a cessé de reculer.

Au 30 septembre 2010, 26 218 personnes occupent un emploi bancaire au Luxembourg, contre 26 691 un an auparavant, soit 473 employés de moins.

Au cours du premier trimestre 2010, la baisse des effectifs avait semblé se stabiliser, puisqu'elle était de 0,1 %, soit 18 employés de moins qu'en décembre 2009. Cependant, cette tendance ne s'est confirmée ni au cours du deuxième trimestre, avec 108 emplois perdus, ni au cours du troisième trimestre, avec une perte de 72 emplois.

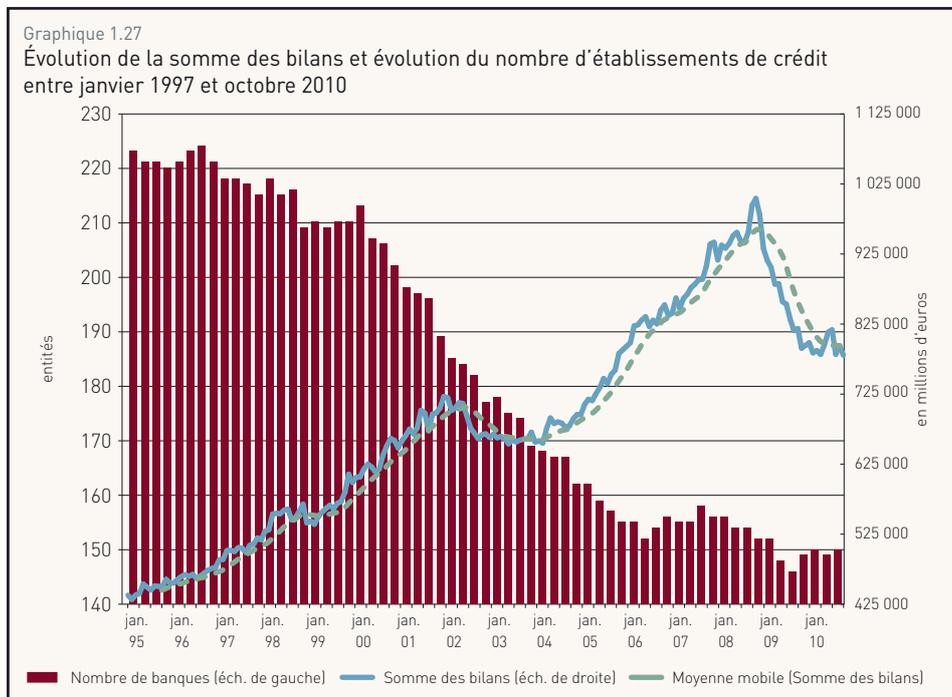
Graphique 1.26
Évolution de l'effectif des banques entre sept. 1991 et sept. 2010



Source : BCL

2.7.3 Le bilan des établissements de crédit

Graphique 1.27
Évolution de la somme des bilans et évolution du nombre d'établissements de crédit entre janvier 1997 et octobre 2010



Source : BCL

Actif

Entre les mois d'octobre 2009 et d'octobre 2010, la somme des bilans des établissements de crédit s'est contractée de 1,2%, passant de 789 728 à 780 009 millions d'euros. Entre juin et octobre 2010, la baisse a été plus marquée, puisque la somme des bilans s'est contractée de 4,4%.

Le graphique 1.27, qui reprend en bleu l'évolution de la somme des bilans des banques, montre un recul du volume des activités au cours des années 2002 et 2003, puis une hausse entre fin 2004 et octobre 2008, suivie d'une baisse jusqu'en mars 2010. On aperçoit également que les mois d'avril à juin 2010 se sont caractérisés par une légère hausse de la somme des bilans, qui ne s'est pas poursuivie en juillet. Au mois d'octobre, la somme des bilans est de 780 009 millions d'euros.

Ce graphique montre également le mouvement de concentration dans le secteur bancaire au Luxembourg depuis le début des années 2000.

La baisse du bilan des banques, entre les dix premiers mois de l'année 2009 et les dix premiers mois de l'année 2010, provient notamment de la diminution de 11,6% du portefeuille-titres. En effet, entre octobre 2009 et octobre 2010, la valeur du portefeuille-titres des banques a diminué de 25 526 millions d'euros, passant de 219 634 à 194 108 millions d'euros. Le portefeuille-titres des banques est investi à 89,9% en valeurs mobilières à revenus fixes. Les 10,1% restants sont des valeurs mobilières à revenus variables (actions et participations).

La diminution de 2,3% des créances sur la clientèle entre octobre 2009 et octobre 2010 a également contribué à la baisse de l'actif bilantaire des banques. Ce sont les crédits accordés à la clientèle résidant en dehors du Luxembourg qui ont diminué, et non les crédits à la clientèle résidente, qui sont eux en hausse de 2% sur la période (voir le développement sur les crédits). En octobre de cette année, les créances sur la clientèle représentent 24,6% de l'actif des établissements de crédits.

Les créances interbancaires ont augmenté de 4,5% sur la période, contribuant à la hausse du bilan des banques. Ces créances représentent 47,1% du total de l'actif des établissements de crédits. Cette hausse des créances interbancaires est à souligner car l'année 2009 avait été marquée par une baisse globale des crédits accordés aux autres établissements de crédit dans un contexte général de défiance. Cependant cet encours de 367 661 millions d'euros fin octobre 2010 est à mettre en relation avec l'encours de 509 120 millions d'euros du troisième trimestre 2008 pour réaliser l'ampleur de la dégradation des créances interbancaires depuis la crise.

Les encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, ont également connu une évolution positive entre octobre 2009 et octobre 2010, passant de 21 346 à 26 081 millions d'euros. La vente de produits dérivés par les banques est relativement contra-cyclique. En effet, un contexte d'incertitude sur les marchés financiers incite les investisseurs à se protéger contre les risques et donc à acquérir des produits dérivés ayant pour objet cette protection. Le poids relatif des autres actifs reste cependant modeste, ils représentent 3,3% du total de l'actif des établissements de crédits.

Tableau 1.12:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2010/10
	2009/10	2010/06	2010/10	2009/10 - 2010/10		2010/06 - 2010/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	351 988	383 169	367 671	15 683	4,5	-15 498	-4,0	47,1
Créances sur la clientèle	196 761	194 693	192 149	-4 611	-2,3	-2 543	-1,3	24,6
Portefeuille-titres	219 634	208 901	194 108	-25 526	-11,6	-14 793	-7,1	24,9
Autres actifs	21 346	29 144	26 081	4 735	22,2	-3 064	-10,5	3,3
Total de l'actif	789 728	815 907	780 009	-9 719	-1,2	-35 898	-4,4	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Passif

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également être transposées à l'analyse du passif.

Entre octobre 2009 et octobre 2010, les encours de dettes interbancaires ont diminué de 8 322 millions d'euros (soit de 2,3%), atteignant ainsi 356 227 millions d'euros. Les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg, qui a globalement réduit son apport de liquidités aux banques depuis septembre 2009, à l'exception du mois de juin 2010. Les dépôts interbancaires représentent près de la moitié (45,7%) du passif du bilan des banques.

Les dettes envers la clientèle non bancaire ont diminué de 3 505 millions d'euros (soit de 1,3%) entre octobre 2009 et octobre 2010, pour atteindre 262 498 millions d'euros. La diminution des dépôts de la clientèle non bancaire est essentiellement due à la clientèle luxembourgeoise et à celle résidant dans les autres pays membres de la zone euro (voir le développement sur les dépôts). Le refinancement des banques reste cependant toujours fortement axé sur les dettes envers la clientèle non bancaire, qui représentent un poids relatif de 33,7% de la somme du passif.

Entre octobre 2009 et octobre 2010, le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a connu une baisse de 6,2%, mais demeure volatil. L'interprétation de cette évolution doit se faire avec prudence, les positions en titres faisant l'objet de fluctuations dues à la valorisation comptable des titres. De plus, avec un encours de 73 672 millions d'euros fin octobre, le refinancement par le biais de l'émission de titres reste relativement limité (9,4% de la somme du passif).

Fin octobre 2010, 87 612 millions d'euros étaient comptabilisés sous la catégorie des autres passifs. Comme les autres actifs, les autres passifs sont influencés par les nouvelles normes IAS/IFRS appliquées depuis janvier 2008. Les autres passifs sont en hausse de 8,7% entre les mois d'octobre 2009 et d'octobre 2010.

Tableau 1.13:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/10	2010/06	2010/10	2009/10- 2010/10		2010/06 - 2010/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	364 550	374 352	356 227	-8 322	-2,3	-18 125	-4,8	45,7
Dettes envers la clientèle	266 003	268 510	262 498	-3 505	-1,3	-6 012	-2,2	33,7
Dettes représentées par un titre	78 549	82 818	73 672	-4 877	-6,2	-9 146	-11,0	9,4
Autres passifs	80 627	90 227	87 612	6 985	8,7	-2 614	-2,9	11,2
Total du passif	789 728	815 907	780 009	-9 719	-1,2	-35 898	-4,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

2.7.4 Les crédits à la clientèle non bancaire

A la fin du troisième trimestre 2010, l'encours total de crédits envers la clientèle non bancaire s'élève à 190 735 millions d'euros, en baisse de 6 562 millions d'euros (soit 3,3%) par rapport à la même date de l'année précédente.

Entre septembre 2009 et septembre 2010, les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg ont augmenté, tandis que ceux accordés à la clientèle des autres Etats membres de la zone euro et du reste du monde ont baissé.

Les crédits accordés aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non bancaire résidant au Luxembourg s'élèvent à 70 157 millions d'euros au 30 septembre 2010, contre 68 807 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une hausse de 2%. Cette hausse est notamment due à une augmentation de la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers, qui représentent 49% de l'ensemble des crédits accordés aux résidents.

Les organismes de placement collectif (OPC) constituent la composante la plus importante des autres intermédiaires financiers au Luxembourg. L'évolution de la demande de crédits bancaires en provenance des OPC est fortement marquée par l'évolution des marchés financiers. En effet, en 2008, face à l'amplification

de la crise économique, l'aversion au risque des investisseurs s'est accrue. Il en a résulté un recours massif au remboursement des parts d'OPC. Pour faire face à ces demandes de rachats, les OPC ont fait appel au crédit bancaire. Ce dernier a épargné aux OPC la vente de titres au cours d'une période où les valeurs boursières affichaient un recul très prononcé. Ainsi, le troisième trimestre 2008 s'était caractérisé par un pic sans précédent de 41 026 millions d'euros de crédits accordés aux autres intermédiaires financiers. Puis, ces crédits ont affiché une nette tendance à la baisse. Il faut noter que l'année 2010 est marquée par une hausse sensible des crédits bancaires accordés aux autres intermédiaires financiers (plus 7 707 millions d'euros entre décembre 2009 et septembre 2010), illustrant à nouveau un contexte de défiance sur les marchés financiers.

Avec un encours total de 20 035 millions d'euros au 30 septembre 2010, les crédits aux ménages représentent 28,6 % de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident. Ces crédits ont affiché une progression de 7,1 % (1 333 millions d'euros) entre fin septembre 2009 et fin septembre 2010 et sont toujours principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a diminué de 12,6 % entre septembre 2009 et septembre 2010. Par ailleurs, entre le deuxième et le troisième trimestre 2010, ce volume de crédits a connu une baisse de 3,5 %. Cette diminution peut s'expliquer par une baisse de la demande de crédits provenant des entreprises, ainsi que par un resserrement des conditions d'octroi de prêts à ces dernières. Les encours de crédits accordés aux sociétés non financières représentent 12 916 millions d'euros au 30 septembre 2010, soit 18,4 % de l'ensemble des crédits accordés au secteur non bancaire résident.

Les administrations publiques, quant à elles, affichent un endettement bancaire de l'ordre de 2 609 millions d'euros au 30 septembre 2010, en hausse de 4 % par rapport à la même période de l'année précédente et de 7,2 % par rapport au trimestre précédent, témoignant de la dégradation des finances publiques. Rappelons, par ailleurs, qu'en décembre 2008 un emprunt de 2 milliards d'euros a été émis.

On note encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent très peu importants en volume (0,3 % de l'ensemble des crédits au secteur non bancaire résident) et sont toujours extrêmement volatils. Les encours sont de 214 millions d'euros au 30 septembre 2010.

Tableau 1.14 :

Crédits accordés par les établissements de crédit par contrepartie et durée initiale : Luxembourg ¹⁾²⁾

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/09	2010/06	2010/09	2009/09-2010/09		2010/06-2010/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	68 807	68 204	70 157	1 350	2,0	1 952	2,9	100,0
Administrations publiques	2 508	2 433	2 609	101	4,0	176	7,2	3,7
Autres intermédiaires financiers	32 656	32 506	34 384	1 728	5,3	1 877	5,8	49,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	159	274	214	55	34,6	- 60	-22,0	0,3
Sociétés non financières	14 782	13 389	12 916	-1 867	-12,6	- 473	-3,5	18,4
Ménages & ISBLM	18 702	19 602	20 035	1 333	7,1	433	2,2	28,6
Crédits à la consommation	1 292	1 256	1 157	- 135	-10,5	- 99	-7,9	5,8
Crédits immobiliers	15 593	16 217	16 615	1 022	6,6	397	2,5	82,9
Autres crédits	1 818	2 129	2 264	446	24,5	134	6,3	11,3

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

2) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis

Les crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro

L'encours de crédits accordés aux résidents des autres pays membres de la zone euro est de 74 405 millions d'euros au 30 septembre 2010, contre 79 312 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 6,2 %, principalement due aux sociétés non financières et aux sociétés d'assurances et fonds de pension.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par le poids important que revêtent les sociétés non financières. Ainsi, leur part dans l'ensemble des crédits s'élève à 59,1 % au 30 septembre, avec un encours de 43 989 millions d'euros, contre 46 661 millions d'euros lors de l'année précédente. Tout comme pour les sociétés non financières basées à Luxembourg, cette diminution peut s'expliquer par une baisse de la demande de crédits ainsi que par un resserrement des conditions d'octroi de prêts.

Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro sont quant à eux en hausse de 1,5 % entre septembre 2009 et septembre 2010. Ils représentent un poids relatif de 15 % dans l'ensemble des crédits accordés à la clientèle non bancaire en provenance des autres pays de la zone euro et un encours de 11 132 millions d'euros. Dans cette catégorie, les crédits à la consommation sont en forte baisse entre septembre 2009 et septembre 2010 (moins 55,2 %), tandis que les crédits immobiliers progressent de 11,9 %.

Tableau 1.15 :

Crédits accordés par les établissements de crédit par contreparties et durées initiales : Autres pays membres de la zone euro¹⁾²⁾ (en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/09	2010/06	2010/09	2009/09-2010/09		2010/06-2010/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	79 312	76 576	74 405	-4 907	-6,2	-2 171	-2,8	100,0
Administrations publiques	2 271	1 884	1 799	- 472	-20,8	- 85	-4,5	2,4
Autres intermédiaires financiers	17 295	18 393	16 500	- 796	-4,6	-1 893	-10,3	22,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 119	994	985	-1 134	-53,5	- 9	-0,9	1,3
Sociétés non financières	46 661	43 554	43 989	-2 672	-5,7	435	1,0	59,1
Ménages & ISBLM	10 965	11 751	11 132	167	1,5	- 619	-5,3	15,0
Crédits à la consommation	361	179	162	- 199	-55,2	- 17	-9,7	1,5
Crédits immobiliers	1 186	1 289	1 327	141	11,9	37	2,9	11,9
Autres crédits	9 418	10 283	9 644	225	2,4	- 639	-6,2	86,6

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

2) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis

Les crédits accordés aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde sont en baisse de 6,1 % entre septembre 2009 et septembre 2010, où l'encours de crédits atteint 46 174 millions d'euros. Entre le deuxième et le troisième trimestre 2010, ces crédits ont également connu une baisse de 7,5 %.

Les intermédiaires financiers et les sociétés non financières dominent ces crédits, puisqu'ils représentent 82,2 % des crédits accordés aux résidents du reste du monde.

Ce sont essentiellement les autres intermédiaires financiers, ainsi que les ménages et les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) qui ont contribué à la baisse des crédits accordés aux résidents du reste du monde.

2.7.5 Les dépôts de la clientèle non bancaire

À la fin du troisième trimestre 2010, l'encours de dettes envers la clientèle non bancaire s'élève à 267 209 millions d'euros, en baisse de 1 799 millions d'euros (soit de 0,7 %) par rapport à la même date de l'année précédente.

Entre septembre 2009 et septembre 2010, les dépôts de la clientèle résidant au Luxembourg et dans les autres États membres de la zone euro ont baissé tandis que ceux de la clientèle du reste de monde ont légèrement augmenté.

Les dépôts des résidents

Fin septembre 2010, l'encours de dépôts de la clientèle non bancaire luxembourgeoise s'élève à 149 816 millions d'euros. La baisse entre septembre 2009 et septembre 2010 est de 0,6 %.

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non bancaire résidente, on constate que la majeure partie de l'encours (66,9 % de l'ensemble des dépôts de la clientèle résidente) provient des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers, à savoir les OPC, les PSF et les sociétés holdings. Cet encours est en baisse de 4 % entre septembre 2009 et septembre 2010, les dépôts ont diminué de 4 162 millions d'euros.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 15,7 % du total des dépôts des résidents en septembre 2010, soit 23 501 millions d'euros. Le mois de juin 2010 a par ailleurs représenté un pic jamais atteint pour cette catégorie de dépôts (24 956 millions d'euros). L'explication peut résider dans une aversion au risque accrue de la part des ménages, les orientant vers des produits d'épargne classiques.

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 1,6 % entre septembre 2009 et septembre 2010. Leur encours est cependant en hausse de 16,9 % par rapport au deuxième trimestre de 2010.

Ajoutons que les dépôts des administrations publiques sont en forte hausse entre septembre 2009 et septembre 2010. Cette hausse a pu s'expliquer par le placement d'une partie de l'émission de l'emprunt de 2 milliards d'euros de décembre 2008. Cependant entre mai et septembre 2010, les dépôts des administrations publiques ont diminué de 7,4 %.

Tableau 1.16 :

Dépôts du secteur privé non bancaire (encours en fin de période) : Luxembourg¹⁾²⁾

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/09	2010/06	2010/09	2009/09-2010/09		2010/06-2010/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	150 787	152 462	149 816	- 971	-0,6	-2 647	-1,7	100,0
Administrations publiques	3 875	5 922	5 621	1 746	45,1	- 301	-5,1	3,8
Autres intermédiaires financiers	104 389	102 366	100 226	-4 162	-4,0	-2 140	-2,1	66,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 086	6 830	5 980	894	17,6	- 850	-12,4	4,0
Sociétés non financières	14 722	12 388	14 487	- 235	-1,6	2 099	16,9	9,7
Ménages & ISBLM	22 715	24 956	23 501	786	3,5	-1 455	-5,8	15,7

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte d'informations nouvelles.

2) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro

Les dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro sont en recul de 3,8%, entre fin septembre 2009 et septembre 2010, portant l'encours à 64 302 millions d'euros.

Cependant, l'encours en dépôts bancaires des sociétés non financières atteint 25 728 millions d'euros fin septembre 2010, en hausse de 27,4% par rapport à l'année précédente. Ces encours représentent 40% du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro.

La diminution des dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro est donc principalement due aux ménages et aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers représentent 20% de l'encours à la fin du mois de septembre 2010, soit 12 885 millions d'euros. Leurs dépôts ont diminué de 28,8% par rapport au mois de septembre 2009. Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont déposé 3 124 millions d'euros de moins sur un an, soit une réduction de 13,8% de leurs encours. Ce montant est le plus faible observé depuis que ces statistiques sont réalisées (janvier 2003).

Les ménages ont pu être incités à retirer une partie de leur épargne à l'étranger en raison de la crise. Par ailleurs, la mise en place à Luxembourg de la retenue à la source sur les revenus produits dans le champ d'application de la directive européenne 2003/48 CE sur la fiscalité des revenus de l'épargne, a pu avoir un impact sur les fonds déposés auprès des banques de la Place. En effet, le taux d'imposition prévu par la directive est passé de 15% à 20% en juillet 2008 et atteindra 35% en juillet 2011.

Représentant 9,5% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, les sociétés d'assurances et fonds de pension affichent des dépôts en hausse de 4,8% entre septembre 2009 et septembre 2010.

Les administrations publiques des autres pays membres de la zone euro, dont le poids relatif est seulement de 0,2%, ont diminué leur encours de dépôts de près de 20% sur la période allant de septembre 2009 à septembre 2010.

Tableau 1.17 :

Dépôts du secteur privé non bancaire (encours en fin de période) - Autres pays membres de la zone euro¹⁾²⁾
(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2009/09	2010/06	2010/09	2009/09-2010/09		2010/06-2010/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Total	66 841	62 842	64 302	-2 538	-3,8	1 461	2,3	100,0
Administrations publiques	151	375	121	-30	-19,8	-254	-67,8	0,2
Autres intermédiaires financiers	18 085	12 969	12 885	-5 200	-28,8	-84	-0,6	20,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 846	6 034	6 128	282	4,8	94	1,6	9,5
Sociétés non financières	20 194	23 118	25 728	5 534	27,4	2 610	11,3	40,0
Ménages & ISBLM	22 565	20 345	19 440	-3 124	-13,8	-905	-4,4	30,2

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte d'informations nouvelles.

2) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts des résidents du reste du monde sont en hausse de 3,3%, soit 1 711 millions d'euros, entre fin septembre 2009 et septembre 2010, portant l'encours à 53 091 millions d'euros. Toutefois, le volume des dépôts a diminué de 0,2% entre fin juin et fin septembre 2010 (115 millions d'euros).

Ce sont les sociétés d'assurances et fonds de pension et les sociétés non financières qui ont contribué à la hausse des dépôts des résidents du reste du monde. En effet, les sociétés non financières ont augmenté leurs encours de dépôts de 50,7% entre septembre 2009 et septembre 2010. Elles représentent 24,3% des dépôts du reste du monde. Par ailleurs, les dépôts des sociétés d'assurances et des fonds de pensions ont également évolué de manière favorable, avec une hausse de 21,7% sur la période. Les encours de cette catégorie demeurent cependant très volatils et représentent un poids relativement faible dans l'ensemble des dépôts (1,7%).

Par contre, les autres intermédiaires financiers, qui représentent 43% des dépôts du reste du monde, ont diminué leurs dépôts au Luxembourg de 6,2% en un an. Leur encours atteint donc 22 836 millions d'euros fin septembre 2010.

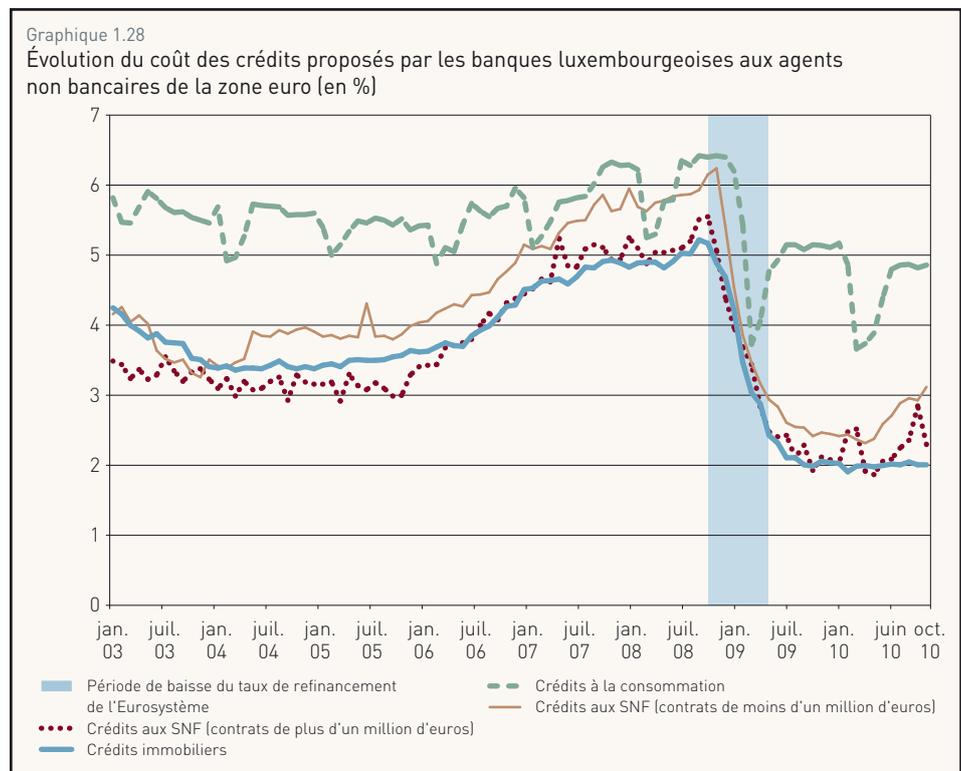
De plus, les dépôts des ménages, qui s'élèvent à 13 292 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2010, sont en baisse de 1 122 millions d'euros (soit de 7,8%) sur un an. Cette baisse est explicable, tout comme pour les résidents des autres pays de la zone euro, par la mise en place à Luxembourg de la retenue à la source sur les revenus produits dans le champ d'application de la directive européenne 2003/48 CE.

Enfin, les administrations publiques du reste du monde, dont le poids relatif est de 5,9% en fin de période, ont diminué leurs dépôts de 4,7% sur la période allant de septembre 2009 à septembre 2010.

2.7.6 Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises

Après quatre baisses au cours des cinq premiers mois de l'année 2009, le taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été maintenu à 1,00%. Ces baisses successives du taux de refinancement se sont traduites par un très net assouplissement des conditions de financement des agents non bancaires, en d'autres termes des ménages et des sociétés non financières, en 2009 et au cours des dix premiers mois de l'année 2010. Ce décalage dans la transmission de la baisse des taux de refinancement (qu'il s'agisse du taux de l'Eurosystème ou des taux courts du marché monétaire) aux taux débiteurs et créditeurs des banques est conforme aux observations faites dans le passé.

Ainsi, le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation est inférieure à un an, portant sur les nouveaux contrats accordés aux ménages de la zone euro s'est légèrement détendu, passant de 2,06% en octobre 2009 à 2,01% en octobre 2010 (comme pour l'ensemble des taux évoqués ci-après, il s'agit du taux d'intérêt hors frais et assurances). Cela représente une baisse de 5 points de base



Source : BCL

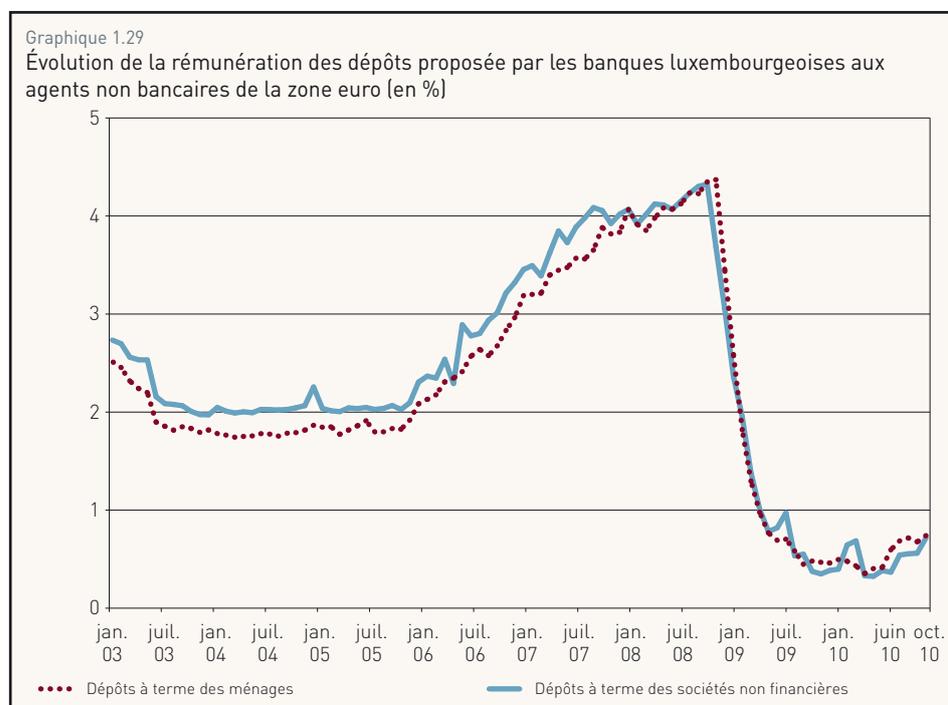
sur un an. Au cours du troisième trimestre 2010, les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont évolué dans un corridor plutôt serré entre un minimum de 2,01% (en juillet et septembre) et un maximum de 2,05% (en août).

Le taux d'intérêt des nouveaux contrats de crédits à la consommation, dont la période de fixation est comprise entre un et cinq ans, baisse à 4,86% en octobre 2010 par rapport à 5,14% en octobre 2009.

Deux catégories de contrats à taux variable sont prises en compte en raison de leur représentativité pour le coût des crédits aux sociétés non financières (SNF). En ce qui concerne les contrats dont le montant est inférieur à un million d'euros, leur coût augmente de 65 points de base entre octobre 2009 (2,47%) et octobre 2010 (3,12%). Au cours du troisième trimestre 2010, les taux évoluent entre un minimum de 2,89% en juillet 2010 et un maximum de 2,96% en août 2010. Pour les contrats dont le montant est supérieur à un million d'euros, la hausse observée a atteint 18 points de base entre octobre 2009 (2,12%) et octobre 2010 (2,30%). Les taux observés au cours du troisième trimestre 2010 sont compris entre un minimum de 2,25% en juillet et un maximum de 2,85% en septembre.

Comme le montre le graphique 1.28, les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont évolué à des niveaux historiquement bas depuis la mise en place de la collecte statistique (en janvier 2003). Cette situation est observable depuis la fin du premier trimestre 2009.

Les dépôts à un an des ménages comme ceux des sociétés non financières de maturité inférieure à un an, ont vu leurs rémunérations augmenter de respectivement 27 et 37 points de base entre octobre 2009 (respectivement 0,47% et 0,35%) et octobre 2010 (respectivement 0,74% et 0,72%).



2.7.7 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande.

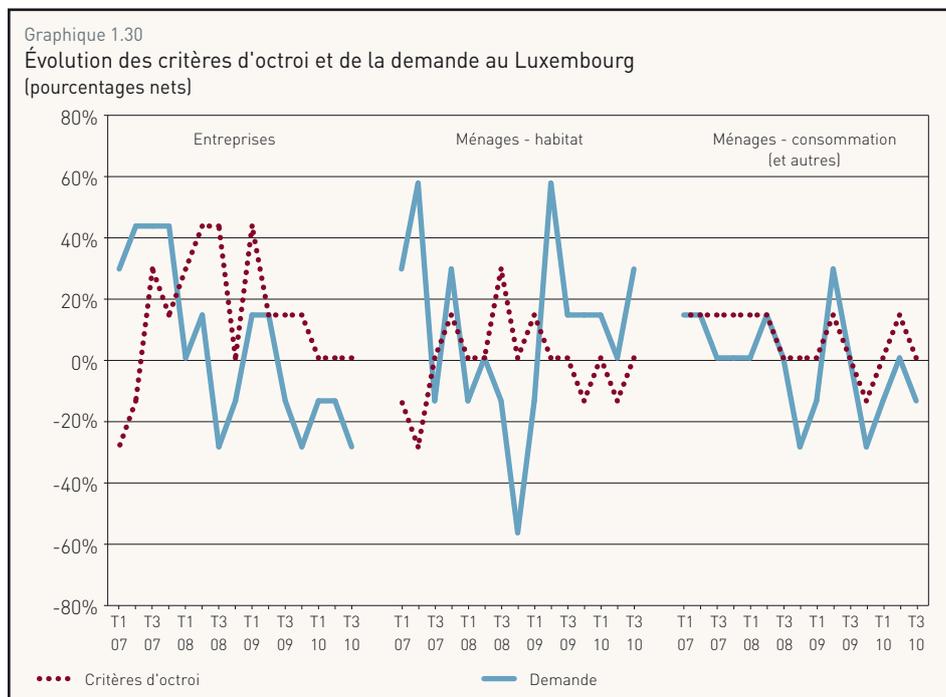
Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets » dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire.

Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et la part de celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et la part de celles qui ont rapporté une baisse. A noter que les résultats ne sont pas pondérés par la taille des banques. Les données sont donc à interpréter avec précaution.

Les résultats les plus récents couvrent le troisième trimestre 2010. Généralement, les résultats luxembourgeois relatifs à l'évolution des critères d'octroi des crédits sont en ligne avec ceux de la zone euro dans son ensemble, alors que les résultats relatifs à la demande sont plus hétérogènes. L'enquête se rapportant au troisième trimestre comprenait également deux questions supplémentaires sur l'accès au financement du marché. Pour les résultats dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique représente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clés au Luxembourg.

Entreprises: Si l'année passée la politique de crédit des banques de l'échantillon luxembourgeois a continué dans son orientation plus restrictive, les critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises sont restés inchangés¹⁵ en 2010. Par contre, après s'être brièvement interrompue au trimestre précédent, la tendance baissière des pourcentages nets s'est à nouveau poursuivie dans la zone euro et les pourcentages nets sont ensuite passés de 11 % à 4 %.

Au deuxième trimestre, la hausse des pourcentages nets dans la zone euro fut liée à une détérioration des coûts des ressources et des contraintes d'équilibre de bilan ; c'est dans cette optique qu'il faut comprendre la baisse des pourcentages nets au troisième trimestre, qui est principalement imputable à une évolution



Source : BCL

15 Les critères sont inchangés si les pourcentages nets s'inscrivent à zéro.



moins défavorable de l'accès aux financements du marché et de la position de liquidité des banques. En même temps, l'évolution des perceptions de risques des banques de la zone euro est l'élément explicatif principal ayant contribué à un durcissement des critères d'octroi au troisième trimestre. Plusieurs éléments explicatifs ont toutefois été cités comme ayant contribué à un assouplissement des critères d'octroi.

Le durcissement des critères d'octroi dans la zone euro s'est surtout traduit sur les conditions de financement et notamment sur les marges perçues sur les prêts risqués. Si les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg, deux des sept banques ont toutefois signalé une amélioration des conditions d'octroi, surtout en ce qui concerne les marges sur le montant moyen des prêts.

Pour ce qui est de la demande nette, les évolutions récentes sont plus favorables dans la zone euro qu'au Luxembourg. En effet, la demande nette est devenue positive dans la zone euro au troisième trimestre, et ce pour la première fois depuis 2007, alors qu'elle s'est repliée au Luxembourg. Ce repli est principalement attribuable à un moindre besoin de financement pour les investissements en capital fixe. Le rebond de la demande nette dans la zone euro découle essentiellement d'un besoin de financement accru lié à la gestion des stocks et des fonds de roulement. Cependant, les banques de la zone euro ont également indiqué que le besoin de financement lié aux investissements en capital fixe a contribué à faire baisser la demande dans une moindre mesure que lors du trimestre précédent.

Ménages (habitat): En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat accordés aux ménages, les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg ainsi que dans la zone euro dans son ensemble. Les banques de la zone euro continuent toutefois à signaler une hausse de la marge perçue sur les prêts risqués.

Du côté de la demande, un rebond est discernable dans l'échantillon luxembourgeois. Ce rebond serait imputable à une amélioration des perspectives sur le marché du logement. Dans la zone euro par contre, les pourcentages nets se sont fortement repliés, tout en demeurant positifs.

Ménages (consommation et autres): Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) accordés aux ménages sont restés inchangés au Luxembourg ainsi que dans la zone euro.

La demande nette a légèrement fléchi dans les deux échantillons. La baisse de la demande est attribuable à un moindre besoin de financement.

Questions supplémentaires: Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un certain nombre de questions supplémentaires qui ont toutefois été ajustées plusieurs fois. Une des questions supplémentaires récurrentes a trait à l'accès au financement des banques. Les résultats indiquent que les banques luxembourgeoises ont surtout eu recours au marché monétaire pour se refinancer et que les conditions d'accès se sont améliorées au troisième trimestre. La majorité des banques ont indiqué que les événements survenus sur les marchés de capitaux n'ont guère eu d'impact sur les fonds propres et/ou sur leur propension à accorder des prêts. Dans la zone euro, l'accès au financement des banques s'est également amélioré dans tous les segments de marché. La majorité des banques de la zone euro ont signalé que les événements survenus sur les marchés de capitaux se sont répercutés sur leurs fonds propres et/ou sur leur propension à accorder des prêts.

Encadré 1.2:

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

Depuis l'émergence des turbulences financières en 2007, plusieurs analyses ou encadrés sur l'évolution des crédits au Luxembourg ont été publiés. Cet encadré passe en revue l'ensemble des informations qui sont devenues disponibles depuis la plus récente publication, en septembre 2010 (voir Bulletin 2010/02).

Les données exploitées ci-dessous ainsi que dans le cadre des publications antérieures proviennent de la collecte *BSI*, de la collecte *MIR* et de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire (BLS). Les résultats BLS les plus récents couvrent le troisième trimestre 2010. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les plus récentes données disponibles datent d'octobre 2010.

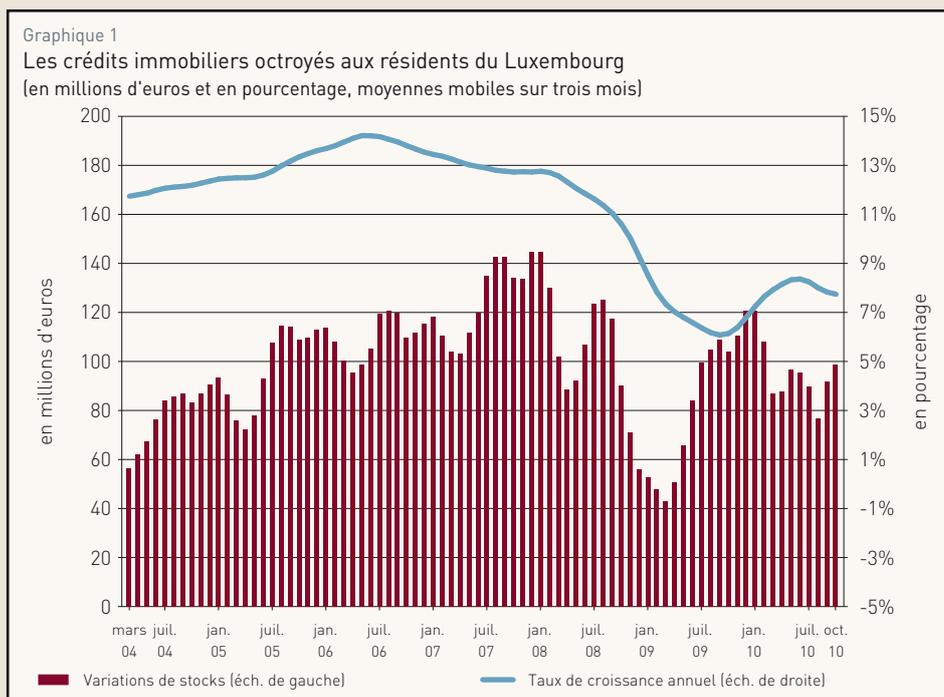
Remarques: Plusieurs ajustements statistiques ont été faits, tant pour le calcul des taux de croissance annuels que pour les variations mensuelles des encours. Les séries ne sont pas ajustées pour les effets saisonniers. A noter que les séries représentées dans les graphiques sont des moyennes mobiles sur trois mois.

LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

Le graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux ou variations de stocks¹ (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Après avoir repris de la vigueur courant 2009, les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser lors des dix premiers mois de l'année en cours. Depuis juin 2010, le taux de croissance annuel des crédits immobiliers octroyés aux résidents du Luxembourg s'est stabilisé aux alentours de 7,7%, alors que les variations de stocks se sont ins-

crites à des niveaux relativement élevés par rapport à la période antérieure au revirement de tendance en 2009. Si les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents s'inscrivent en hausse, leur progression demeure généralement moins importante que lors de la période antérieure à la crise.



Source : BCL

1 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours [corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations].

A première vue, la dynamique de crédit semble s'être modérée à partir du mois de juin 2010. Néanmoins, il convient de rappeler que cette évolution est en partie un artefact statistique, dans la mesure où elle découle plutôt d'un ajustement des règles de reporting².

Les volumes de nouveaux crédits accordés lors des dix premiers mois de l'année en cours s'établissent à 2 414 millions d'euros. En guise de comparaison, lors des dix premiers mois des années 2008 et 2009, les crédits immobiliers nouvellement accordés se sont respectivement inscrits à 2 476 millions et à 3 115 millions d'euros. Il convient cependant de rappeler que certaines différences méthodologiques existent entre la collecte *MIR* et la collecte *BSI*³.

Le taux d'intérêt variable appliqué aux crédits immobiliers nouvellement accordés a évolué dans une fourchette relativement étroite depuis le plus récent abaissement des taux directeurs en mai 2009, tant vers le haut que vers le bas, s'inscrivant à 2,01 % en octobre de cette année. A rappeler que le coût des nouveaux contrats à taux variable a atteint son creux historique en janvier 2010, à 1,91 %.

S'agissant de l'évolution de l'offre et de la demande de crédits immobiliers, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les critères d'octroi n'ont pas changé au troisième trimestre, alors que la demande nette s'est inscrite en hausse.

En ce qui concerne les crédits à la consommation octroyés aux ménages résidant au Luxembourg, tant les variations de stocks que le taux de croissance annuel révèlent une moindre vigueur à partir du deuxième trimestre. Il convient toutefois de rappeler que les crédits à la consommation se caractérisent par une forte saisonnalité, de sorte que les évolutions précitées doivent être appréhendées avec prudence.

Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés ont également perdu de la vigueur après le festival de l'automobile au premier trimestre. Quelque 592 millions d'euros ont été accordés entre janvier et octobre 2010, par rapport à respectivement 676 millions et 504 millions lors des dix premiers mois de 2009 et de 2008.

Après avoir atteint son creux historique (à 3,66 %) en février, à l'occasion du festival de l'automobile, le coût des crédits assortis d'un taux d'intérêt dont la période de fixation initiale est comprise entre un et cinq ans s'est progressivement accru pour atteindre 4,86 % en juillet. Depuis lors, le taux d'intérêt a évolué dans une fourchette très étroite pour finalement s'établir à 4,86 % en octobre.

Les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au troisième trimestre, alors que la demande nette s'est légèrement repliée.

LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Le graphique 2 et le graphique 3 retracent l'évolution des crédits octroyés aux sociétés non-financières (SNF). Etant donné qu'une partie importante des crédits sont destinés aux SNF non-résidentes, les graphiques présentent séparément les développements du crédit pour les SNF implantées au Luxembourg et pour les entreprises non-résidentes (implantées dans la zone euro hors Luxembourg).

Si la progression annuelle des crédits octroyés aux entreprises résidentes continue à s'inscrire en baisse, les plus récentes données vont dans le sens d'une stabilisation du taux de croissance. Néanmoins, cette stabilisation est plutôt imputable à des effets de base. En effet, l'évolution des variations mensuelles des encours demeure peu favorable.

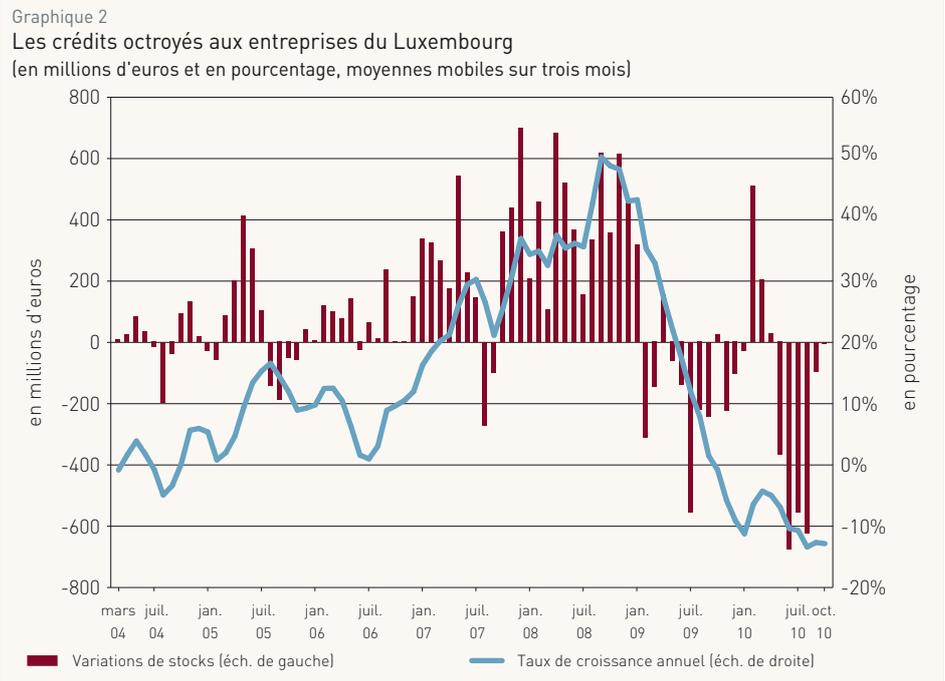
2 Voir Bulletin BcL 2010/02.

3 Par exemple, pour la collecte *MIR* il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données *BSI* seuls les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte *MIR* comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

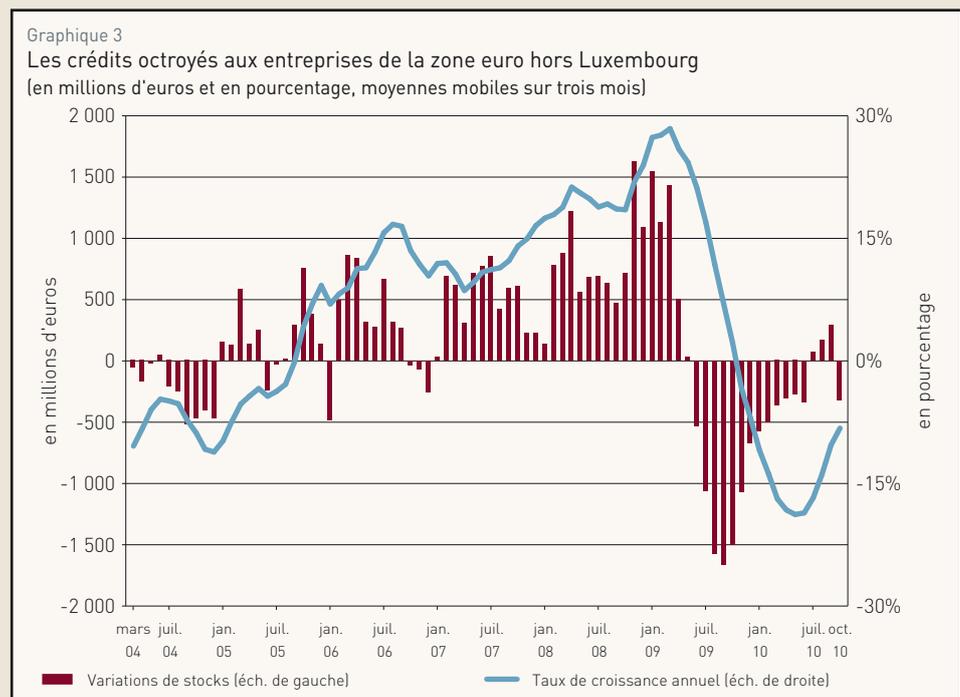
Un revirement de tendance est discernable en ce qui concerne les crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg, même si le taux de croissance demeure négatif. Il demeure toutefois prématuré de conclure qu'un retournement du cycle de crédit soit effectivement en cours. L'évolution des variations de stocks est relativement volatile. Cependant, les variations de stocks demeurent généralement négatives ou proches de zéro.

S'agissant des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte *MIR*, les volumes mensuels relatifs aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros étaient plutôt faibles jusqu'en mai, alors qu'ils se sont établis à des niveaux relativement élevés entre juin et octobre. Par contre, les gros volumes se sont inscrits à des niveaux relativement faibles tout au long de l'année, du moins par rapport à 2008 et 2009.

Les taux variables appliqués aux crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros ont progressivement augmenté à partir du deuxième trimestre, tout en continuant à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. En octobre, le taux variable offert aux SNF pour les crédits d'un montant inférieur ou égal à un million d'euros s'est inscrit à 3,12%, à comparer à un creux historique de 2,32% enregistré en février. Le coût variable des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros s'est également accru après s'être établi à son creux historique en avril, passant de 1,87% à 2,85% en septembre, avant de s'inscrire à 2,3% en octobre.



Source : BCL



Source : BCL

Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés en 2010. Dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé, les durcissements qui ont été signalés entre le troisième trimestre 2007 et la fin de 2009 continueront cependant à peser sur la dynamique de crédit, même si les banques commencent à assouplir les critères d'attribution. La demande nette a continué à se replier au troisième trimestre. Il convient de rappeler que les résultats agrégés de l'enquête ne permettent pas de différencier selon l'origine géographique des contreparties.

CONCLUSIONS

Les crédits immobiliers octroyés aux ménages résidents ont continué à progresser lors des dix premiers mois de l'année mais leur progression s'est ralentie, voire même stabilisée récemment et elle demeure généralement moins importante que lors de la période antérieure à la crise. Si les crédits à la consommation ont perdu de la vigueur à partir du deuxième trimestre, ils sont marqués par une forte saisonnalité. Les conditions de financement demeurent favorables pour les ménages, tant pour les crédits immobiliers que pour les crédits à la consommation. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que la demande pour les crédits immobiliers s'est accrue au troisième trimestre, alors que celle pour les crédits à la consommation (et autres crédits) s'est légèrement repliée.

L'évolution des crédits octroyés aux entreprises résidentes demeure peu favorable, bien que les plus récentes données aillent dans le sens d'une stabilisation du taux de croissance annuel. Néanmoins, l'évolution des flux mensuels est peu favorable. Un revirement de tendance est discernable en ce qui concerne les crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors Luxembourg, même si le taux de croissance demeure négatif.

Les taux d'intérêt variables appliqués aux nouveaux crédits accordés aux entreprises ont légèrement augmenté, mais continuent à s'inscrire à des niveaux historiquement bas. Les banques ont indiqué avoir laissé leurs critères d'octroi inchangés en 2010 mais, dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé, les durcissements qui ont été signalés antérieurement continueront à peser sur la dynamique de crédit. La demande nette émanant des entreprises s'est repliée davantage au troisième trimestre.

2.7.8 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat avant provisions de 3 953 millions d'euros au cours des neuf premiers mois de 2010. Ceci représente une baisse de 19,5% par rapport à la période correspondante de 2009, où le résultat avant provisions s'était élevé à 4 910 millions d'euros.

Revenus

Du côté des revenus, entre septembre 2009 et septembre 2010, la marge sur intérêts affiche un recul de 15,4%, soit une baisse de 778 millions d'euros. En effet, en septembre 2010, les intérêts perçus et les intérêts bonifiés reculent respectivement de 39,6% et 44,8% par rapport à septembre 2009. Ces baisses s'expliquent par l'effet conjugué de la réduction du volume des activités et du plus faible niveau des taux d'intérêt. Cependant, les produits des dividendes, inclus dans le calcul de la marge sur intérêts, se situent en septembre 2010 à un niveau supérieur à celui de septembre 2009 (623 millions d'euros contre 507 millions d'euros).

Les revenus sur commissions ont augmenté de 8,2% au cours des neuf premiers mois de 2010, par rapport à la période correspondante de 2009, pour s'élever à 2 641 millions d'euros.

La baisse significative des autres revenus nets, de 315 millions d'euros entre les neuf premiers mois de 2009 et de 2010 provient, dans une large mesure, des variations de juste valeur des portefeuilles-titres détenus par les banques. Notons cependant que le résultat à fin septembre 2010 se compare très favorablement à celui enregistré au cours des six premiers mois de 2010, où les banques affichaient des moins-values de 179 millions d'euros pour ce poste. En effet, alors que les indices boursiers se sont accrus au début de l'année 2010, le second trimestre a été marqué par une baisse de ceux-ci. Cette baisse généralisée des marchés financiers a négativement influencé la valeur des titres, ce qui a donné lieu à des pertes comptables, enregistrées dans le poste des autres revenus nets, au cours du second trimestre de 2010. Puis, le troisième trimestre s'est caractérisé par un recul des primes de risques demandées par les investisseurs, faisant à nouveau augmenter la valeur de marché des titres.

Au total le produit net bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en baisse de 9,7% au cours des neuf premiers mois de 2010, par rapport à la période correspondante de 2009.

Coûts

Concernant les frais des banques, entre les neuf premiers mois de 2009 et de 2010, on note une hausse de 5,2% des frais généraux, avec des hausses de 4,2% des frais de personnel et de 6,6% des frais d'exploitation.

La hausse des frais de personnel, dans un contexte de baisse de l'emploi bancaire, s'explique par les dépenses sociales occasionnées ou provisionnées en raison de la réduction des effectifs. Par ailleurs, il faut noter que du premier au troisième trimestre 2010, les frais de personnel ont diminué de 68 millions d'euros.

Tableau 1.18:

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois¹⁾
(en millions de EUR; données brutes)

	Rubrique des débits et des crédits	09 - 2009	09 - 2010	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	22 422	13 532	-39,6	-8 890
2	Dividendes perçus	507	623	22,9	116
3	Intérêts bonifiés	17 865	9 869	-44,8	-7 996
4	Marge sur intérêts	5 064	4 286	-15,4	- 778
5	Revenus nets sur commissions	2 440	2 641	8,2	201
6	Revenus nets sur opérations de change	124	221	78,2	97
7	Autres revenus nets	564	249	-55,9	- 315
8	Revenus hors intérêts	3 128	3 111	-0,5	- 17
9	Produit bancaire	8 192	7 397	-9,7	- 795
10	Frais de personnel	1 831	1 907	4,2	76
11	Frais d'exploitation	1 256	1 339	6,6	83
12	Frais de personnel et d'exploitation	3 087	3 246	5,2	159
13	Amortissements sur immobilisé non financier	195	198	1,5	3
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	4 910	3 953	-19,5	- 957

Source : BCL

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2.7.9 Les organismes de placement collectif (OPC)

L'évolution du nombre des OPC

Fin septembre 2010, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élevait à 3 633 contre 3 457 unités à la même période de l'année précédente. Le nombre d'OPC a donc augmenté de 176 unités. Au cours du troisième trimestre 2010, la hausse nombre d'OPC s'élevait à 83 unités.

Au 30 septembre, le nombre de compartiments est de 12 755 compartiments, ce qui représente une hausse de 548 unités.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

A la fin du troisième trimestre 2010, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'élevait à 2 083 740 millions d'euros, par rapport à 1 773 834 millions d'euros une année auparavant. On observe donc un mouvement à la hausse de 309 906 millions d'euros, soit 17,5%.

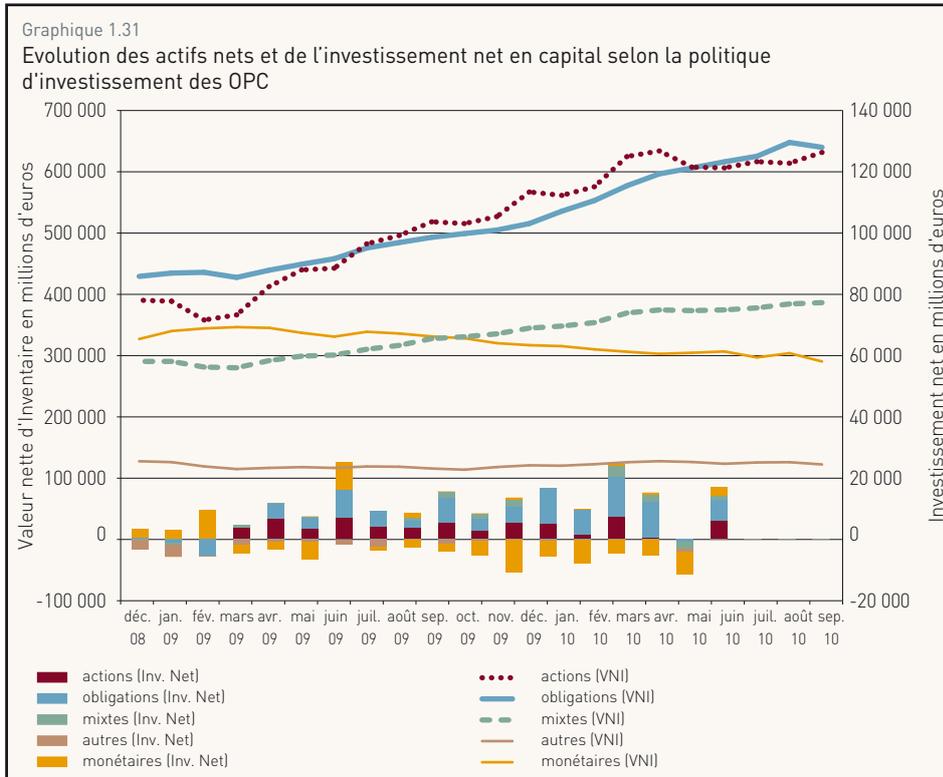
Par ailleurs, rappelons que le niveau de la valeur nette d'inventaire des OPC le plus bas depuis la survenance de la crise économique et financière a été enregistré en mars 2009 (1 526 563 millions d'euros). Depuis mars 2009, la VNI a donc augmenté de 557 177 millions d'euros, soit une hausse de 36,5%. En même temps, le montant de la VNI des OPC a dépassé en septembre 2010 le niveau record enregistré en septembre 2007 qui s'élevait à 2 059 144 millions d'euros.

La hausse observée de la VNI des OPC s'explique essentiellement par des conditions de marché favorables au cours de l'année 2009 et du premier trimestre 2010. En effet, pour l'année 2009, un effet de marché de 196 971 millions d'euros a été observé. Le premier trimestre de l'année 2010 a également confirmé cette évolution positive des marchés financiers, avec un effet de marché de 85 535 millions d'euros. Cependant, pour le second trimestre de l'année, l'effet de marché est bien moins important, à 12 370 millions d'euros, suite aux mois de mai et juin, pour lesquels l'effet de marché était négatif. L'effet de marché observé au troisième trimestre 2010, étant à nouveau à la hausse par rapport au deuxième trimestre, s'élevait à 23 224 millions d'euros.

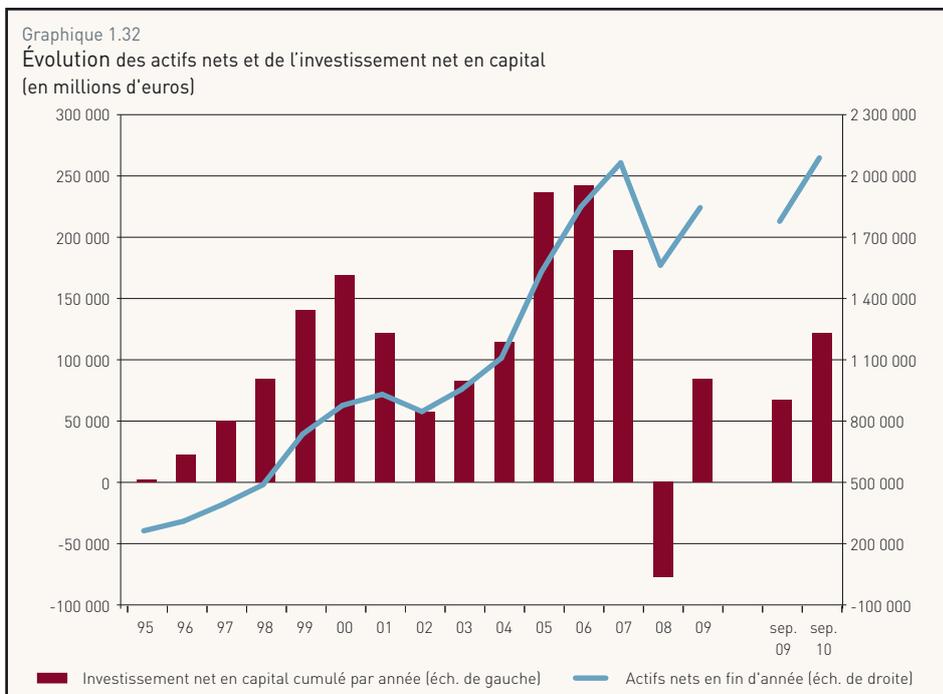
Au cours de l'année 2008, lors de la crise financière, un comportement de désinvestissement avait été observé (moins 77 191 millions d'euros sur l'année). Puis, en 2009, l'investissement net en capital s'était chiffré à 84 369 millions d'euros, en forte hausse.

Au deuxième trimestre 2010, l'investissement net a été positif (17 729 millions d'euros), chiffre assez faible par rapport au premier trimestre (54 010 millions d'euros). Notamment le mois de mai s'est traduit par un désinvestissement important (14 858 millions d'euros) et ceci toutes catégories d'investissement comprises. Le troisième trimestre 2010 montre à nouveau un investissement en capital important de 49 879 millions d'euros. Sur le graphique ci-dessous, on notera que depuis septembre 2009, il y a un désinvestissement continu pour les OPC monétaires, ce qui traduit simplement le fait que les investisseurs cherchent les produits qui promettent plus de rendement.

La crise financière s'est traduite non seulement par un comportement de désinvestissement, mais aussi par une aversion au risque plus prononcée de la part des investisseurs. Les OPC, avec une politique d'investissement axée sur les actions et/ou obligations, ont été particulièrement pénalisés par la crise financière. Il y a cependant lieu de remarquer que la situation s'est redressée. Ainsi, entre septembre 2009 et septembre 2010, la VNI des OPC par actions a évolué de 517 100 à 630 078 millions d'euros. Pour les OPC par obligations, elle est passée de 491 801 à 638 388 millions d'euros. Enfin, pour les OPC mixtes, elle a évolué de 326 837 à 385 379 millions d'euros.



Source : BCL



Source : CSSF

Tableau 1.19 :

Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010									
jan.	3 480	12 316	1 860 688	21 474	-1 779	289 154	18,4	19 695	1,1
fév.	3 498	12 425	1 897 934	12 688	24 558	367 643	24,0	37 246	2,0
mars	3 516	12 513	1 980 538	19 848	62 756	453 975	29,7	82 604	4,4
avril	3 521	12 552	2 012 887	13 803	18 546	419 955	26,4	32 349	1,6
mai	3 542	12 612	1 992 413	-14 858	-5 616	373 144	23,0	-20 474	-1,0
juin	3 550	12 628	2 010 637	18 784	-560	379 381	23,3	18 224	0,9
juil.	3 582	12 685	2 019 223	8 907	-321	313 193	18,4	8 586	0,4
août	3 614	12 718	2 068 990	31 383	18 384	329 573	18,9	49 767	2,5
sep.	3 633	12 755	2 083 740	9 589	5 161	309 906	17,5	14 750	0,7

Source : CSSF

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives à l'année 2010.

3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin octobre 2010, 460 compartiments monétaires sont officiellement enregistrés auprès de la CSSF, contre 490 compartiments monétaires à la même période de l'année précédente.

La somme de bilan

Au 31 octobre 2010, la somme de bilan des OPC monétaires s'élève à 288 879 millions d'euros par rapport à 333 397 millions d'euros au 31 octobre 2009 et 296 962 millions d'euros au 30 septembre 2010. Sur l'année, on constate donc une diminution de 44 518 millions d'euros, ce qui correspond à une baisse de 13,4%. Les OPC monétaires ont perdu de leur attrait pour les investisseurs lors de la reprise des marchés financiers. En effet, depuis avril 2009, face à la hausse des principaux indices boursiers, les investisseurs se tournent vers les OPC ayant une politique d'investissement plus orientée vers les instruments financiers, au détriment des OPC monétaires, où les rendements sont en principe plus limités. A titre de rappel, lors de la crise, les OPC monétaires ont exercé un attrait important, notamment en raison de la sécurité des investissements. Les mois de mai, juin et août 2010 ont d'ailleurs été caractérisés par une légère hausse des investissements dans les OPC monétaires, suite à la dégradation des marchés financiers.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et de titres de créance dont l'échéance initiale et/ou résiduelle n'excède pas 12 mois. Fin octobre 2010, le portefeuille de titres autres que des actions représente 77,1% de l'actif, soit 222 798 millions d'euros. Parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentent un poids relatif de 21,1%, soit 60 917 millions d'euros. A titre d'information, fin décembre 2008, les créances sur les établissements de crédit représentaient un poids relatif de 31,1%. En effet, lors de la crise financière, la politique d'investissement des OPC monétaires avait basculé en faveur des placements bancaires, considérés comme moins risqués. Le portefeuille des titres autres que des actions se décompose en titres émis par des établissements de crédit (137 772 millions d'euros), en titres émis par le secteur public (38 400 millions d'euros) et en titres émis par le secteur privé non bancaire (46 069 millions d'euros). La part des titres émis par le secteur public s'établit à 17,3% au 31 octobre 2010. Ce chiffre est à mettre en relation avec celui d'octobre 2008, où la part des titres émis par le secteur public était de 8% et 5% en juin 2008. Cette évolution s'explique par la recherche de placements à faible risque en temps de crise et par le besoin accru de financement des administrations publiques, sous l'emprise notamment des programmes de relance économique.

Tableau 1.20:

Bilan agrégé des OPC monétaires¹⁾ (en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	10-2009	09-2010	10-2010	10-2009 - 10-2010		09-2010 - 10-2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances	69 579	55 942	60 917	-8 662	-12,4	4 975	8,9	21,1
Portefeuille-titres	260 784	234 786	222 798	-37 986	-14,6	-11 988	-5,1	77,1
Autres actifs	3 034	6 234	5 164	2 130	70,2	-1 070	-17,2	1,8
Total de l'actif	333 397	296 962	288 879	-44 518	-13,4	-8 083	-2,7	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	10-2009	09-2010	10-2010	10-2009 - 10-2010		09-2010 - 10-2010		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes	2 877	592	1 760	-1 117	-38,8	1 168	197,3	0,6
Parts émises	326 171	289 547	280 145	-46 026	-14,1	-9 402	-3,2	97,0
Autres passifs	4 350	6 823	6 974	2 624	60,3	151	2,2	2,4
Total du passif	333 397	296 962	288 879	-44 518	-13,4	-8 083	-2,7	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

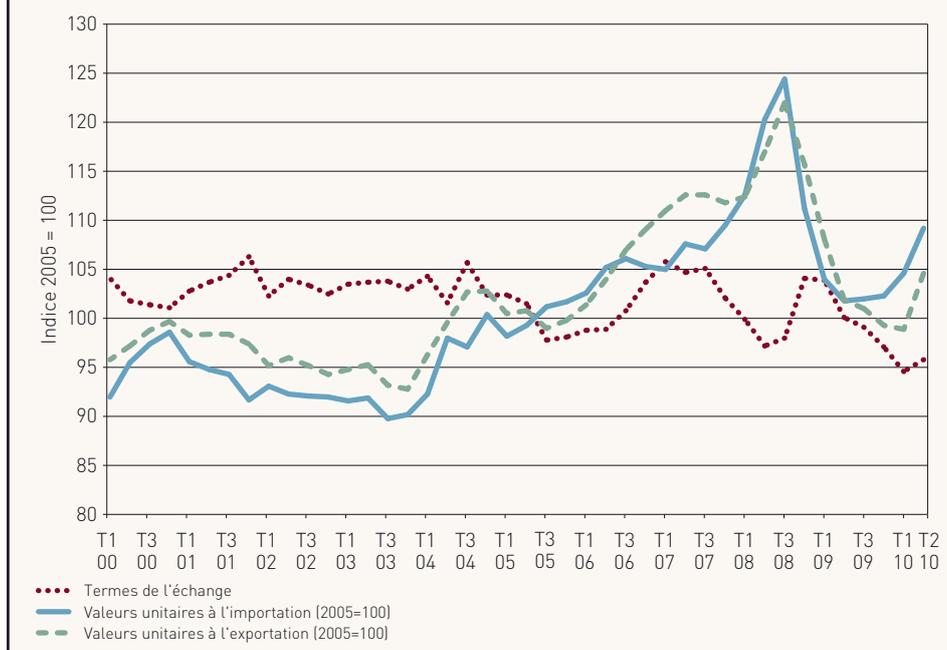
2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur du Luxembourg a repris de la vigueur depuis le début de l'année 2010, après avoir lourdement subi les effets négatifs de la crise économique mondiale, entre le dernier trimestre 2008 et les trois premiers trimestres de 2009. Sur les trois premiers trimestres de 2010, soutenues par de meilleures perspectives économiques, les exportations et les importations de biens ont augmenté respectivement de 15,7% et de 17,0% par rapport à la même période de 2009. Les échanges de biens n'ont toutefois pas encore atteint leurs niveaux d'avant la crise. Quant au solde du commerce extérieur, il a retrouvé sa

tendance d'avant la crise, à savoir un creusement de son déficit, qui atteint 3,5 milliards d'euros (+20,2%) sur les trois premiers trimestres de 2010. Cette aggravation s'explique, entre autres, par l'acquisition exceptionnelle d'un bien d'équipement (satellite) en mai 2010.

Graphique 1.33

Évolution des termes de l'échange du Luxembourg



Source : Statec

L'évolution des indices des prix, au second trimestre 2010¹⁶ par rapport au même trimestre de l'année 2009, montre une croissance moins importante des valeurs unitaires à l'exportation (+2,7% au deuxième trimestre 2010) que des valeurs unitaires à l'importation (+7,3% au deuxième trimestre 2010). Entre le premier trimestre 2009 et le troisième trimestre de la même année (en glissement annuel), la chute des valeurs unitaires à l'importation avait dépassé celle des valeurs unitaires à l'exportation, contribuant de ce fait à l'amélioration du déficit commercial du Luxembourg sur toute l'année 2009. Toutefois, depuis le dernier trimestre 2009, les prix à l'exportation ont évolué de manière assez défavorable, à l'aune de l'évolution des prix à l'importation, ce qui a occasionné une nouvelle détérioration des ter-

mes de l'échange et, en conséquence, une aggravation du déficit commercial. Cette évolution s'explique essentiellement par la remontée du prix du pétrole et des autres matières premières, depuis le creux atteint au dernier trimestre de 2008.

Quant aux indices des volumes du commerce, sur le deuxième trimestre 2010, ils montrent une hausse plus marquée des volumes à l'exportation (+22,6%) qu'à l'importation (+20,3%). Soulignons que les volumes importés ont subi une constante baisse depuis le dernier trimestre 2007. Cette chute ne s'est arrêtée qu'au premier trimestre 2010. En revanche, les volumes exportés, qui avaient déjà arrêté leur chute depuis le troisième trimestre 2009, sont en constante progression, même s'ils restent bien en deçà de leurs sommets atteints avant la crise.

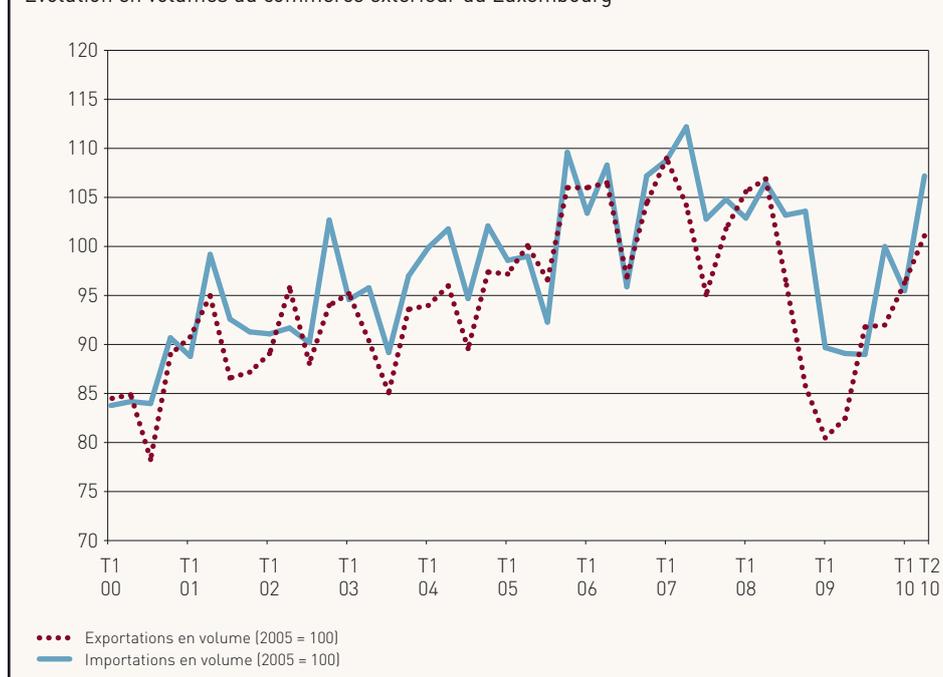
La ventilation du commerce par catégorie de biens montre que l'amélioration des exportations provient en grande partie de produits sidérurgiques, dont les ventes se sont accrues de 28,9% sur les trois premiers trimestres de 2010. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également bien portées, à l'exception du matériel de transport (-15,3%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 15,5% sur les trois premiers trimestres de 2010. Les livraisons vers l'Asie ont progressé de 32,3% et représentent 5,8% du total des exportations du Luxembourg.

16 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données sur les indices des volumes et des valeurs relatifs au troisième trimestre 2010 n'étaient pas disponibles.

S'agissant des importations de biens, les fournitures de produits pétroliers ont progressé de 29,8% sur les trois premiers trimestres de 2010. Toutes les catégories de biens importés sont d'ailleurs en hausse: +21,1% dans le matériel de transport suite à l'acquisition d'un satellite, +11,1% dans les machines et équipement, etc.). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (90,7% de toutes les importations) se sont accrues de 17,6%, celles en provenance d'Amérique se sont contractées (-14,6%) tandis que celles en provenance d'Asie ont augmenté de 45,3%.

Graphique 1.34

Évolution en volumes du commerce extérieur du Luxembourg



Source : Statec

Tableau 1.21 :

Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en % par rapport à la même période de l'année précédente)

	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2004	9 785,2	10,8%	13 677,3	13,0%	-3 892,1	18,8%
2005	10 319,4	5,5%	14 187,1	3,7%	-3 867,7	-0,6%
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 848,6	4,8%	16 311,0	4,3%	-4 462,3	2,9%
2008	11 890,4	0,4%	17 290,3	6,0%	-5 399,9	21,0%
1 ^{er} trim.	3 062,0	-1,9%	4 108,1	1,4%	-1 046,1	12,6%
2 ^e trim.	3 226,8	6,6%	4 543,9	6,1%	-1 317,1	5,0%
3 ^e trim.	3 040,5	10,1%	4 553,0	16,5%	-1 512,5	32,1%
4 ^e trim.	2 561,1	-12,8%	4 085,3	0,3%	-1 524,2	34,4%
2009	9 162,5	-22,9%	13 370,7	-22,7%	-4 208,2	-22,1%
1 ^{er} trim.	2 245,2	-26,7%	3 307,5	-19,5%	-1 062,3	1,6%
2 ^e trim.	2 167,6	-32,8%	3 215,2	-29,2%	-1 047,6	-20,5%
3 ^e trim.	2 393,1	-21,3%	3 220,2	-29,3%	-827,1	-45,3%
4 ^e trim.	2 356,7	-8,0%	3 627,8	-11,2%	-1 271,1	-16,6%
2010						
1 ^{er} trim.	2 469,9	10,0%	3 552,5	7,4%	-1 082,6	69,5%
2 ^e trim.	2 732,4	26,1%	4 200,0	30,6%	-1 467,6	65,1%
3 ^e trim.	2 668,9	11,5%	3 649,0	13,3%	-980,2	73,1%

Source : Statec

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Compte courant

La balance courante du premier semestre 2010 s'est soldée par un excédent de 1,8 milliard d'euros, contre 1 milliard d'euros au premier semestre 2009. Cette importante amélioration (+67%) du surplus courant provient largement d'une embellie des exportations nettes de services, en particulier les services financiers, accompagnée d'une forte contraction du déficit des transferts courants. Quant aux déficits structurels des marchandises et des revenus, ils s'accroissent sensiblement.

L'aggravation (+54%) du déficit des marchandises résulte en grande partie d'un retournement dans le solde des opérations sur or non-monnaire, qui est passé d'un excédent de 550 millions d'euros au premier semestre de 2009 à un déficit de 10 millions au premier semestre 2010. A cela s'ajoutent la détérioration des termes de l'échange et l'acquisition d'un satellite, qui se sont traduites par une nouvelle hausse (+12%) du déficit des marchandises du commerce général.

L'excédent dégagé par la balance des services s'est accru de 30%, en atteignant 11 milliards d'euros au premier semestre 2010. Cette évolution positive provient en grande partie d'une hausse de 37% dans les exportations nettes de services financiers. Les exportations nettes des autres services se sont également bien portées, leur surplus ayant globalement progressé de 16%. Parmi ces derniers, ce sont les services d'assurance, de transport de marchandises et de voyages qui se sont redressés significativement.

Le déficit de la balance des revenus s'est accru de 27% à 6,8 milliards d'euros au premier semestre 2010. Le déficit structurel de la rémunération des salariés n'a augmenté que très légèrement (+0,9% à 3 milliards d'euros), suite à une stagnation de l'emploi frontalier. En revanche, l'accroissement des dividendes et intérêts versés aux non-résidents s'est traduit par une importante progression (+63%) du déficit du revenu des investissements.

Enfin, le solde négatif dégagé par la balance des transferts courants a chuté de 40%, en grande partie suite à une baisse des transferts nets effectués par la BCL à l'Eurosystème au titre de la réallocation du revenu monétaire.

Encadré 1.3 :

REVENUS DES INVESTISSEMENTS ET SERVICES FINANCIERS

NOUVELLE MÉTHODOLOGIE À PARTIR DE 2009

L'année 2009 est marquée par des changements significatifs relatifs à la méthodologie des revenus des investissements¹, qui rendent difficile la comparaison avec les années précédentes. La rupture de série se lit en particulier dans l'évolution du solde des investissements de portefeuille et des autres investissements. Cependant, la forte hausse du solde des autres investissements est partiellement compensée par la baisse du solde des investissements de portefeuille. En effet, à partir de 2009, on prend en compte dans les statistiques extérieures les obligations émises au Luxembourg par les « autres secteurs » de l'économie (hors gouvernement et institutions financières monétaires). Ces émissions obligataires sont porteuses d'intérêts (débits - investissements de portefeuille) attribués à des investisseurs généralement non-résidents. Le produit de ces émissions est investi essentiellement à l'étranger sous forme de prêts intragroupes ou dépôts bancaires, qui à leur tour génèrent des intérêts (crédits - autres investissements).

1 Voir Bulletin de la BCL 2009/3, pages 126 et 127.

Tableau 1 :
Solde du revenu des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg
(en milliards d'euros)

	Revenu des inv.	Dont inv. directs	Dont inv. de portefeuille	Dont autres inv.
2004	0,4	-4,5	2,8	2,1
2005	-1,1	-4,0	2,4	0,6
2006	-4,0	-4,3	2,8	-2,5
2007	-5,7	-6,7	2,9	-1,9
2008	-5,5	-6,8	1,8	-0,4
2009 (p)	-4,9	-8,4	-7,3	10,8
2009 S1 (p)	-2,2	-3,5	-4,2	5,4
2009 S2 (p)	-2,7	-5,0	-3,1	5,4
2010 S1 (p)	-3,6	-4,7	-4,5	5,6

Sources : BCL, Statec

Revenus des investissements directs

Présentons plus en détail les revenus des investissements relatifs à l'année 2009, en commençant par les revenus d'investissements directs. Les «Special Purpose Entities» (SPEs) génèrent des flux (crédits et débits) particulièrement élevés mais un solde créditeur relativement modeste. Les banques étrangères rapatrient leurs bénéfices à la maison mère (débits) pour un montant supérieur à celui des revenus perçus sur l'étranger (crédits). De même, les promoteurs étrangers investissent dans les OPC résidents via la création de sociétés de gestion au Luxembourg (opérations d'investissements directs). Par la suite, une partie des frais de gestion relatifs aux exportations de services financiers est rétrocédée aux investisseurs non-résidents sous la forme de bénéfices d'investissements directs (débits).

Revenus des investissements de portefeuille et des autres investissements

On distingue au sein des institutions financières monétaires les banques et les OPC monétaires. La contribution des banques aux revenus des investissements est simple. A l'actif, les banques achètent des titres de créance et octroient des prêts. Les uns comme les autres sont porteurs d'intérêts (crédits), dans les rubriques des investissements de portefeuille et des autres investissements, respectivement. Au passif, les banques émettent des titres de créance et contractent des emprunts, ce qui génère également des intérêts (débits).

Tableau 2 :
Revenus des investissements par instrument et contrepartie en 2009
(en milliards d'euros)

	Net	Crédit	Débit
Inv. directs	-8,4	33,5	42,0
dont SPEs	2,7	29,7	27,0
dont banques	-4,9	1,8	6,7
dont autres secteurs	-6,2	2,1	8,3
Inv. de portefeuille	-7,3	51,8	59,0
dont IFM	5,1	12,7	7,5
Actions	-5,5	0,2	5,7
Titres de créance Long Terme	5,6	7,2	1,6
Titres de créance Court Terme	5,0	5,2	0,2
dont non IFM	-12,4	38,9	51,5
Actions	-22,9	16,1	39,0
Titres de créance Long Terme	9,3	21,4	12,1
Titres de créance Court Terme	1,2	1,6	0,4
Autres inv.	10,8	21,1	10,3
dont IFM	2,0	7,4	5,4
dont non IFM	8,5	13,4	4,9

Sources : BCL, Statec

Les revenus des OPC monétaires sont en revanche essentiellement estimés à partir de leurs actifs, constitués en majorité de titres de créance à court terme et de dépôts bancaires. Ces revenus sont par la suite distribués aux actionnaires des fonds (débits – actions).

Le principe est le même pour les OPC non monétaires (non IFM), mais ces derniers perçoivent également des dividendes sur leurs avoirs en actions. Une autre différence notable est que les OPC non monétaires investissent surtout dans des titres de créance à long terme. Encore une fois, les revenus perçus sur l'actif (intérêts sur titres de créance et dépôts bancaires, dividendes) sont attribués aux actionnaires des fonds.

Enfin, comme on l'a vu plus haut, les émissions luxembourgeoises, en particulier des sociétés de titrisation, génèrent des flux à peu près symétriques à l'actif et au passif avec des débits d'investissements de portefeuille d'une part et des crédits d'autres investissements d'autre part.

Légère amélioration du solde relatif au secteur financier à partir de 2009

Le solde débiteur global des revenus des investissements est toutefois plus que compensé par le solde créditeur des services financiers. En particulier, les détenteurs non-résidents de fonds d'investissement luxembourgeois acquittent des frais de gestion, qui leur sont imputés au niveau des exportations de services financiers. Le solde des services financiers dû aux OPC connaît un infléchissement à partir de 2008, sous l'effet de la crise économique et financière. Cependant, il se redresse en 2009 et au premier semestre de 2010.

Tableau 3 :
Solde des services financiers dans la balance des paiements du Luxembourg
(en milliards d'euros)

	Services financiers	Dont banques	Dont OPC
2004	7,5	1,1	6,4
2005	9,5	1,3	8,2
2006	12,6	1,5	11,1
2007	15,5	1,8	13,7
2008	14,6	1,6	13,0
2009 (p)	12,4	1,4	11,0
2009 S1 (p)	5,7	0,7	5,1
2009 S2 (p)	6,7	0,8	5,9
2010 S1 (p)	7,9	0,8	7,1

Sources : BCL, Statec

Finalement, l'ensemble formé par les revenus des investissements et les services financiers dégage à partir de 2009 un solde positif en progression, sans toutefois renouer avec les niveaux d'avant-crise.

Tableau 4 :
Solde de l'ensemble « revenus des investissements et services financiers »
(en milliards d'euros)

	Rev. des inv. et services fin.
2004	7,9
2005	8,4
2006	8,6
2007	9,8
2008	9,1
2009 (p)	7,5
2009 S1 (p)	3,5
2009 S2 (p)	4,0
2010 S1 (p)	4,2

Sources : BCL, Statec

2.9.2 Compte financier

Les sorties nettes de capitaux ont atteint 1,7 milliard d'euros au premier semestre 2010, soit une hausse de 400 millions par rapport au même semestre de 2009. Dans les différentes composantes du compte financier, les flux d'investissements de portefeuille et les flux de produits dérivés se sont soldés par des entrées nettes respectives de 42,8 milliards d'euros et de 2,4 milliards. Ces entrées nettes ont été compensées par des sorties nettes de 44,9 milliards dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques) et accessoirement par les sorties de 1,9 milliard dans les investissements directs.

Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent par quelques importantes opérations de prêts intragroupes, partiellement compensées par des opérations en capital. Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont dégagé des entrées nettes de 42,7 milliards d'euros au premier semestre 2010 contre des sorties nettes de 17,8 milliards au même semestre de 2009. Du côté des avoirs, les résidents ont accru leurs investissements dans les actions étrangères, alors qu'ils avaient délaissé ce type de placements au premier semestre de 2009, dans un contexte de perturbations financières. Du côté des engagements, au premier semestre 2010, les non-résidents ont augmenté plus que proportionnellement leurs investissements dans les parts d'OPC luxembourgeois.

En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 10,5 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement en obligations, en même temps qu'ils ont vendu les instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois sont restées relativement faibles (7,7 milliards d'entrées, dont plus de la moitié en titres à court terme). Au total, les transactions sur titres de créance se sont soldées par une sortie nette de 2,8 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 44,9 milliards d'euros sont liées à la fois à une hausse des avoirs nets de la BCL vis-à-vis de l'Eurosystème et des avoirs nets des autres secteurs.

Tableau 1.22:

Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	premier semestre 2009			premier semestre 2010		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	91 457	90 372	1 085	90 875	89 066	1 809
Marchandises	5 667	6 944	-1 277	6 149	8 112	-1 963
Services	20 249	11 831	8 419	25 232	14 247	10 985
Revenus	63 184	68 530	-5 346	57 000	63 783	-6 783
Transferts courants	2 356	3 068	-711	2 494	2 924	-430
COMPTE DE CAPITAL	20	111	-91	25	123	-98
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-1 306			-1 730
Investissements directs ³⁾	-83 976	82 701	-1 275	-22 758	20 822	-1 937
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-51 353	92 921	41 568	-16 909	68 335	51 426
Autres opérations, Prêts intragroupes	-32 623	-10 220	-42 843	-5 849	-47 514	-53 363
Investissements de portefeuille	-52 855	34 999	-17 856	-20 592	63 348	42 756
Titres de participation	-8 078	26 652	18 575	-10 016	55 607	45 591
Titres de créance	-44 777	8 347	-36 430	-10 576	7 741	-2 835
Produits financiers dérivés			-7 131			2 354
Autres investissements	64 353	-39 358	24 995	-58 011	13 094	-44 917
Avoirs de réserve			-40			14
ERREURS ET OMISSIONS			313			19

Source : BCL/STATEC

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution.

3) Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Comptes annuels

La récente estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2010 dresse un tableau plus optimiste que ne le laissaient entrevoir les estimations précédentes. De fait, la contraction de l'activité est désormais estimée à -3,7 % en 2009, contre -4,1 % auparavant. Par ailleurs, les comptes révisés pour les années 2006 à 2008 dressent désormais l'image d'une croissance légèrement inférieure en 2006 (5,0 % contre 5,6 % dans la version précédente) et d'un renforcement de la croissance en 2007 à 6,6 %. De même, la croissance de l'activité est désormais estimée à 1,4 % en 2008 contre 0,0 % selon les estimations précédentes.

La révision à la hausse pour l'année 2009 est essentiellement imputable à la hausse des contributions de la consommation privée et de la consommation publique (qui sont passées de respectivement -0,2 p.p. et 0,4 p.p. à 0,1 p.p. et 0,7 p.p. selon la nouvelle estimation). Par ailleurs, l'évolution plus défavorable de la formation brute de capital fixe a été entièrement compensée par une hausse de la contribution à la croissance des variations de stocks. Ces évolutions plus positives des dépenses de consommation et des variations de stocks ont permis de compenser une croissance légèrement plus défavorable des exportations nettes.

Tableau 1.23:

Comptes nationaux annuels: Troisième estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2009

	Comptes nationaux d'octobre 2010				Révisions apportées à la croissance par rapport aux comptes nationaux de juillet 2010 (en points de pourcentage)				Contributions à la croissance (en points de pourcentage)			
	Taux de variation annuels				2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
	2006	2007	2008	2009								
Consommation privée	3,2	3,3	4,8	0,3	0,5	0,5	0,9	1,0	1,1	1,1	1,5	0,1
Consommation publique	1,6	2,8	2,7	4,5	-1,2	-0,1	-0,3	1,8	0,3	0,4	0,4	0,7
Formation brute de capital fixe	3,8	17,9	1,4	-19,2	-0,9	5,2	1,5	-4,7	0,8	3,4	0,3	-3,9
Variations des stocks	144,4	-47,7	-27,7	23,4	0,3	0,5	-123,5	121,5	0,7	-0,5	-0,1	0,1
Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	-97,8	-1 102,7	-1,9	278,2	0,0	2,7	0,3	0,0	-1,5	-0,4	0,0	-0,9
Demande intérieure (excluant les stocks)	1,9	5,9	3,1	-5,9	-0,3	1,7	-0,1	0,8	0,7	4,6	2,2	-4,0
Importations	12,8	9,3	8,5	-10,3	-0,1	1,0	5,2	-0,7	-16,7	-12,9	-12,2	15,0
Exportations	13,0	9,1	6,6	-8,2	-0,3	0,3	5,1	-0,7	20,2	15,4	11,6	-14,7
Exportations nettes	14,0	8,2	-1,9	0,9	-1,6	-3,2	4,3	-0,5	3,6	2,5	-0,6	0,3
Produit intérieur brut	5,0	6,6	1,4	-3,7	-0,6	0,1	1,4	0,4	5,0	6,6	1,4	-3,7
Déflateur du PIB	6,7	3,7	4,2	-0,4	-0,1	0,6	-0,8	-0,1				
Emploi salarié	3,9	4,7	4,9	1,0	0,0	0,0	0,0	0,1				
Emploi total	3,6	4,5	4,7	0,9	0,0	0,1	0,0	0,0				
Rémunération moyenne par salarié	2,6	3,7	2,1	1,8	-0,7	0,1	0,1	0,1				
Productivité du travail	1,3	2,1	-3,2	-4,6	-0,5	0,1	1,3	0,4				
Coût unitaire du travail	1,2	1,6	5,4	6,7	-0,2	0,0	-1,4	-0,3				
Marge de profit	5,5	1,9	-1,4	-6,9	0,1	0,6	0,6	0,1				

Source: Statec, calculs BCL (aux erreurs d'arrondi près)

Par ailleurs, les chiffres relatifs à l'emploi et aux rémunérations des salariés n'ayant fait l'objet que d'une légère révision, la croissance annuelle de la productivité et celle du coût unitaire du travail se sont mécaniquement réajustés, pour s'établir à respectivement -4,6 % et 6,7 % en 2009 (contre -5,0 % et 7,0 % estimés auparavant).

Comptes trimestriels

La première estimation des comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2010 fait état d'une accélération de la croissance en glissement annuel à 5,3% par rapport au même trimestre de l'année précédente et d'un léger recul du PIB, de 0,3% par rapport au premier trimestre de 2010.

Notons par ailleurs qu'en termes annuels, les estimations relatives à l'ensemble des trimestres de 2009 ont fait l'objet de révisions, à savoir -5,3% au lieu de -6,5% pour le premier trimestre, -8,0% au lieu de -8,5% pour le deuxième, -3,3% au lieu de -2,2% pour le troisième trimestre et 2,1% au lieu de 1,1% pour le dernier trimestre 2009. De même, la croissance en glissement trimestriel a été révisée à la hausse pour le premier trimestre 2010, en s'établissant à 0,8% contre -0,3% dans la version précédente.

L'examen de la décomposition de la croissance selon l'approche « dépenses » montre qu'au deuxième trimestre 2010, l'ensemble des composantes de la demande ont évolué favorablement en termes annuels. Les plus fortes progressions ont été enregistrées par le commerce extérieur et la formation brute de capital fixe, qui s'est repositionnée sur un sentier de croissance. En glissement trimestriel, la croissance négative par rapport au trimestre précédent provient exclusivement d'une plus forte progression des importations que des exportations. Néanmoins, il convient de noter la stagnation, en termes de croissance trimestrielle, de la consommation privée et publique.

Cette nouvelle version de la comptabilité nationale trimestrielle confirme une certaine modération de la croissance annuelle de la rémunération par tête au cours du deuxième trimestre 2010 (0,7% contre 1,5% au cours du même trimestre de 2009). Cette évolution, associée à une accélération de la croissance annuelle de la productivité du travail, s'est traduite par le fléchissement de la croissance des coûts unitaires salariaux au deuxième trimestre de 2010 par rapport à la même période de l'année précédente. Cependant, ces évolutions doivent être relativisées et interprétées avec prudence. De fait, il s'agit ici d'une réaction mécanique et normale étant donné les pertes substantielles de productivité et la forte hausse du coût unitaire du travail observées un an auparavant.

Tableau 1.24 :

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
Consommation privée	0,9	-0,9	2,2	0,0	0,6	0,3	3,2	2,1
Consommation publique	1,7	0,2	-1,4	0,0	4,7	3,8	0,3	0,5
Formation brute de capital fixe	-3,3	8,1	1,1	2,0	-30,4	-21,3	-9,7	7,7
Exportations	5,8	4,0	-0,4	4,3	-8,2	1,8	6,0	14,4
Importations	6,7	2,6	0,2	4,9	-11,9	-0,4	10,0	15,0
PIB réel	3,5	1,3	0,8	-0,3	-3,3	2,1	2,9	5,3
Emploi salarié	-0,3	0,5	0,1	1,2	0,2	0,1	0,6	1,6
Emploi total	-0,2	0,5	0,2	1,2	0,2	0,1	0,8	1,6
Rémunération moyenne par salarié	-2,2	15,1	-13,4	3,3	1,9	2,6	1,2	0,7
Productivité du travail	3,7	0,8	0,7	-1,5	-3,5	2,0	2,2	3,7
Coût unitaire du travail	-5,7	14,2	-14,0	4,9	5,5	0,6	-0,9	-2,8
Marge de profit	6,4	-14,1	15,2	-1,8	-5,2	-2,6	3,9	8,2

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

Remarque : les données relatives à l'emploi et par conséquent les indicateurs y afférents ne sont pas ajustés pour les variations saisonnières

Au niveau sectoriel et en glissement annuel, l'ensemble des branches économiques ont contribué positivement à la croissance économique. Il convient néanmoins de relativiser la croissance enregistrée par certaines branches économiques au deuxième trimestre 2010 comme le secteur industriel et de replacer

ces évolutions dans leur contexte. De fait, il ne faut pas oublier que la plus forte contraction de l'activité a eu lieu au deuxième trimestre 2009. En termes trimestriels, seuls le secteur primaire, le secteur financier et le secteur « services immobiliers, de location et aux entreprises » ont évolué négativement.

Tableau 1.25:
Croissance du PIB réel et de la valeur ajoutée par branche de production

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010	T3 2009	T4 2009	T1 2010	T2 2010
PIB réel	3,5	1,3	0,8	-0,3	-3,3	2,1	2,9	5,3
Agriculture, chasse et pêche	-2,8	-4,2	24,1	-0,8	17,2	13,6	9,5	14,6
Industrie y compris énergie	7,7	-0,1	1,1	7,3	-11,0	9,3	8,8	16,8
Construction	7,8	-4,9	1,9	0,8	-1,3	-4,8	-1,4	5,3
Commerce, transports et communications	2,1	5,1	0,9	2,0	-4,4	6,0	3,1	10,5
Services financiers	6,2	-2,0	2,4	-2,4	-2,2	0,8	8,5	4,0
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-0,1	2,1	-1,2	-0,2	-3,7	1,4	-3,6	0,6
Autres activités de services	1,6	-0,6	0,1	0,1	2,1	1,8	1,3	1,3
Valeur ajoutée totale	3,7	0,0	0,8	0,7	-3,2	2,6	2,7	5,3

Source : Statec (aux erreurs d'arrondi près)

A noter que cette analyse de la comptabilité nationale trimestrielle doit être interprétée avec prudence. Avec l'extension de la couverture statistique des comptes, ces derniers vont nécessairement faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

2.11 PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2010¹⁷ et ont été élaborées dans le contexte du rebond conjoncturel marqué qui s'était manifesté à partir de la mi-2009. La poursuite de la croissance au premier semestre 2010 – en termes de dynamique trimestrielle – était alors envisageable, comme l'attestaient la forte croissance dans la zone euro et l'évolution favorable des indicateurs issus des enquêtes de conjoncture dans l'industrie. La consolidation de la croissance était d'autant plus tangible que le chômage partiel continuait à reculer et que l'emploi avait redémarré. Pour l'année 2010, une progression du PIB réel autour de 3,0% était encore escomptée par la BCL. Ce scénario était basé sur l'hypothèse que la reprise conjoncturelle ne saurait garder le rythme de croisière de l'époque et qu'elle s'épuiserait au deuxième semestre 2010, avant de regagner en vigueur en 2011 et au-delà. Le profil de croissance escompté, en particulier la dynamique à moyen terme, restait cependant en deçà de la moyenne historique. Il était admis que les ajustements futurs du secteur financier, aussi bien au niveau national qu'international, risquaient d'affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg.

Evolutions récentes

Depuis cet exercice de juin 2010, la consolidation de la reprise s'est confirmée, bien que le bilan dressé par les comptes nationaux trimestriels soit a priori moins positif qu'on aurait pu l'anticiper. Selon ces comptes, l'expansion de 0,8% du PIB réel au premier trimestre a été suivie d'une inflexion à la baisse de 0,3% au deuxième trimestre 2010. Au total, le PIB en volume aurait progressé de 5,1% par rapport à son creux du deuxième trimestre 2009, de sorte que l'écart par rapport à son sommet d'avant la récession ne

17 Voir BCL, Rapport Annuel 2009, pp.88-96

serait plus que de 3,1%. Désormais, l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2010, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières enregistrées à la fin du deuxième trimestre, se chiffre à 2,6%.

Le recul de l'activité économique tel qu'estimé actuellement pour le deuxième trimestre doit être nuancé. D'une part, l'activité économique au Luxembourg est plus volatile qu'ailleurs. La fréquence des inflexions conjoncturelles temporaires est forcément plus élevée que dans les économies de plus grande taille, moins ouvertes et plus diversifiées. D'autre part, il s'agit d'estimations préliminaires qui sont sujettes à révision. Or la conjoncture dans les pays voisins ainsi que l'évolution des indicateurs à court terme laissent augurer une croissance trimestrielle plus favorable que la présente estimation officielle.

Au deuxième semestre 2010, les indicateurs conjoncturels indiquent que la croissance de l'activité économique s'est vraisemblablement poursuivie. Si pour le troisième trimestre ces indicateurs suggèrent une croissance se situant au-delà du potentiel, ils annoncent dans la même foulée un essoufflement pour la fin de l'année. Le tassement de la reprise, anticipé précédemment pour la mi-2010, ne surviendrait donc vraisemblablement qu'au tournant de l'année 2010/2011.

Le raffermissement cyclique observé en 2010 repose par ailleurs sur une assise plus large. En ce qui concerne le secteur financier, l'industrie des fonds se distingue par sa robustesse. Hormis le recul observé en mai lors des perturbations affectant les marchés obligataires, sa valeur nette d'inventaire s'affiche en constante progression depuis mars 2009. Ainsi, de juin à septembre 2010, elle a encore progressé de 3,6% et deux tiers des influx seraient imputables à de nouveaux capitaux investis. Elle devrait par ailleurs prochainement dépasser ses sommets d'avant la crise.

Le rétablissement des résultats des banques est quant à lui nettement moins manifeste, car il est entaché d'une faiblesse de la marge sur intérêts. Les commissions s'affichent certes en hausse au troisième trimestre (sur base des données ajustées pour les variations saisonnières), mais celle-ci est fort graduelle et leur évolution demeure en retrait par rapport à la progression de la valeur nette d'inventaire des OPC. En revanche, la remontée des indices boursiers entamée en juillet pourrait redynamiser graduellement les commissions des banques.

Selon les estimations préliminaires, la production industrielle se serait repliée de quelque 2% au troisième trimestre, une évolution annoncée par le retournement des enquêtes de conjoncture mensuelles observé depuis mai 2010. La contraction intervient cependant après une ascension continue lors des cinq trimestres précédents. Elle est aussi pour le moins surprenante eu égard au recul de la demande et à l'utilisation du dispositif du chômage partiel, qui suggéreraient quant à eux une expansion de la production. Finalement, la demande dans les pays limitrophes est restée soutenue au deuxième semestre 2010 et les résultats des enquêtes de conjoncture trimestrielles pour la fin d'année demeurent également encourageants. En ce qui concerne le reste du secteur non-financier, l'analyse est sans équivoque, même si elle doit être empreinte de prudence compte tenu du caractère parcellaire des données disponibles. L'indicateur de confiance dans la construction, les immatriculations de voitures ainsi que les estimations préliminaires du chiffre d'affaires dans le commerce mettent tous en exergue une demande domestique soutenue au cours de l'année 2010.

Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont notamment dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à court terme, le taux Euribor à 3 mois est supposé poursuivre sa hausse, amorcée au second trimestre 2010, jusqu'au quatrième trimestre 2012. Sur l'ensemble de l'année 2010, il s'établirait à 0,8% avant d'atteindre 1,4% en moyenne en 2011 et 1,7% en moyenne en 2012. Les taux longs remonteraient graduellement à compter du quatrième trimestre 2010, pour atteindre 4,3% au quatrième trimestre 2012. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, progresseraient en moyenne d'environ 14% en 2010, après une baisse de l'ordre de 25% au cours de la période de deux ans 2008-2009. Par rapport à juin dernier, les anticipations relatives aux évolutions futures de l'indice Eurostoxx ont été révisées à la hausse à raison d'environ 10%. Depuis la mi-2010, l'euro s'est apprécié de quelque 10% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,39\$/€ à la mi-novembre, poussant le taux de change effectif de l'euro à la hausse, à concurrence de 3% environ par rapport à juin 2010. Enfin, le prix du pétrole a progressé de 75\$/bl en moyenne en juin dernier à 86\$/bl en moyenne en novembre 2010. Selon les marchés des futures, il remonterait à 89\$/bl en 2011 et à 91\$/bl en 2012. Par rapport à l'exercice de juin 2010, ces hypothèses se traduisent par une légère révision à la hausse du prix attendu du pétrole en 2011 et 2012. Compte tenu de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros sont toutefois revues à la baisse, à concurrence de 4% en 2011 et 2012.

En résumé, les hypothèses relatives au taux d'intérêt à court terme et au taux de change de l'euro sont moins favorables que celles qui prévalaient en juin dernier. Les ajustements opérés sur les autres hypothèses sont au contraire plus favorables. Dans l'ensemble, et toutes autres choses égales par ailleurs, ce nouveau jeu d'hypothèses techniques plaiderait pour un scénario de croissance globalement inchangé pour l'économie luxembourgeoise.

Environnement international

La reprise économique mondiale a été plus forte que prévu en 2009, grâce à un rebond du commerce international sur la deuxième moitié de l'année. La croissance économique mondiale a perduré à un rythme soutenu jusqu'à la mi-2010, avant de perdre en vigueur. L'arrêt progressif des politiques budgétaires expansionnistes, la suppression graduelle des primes à la casse et la fin du cycle de restockage devraient contribuer à ce ralentissement. Le scénario relatif à la croissance mondiale du FMI est globalement compatible avec celui de la Commission européenne (CE). Les deux institutions prévoient un redressement du PIB mondial en 2010, mais pas d'accélération notable pour 2011. Dans ce contexte, le commerce mondial devrait fortement progresser en 2010 et connaître une légère décélération en 2011.

Tableau 1.26 :

Projections des institutions internationales et hypothèses techniques
(taux de variation annuels pour le commerce mondial, le PIB et la demande internationale)¹⁾

	2009	2010	2011	2012
Commerce mondial (CE)	-13,8 (-1,7)	13,8 (+4,9)	7,4 (+1,1)	7,3
PIB mondial (FMI)	-0,6 (0,0)	4,8 (+0,6)	4,2 (-0,1)	-
PIB mondial (CE)	-0,7 (+0,2)	4,5 (+0,5)	3,9 (-0,1)	4,0
PIB zone euro (FMI)	-4,1	1,7 (+0,7)	1,5 (0,0)	-
PIB zone euro (CE)	-4,1	1,7 (+0,6)	1,5 (0,0)	1,8
PIB zone euro (Eurosystème)	-4,1	1,6 -1,8	0,7 -2,1	0,6 -2,8
Demande internationale adressée au Luxembourg	-11,5 (-0,1)	9,6 (+3,5)	5,9 (+2,1)	5,6 (+0,5)
Prix du pétrole en \$/bl ²⁾	62	79 (0)	89 (+5)	91 (+5)
Taux de change \$/€ ³⁾	1,39	1,33 (+0,04)	1,39 (+0,13)	1,39 (+0,13)
Taux d'intérêt à 3 mois	1,23	0,8 (0,0)	1,4 (+0,3)	1,7 (0,0)
Taux d'intérêt à 10 ans	3,9	3,4 (-0,1)	3,8 (-0,1)	4,2 (-0,1)
Eurostoxx ⁴⁾	234	266 (+8)	269 (+24)	263 (+26)

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne, FMI

1) Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2010, en points de pourcentage.

2) Révisions en \$/bl

3) Révisions en \$/€

4) Révisions en points d'indice

La reprise serait fragilisée par les faiblesses structurelles de l'économie mondiale. Les marchés de l'emploi devraient se stabiliser, mais des doutes persistent encore sur l'ajustement du secteur financier. Le stimulus budgétaire devra nécessairement s'inverser dans le sillage de la sensible dégradation de la situation des finances publiques. De manière plus générale, les déséquilibres mondiaux nécessitent des réajustements fermes. Ces derniers devraient prendre la forme d'un retour à des finances publiques saines, d'un rééquilibrage des balances commerciales et, dans certains cas, d'un assainissement des bilans des ménages.

Le scénario de reprise de la CE concernant le PIB de la zone euro est quasiment analogue à celui du FMI. La croissance du PIB de la zone euro devrait demeurer positif jusqu'au terme de l'horizon de projection. Selon l'exercice de projection de l'Eurosystème de décembre 2010, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer entre 0,6% et 1,8% en 2010 et entre 0,7% et 2,1% en 2011, ce qui reste en ligne avec les prévisions de la CE et du FMI. L'Eurosystème prévoit que la croissance du PIB de la zone euro connaîtra une légère accélération en 2012 en s'établissant entre 0,6% et 2,8%. Comparées à l'exercice précédent, les projections pour 2010 et 2011 ont été revues à la hausse.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations de ses partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Après s'être littéralement effondrée de la fin 2008 à la fin 2009, la demande internationale s'est redressée vigoureusement jusqu'à la mi-2010. Selon le scénario sous-jacent, cet exceptionnel regain de dynamisme devrait perdurer jusqu'à la fin de l'année 2010, avant de converger vers une trajectoire de croissance normale. En termes de variation annuelle, le repli de la demande internationale observé en 2009 serait suivi d'un rebond proche de 10% en 2010 et de modérations en 2011 et 2012. Le ralentissement de la demande adressée au Luxembourg au cours de ces deux années serait le reflet de la décélération du commerce mondial sur la même période.

Projections du PIB réel et de ses composantes

Le Luxembourg s'oriente davantage vers une reprise en forme de V. La croissance robuste au premier trimestre 2010 ainsi que son étalement sur l'essentiel de l'année donnent lieu à un scénario qui se présente plus favorablement que lors de l'exercice de juin 2010. Cette inflexion se manifesterait aussi dans les données annuelles. Ainsi, les projections font état d'une progression du PIB réel en 2010 qui se situerait entre 3,5% à 4,1%, soit davantage qu'anticipé en juin 2010. Par rapport à l'exercice précédent, l'ajustement à la hausse s'explique principalement par le report de l'essoufflement conjoncturel de la mi-2010 au tournant de l'année 2010/2011. Il convient également de préciser que ces projections intègrent également l'anticipation d'une révision statistique à la hausse des estimations de croissance pour le deuxième trimestre 2010.

La convergence en 2011 en 2012 vers un sentier de croissance normalisé se ferait fort graduellement, la progression du PIB en volume demeurant bien en deçà de l'évolution historique luxembourgeoise. En moyenne annuelle, la croissance anticipée pour 2011 se situerait entre 2,4% et 3,4%. Pour 2012, elle s'établirait entre 2,5% et 3,9%. Après le rebond observé depuis la mi-2009, une modération de la conjoncture mondiale, européenne et de surcroît nationale semble inévitable pour 2011. A l'instar de l'exercice de juin, ce serait toujours vers la mi-2011 que l'activité, exprimée par le niveau de PIB en volume, dépasserait les sommets atteints avant la récession. La projection pour 2012 est basée sur l'hypothèse de l'abaissement du potentiel de croissance, qui résulterait notamment des ajustements structurels dans le secteur financier.

Avec la reprise en forme de V, un cycle de croissance classique pourrait également émerger. Dans un scénario idéal, l'impulsion en provenance du commerce mondial se transmettrait graduellement à l'investissement, qui, via la création d'emplois et de revenus, influencerait à son tour la consommation

privée. Dans une petite économie ouverte et largement dépendante de ses marchés exportateurs, les deuxième et troisième phases du cycle sont évidemment beaucoup moins prépondérantes que dans des économies fermées. Ce scénario semble cependant prendre forme.

L'année 2009 était caractérisée par un affaissement de la plupart des composantes du PIB, hormis la consommation publique. La consommation privée aurait pour sa part pratiquement stagné. Pour 2010, la reprise serait naturellement tirée par les exportations, mais la demande domestique renouerait également avec la croissance. En 2011, le rythme de la croissance du PIB baisserait avec la décélération temporaire du commerce international, qui affecterait le dynamisme des exportations. Ce manque de dynamisme ne saurait d'ailleurs être pleinement compensé par la demande domestique. Celle-ci progresserait, mais à un rythme atténué car elle serait négativement affectée par les mesures de consolidation budgétaire. Les mesures du gouvernement central prennent plusieurs formes¹⁸ et elles exerceront une incidence sur plusieurs composantes de la demande domestique, entre autres les dépenses d'investissement public. Le rehaussement de la fiscalité directe pèsera directement sur le revenu disponible des ménages et freinera par ce biais la consommation privée.

Tableau 1.27 :
Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à juin 2010
(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
PIB réel	-3,7	3,5-4,1	2,4-3,4	2,5-3,9	-0,3	0,9	0,6	-
IPCH	0,0	2,8	2,5	2,1	-	-0,1	-	-0,1
IPCH énergie	-15,9	11,4	3,2	0,8	-	-1,7	-1,0	-0,5
IPCH excluant l'énergie	2,3	1,7	2,4	2,3	-	-	0,2	-
IPCN	0,4	2,3	2,3	1,8	-	0,1	0,2	-
IPCN excluant l'énergie	1,9	1,5	2,1	1,9	-	0,2	0,2	-
Echelle mobile des salaires	2,5	1,7	1,9	2,1	-	-	-0,4	0,6
Coût salarial moyen	1,8	2,7	2,7	3,0	0,1	-	-0,3	0,7
Emploi salarié	1,0	1,5	1,0	1,0	0,1	1,7	0,9	0,2
Taux de chômage	5,8	6,1	6,3	6,4	-	-0,1	-	-

Source : BCL

Marché de l'emploi et coûts salariaux

Après s'être largement détérioré dans le sillage de la crise, le marché de l'emploi a enregistré un regain de dynamisme. En période de récession, la chute de l'activité a pu être partiellement absorbée par une baisse des heures travaillées, notamment à travers le recours au dispositif de chômage partiel. Dans le sillage du rebond conjoncturel, ce dernier est en recul. Ainsi, en décembre 2010 il n'affecte plus que 1 800 salariés. Par ailleurs, le taux de variation annuel de l'emploi salarié avait reculé de 5,3 % en septembre 2008 à 0,0 % en septembre/octobre 2009. Il est remonté à plus de 2,0 % en octobre 2010, de sorte qu'une baisse de l'emploi total telle qu'escomptée précédemment ne verrait pas le jour. La reprise de l'emploi est surtout visible du côté de l'emploi frontalier, particulièrement touché par la crise. Tout en évoluant encore à des niveaux historiquement faibles, l'emploi frontalier progresserait de nouveau à un rythme plus élevé que l'emploi résident et ce depuis le mois d'août. Par ailleurs l'emploi intérimaire, qui s'était fortement contracté en 2009, s'est repositionné sur une voie ascendante. De même, les offres d'emploi telles que recensées par l'ADEM ont progressé de façon soutenue au cours des derniers mois. L'ajustement à la baisse de l'emploi bancaire contraste cependant avec ces diverses indications positives. Cet ajustement pourrait d'ailleurs se poursuivre au cours des prochains trimestres, dans le contexte des restructurations de groupes bancaires. Mais cet impact ralentirait tout au plus la dynamique de l'emploi

18 Voir BCL, Rapport Annuel 2009, pp. 115-121

total. Selon nos projections, l'emploi devrait continuer à évoluer sur une voie ascendante en 2010, avant de décélérer légèrement en 2011 et 2012, de concert avec une croissance économique qui ralentirait également.

Sur base de l'expérience des 15 dernières années, il semble qu'une croissance du PIB réel proche de 3% et une progression de l'emploi de l'ordre d'1% soit insuffisante pour permettre une résorption graduelle du chômage. S'y ajoute le fait que les mesures pour l'emploi ont fortement augmenté au cours des derniers mois. Enfin, les caractéristiques du chômage ne favorisent pas son recul, le chômage touchant en particulier des personnes âgées et à niveau de qualification inférieur. Le chômage de longue durée a d'ailleurs fortement augmenté, de sorte qu'il s'est établi à 38% du nombre total de chômeurs. En dépit de la reprise économique amorcée au troisième trimestre de 2009, il ne serait donc pas étonnant que le taux de chômage progresse au cours des prochains trimestres.

La réaction de la composante « volume » du marché du travail se fera conjointement à celle du coût du travail. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 2,7% en 2010 et 2011 et de 3,0% en 2012. Le rebond des heures travaillées en 2010 favoriserait une hausse des salaires réels dans l'année courante. Hormis cet effet cyclique, la progression du coût salarial moyen en 2010 et en 2011 serait largement imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation. Selon les projections d'inflation, les paiements des prochaines tranches indiciaires seraient survenus en juillet 2011 et décembre 2012 à politique inchangée. Étant donné que les projections d'inflation n'ont été révisées que marginalement, ces échéances théoriques demeurent pratiquement inchangées par rapport à l'exercice précédent. Cependant, les partenaires sociaux et le gouvernement ont décidé de reporter le paiement de la prochaine tranche indiciaire au mois d'octobre 2011, au plus tôt. *Ceteris paribus*, et sur base du scénario d'inflation sous-jacent, cette mesure a pour effet de freiner la progression des salaires nominaux de 0,6 p.p. en 2011. En raison de son caractère temporaire, la mesure contribue aussi à accélérer mécaniquement la hausse des salaires nominaux en 2012.

Par ailleurs, ces projections tiennent compte de l'ajustement du salaire social minimum et de la hausse des cotisations sociales de santé prévue pour le début de l'année prochaine. En ce qui concerne les salaires réels négociés dans le reste de l'économie, une relative modération salariale devrait prévaloir en 2011 et 2012. Cette dernière contribuerait à faciliter la résorption du chômage. Par ailleurs, les projections de décembre 2010 se basent sur une stagnation de la valeur du point indiciaire en 2011.

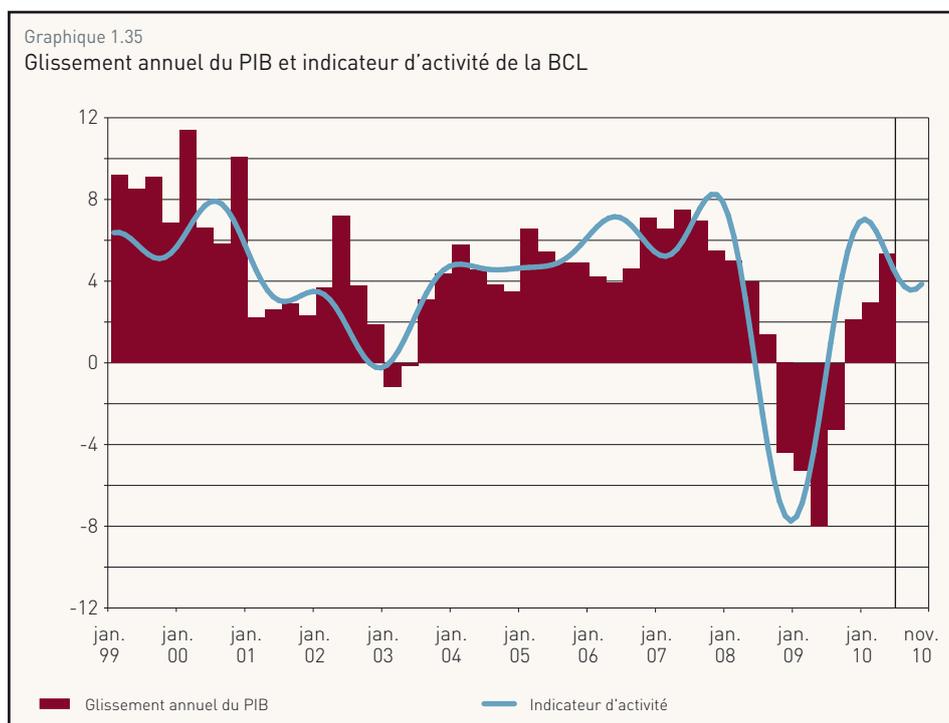
Prix à la consommation

Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH s'accéléraient fortement en 2010, à respectivement 2,3% et 2,8% (voir aussi les projections d'inflation sous 2.1.1). Ce rebond est essentiellement lié à la composante énergie, car contrairement à leur évolution en 2009, les produits pétroliers contribueraient à nouveau positivement à l'inflation globale en 2010. En 2011, l'inflation se stabiliserait à 2,3% pour l'IPCN et reculerait à 2,5% pour l'IPCH. Cependant, la composition de l'inflation s'inverserait. Si l'inflation de l'énergie devrait reculer, l'inflation à l'exclusion de l'énergie afficherait une accélération sensible, pour atteindre les niveaux moyens les plus élevés depuis 2008. Cette accélération s'est déjà amorcée vers la mi-2010 et elle se poursuivrait jusqu'à la mi-2011, avant de s'estomper par la suite. Malgré la hausse du chômage et la modération des salaires réels, plusieurs facteurs inflationnistes exogènes ont émergé récemment. Sous la poussée des tarifs communaux, en particulier les tarifs de l'eau, les prix administrés se sont fortement accélérés depuis juillet 2010. Par ailleurs, la forte progression des prix des matières premières agricoles depuis la mi-2010 devrait affecter les prix des biens alimentaires en 2010. Finalement, le relèvement du salaire social minimum en janvier 2011 influencerait à la hausse les prix des services.

Sur base de ces projections, les paiements des prochaines tranches indiciaires seraient dus pour juillet 2011 et décembre 2012. En vertu de l'accord conclu lors de réunions bipartites entre les partenaires sociaux et le gouvernement, le paiement de la tranche indiciaire de juillet 2011 serait reporté à octobre 2011.

Par rapport à l'exercice précédent, ces perspectives d'évolution de l'inflation sont restées pratiquement inchangées. La révision à la hausse des projections pour l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en grande partie compensée par des ajustements à la baisse affectant la composante énergie, en ligne avec les ajustements dans le même sens opérés sur les hypothèses relatives au prix du pétrole en euros.

Analyse des risques



Sources : Statec, calculs BCL

L'indicateur d'activité n'est pas utilisé directement dans les exercices de projection, dont il constitue en quelque sorte un complément. Selon l'indicateur d'activité du mois de novembre, la croissance du PIB en glissement annuel s'établirait dans une fourchette comprise entre +2,5% et +4,2% au troisième trimestre 2010 (après +5,3% au second trimestre 2010), ce qui est compatible avec une croissance trimestrielle positive, s'établissant autour de 1,5%. Au quatrième trimestre de l'année 2010, la croissance du PIB devrait s'établir dans une fourchette comprise entre +0,6% et +4,0% en glissement annuel. En rythme trimestriel, la croissance du PIB s'établirait donc autour de 0,3%.

Au total, la croissance pour l'année 2010 calculée à l'issue du quatrième trimestre de l'année 2010 s'établirait entre 2,8% et 4,1%. Ce dernier résultat apparaît en ligne avec les résultats des projections macroéconomiques de décembre 2010. Le léger différentiel entre, d'une part, la croissance annuelle suggérée par l'indicateur et les projections, d'autre part, s'explique essentiellement par le fait que ces dernières intègrent l'anticipation d'une révision à la hausse des estimations officielles de croissance relatives au deuxième trimestre de 2010.

2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

2.12.1 Projet de budget 2011

Le gouvernement a présenté le projet de budget concernant l'année 2011 à la Chambre des Députés le 5 octobre 2010. Le tableau suivant présente les chiffres-clefs du projet de budget 2011 de l'Etat central au sens strict. Cette présentation traditionnelle intègre aux dépenses de l'Etat central les dotations aux Fonds spéciaux, à certains établissements publics et fondations et aux services de l'Etat à gestion séparée et non les dépenses effectives ou programmées de ces mêmes entités.

Comme l'illustre le tableau ci-dessous, les dépenses de l'Etat central au sens strict progresseraient de 5,3% en 2011. Les dépenses augmenteraient moins que les recettes qui s'inscriraient pour leur part en nette augmentation, de sorte que le solde de l'Etat au sens strict passerait d'un déficit de 1 325 millions d'euros en 2010 (du moins selon le budget voté) à un déficit nettement moindre de 684 millions d'euros l'année suivante.

Tableau 1.28 :
Projet de budget 2011 de l'Etat central¹⁾ (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte 2009	Budget voté 2010	Projet de budget 2011	Progression 2010-2011 en %	Progression 2009-2011 en %
Budget courant					
Recettes	8 812,8	8 398,7	9 547,2	13,7	8,3
Dépenses	8 566,1	8 850,9	9 377,4	5,9	9,5
Solde	246,7	-452,2	169,8	-	-
Budget en capital					
Recettes	86,0	70,1	78,9	12,6	-8,3
Dépenses	1 118,2	942,9	932,8	-1,1	-16,6
Solde	-1 032,2	-872,8	-853,9	-	-
Budget total					
Recettes	8 898,9	8 468,8	9 626,2	13,7	8,2
Dépenses	9 684,3	9 793,8	10 310,2	5,3	6,5
Solde	-785,4	-1 325,0	-684,0	-	-

Sources : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2011, Ministère des Finances.*

1) Selon la Comptabilité de l'Etat Luxembourgeois (au sens strict).

Comme la BCL l'a précisé dans ses nombreuses publications antérieures, ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires et assimilés¹⁹ en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. Or, la désormais « traditionnelle » divergence entre les dotations de l'Etat aux fonds et les dépenses prévues de ces derniers s'accroîtrait en 2011 selon le projet de budget et les réserves de certains fonds disparaîtraient même totalement. Les avoirs des Fonds spéciaux diminueraient de quelque 460 millions euros au 31 décembre 2011 par rapport à la fin 2010 en cas de mise en œuvre intégrale des programmes de dépense des fonds et ce, en dépit du recours de deux fonds à l'emprunt, pour un montant total de 200 millions d'euros.

L'omission des opérations des fonds biaiserait gravement l'appréciation du budget. C'est notamment la raison pour laquelle le projet de budget comporte depuis quelques années un volume III, dont le tableau ci-dessous constitue en quelque sorte la « quintessence ».

Le volume III, qui se rapporte au cadre européen de la politique budgétaire, avait au demeurant été recommandé par la BCL dans plusieurs avis sur le projet de budget. Il est cependant regrettable que le volume III soit trop peu détaillé en ce qui concerne les Administrations locales, ce qui empêche la présentation d'un compte SEC95 complet des Administrations publiques.

Il convient malgré ces insuffisances de passer en revue les comptes du volume III présentés selon l'optique SEC95 et de les comparer aux comptes générés selon l'optique traditionnelle. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clés découlant de cette optique SEC95.

Le tableau suivant indique qu'en 2011, les dépenses totales de l'Administration centrale selon l'optique SEC95 afficheront une croissance de 11 % sur la période 2009-2011 – soit environ 5,5 % par an en moyenne

19 Les établissements publics et fondations, les services de l'Etat à gestion séparée et les institutions de l'Etat.

– sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et assimilés²⁰. En 2011, les dépenses programmées de ces entités seraient beaucoup plus élevées que les dotations de l'Etat leur étant attribuées.

Tableau 1.29 :

Version SEC 95 des opérations budgétaires de l'ensemble des Administrations publiques et de leurs sous-secteurs (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	2008	2009	2010*	2011	Progression 2009-2011 en %
Recettes					
Administration centrale	10 529,0	10 476,1	10 854,8	11 338,7	8,2%
Administrations locales	2 027,2	2 002,3	2 109,1	na**	-
Sécurité sociale	7 517,0	7 708,1	8 010,3	8 095,9	5,0%
Dépenses					
Administration centrale	10 600,5	11 477,8	12 504,1	12 740,0	11,0%
Administrations locales	1 857,2	2 012,5	2 098,8	na**	-
Sécurité sociale	6 432,9	6 969,9	7 251,4	7 238,4	3,9%
Solde					
Administration centrale	-71,5	-1 001,7	-1 649,3	-1 401,3	-
Administrations locales	170,0	-10,2	10,3	22,3	-
Sécurité sociale	1 084,1	738,2	758,9	857,5	-
TOTAL de l'ensemble des Administrations publiques	1 182,6	-273,7	-880,1	-521,5	-

Sources : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2011 (volume III), Ministère des Finances, calculs de la BCL.*

* Exécution probable d'après l'estimation du Gouvernement.

** Les données pour les Administrations locales ne sont pas disponibles au volume III. Le solde les concernant pour l'année 2011 a été repris du document supplémentaire distribué par le Gouvernement lors de la présentation du projet de budget à la Chambre des Députés.

Les recettes de l'Administration centrale seraient quant à elles en augmentation de 8,2% en 2011 par rapport à 2009. Il convient de constater qu'un certain déphasage se dessine entre les recettes et les dépenses, ces dernières continuant à progresser de manière relativement soutenue.

En ce qui concerne le solde, du fait essentiellement de l'écart persistant entre les dotations de l'Etat aux fonds et les dépenses programmées de ces derniers, le solde de l'Administration centrale selon l'optique SEC95 accuse un déficit beaucoup plus significatif que l'Etat central au sens strict. La différence entre les deux optiques est de l'ordre de 717²¹ millions d'euros, ce qui équivaut à 1,7% du PIB en 2011.

La situation budgétaire de la sécurité sociale enregistrerait une amélioration selon le projet de budget. L'écart entre un taux de croissance des dépenses limité à 3,9% et une croissance des recettes de 5,0%, toujours sur l'horizon de deux ans 2009-2011, témoigne de cette supposée amélioration. Le surplus de la sécurité sociale passerait de 2,0% du PIB en 2009 à 2,1% en 2011. Il convient cependant de rester prudent. La BCL a recommandé à travers ses diverses publications une gestion plus efficace et plus prudente des dépenses de la sécurité sociale, en particulier dans le domaine des pensions et de l'assurance maladie-maternité. Or aucune réforme structurelle d'envergure n'a été mise en œuvre jusqu'à présent, en particulier dans le domaine des pensions. Dans ces conditions et jusqu'à nouvel ordre, le solde de la sécurité sociale escompté par la BCL d'ici 2012 demeure positif mais il diminuerait significativement de 2010 à 2012, à rebours des estimations figurant au projet de budget. Ces projections de la BCL constituent la prochaine étape de l'évaluation du projet de budget 2011.

20 De surcroît, la base de comparaison, à savoir le budget 2010, est peu appropriée, car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg. C'est la raison pour laquelle la BCL privilégie l'examen des évolutions sur deux ans, en l'occurrence 2009 et 2011. En d'autres termes, les données du projet de budget 2011 sont systématiquement comparées à celles de 2009. Ces dernières étant issues d'un compte provisoire, elles constituent un ancrage de comparaison nettement plus approprié que des dépenses ou recettes budgétisées qui, pour l'exercice 2010, diffèrent fortement des recettes et dépenses effectivement enregistrées.

21 Soit la différence entre 684,0 millions d'euros selon l'optique traditionnelle et 1 401,3 millions d'euros selon l'optique SEC95.

2.12.2 Projections budgétaires à court terme (2010-2012) de la BCL

De la confrontation des dépenses aux recettes des administrations publiques découlent les soldes figurant au tableau suivant, qui sont estimés en conformité avec le scénario macroéconomique sous-jacent.

Tableau 1.30 :

La situation des finances publiques luxembourgeoises : projections d'automne de la BCL (décembre 2010)
(en % du PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010 ^e	2011 ^p	2012 ^p	2011 ^{p1)}
	Ensemble des administrations publiques							
Recettes totales	39,93	39,87	39,86	41,45	41,09	41,20	40,49	
Dépenses totales	38,58	36,17	36,88	42,17	42,87	42,47	42,35	
Déficit (-) ou surplus (+)	1,4	3,7	3	-0,7	-1,8	-1,3	-1,9	-1,2
Solde apuré de la conjoncture	1,5	3,2	2	-0,8	-1,7	-0,9	-1,4	
	Soldes des sous-secteurs							
Administration centrale	-0,6	1,0	-0,2	-2,6	-3,3	-2,8	-3,0	-3,4
Administrations locales	0,2	0,4	0,4	0	-0,1	-0,1	-0,2	0,1
Sécurité sociale	1,8	2,4	2,7	1,9	1,6	1,6	1,3	2,1
Dettes publiques	6,6	6,7	13,6	14,5	18,9	19,5	20,3	

Sources : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2011, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

e : estimations ;

p : projections.

1) Exposé introductif du projet de budget 2011, p.26.)

L'année **2009** s'est caractérisée par un brusque coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le déficit de l'ensemble des Administrations publiques s'est établi à 0,7% du PIB. Cela s'explique par l'effet déterminant des nouvelles mesures adoptées à l'occasion des projets de budget 2008 et 2009, du plan de conjoncture gouvernemental annoncé le 6 mars 2009 et de manière plus générale par la crise économique et financière. Ces turbulences économiques ont exercé un impact négatif direct sur certaines recettes, entre autres la «taxe d'abonnement» et la «taxe sur la valeur ajoutée (TVA)». La sécurité sociale est restée excédentaire, mais n'a compensé qu'en partie le déficit de l'Administration centrale (-2,6% du PIB).

En **2010**, le solde de l'ensemble des Administrations publiques se détériorerait davantage et accuserait un déficit de 1,8% du PIB. L'impact, sur les recettes, du décrochage du PIB en niveau, la hausse des dépenses liées au sous-emploi ainsi que les mesures de relance adoptées par le gouvernement dès l'automne 2009 expliquent l'importance des déficits publics estimés par la BCL pour 2010.

Par ailleurs, il est important d'explicitier les raisons principales de la différence entre les projections préliminaires commentées dans cet avis et les projections de juin 2010 de la BCL. Pour l'année 2010, l'écart entre les deux exercices de projection s'est établi à un peu plus de 1% du PIB (solde de l'ensemble des Administrations publiques). Les facteurs précis à l'origine de cet écart sont les suivants :

- les recettes de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) ont été sous-évaluées dans les projections de la BCL en raison notamment d'une indisponibilité de données mensuelles suffisamment détaillées concernant ce poste. Une bonne partie de l'IRC est traditionnellement perçue avec un significatif décalage temporel. Ce décalage est en outre assez fluctuant, ce qui complique singulièrement l'estimation du montant de l'IRC. A ce stade, la BCL rappelle de nouveau qu'il est absolument nécessaire d'effectuer une publication régulière, idéalement mensuelle, du produit de l'IRC, afin de circonscrire les incertitudes inhérentes à l'inférence du produit de cet impôt. Il conviendrait, à cette fin, de disposer d'une estimation du «millésime» des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné.

- 
- L'écart résulte également des hypothèses d'évolution de l'emploi, une variable qui influence étroitement les cotisations sociales et l'impôt sur les traitements et salaires, notamment. Selon les estimations de décembre 2010 de la BCL, l'emploi total va s'accroître d'environ 1,5 % en 2010. Dans un environnement différent, la BCL postulait dans ses projections de juin une évolution moins favorable. Ces amendements se répercutent bien évidemment sur l'évolution prévue des recettes engrangées au titre de l'impôt sur les traitements et salaires et sur le produit des cotisations sociales.

Ensuite, il est important de signaler à ce stade que sur l'horizon 2010-2012, la BCL procède à des estimations propres de recettes, en conformité avec le scénario macroéconomique décrit par ailleurs dans le présent Bulletin. Certains postes de dépenses font également l'objet de projections spécifiques, à savoir essentiellement la rémunération des agents publics, les transferts aux pouvoirs locaux et aux administrations de sécurité sociale et le Fonds pour l'emploi. Les estimations de la BCL relatives à ces catégories de dépenses s'écartent peu de celles figurant au projet de budget 2011.

La divergence entre le projet de budget et les projections préliminaires de la BCL est bien plus significative sur le versant des recettes. Les prévisions de recettes figurant dans le projet de budget, au volume III, laissent augurer une croissance des recettes totales de l'Administration centrale d'environ 8,2 % sur la période 2009-2011. Selon les projections de la BCL, établies sur base d'un scénario macroéconomique propre, d'élasticités spécifiques et d'un chiffrage des nouvelles mesures, les recettes totales de l'Administration centrale augmenteraient d'un peu plus de 11 % sur le même horizon.

La résultante de ces évolutions de recettes et de dépenses serait un besoin de financement de l'Administration centrale de 2,8 % du PIB en 2011, qui diffère du solde SEC95 estimé au projet de budget 2011. Ce dernier s'élèverait en effet à 3,4 % du PIB en 2011 selon ce projet (différence de 0,6 % du PIB).

En revanche, le surplus de la sécurité sociale prévu par la BCL pour 2011 est moins favorable que l'estimation figurant au projet de budget 2011. L'excédent correspondant estimé par la BCL s'établit à 1,6 % du PIB en 2011, alors que le projet de budget table pour sa part sur un surplus de 2,1 %. Ce dernier solde s'améliorerait de 0,2 % du PIB en 2011 par rapport à l'année précédente selon le projet de budget. Par ailleurs, le projet de budget 2011 stipule clairement que cet excédent résulte essentiellement d'un surplus du régime général d'assurance pension et que l'impact d'une éventuelle entrée en vigueur de la réforme de l'assurance maladie n'est pas compris. Or celle-ci devrait contribuer à améliorer ce solde.

Au total, pour **2011** une amélioration du solde de l'ensemble des Administrations publiques se dessine. Le déficit passerait de 1,8 % du PIB en 2010 à 1,3 % en 2011. Cette amélioration reflète principalement les mesures de consolidation budgétaire présentées dans le projet de budget 2011, chiffrées à 409 millions d'euros soit à 1 % du PIB²².

L'année **2012** verrait le déficit repartir résolument à la hausse. Cette évolution reflète une augmentation de la masse salariale et de la consommation privée inférieure à celle du PIB, ce qui induirait un moindre dynamisme des cotisations sociales et des impôts indirects. Par ailleurs, l'impôt sur le revenu des collectivités subirait avec retard l'impact de la crise économique et financière.

En ce qui concerne **la dette publique**, en 2009 le ratio a légèrement augmenté pour se situer à 14,5 %, suite notamment à un emprunt de 200 millions d'euros en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes. L'exercice 2010 se caractériserait par une nouvelle émission obligataire de l'Etat pour un montant total de 2 000 millions d'euros incluant les deux nouveaux emprunts pour les Fonds précités. Le ratio d'endettement devrait de ce fait se situer à 18,9 % du PIB en 2010, à 19,5 % du PIB en 2011 et à 20,3 %

²² Et 0,9 % du PIB en 2012, car la mesure relative à l'adaptation des pensions aux salaires réels n'aura qu'un impact temporaire sur les dépenses, au cours de la seule année 2011.

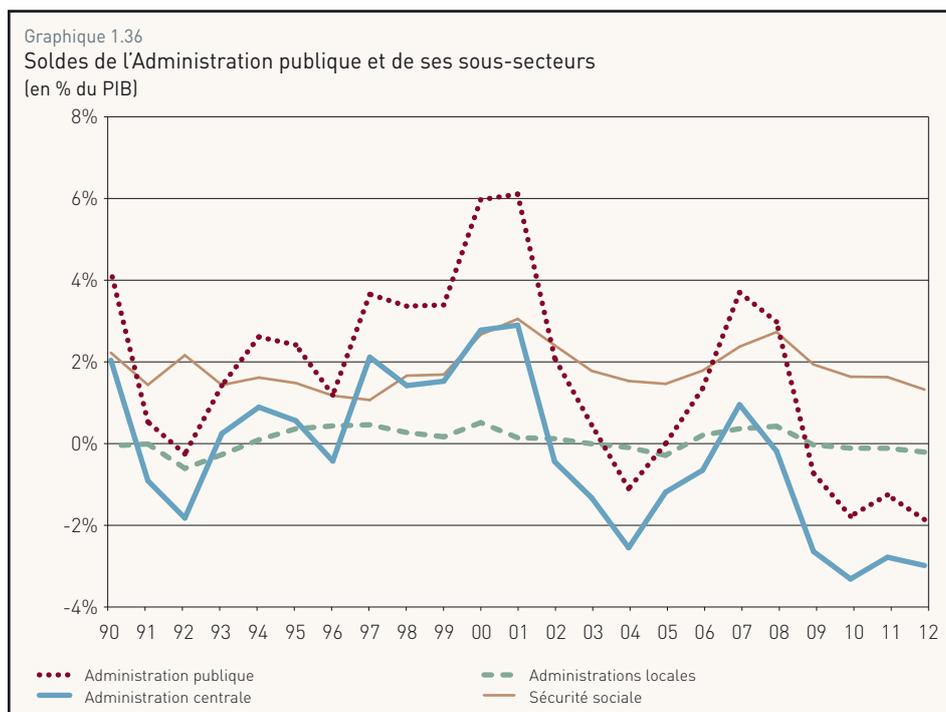
du PIB en 2012. La garantie financière de trois milliards d'euros accordée au groupe Dexia en 2008 a pris fin au 30 juin 2010 à la demande même du groupe et ne représente donc plus aucun risque pour le niveau de la dette publique.

Le graphique suivant met en évidence la détérioration flagrante du solde de l'ensemble des Administrations publiques pour la période 1990-2009. Les Administrations publiques devraient accuser un déficit de l'ordre de 1,8% en 2010 selon les estimations provisoires de la BCL. Ce résultat est emblématique de la détérioration structurelle de la situation budgétaire du Luxembourg et constitue une incontestable contre-performance même si ce solde est en définitive plus favorable que le solde escompté au plus fort de la crise. Il convient effectivement de noter que les soldes des Administrations publiques et de l'Administration centrale atteindraient leur niveau le plus défavorable depuis le calcul des soldes en conformité avec le système SEC95.

Le solde des Administrations publiques est pourtant un indicateur particulièrement peu exigeant dans le cas particulier du Luxembourg. Il résulte en effet de la somme des soldes de l'Administration centrale, des Administrations locales et de la sécurité sociale. Or cette dernière présente dans l'état actuel des choses de plantureux excédents, qui ne sont pas appelés à durer et devraient même à l'avenir laisser la place à de substantiels déficits. Selon les estimations préliminaires de la BCL, l'excédent des Administrations de sécurité sociale luxembourgeoises atteindrait 1,6% du PIB en 2010. Or, ce surplus est de nature virtuelle, car il résulte quasi intégralement du décalage entre d'une part les cotisations alimentées par les frontaliers (environ 40% du total des cotisations de pension) et d'autre part les dépenses de pension induites par des non-résidents (20% des dépenses du régime général de pension). Ce décalage est bien entendu appelé à s'atténuer au fil du temps, comme en témoigne d'ailleurs l'accroissement observé au cours des années récentes de la part des transferts de pensions à l'étranger, qui est passée de 14% en 1995 et 16% en 2000 à 20% en 2008 selon l'IGSS. Il en résultera inmanquablement une « fonte » des excédents, qui ne sera que le prélude à l'apparition de significatifs déficits de la sécurité sociale.

Des réformes structurelles dans le domaine de la sécurité sociale s'imposent dans ce contexte. La réforme des soins de santé devrait être poursuivie et même accentuée sur le versant des dépenses. La réforme du système de pension devrait quant à elle être définie et mise en œuvre dans les meilleurs délais.

Le solde ajusté de la conjoncture serait quant à lui négatif à raison de 1,7% du PIB en 2010, ce qui consacrerait un recul significatif par rapport aux soldes ajustés des années récentes. Le solde apuré du cycle s'améliorerait en 2011 mais demeurerait toujours négatif, ce qui met en exergue le caractère structurel de la dégradation des finances publiques luxembour-



Sources : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010*, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

geois. Le déficit expurgé du cycle accuserait une nouvelle détérioration en 2012, pour atteindre 1,4 % du PIB. Cette dégradation est principalement imputable au manque de dynamisme de l'IRC, des cotisations sociales et des impôts indirects.

A ce stade, il est important de souligner que les projections de la BCL pour 2011 ne prennent pas en considération une éventuelle plus ou moins-value qui résulterait des opérations Dexia et Fortis entreprises par le gouvernement en 2008²³. Cette démarche est justifiée par l'importante incertitude qui prévaut à propos du signe de cette plus-value, de son importance absolue et de son moment d'occurrence. Sont considérées dans les projections les charges d'intérêt dues sur l'émission des obligations liées à l'opération Fortis. Le ratio de la dette publique luxembourgeoise est estimé en fonction de ces opérations.

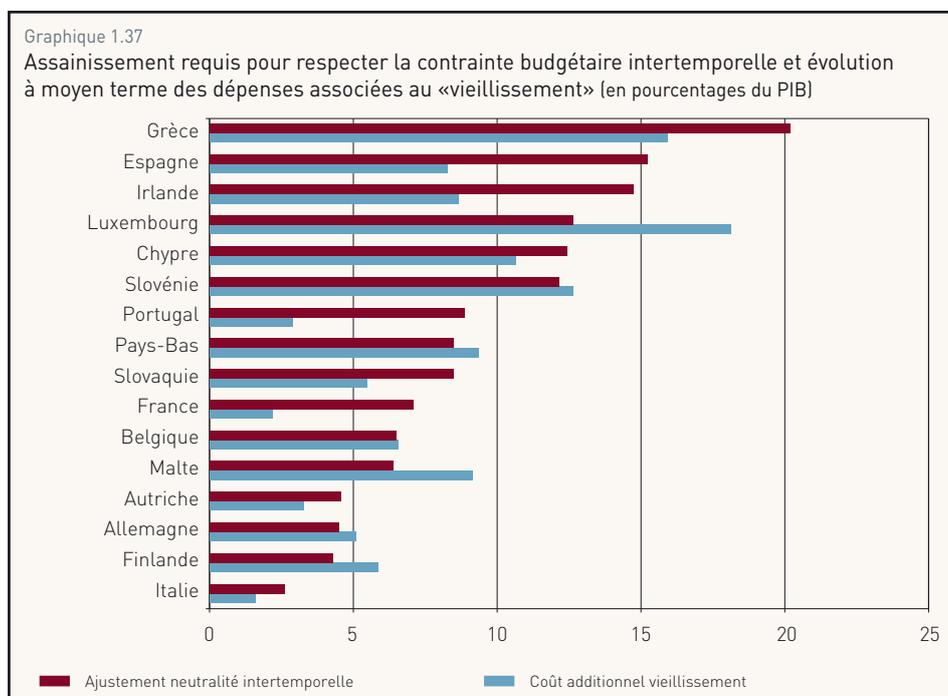
2.12.3 Evolution des finances publiques à long terme

Si la situation budgétaire semble plus favorable qu'initialement prévu dans une perspective de court terme, la situation fondamentale (de long terme) est loin d'être favorable. Le graphique suivant met en parallèle la hausse, d'ici 2060, des dépenses associées au vieillissement – en premier lieu les pensions – et d'autre part un indicateur de la soutenabilité des finances publiques calculé par la Commission européenne et l'Ageing Working Group. Ce dernier indicateur (en rouge dans le graphique), dit «S2», représente l'assainissement des finances publiques auquel il conviendrait de procéder dans l'immédiat afin de respecter la contrainte budgétaire sur un horizon de temps infini (« contrainte budgétaire intertemporelle »). Cet indicateur atteindra 0 % du PIB pour un pays où la contrainte budgétaire intertemporelle est d'ores et déjà respectée à politique inchangée.

Le graphique montre que le Luxembourg est très éloigné de cette situation de neutralité intertemporelle. Il devrait même procéder à une consolidation budgétaire de plus de 10% du PIB afin d'assurer le respect

de la contrainte budgétaire intertemporelle selon la Commission européenne. A l'aune de cet indicateur global de santé budgétaire, le Luxembourg figure dans le peloton de queue de la zone euro, avec la Grèce, l'Irlande et l'Espagne. Cette situation particulièrement peu enviable s'explique par la forte augmentation des dépenses liées au vieillissement escomptée par l'Ageing Working Group d'ici 2060 (barre bleue du graphique), principalement sous l'effet des pensions.

Les mécanismes à la base de cette vulnérabilité des finances publiques luxembourgeoises peuvent être illustrés plus avant au moyen de simulations effectuées par la BCL.



Sources : Ageing Working Group, Commission européenne

23 Les revenus de dividendes associés sont pour leur part pris en considération dans les projections de la BCL.

La BCL a mis au point un instrument de projection, d'ici 2040, des principaux postes de recettes et de dépenses des Administrations publiques. Ces simulations intègrent le coût du vieillissement anticipé par l'Ageing Working Group tout en postulant une croissance du PIB se limitant à 2,2% par an de 2013 à 2040.²⁴ Tant les indicateurs de finances publiques que les indicateurs macroéconomiques correspondent strictement à ceux des projections macroéconomiques de décembre 2010 de la BCL sur l'horizon 2010-2012 et sont apurés des cycles conjoncturels afin de ne pas biaiser l'analyse. Il importe également de souligner que le scénario d'une croissance tendancielle de 2,2% de 2013 à 2040 paraît limité à l'aune de l'expérience passée du Luxembourg, mais il demeurerait élevé par rapport à la zone euro ou aux pays limitrophes²⁵. Par ailleurs, la croissance tendancielle sera pénalisée par les restructurations en cours du secteur financier, par l'instauration des normes Basel III et éventuellement par diverses innovations fiscales et réglementaires (restrictions au secret bancaire ou élargissement du champ de la directive sur les revenus d'intérêt des non-résidents, par exemple). Enfin, la crise a induit une importante diminution de la formation brute de capital, ce qui ne manquera pas d'affecter négativement la capacité de production.

Les simulations intègrent également la diminution prévisible (ou même programmée dans le cas de la « TVA électronique ») de trois prélèvements, constituant de grandes sources de fragilité des recettes publiques :

- Les impôts directs sur les sociétés (essentiellement l'impôt sur le revenu des collectivités, l'impôt de solidarité correspondant et l'impôt commercial communal) représenteront selon les projections macroéconomiques préliminaires de la BCL 4,3% du PIB en 2012. Ce ratio serait toujours nettement supérieur au ratio correspondant calculé pour la zone euro en 2008, soit 2,5% du PIB.²⁶ Cet état de fait s'explique par l'importance du secteur financier au Luxembourg, qui représente à lui seul l'essentiel des impôts sur les sociétés engrangés par les Administrations publiques. Les projections intègrent donc une diminution graduelle de 1,8% du PIB, par hypothèse, de 2013 à 2040.
- Les recettes de TVA découlant du commerce électronique : en vertu du « VAT package » approuvé par le Conseil européen en décembre 2007, la perception de la TVA liée au commerce électronique reposera sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence et non plus le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Le « package » prévoit une période transitoire de 2015 à 2019, ce qui signifie que les recettes de TVA afférentes vont immanquablement s'étioler au cours de cette période.²⁷ Il s'agit là d'un enjeu particulièrement important, car ces recettes se sont montées à 390 millions d'euros en 2009 selon le rapport d'activité 2009 de l'Administration de l'enregistrement et des domaines. Ce montant représente 1% du PIB.
- Les recettes liées au « Tanktourismus » représentent selon les estimations de la BCL 2% du PIB et sont censées disparaître linéairement de 2013 à 2040. Il s'agit d'une estimation restreinte, dans la mesure où elle ne prend en compte que la TVA et les accises sur les ventes de produits pétroliers à des non-résidents, donc compte non tenu des taxes indirectes correspondant aux ventes à ces derniers de tabac et alcool. Pour rappel, les seules accises et droits sur le tabac et l'alcool se montent à 1,4% du PIB, dont environ 1,2% imputables aux non-résidents.²⁸

24 Les dépenses de pension sont ajustées à la baisse par rapport à l'Ageing Working Group (AWG), car le scénario de croissance du PIB plus prudent privilégié par la BCL se traduit par de moindres arrivées de frontaliers, avec à la clef de moindres montants absolus de pensions à moyen terme.

25 Le scénario d'une croissance tendancielle de 2,2% de 2013 à 2040 n'est guère éloigné de la croissance potentielle « baseline » considérée dans les projections socio-économiques 2010-2060 du Statec (Bulletin du Statec n°5-2010).

26 Ce ratio de 2,5% a été calculé à partir de données de 2008 d'Eurostat, qui ne sont pas disponibles pour l'Espagne et la Finlande. Le ratio correspond par conséquent à la zone euro diminuée de ces deux pays. Par ailleurs, les chiffres relatifs à la Grèce datent de 2005. La pondération des ratios nationaux a été effectuée en fonction du poids des différents Etats dans le PIB global de la zone euro (moins l'Espagne et la Finlande).

27 Le pays d'établissement des sociétés actives dans le domaine du commerce électronique pourra conserver 30% des recettes de TVA afférentes en 2015 et 2016, 15% de ces recettes en 2017 et 2018 et 0% à partir de 2019.

28 La part des non-résidents est inférée en comparant les positions de l'IPCH à celles de l'IPCN.

Enfin, les projections intègrent pleinement les mesures de consolidation apparaissant au projet de budget 2011 (impact de 1 % du PIB en 2011 et de 0,9 % en 2012).

Il convient de noter que la BCL a opté pour un horizon relativement long, de sorte qu'elle est peu susceptible d'exagérer l'incidence négative sur les finances publiques, bien au contraire. Le déclin de l'impôt des sociétés et du « Tanktourismus » pourrait en définitive s'avérer bien plus rapide que ne le suggèrent les hypothèses adoptées. Les résultats de la simulation apparaissent au tableau ci-joint.

La défaillance des trois impôts précités se monte au total à 4,8%²⁹ du PIB à l'horizon 2040. Cependant, l'effet total sur les soldes budgétaires attendrait quelque 7,2 %, car à l'effet de déperdition direct s'ajouterait l'impact de cette dernière sur l'endettement et en conséquence sur les charges d'intérêt. Ces charges se monteraient en effet à 7,5 % du PIB en 2040. Il est intéressant de constater que l'impact global sur le solde correspond à la moitié de l'effet du vieillissement, qui se monterait quant à lui à environ 16%³⁰ du PIB sur la période de référence. En d'autres termes, le Luxembourg risque en l'absence de mesures nouvelles d'être confronté à deux chocs d'envergure, l'incidence du « vieillissement » étant exacerbée par diverses déperditions de recettes. La possible sinon probable conjonction de ces deux chocs met en exergue la nécessité absolue d'une consolidation budgétaire ambitieuse et mise en œuvre dans les meilleurs délais.

Tableau 1.31 :

Evolution de la situation budgétaire des Administrations publiques en cas de déclin des impôts directs sur les sociétés, de la « TVA électronique » et du « Tanktourismus » (en % du PIB tendanciel)

	2012	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Recettes totales	40,4	40,1	39,3	38,2	37,2	36,7	36,3	35,8
Impôts directs	13,3	13,1	13	12,8	12,6	12,5	12,3	12,1
Impôts indirects	11,5	11,4	10,6	9,9	9,6	9,2	8,8	8,5
Cotisations sociales	11,9	11,9	11,9	12	12,1	12,1	12,2	12,3
Revenus d'intérêt	0,8	0,9	0,9	0,6	0,1	0	0	0
Autres	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Dépenses totales	41,8	42,4	42,7	44,8	47,8	51,4	55,8	60
Transferts sociaux	21,5	22,1	22,4	24,1	26,5	28,6	31,1	32,9
Investissements publics	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Rémunérations des agents	8	8	8	8	8	8	8	8
Autres dépenses primaires	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Charges d'intérêt	0,7	0,7	0,7	1,1	1,7	3,2	5,2	7,5
Déficit (-) ou surplus (+)	-1,4	-2,3	-3,5	-6,6	-10,5	-14,7	-19,5	-24,2
Dette publique	20,1	21,5	23,3	36,9	57,8	106,7	168,1	239,6
Dont pensions	-24,8	-24,2	-23,5	-15,2	2,9	31,3	69,8	116,2

Sources : Ageing Working Group, Agence internationale de l'Energie, Eurostat, IGSS, Statec, calculs BCL.

La simulation illustrée au tableau précédent montre d'ailleurs que la forte augmentation des transferts sociaux et la diminution du ratio de recettes induisent d'importants déficits, qui génèrent à leur tour un endettement croissant et des charges d'intérêt accrues. Le déficit structurel se limiterait certes à 1,4 % du PIB en 2012, mais il dépasserait les 3 % du PIB en 2015 en l'absence de nouvelles mesures et continuerait à dérapier par la suite. Par ailleurs, la dette brute consolidée dépasserait le seuil des 60 % dès 2025 et s'accroîtrait de manière exponentielle sous l'effet notamment (mais pas uniquement) des systèmes de pension, ce qui met en exergue la soutenabilité à terme très compromise de nos finances publiques.

29 1,8 % du PIB pour les impôts sur les sociétés, 1 % pour la TVA électronique et 2 % pour le « Tanktourismus ».

30 11,4 % du PIB pour le « vieillissement » au sens strict et 4,4 % de charges d'intérêt induites.

Le point suivant est consacré à la définition d'une stratégie budgétaire appropriée. Toute stratégie budgétaire se doit d'ailleurs d'être empreinte de la plus grande prudence dans une petite économie ouverte exposée à nombre de chocs économiques potentiels. Il serait très périlleux d'asseoir une telle stratégie sur des projections faisant fi de la vulnérabilité des recettes, du vieillissement et s'étayant par ailleurs sur un taux de croissance élevé.

2.12.4 Stratégie d'assainissement recommandée par la BCL

Le constat de la nécessité absolue d'un assainissement conséquent est donc établi. Le gouvernement est lui-même en accord avec ce diagnostic, puisqu'il a annoncé dans la 11^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg une stratégie d'assainissement pluriannuelle portant sur un cumul de 3,4% du PIB à la fin de 2014. L'essentiel de l'effort prévu dans cette actualisation doit cependant encore faire l'objet de mesures concrètes, les mesures adoptées jusqu'à présent ne représentant qu'un cinquième de l'effort total requis d'ici 2014.

Par ailleurs, l'effort annoncé au Programme est quantitativement insuffisant, comme le montre la simulation illustrée dans le tableau suivant. Une consolidation cumulée de 3,4%³¹ du PIB ne suffit pas à restaurer la soutenabilité à terme des finances publiques, comme le montre une dette publique augmentant de façon exponentielle.

En outre, il ne permet pas de converger suffisamment vite vers l'Objectif budgétaire à moyen terme (OMT) que le gouvernement s'est engagé à atteindre, à savoir un excédent de 0,5% du PIB, que ce soit en 2015 ou au cours des années suivantes. La BCL recommande un objectif bien plus en ligne avec les recommandations de la Commission européenne (OMT entre 0,75 et 1,5% du PIB), à savoir un excédent de 1,15% du PIB. De plus, le nécessaire ajustement ne pouvant être indéfiniment repoussé, la BCL est d'avis que l'OMT de 1,15% devrait être atteint dès 2015, ce qui exigerait un assainissement additionnel de 2% (d'un déficit structurel de 0,84% en 2015 à un excédent de 1,15%) par rapport aux efforts prévus au Programme de Stabilité.

Tableau 1.32 :

Evolution de la situation budgétaire des Administrations publiques : référence avec déperdition des trois recettes et assainissement prévu au sein de la 11^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg (OMT pour 2015 surligné en rouge), (en % du PIB tendanciel)

	2012	2014	2015	2020	2025	2030	2035	2040
Efforts de consolidation prévus à la 11^{ème} actualisation								
Recettes totales	40,4	40,1	39,3	38,2	37,2	36,7	36,3	35,8
Dépenses totales	41,3	39,9	40,1	41,8	44,4	47,6	51,7	55,5
dont charges d'intérêt	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	1,9	3,5	5,5
Déficit (-) ou surplus (+)	-0,8	0,3	-0,84	-3,6	-7,1	-10,9	-15,4	-19,7
Dette publique	20,1	17,5	16,9	18,3	27,5	65,2	115,6	176,7
dont pensions	-24,8	-24,2	-23,5	-15,2	2,9	31,3	69,8	116,2
Efforts de consolidation recommandés par la BCL								
Recettes totales	40,4	40,1	39,3	38,2	37,2	36,7	36,3	35,8
Dépenses totales	40,6	39	38,1	39,5	41,7	44,7	48,5	52
dont charges d'intérêt	0,7	0,6	0,5	0,2	0,1	0,9	2,2	3,9
Déficit (-) ou surplus (+)	-0,1	1,2	1,15	-1,3	-4,5	-8	-12,2	-16,2
Dette publique	20,1	15,6	13	4,9	5	33,8	75,7	128,7
dont pensions	-24,8	-24,2	-23,5	-15,2	2,9	31,3	69,8	116,2

Sources : Ageing Working Group, Agence internationale de l'Energie, Eurostat, IGSS, actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Statec, calculs BCL.

31 Y compris les 0,9% de mesures annoncées le 5 mai 2010 et intégrées au projet de budget.

Au total, l'effort d'assainissement se monterait donc à 5,3% du PIB d'ici 2015 et ce en incluant les mesures déjà intégrées au projet de budget 2011, qui auront un impact de l'ordre de 0,9% du PIB. L'effort additionnel à fournir par rapport aux mesures déjà adoptées est donc de 4,4% du PIB. Le Programme de Stabilité prévoit – sans en définir le contenu toutefois – un assainissement total de 3,4% du PIB, dont 0,9% déjà réalisés. Restent donc 2,45% du PIB non réalisés et même non définis à ce stade.

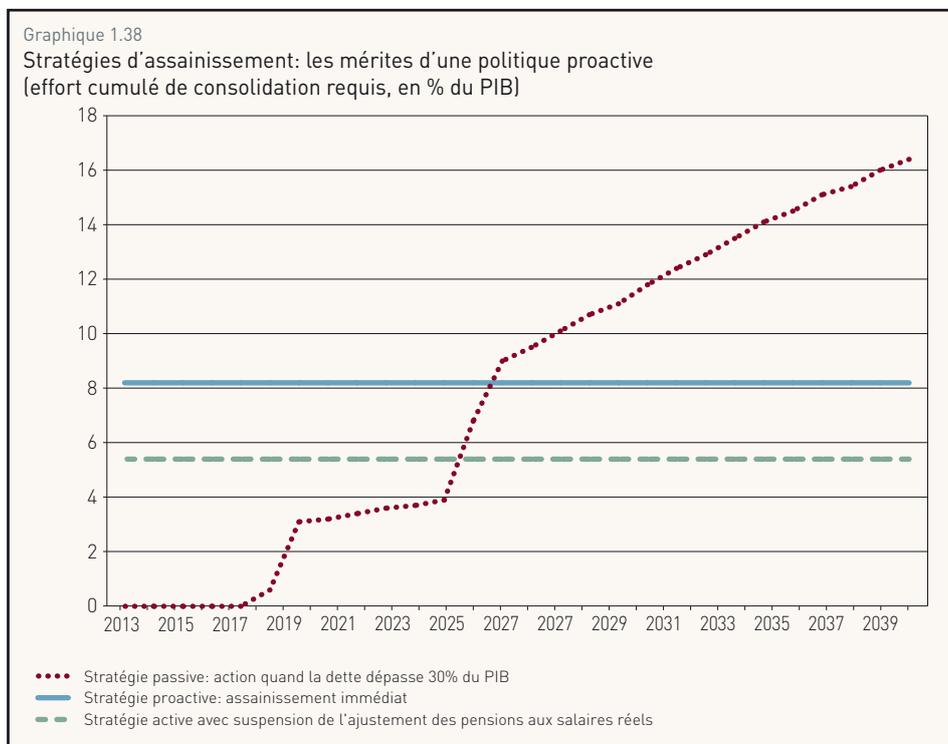
La BCL recommande par ailleurs de réaliser l'assainissement additionnel, c'est-à-dire devant être ajouté aux mesures déjà adoptées, d'ici 2015 et par tranches annuelles égales (afin d'éviter un « backloading »).

La trajectoire d'assainissement recommandée par la BCL suppose un assainissement cumulé équivalent à quelque 4% du PIB d'ici 2015 par rapport à une situation à politique inchangée. Par construction, cet effort permettrait d'atteindre l'OMT de 1,15% du PIB en 2015, comme indiqué dans le tableau ci-dessus. Cependant, la situation des Administrations publiques continuerait à se dégrader par la suite, sous l'effet principalement de charges de pension croissantes. La dette calculée à l'horizon 2030, 2035 ou 2040 serait d'ailleurs quasi-intégralement liée aux pensions.

Ces résultats montrent qu'une stratégie d'assainissement à court terme (c'est-à-dire se déployant d'ici 2015) telle que préconisée par la BCL doit impérativement s'accompagner d'une réforme des pensions. Cette dernière pourrait reposer sur une modulation de l'ajustement des pensions aux salaires réels, sur une augmentation du taux effectif voire même du taux légal de départ à la retraite, sur un traitement plus strict des périodes assimilées ou encore sur une combinaison de diverses mesures. Enfin, la réduction des transferts pourrait s'opérer dans d'autres domaines de la sécurité sociale que les seules pensions, par exemple l'assurance maladie-maternité. Ces réformes structurelles doivent être mises en œuvre dès

que possible, comme l'illustre le graphique suivant.

Une stratégie d'assainissement s'impose d'urgence, car une consolidation budgétaire est d'autant plus douloureuse socialement qu'elle est tardive. Le graphique ci-joint illustre clairement les mérites d'une politique de consolidation proactive et assise sur une perspective pluriannuelle. Le point de départ de l'établissement du graphique est la simulation illustrée au tableau 31. Trois stratégies sont ensuite mises en œuvre afin d'éviter tout endettement supérieur à 30% du PIB au cours de l'horizon de projection.³² La courbe rouge du graphique rend compte d'une stratégie passive, caractérisée par un comportement « myope » d'autorités qui ne procèdent à un



Sources: Ageing Working Group, Agence internationale de l'Energie, Eurostat, IGSS, actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg, Statec, calculs.

32 Le choix d'un seuil de 30% est guidé notamment par une étude des économistes américains Reinhart et Rogoff publiée en 2009, selon lesquels la croissance économique médiane des pays dont la dette publique est inférieure à 30% du PIB tend à excéder de 1% la croissance des pays présentant une dette située entre 30 et 60%. Cette « prime à la rigueur » s'établirait même à 2% par rapport aux nations qui ont laissé leur dette publique dériver au-delà du seuil des 90% du PIB.

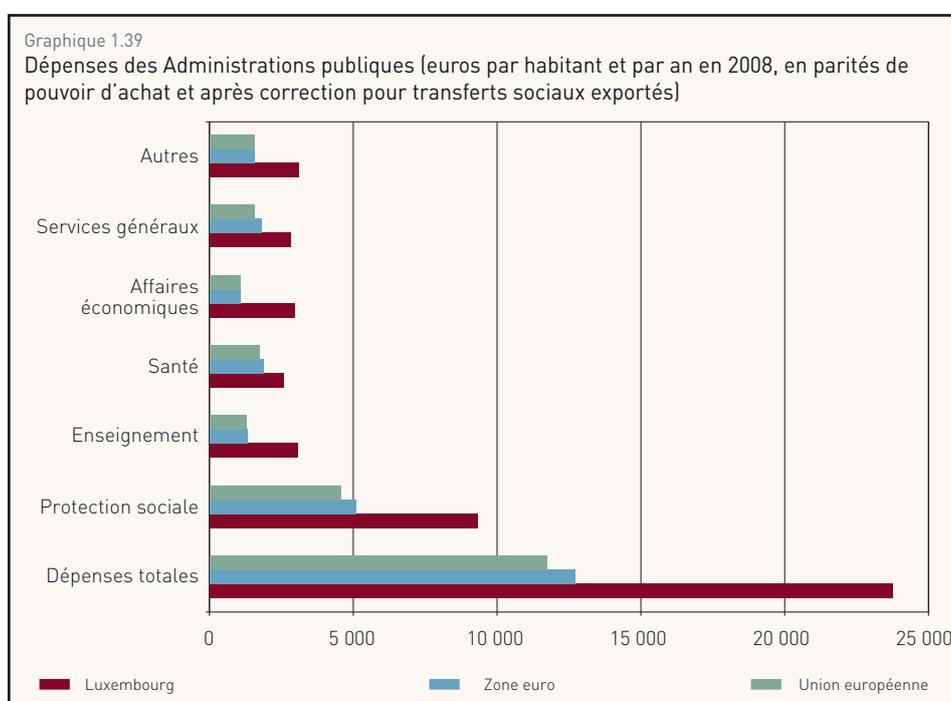
assainissement budgétaire que lorsque le ratio d'endettement excède un seuil de 30% du PIB au cours de l'année courante. Cet assainissement se limite par ailleurs à ramener ce ratio d'endettement à 30% du PIB, ni plus ni moins.

La deuxième stratégie, illustrée par la droite bleue, constitue l'opposé de la première. Dans ce second cas de figure, les autorités ne se contentent pas d'attendre que les problèmes se matérialisent avant d'agir. Elles mettent immédiatement en œuvre une consolidation budgétaire permettant de garantir que le ratio d'endettement demeure inférieur à 30% du PIB sur tout l'horizon de projection. Comme l'indique le graphique, la première stratégie, reposant sur un assainissement « de la dernière minute », nécessite à terme une réduction des dépenses et/ou une augmentation des recettes de quelque 17% du PIB. En revanche, l'assainissement « immédiat » se limiterait à 8% du PIB, soit 9% du PIB de moins que sous la stratégie passive. Un assainissement tardif équivaut donc à un assainissement massif, beaucoup plus coûteux en termes sociaux. C'est la raison pour laquelle la BCL recommande de façon récurrente la mise en œuvre d'une consolidation précoce, qui anticipe les dérapages budgétaires afin d'enrayer à la base toute dynamique d'endettement.

La troisième stratégie revient à mettre en œuvre en parallèle un assainissement immédiat des finances publiques et une réforme dans le domaine de la sécurité sociale. A titre illustratif, il est supposé que l'ajustement des pensions aux salaires réels sera suspendu tout au long de l'horizon de projections. Dans ce cas, l'assainissement immédiat peut se limiter à 5,4% du PIB, avec bien entendu un effort additionnel dans le domaine de la sécurité sociale. Cette dernière stratégie, illustrée par la droite verte, est conceptuellement assez proche de la stratégie de consolidation recommandée par la BCL, qui repose sur l'objectif d'un excédent structurel des Administrations publiques de 1,15% du PIB en 2015 et sur la mise en œuvre conjointe de réformes structurelles de la sécurité sociale.³³

La nécessité d'un important effort de consolidation plus important encore qu'au sein de la 11^{ème} actualisation du Programme de Stabilité étant établie, il reste à déterminer la composition de cet effort de consolidation. La BCL considère que cet ajustement ne peut s'effectuer que sur le versant des dépenses, ce qui renforce encore la pertinence de réformes structurelles dans le domaine de la sécurité sociale.

Il n'est pas judicieux d'asseoir l'effort d'ajustement des finances publiques sur une augmentation de la pression fiscale. En effet, le taux d'affiche de l'impôt sur les sociétés figure parmi les plus élevés de l'Union européenne et pénalise le Luxembourg par rapport à la quasi-totalité des autres



Sources : Eurostat, IGSS et calculs BCL

³³ Il est d'ailleurs assez frappant de constater que le montant de l'assainissement immédiat d'une part et les efforts additionnels requis dans le cadre de la stratégie « OMT de 1,15% en 2015 » sont assez proches, ce qui illustre le bien-fondé de l'OMT choisi.

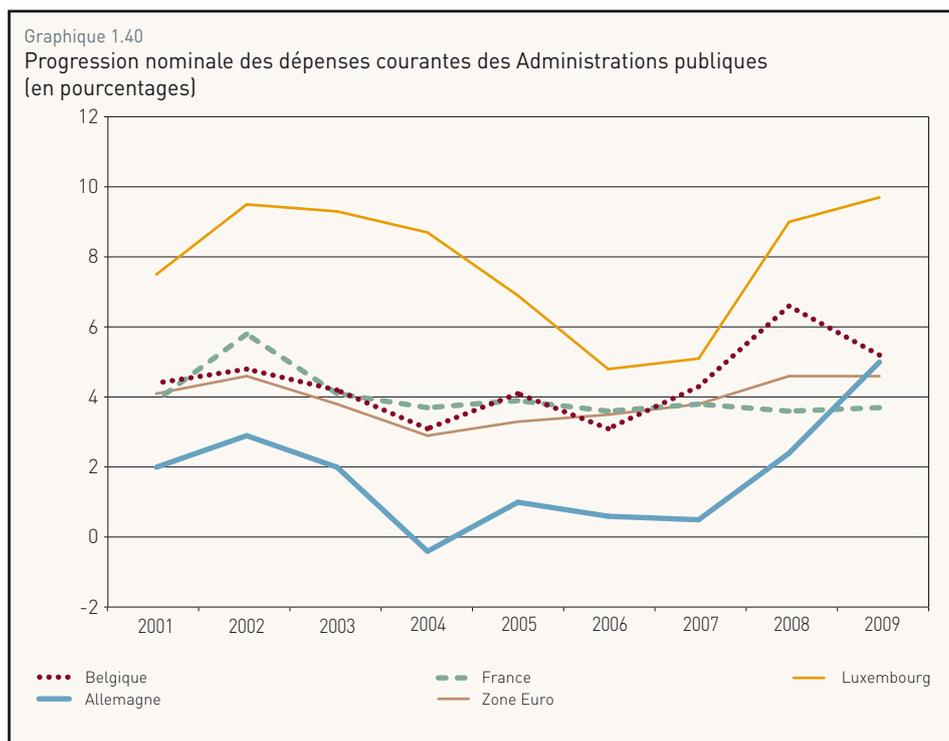
places financières. Enfin, un alourdissement de la pression fiscale affecterait négativement la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, qui s'est constamment détériorée au cours de la dernière décennie. En témoigne notamment le manque de dynamisme de l'industrie manufacturière.

Dans ce contexte d'une compétitivité dégradée, le Luxembourg ne peut se permettre d'augmenter la fiscalité des entreprises ou des ménages. Il importe en particulier d'assurer le financement de la sécurité sociale en mettant en œuvre les réformes structurelles qui s'imposent et non en recourant à une hausse des cotisations sociales. Une telle hausse serait considérable à terme en l'absence de réformes, ce qui accentuerait encore les dérapages des coûts salariaux unitaires et par voie de conséquence la désindustrialisation accélérée du Luxembourg. Par ailleurs, la stabilité du cadre fiscal constitue un atout de taille pour le Luxembourg, qu'il importe de conserver dans le futur.

La marge de manœuvre étant insignifiante sur le versant fiscal, le Luxembourg doit impérativement maîtriser les dépenses de ses administrations publiques. Une analyse des dépenses en niveau révèle que ces dernières sont bien plus élevées que dans les autres pays de la zone euro. Le graphique suivant montre que les dépenses par habitant des Administrations publiques luxembourgeoises atteignent près de 24 000 euros, contre 12 800 pour la zone euro et 11 800 pour l'Union européenne dans son ensemble. Les dépenses de protection sociale sont particulièrement élevées. Mais la disproportion entre les dépenses luxembourgeoises et celles de la zone euro affecte toutes les catégories de dépenses, sans la moindre exception. Ces données montrent à l'évidence que l'effort de consolidation doit en priorité porter sur le volet des dépenses.

Ce constat prévaut d'autant plus qu'en dépit de leur importance en niveau absolu, les dépenses courantes enregistrent au Luxembourg une progression bien plus élevée que dans les pays limitrophes ou dans la zone euro, comme l'indique le graphique ci-dessous. Le graphique ne révèle pas la moindre exception à cet égard. La progression moyenne des dépenses courantes sur la période 2001-2009 a atteint près de 8% l'an au Luxembourg, soit le double de la moyenne de la zone euro.

Le Luxembourg doit d'urgence endiguer cette augmentation insoutenablement forte des dépenses. Une norme de dépenses plus stricte et mieux définie s'impose. Il importe également de faire preuve de rigueur même en période de forte croissance des recettes, car la pérennité d'une croissance soutenue des recettes n'est nullement assurée.



Sources : Eurostat, Statec.

En conclusion, un important effort de consolidation s'impose. Un OMT suffisant, de l'ordre de 1,15% du PIB, doit être atteint dès 2015 et des réformes structurelles concernant notamment la sécurité sociale doivent être mises en œuvre afin de rétablir la soutenabilité à terme des finances publiques. L'effort doit porter sur le volet « dépenses courantes » et non sur une augmentation de la pression fiscale, qui serait hautement dommageable à notre économie.

Deux outils permettraient également de crédibiliser et de faciliter la sortie de crise, à savoir une nouvelle norme de dépenses et la mise en place d'un comité d'experts indépendants permettant d'assurer un meilleur suivi de la situation budgétaire.

2 ANALYSES

1	La position extérieure globale du Luxembourg	98
1.1	Introduction	98
1.2	La position nette par catégorie d'actifs : vue d'ensemble	99
1.3	La position d'investissements directs	101
1.3.1	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	101
1.3.2	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	102
1.4	La position d'investissements de portefeuille	104
1.4.1	La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers	105
1.4.2	La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois	110
1.5	Les autres investissements (dépôts et crédits)	111
1.6	Conclusion	112

Encadré 2.1:

	Répartition géographique des investissements de portefeuille du luxembourg	106
--	--	-----



1 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹

1.1 INTRODUCTION

La position extérieure globale reprend l'encours des avoirs et des engagements financiers extérieurs d'un pays. Elle se compose des créances et des engagements à l'égard des non-résidents, de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux. La position extérieure globale présente ainsi les mêmes caractéristiques que la valeur nette du patrimoine d'une économie à la différence près que la position ne prend pas en compte les avoirs non financiers détenus par les résidents de l'économie en question. La position extérieure nette est la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs.

Il existe une relation étroite entre le compte des opérations financières et la position extérieure globale. En effet, les transactions du compte des opérations financières permettent de relier la position de début de période à celle de fin de période. Les variations de la position qui ne sont pas explicables par les transactions sont imputables aux variations des taux de change et des prix d'évaluation des instruments financiers ainsi qu'aux reclassifications d'actifs. Les fluctuations, parfois importantes, de la position extérieure nette s'expliquent ainsi par l'effet conjugué des transactions et des variations induites.

La position extérieure globale du Luxembourg présente le profil classique d'une économie incluant un centre financier majeur dont l'activité principale consiste en l'intermédiation financière. De ce fait, les avoirs extérieurs et les passifs extérieurs atteignent des niveaux importants (notamment si on les compare au produit intérieur brut, PIB), mais se compensent en majeure partie. La position extérieure nette, dont le niveau est marginal par rapport aux totaux des actifs et passifs, reste néanmoins conséquente si elle est rapportée au PIB, et peut fluctuer massivement d'une période à une autre en raison des importants effets de valorisation susceptibles d'agir sur les avoirs et les engagements extérieurs.

Ainsi, après avoir atteint au 1^{er} trimestre son plus bas niveau depuis fin 2004, la position extérieure nette progresse tout au long de l'année 2009 pour retrouver le niveau de fin 2008. Sur la même période, les avoirs et les engagements financiers augmentent de quelque 11 % pour atteindre respectivement 4 473,5 milliards d'euros et 4 442 milliards d'euros.

Cet accroissement des avoirs est lié notamment à une nette progression des investissements directs luxembourgeois à l'étranger (+17%), le déficit global se réduisant de manière significative, de près de la moitié, à -14,8 milliards d'euros. Le redressement des cours boursiers, qui ont touché début 2009 leur plus bas niveau depuis 2003, contribue également largement à la forte progression des avoirs financiers (+22%).

Après l'introduction de nouvelles données issues de tableaux prudentiels trimestriels (secteur des Institutions Financières Monétaires), tant au niveau des créances que des engagements, les produits dérivés dégagent un excédent de 8,9 milliards d'euros, en très nette progression. Les autres investissements qui produisent traditionnellement un surplus présentent un solde en recul de 4,6 %; quant aux avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg, leur volume double quasiment. Cette hausse s'explique principalement par le fait que le Luxembourg s'est vu allouer, courant 2009, un total de DTS 229,7 millions, dont DTS 206,9 millions sous l'allocation générale et DTS 22,8 millions sous l'allocation spéciale, dite du quatrième amendement.

Si les données annuelles indiquent une relative stabilité du patrimoine net, les résultats des estimations trimestrielles mettent en évidence l'impact négatif considérable de la crise financière. L'amélioration constatée au courant de l'année 2009 est très progressive comparée à la très rapide dégradation enregistrée entre le 2^{ème} trimestre 2008 et le 1^{er} trimestre 2009. La position extérieure nette du Luxembourg, qui

¹ Note rédigée par Nathalie Lehmann et Germain Stammel, encadré rédigé par Tom Bergh

représentait encore 35,7 milliards d'euros fin 2007 (95 % du PIB), s'est érodée à 31,1 milliards d'euros fin 2008 (75 % du PIB). Tout en se maintenant au même niveau, soit à 31,5 milliards d'euros fin 2009, elle parvient à progresser en part relative du PIB pour atteindre 83 % (compte tenu du fait qu'en raison de la récession, le PIB luxembourgeois a régressé de quelque 3,7 % au cours de l'exercice 2009).

La présente note analyse tout d'abord les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, dans un environnement financier convalescent, en montrant l'ampleur des facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui sont à la base de ces développements. L'analyse présente ensuite la structure de la position extérieure, selon ses trois principales composantes, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements. La situation particulière des organismes de placement collectifs y sera mise en évidence.

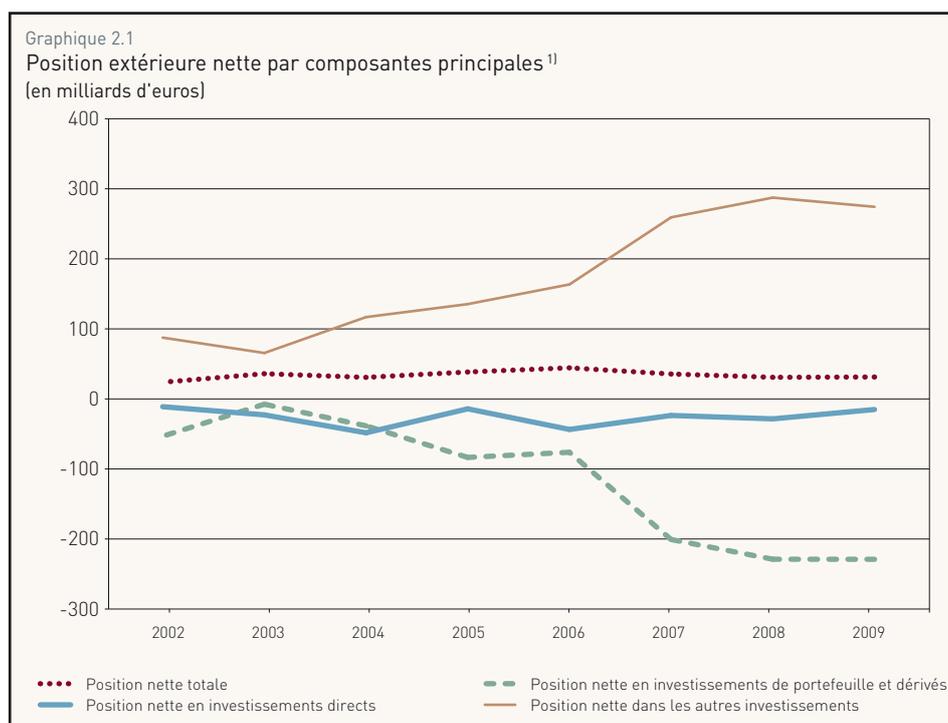
1.2 LA POSITION NETTE PAR CATÉGORIE D'ACTIFS : VUE D'ENSEMBLE

Dans les différentes composantes de la position extérieure, l'amélioration du solde des investissements directs associée à la progression des produits dérivés permet de globalement compenser la détérioration des investissements de portefeuille et le repli des autres investissements.

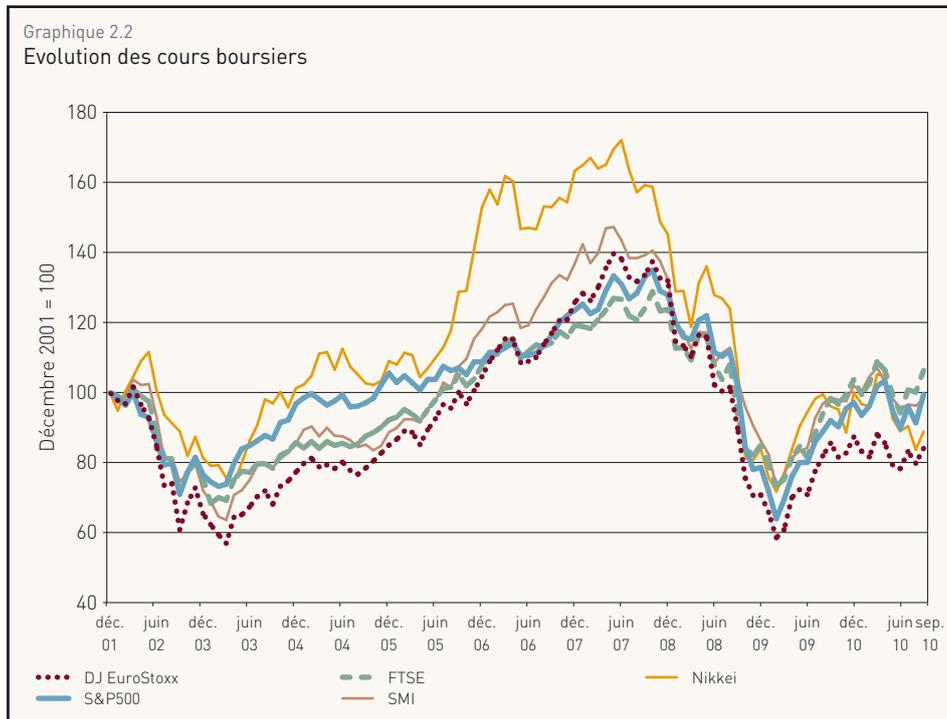
Le traditionnel déficit de la position nette en investissements directs se réduit considérablement (+13,3 milliards) pour atteindre -14,8 milliards d'euros fin 2009. Le solde positif des flux (+19,8 milliards), affecté dans une moindre mesure par un effet de valorisation négatif (-6,4 milliards), explique cette nette amélioration.

Du côté des produits dérivés, bien que fortement contractés par des variations de marché négatives, l'augmentation significative du volume des créances (+7,9 milliards d'euros) permet de dégager un excédent de 8,9 milliards d'euros.

Les investissements de portefeuille affichent une position nette débitrice de 237,4 milliards d'euros fin 2009, en recul de 9,7 milliards par rapport à fin 2008. La position nette perd un quart de sa valeur uniquement du fait des effets de valorisation qui pèsent pour 60 milliards d'euros, compensés partiellement par un effet flux positif de 50 milliards. La reprise des investissements s'est avérée malgré tout dynamique; le volume des avoirs et des engagements progresse effectivement de respectivement 22 % et 20 %, en raison des ventes nettes de parts d'OPC luxembourgeois (en forte croissance par rapport à 2008), des investissements consécutifs aux fonds collectés par les OPC dans les portefeuilles de titres, ainsi que des effets de valorisation positifs consécutifs à la reprise des marchés.



Graphique 2.2
Evolution des cours boursiers



Sources : Bloomberg, calculs BCL

Les autres investissements (dépôts et crédits classiques) enregistrent une position nette créditrice de 274,4 milliards d'euros fin 2009, en baisse de 13,1 milliards sur un an. Les avoirs nets des institutions financières monétaires (à l'exclusion de la BCL) sont en repli de 50 milliards tandis que les autres secteurs sont en progression de 26 milliards.

Tableau 2.1 :

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2008 et fin 2009 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2008 ¹⁾	Flux de balance de paiement ²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ²⁾	Stocks à fin 2009 ¹⁾
Position extérieure nette	31,1	2,3	-1,8	31,5
Avoirs extérieurs bruts	4 041,6	227,2	204,7	4 473,5
Engagements extérieurs bruts	-4 010,5	-224,9	-206,6	-4 442,0
Investissements directs	-28,2	19,8	-6,4	-14,8
Luxembourgeois à l'étranger	1 079,0	160,0	25,0	1 264,0
Etrangers au Luxembourg	-1 107,1	-140	-31,4	-1 278,8
Investissements de portefeuille	-227,7	50,0	-59,8	-237,4
Titres étrangers	1 533,6	167,3	168,8	1 869,7
Titres luxembourgeois	-1 761,3	-117,3	-228,5	-2 107,1
Produits dérivés	-0,8	8,6	1,1	8,9
Créances	56,7	7,9	-21,8	42,8
Engagements	-57,4	0,6	22,9	-33,9
Autres investissements	287,5	-76,2	63,0	274,4
Créances	1 372,1	-108,2	32,5	1 296,5
Engagements	-1 084,6	32,0	30,5	-1 022,1
Avoirs de réserve	0,287	0,064	0,212	0,563

Sources : BCL/Statec, calculs BCL

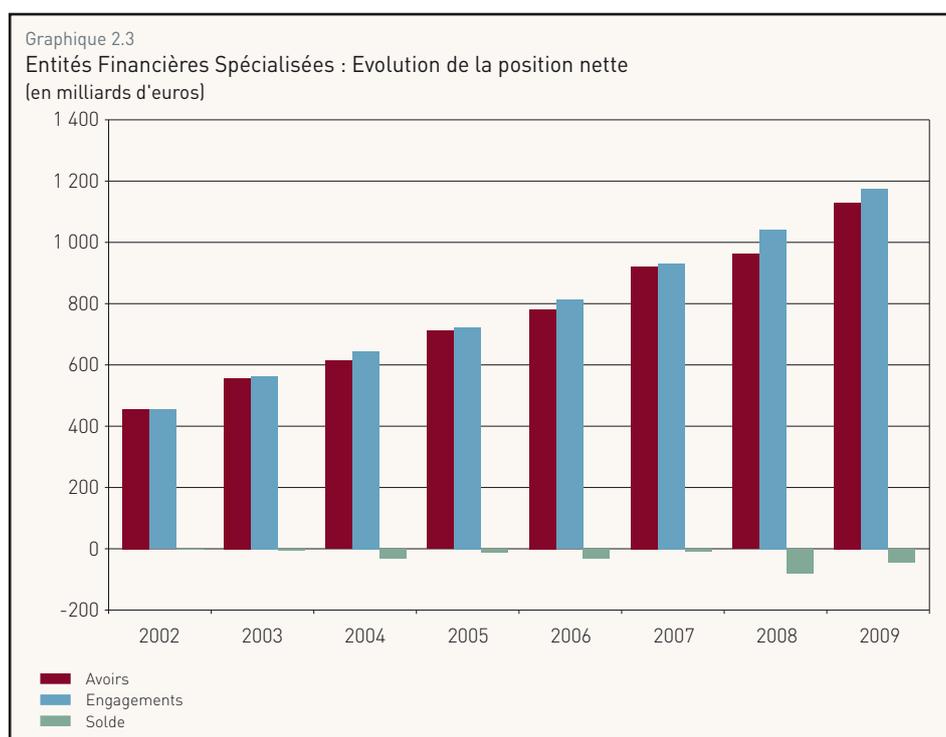
1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance ;

2) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

1.3 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DIRECTS

La position nette en investissements directs, traditionnellement débitrice, termine l'année 2009 à -14,8 milliards d'euros. Ce déficit s'est considérablement réduit par rapport au déficit de l'année précédente qui avait atteint -28,2 milliards d'euros. Au niveau des sous-rubriques, on constate un retournement complet de situation. La très nette dégradation de l'encours en capitaux propres, passé d'une position créditrice à fin 2008 (+12,8 milliards d'euros) à une position très nettement débitrice (-65,5 milliards d'euros) à fin 2009, est partiellement compensée par la remarquable progression de la position sur prêts intra-groupes (-41 milliards à fin 2008 contre +50 milliards à fin 2009).

En détaillant les volumes par secteur résident, il convient de souligner le poids prépondérant que représente l'activité d'une catégorie spécifique, celle des Entités Financières Spécialisées (EFS en sigle, traduit en anglais par Special Purpose Entities). Ces entités regroupent diverses catégories de sociétés financières non-bancaires telles que les sociétés de participation financière et les auxiliaires. Le dynamisme de ce secteur et la nature même de cette activité, basée essentiellement sur le financement intra-groupe et l'intermédiation, sont à l'origine d'un gonflement des flux. Par contre, le solde généré par ce secteur est négligeable par rapport aux montants engagés (de l'ordre de 2% en 2009). D'autres pays, sièges de centres financiers importants, présentent cette particularité.



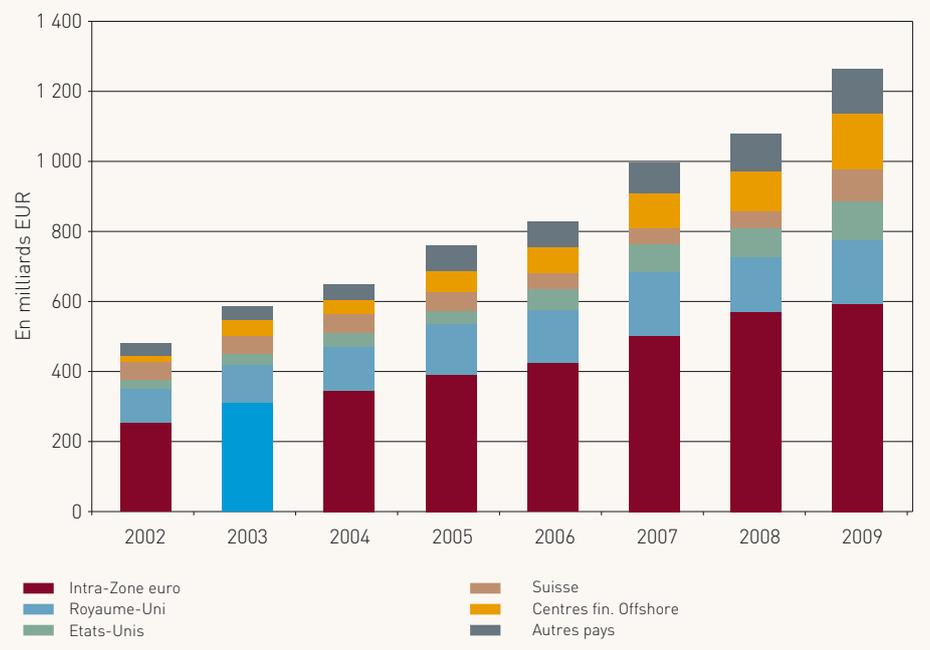
1.3.1 L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'établit à 1 264 milliards d'euros fin 2009, enregistrant une forte augmentation par rapport à l'année précédente (+17%). Les flux des nouveaux investissements réalisés en 2009 (160 milliards) sont encore renforcés par un effet positif de valorisation s'élevant à 25 milliards d'euros.

Parmi les composantes du stock d'investissements directs à l'étranger, les capitaux propres qui se chiffrent à 1 015 milliards d'euros fin 2009 devançant toujours largement les autres opérations pour atteindre 80% de l'encours total, proportionnellement en léger recul par rapport à 2008 (82%).

Les encours relatifs aux EFS représentent 1 131 milliards d'euros fin 2009, soit 90% du stock total, en progression de 18% par rapport à l'année précédente (962 milliards). Le secteur bancaire et les autres secteurs viennent compléter l'encours total à hauteur de respectivement 11 et 122 milliards d'euros.

Graphique 2.4
Ventilation géographique de l'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger



Sources : BCL/Statec

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois confirme le recul continu, par rapport au total, des encours d'investissements vers la zone euro pour s'établir à 47% fin 2009, le plus bas niveau jamais atteint depuis 2002. Cette contraction relative profite évidemment aux pays «extra-zone euro»; la progression étant la plus forte pour la Suisse (de 4% fin 2008 à 7% fin 2009) et les Centres financiers offshore (de 11 à 13%). La part des encours investis au Royaume-Uni, également en baisse constante depuis 2002, se stabilise à 14%, tandis que les Etats-Unis, en progression régulière depuis 2002, gagnent un point à 9%. En valeur absolue, les pays de la zone euro, principale destination des investissements directs luxembourgeois progressent encore (pour un total

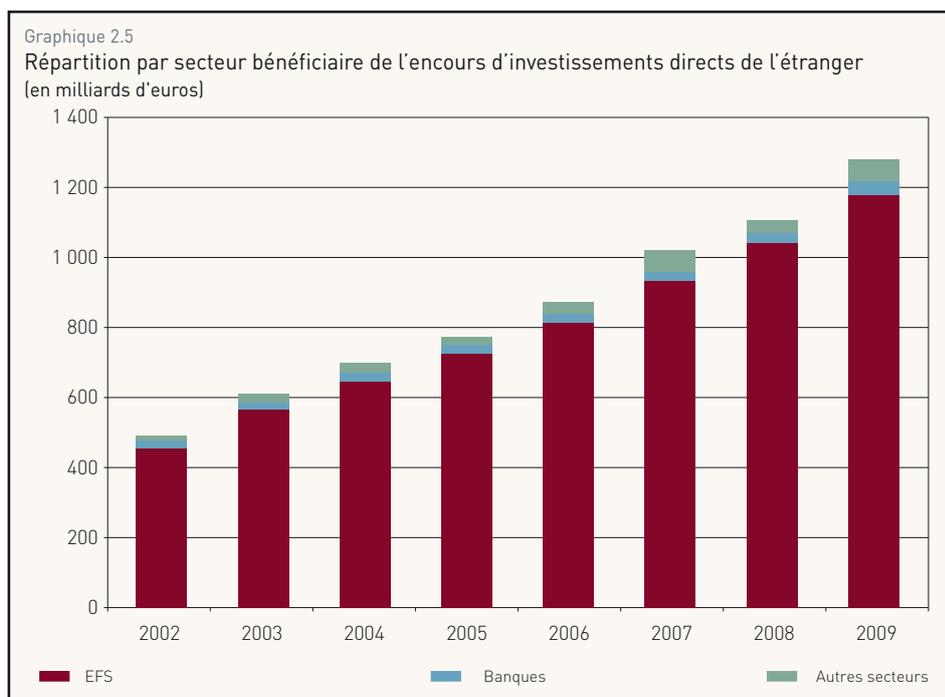
de 593 milliards d'euros), suivis par le Royaume-Uni (182 milliards) et les Centres financiers offshore (160 milliards); le poids de ces derniers étant une conséquence directe de l'activité des EFS, soit l'optimisation fiscale, et de la structure même des groupes auxquels elles appartiennent. En excluant les EFS, les volumes se compriment de manière significative pour atteindre 133,3 milliards d'euros, dont 80 milliards destinés à la zone euro. Hors zone euro, les Etats-Unis occupent la première place avec 8,5 milliards d'euros, devant le Brésil (4,28 milliards) et le Royaume-Uni (4,276 milliards).

1.3.2 L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg

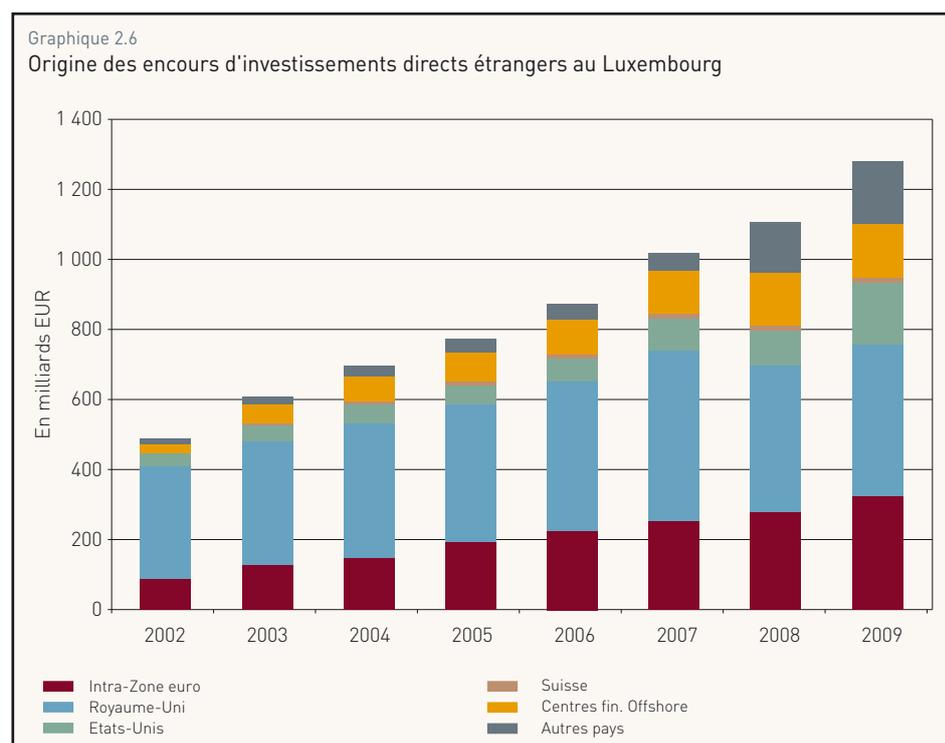
L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'établit à 1 279 milliards d'euros fin 2009 contre 1 107 milliards l'année précédente. Cette hausse de 15,5% est le résultat conjoint des nouveaux flux entrants (140 milliards) recensés en 2009 ainsi que d'une évolution favorable des marchés boursiers (réévaluation positive de 31,4 milliards). Tout comme pour les encours du Luxembourg à l'étranger, les investissements au Luxembourg se concentrent sur le secteur des EFS pour un volume atteignant 1 176 milliards d'euros fin 2009. Le montant résiduel se répartit entre le secteur bancaire pour 39,9 milliards et les autres secteurs pour 63 milliards.

Fin 2009, la répartition zone euro/ hors zone euro reste inchangée par rapport à fin 2008: 25% des encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg proviennent d'entreprises établies dans la zone euro et 75% de non-résidents de la zone euro. Si le Royaume-Uni demeure le principal investisseur avec 433 milliards d'euros d'encours, sa part recule de 4 points pour représenter 34% du total. Les investissements en provenance des Etats-Unis progressent fortement pour passer de 9 à 14% du total des encours. Ainsi, les Etats-Unis prennent la 2^{ème} place des investisseurs hors zone euro devant les Centres financiers offshore (2^{ème} en 2008), ces derniers reculant de 2 points pour représenter 12% des encours à fin 2009. La Suisse, avec 1% des encours, part stable par rapport à l'année précédente, reste une source sporadique. Comme pour les avoirs, le volume des engagements atteint un tout autre niveau en excluant les EFS. Sur les 103 milliards investis au Luxembourg, 37 milliards proviennent d'entreprises

de la zone euro, soit 36 % des encours, niveau en légère progression par rapport à fin 2008. En dehors de la zone euro, le Royaume-Uni reste le premier pays investisseur malgré un recul sensible (sa part passe de 13 % fin 2008 à 11 % fin 2009, soit 11,7 milliards), suivi par les Etats-Unis (8,8 % soit 9,1 milliards) et, de manière marginale, la Suisse (1,5 %).



Sources : BCL/STATEC



Sources : BCL/Statec

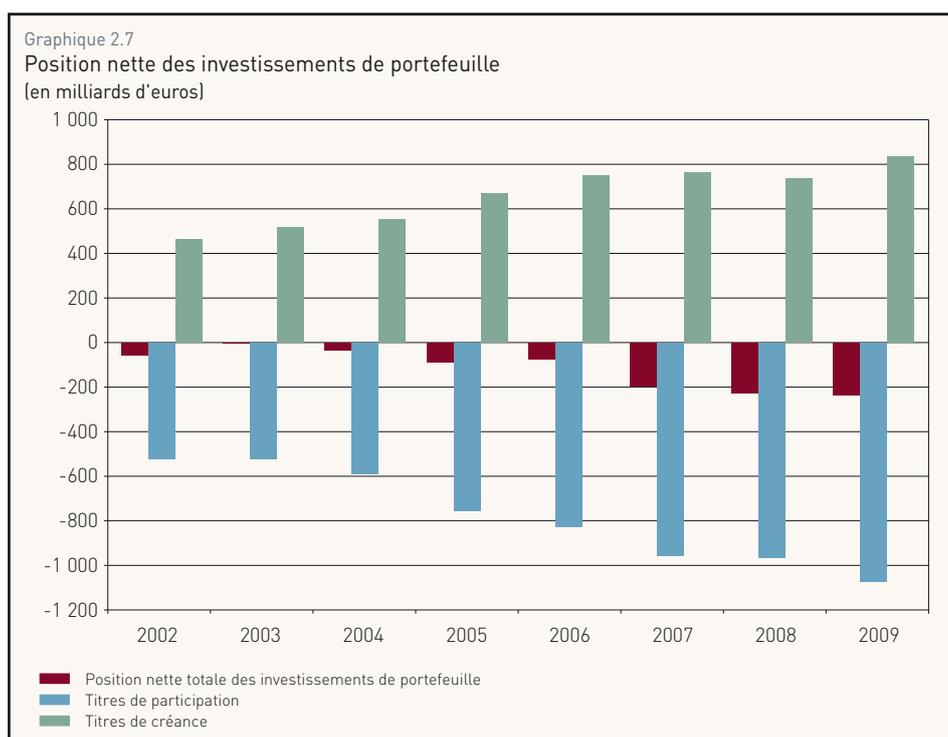
1.4 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

La position nette dans les valeurs mobilières, négative depuis 2002, se dégrade encore en 2009 pour atteindre un déficit de 237 milliards d'euros, contre 228 milliards fin 2008 et 193 milliards fin 2007, le mouvement s'étant accéléré ces trois dernières années. En 2009, les effets négatifs de valorisation et de révision (-59,8 milliards d'euros) surpassent le solde positif des flux de balance des paiements (+50 milliards).

Après une année 2008 de forte incertitude liée à la crise financière, les investissements de portefeuille amorcent une reprise en 2009. Les investisseurs résidents augmentent leur position en titres étrangers de 167,3 milliards d'euros tandis que les titres luxembourgeois attirent les capitaux étrangers, en hausse de 117,3 milliards. Les effets de valorisation marquent davantage les titres luxembourgeois qu'étrangers (respectivement +228,5 et +168,8 milliards d'euros) et effacent la prédominance des nouveaux avoirs sur les nouveaux engagements.

Ce phénomène particulier est inhérent au secteur des OPC. En effet, les fonds collectés via l'émission de parts d'OPC (et dont la quasi-totalité est détenue par des non-résidents luxembourgeois) sont investis à environ 80% dans des titres de participation et de créance, le reste étant notamment placé à l'étranger sous forme de dépôts bancaires, d'actifs non financiers ou de produits dérivés. Ainsi, dans les périodes de fortes souscriptions, le solde net des investissements de portefeuille se détériore de manière mécanique. Cet effet est encore plus important sur la position nette en titres de participation.

Concernant les revalorisations, l'effet change produit un impact très modéré, à savoir +0,10% sur les avoirs et -0,6% sur les engagements. Entre fin décembre 2008 et fin décembre 2009, les cours des principales devises dans lesquelles sont libellés les avoirs et les engagements financiers du Luxembourg varient relativement peu : l'euro s'apprécie de 3,5% par rapport au USD, 5,6% par rapport au JPY ; il se déprécie par contre face au GBP de 6,8% et d'à peine 0,1% face au CHF. L'essentiel des revalorisations provient donc des variations dues aux cours de bourse.



Source : BCL

La position nette se détériore de quelque 60 milliards d'euros (hors flux) dans un contexte de hausse des marchés financiers. Ceci est le résultat d'un écart entre revalorisation des avoirs (+10%) et revalorisation des engagements (+13%). La progression plus rapide de ces derniers creuse l'écart avec la position en actifs et ce, malgré un dynamisme des transactions plus marqué du côté des avoirs (flux d'investissements sortants supérieurs aux flux entrants).

1.4.1 La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers

Le portefeuille de titres étrangers détenus par des résidents atteint 1 870 milliards d'euros fin 2009 contre 1 534 milliards à la fin de 2008. Cette progression de l'ordre de 22 % est le résultat à part égale des achats nets (167 milliards) et des effets de valorisation positifs (169 milliards). Le redressement des marchés boursiers impacte l'allocation du portefeuille des investisseurs résidents avec des stocks de titres de participations en progression de +38 % (les achats nets ne représentent qu'1/3 de cette augmentation, les 2/3 provenant des effets prix). La part d'actions s'élève à 39 %, récupérant presque 5 points par rapport à la situation en fin d'année précédente, signe que l'aversion au risque des investisseurs a reculé. Le portefeuille est complété avec 47 % d'obligations long terme et 14 % d'instruments du marché monétaire.

Tableau 2.2 :

Evolution des investissements de portefeuille : Titres étrangers détenus par des résidents luxembourgeois (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2008 ¹⁾	Transactions (en euros) ²⁾	Effet prix (en euros) ²⁾	Effet change (en euros) ²⁾	Effets exprimés en % par rapport aux stocks de début de période			Stocks à fin 2009 ¹⁾
					Transactions	Prix	Change	
Total Encours	1 533,6	167,3	167,2	1,6	10,91%	10,90%	0,10%	1 869,7
Titres de participation étrangers	530,0	61,2	132,8	5,3	11,54%	25,05%	0,99%	729,2
Titres de créance étrangers	1 003,6	106,1	34,4	-3,7	10,58%	3,43%	-0,37%	1 140,5
long terme	775,7	44,9	57,4	-0,6	5,79%	7,40%	-0,08%	877,4
court terme	227,9	61	-23,0	-3,0	26,86%	-10,09%	-1,33%	263,1

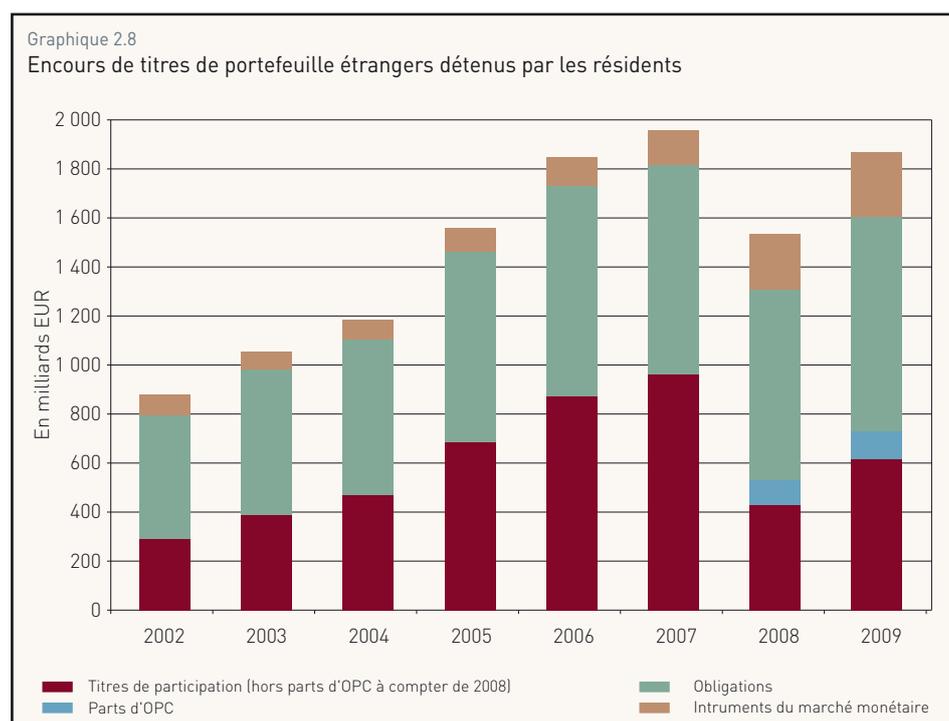
Source : BCL/Statec, calculs BCL

1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance ;

2) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) atteint 1 140 milliards d'euros fin 2009, en augmentation de 14 % (106 milliards d'euros) par rapport au niveau de 2008 ; cette croissance s'explique principalement par de nouveaux achats, les effets prix et change étant moindres. L'encours d'obligations étrangères atteint 877 milliards d'euros, en hausse de 13 %, progressant moins vite que l'encours d'instruments du marché monétaire s'élevant à 263 milliards, en hausse de 15 % (malgré un effet de valorisation négatif). Ces derniers enregistrent malgré tout 61 milliards de nouveaux achats.

La tête du classement des destinations des investissements luxembourgeois demeure inchangée par rapport à l'année précédente. On retrouve en première position la zone euro avec 47 % du portefeuille global (principalement Allemagne, France et Italie), en recul de 2 points par rapport à



Source : BCL

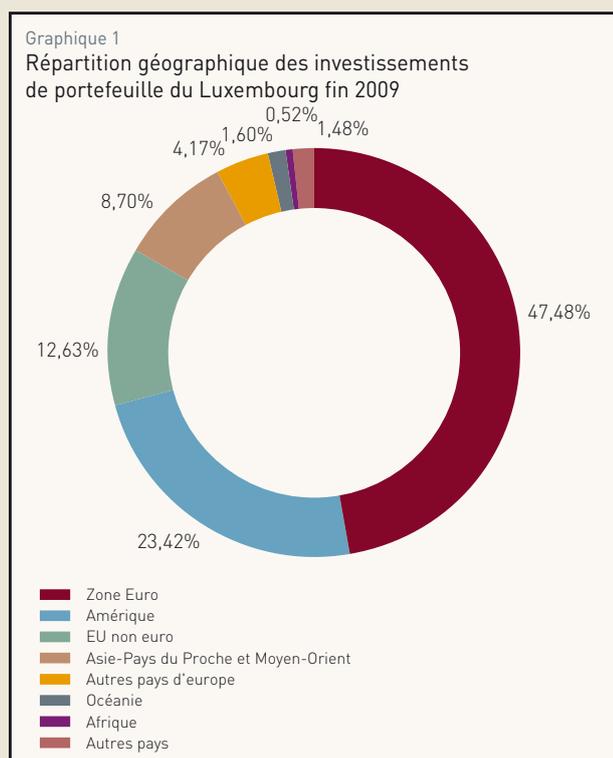
l'année précédente, puis les Etats-Unis (16 % pour un total de 301 milliards d'euros) et le Royaume-Uni (8 %, soit 155 milliards d'euros). Les pays émergents se distinguent par une forte croissance ; la zone BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) affichant une progression de 138 %².

2 L'encadré «Ventilation géographique des avoirs de portefeuille» fournit de plus amples détails.

Encadré 2.1 :

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG

LES AVOIRS



Source : BCL

Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger est estimé à 1 870 milliards d'euros à fin 2009 (1 533 milliards d'euros en 2008), dont 39 % sont des titres de participation (35 % en 2008) et 61 % sont des titres de créance (65 % en 2008)¹.

Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays², une forte concentration d'actifs est observée dans les pays industrialisés, notamment dans la zone euro. En effet, près de la moitié (47 %) des titres qui constituent le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par les pays de la zone euro. Parmi ces titres, 27 % sont des titres de participation (24 % en 2008) et 73 % sont des titres de créance (76 % en 2008).

Au sein de la zone euro, l'Allemagne, la France et l'Italie constituent les principaux pays d'investissement pour le Luxembourg. Ainsi les titres d'émetteurs allemands détenus par le Luxembourg s'élèvent à 250 milliards d'euros et représentent 28 % des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

À l'instar des années précédentes, les deux principales destinations des investissements luxembourgeois en 2009, en dehors de la zone euro, sont les États-Unis et le Royaume-

Uni. En tenant compte de la variation du taux de change du dollar américain par rapport à l'euro ainsi que des évolutions des marchés, la part détenue en titres américains s'est appréciée de près de 17 %. Elle est estimée à 301 milliards d'euros, dont 39 % sont des actions et 61 % des obligations. A noter que les obligations américaines sont devenues majoritaires dans le portefeuille luxembourgeois pour la première fois depuis 2003 (et depuis 2004 en ce qui concerne des titres émis par le Royaume-Uni).

1 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu) : Tableau 9.3 «Position extérieure globale du Luxembourg : Investissements de portefeuille par type d'instruments»

2 Voir tableau 9.6 sur le site Internet de la BCL «Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois»

Tableau 1 :

Investissements de portefeuille du luxembourg dans la zone euro (en millions d'euros)

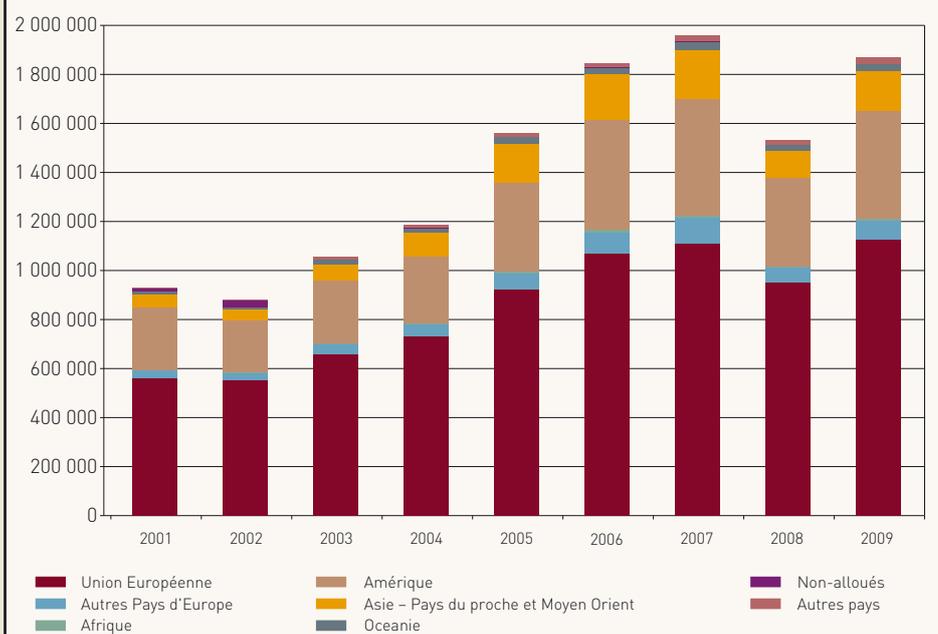
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AT	12 899	14 105	14 920	17 340	22 017	24 988	25 660	21 941	18 706
BE	32 227	31 497	30 636	34 578	41 819	44 547	46 281	34 111	41 176
CY	167	147	248	383	627	1 022	1 783	1 485	1 548
FI	10 170	7 897	8 464	12 523	11 895	13 250	14 841	10 889	14 384
FR	67 159	66 025	94 357	102 521	136 676	167 596	170 571	158 599	197 836
DE	170 317	163 309	168 468	169 161	218 898	231 054	250 694	230 964	250 235
GR	4 706	5 817	7 918	13 704	13 936	16 616	16 059	13 672	13 582
IE	13 572	13 889	19 645	24 346	32 453	47 043	54 780	50 957	50 980
IT	53 329	64 046	85 032	95 662	105 881	124 140	128 604	96 900	120 656
MT	7	8	10	7	4	93	124	75	215
NL	61 471	59 997	64 638	64 202	80 708	88 618	90 651	79 055	97 987
PT	3 429	3 747	5 386	7 064	8 177	8 870	10 221	8 802	11 806
SK	301	203	428	875	650	782	396	283	343
SI	210	219	300	253	413	571	449	263	537
ES	26 964	22 399	26 592	43 937	63 307	74 346	80 194	57 677	67 640
TOTAL Zone euro	456 928	453 306	527 041	586 557	737 460	843 537	891 308	765 675	887 630
TOTAL INVESTISSEMENT	931 140	880 510	1 055 585	1 186 634	1 560 499	1 846 950	1 958 160	1 533 574	1 869 673

Source : FMI, BCL

La reprise des marchés en 2009 suite au ralentissement économique et la crise financière touchent également les pays émergents à forte croissance économique. Ainsi, les investissements du Luxembourg dans le BRIC³, estimés à 100 milliards d'euros en 2009, affichent une hausse significative par rapport à l'année précédente. En effet, la valeur des titres détenus et émis par ces pays a accusé une augmentation de près de 138 %. La plus forte hausse concerne l'Inde dont la valeur des titres émis et détenus au Luxembourg est majorée de 179 %.

Dans l'ensemble, le Luxembourg investit majoritairement en actions dans la plupart des pays de l'Union Européenne (43%) notamment en Allemagne (12%), en France (8%) et au Royaume-Uni (8%). En deuxième position s'affichent les marchés d'Asie et du Proche Moyen-Orient (18%) suivis des marchés de l'Amérique du Nord avec 16%.

Concernant l'évolution des investissements par zone géographique (cf. graphique 2), on peut noter que les investissements relatifs aux «Autres pays» connaissent

Graphique 2
Evolution des investissements par zone géographique

3 BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine

une progression constante de 0,5 % en 2001 à 1,48 % en 2009. Au niveau des économies individuelles, les investissements du Luxembourg en Chine en particulier avaient connu une forte progression ces dernières années. Cependant, en 2008, à l'instar des autres places financières internationales, la bourse chinoise était aussi plombée par des inquiétudes sur un ralentissement de la croissance économique et en un an, l'indice SHCOMP (Shanghai Stock Exchange Composite Index) avait perdu plus de 65 % de sa valeur de fin 2007, ce qui explique la forte diminution du niveau de ces investissements (-52 %). Fin 2009 toutefois, les niveaux de 2007 ont pu être retrouvés, voire même légèrement dépassés d'environ 2 %.

La même situation peut être observée dans d'autres pays émergents.

Le Japon reste le premier pays d'investissement du Luxembourg en Asie, loin devant la Chine et l'Inde. La valeur des titres japonais détenus par le Luxembourg est estimée à 44,9 milliards d'euros, soit une augmentation de 5 % par rapport à 2008. Le Japon est d'ailleurs classé deuxième, derrière les États-Unis et devant les îles Caïmans, selon le classement des principaux pays d'investissements du Luxembourg hors Union européenne.

Selon les résultats de l'enquête CPIS⁴ se référant à l'année 2008, le stock mondial d'investissement de portefeuille en actions et titres de créance est estimé à 22 072 milliards d'euros à fin 2008, soit une diminution de 17 % par rapport à fin 2007. Ce stock est composé à 32 % de titres de participation, et à 68 % de titres de créance dont 87 % sont des dettes à long terme.

Tableau 2 :

Classement des principaux détenteurs de titres internationaux d'investissements de portefeuille (en milliards d'euro)

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
1	US	2 614	US	2 142	US	2 482	US	2 764	US	3 892	US	4 535	US	4 885	US	3 067
2	GB	1 480	JP	1 330	JP	1 363	GB	1 549	GB	2 012	GB	2 330	GB	2 332	FR	1 835
3	JP	1 463	GB	1 297	GB	1 322	JP	1 475	JP	1 793	LU	1 846	FR	2 036	GB	1 743
4	LU	931	FR	889	FR	1 084	FR	1 283	FR	1 574	FR	1 844	LU	1 958	JP	1 708
5	DE	898	LU	881	LU	1 056	LU	1 187	LU	1 560	JP	1 779	DE	1 791	DE	1 544
6	FR	806	DE	856	DE	954	DE	1 113	DE	1 314	DE	1 471	JP	1 714	LU	1 533
7	IT	626	IT	568	IE	661	IE	787	IE	1 002	IE	1 210	IE	1 338	IE	1 169
8	CH	555	IE	547	IT	626	NL	731	NL	933	NL	959	NL	1 005	NL	820
9	NL	551	NL	544	NL	624	IT	671	IT	832	IT	866	IT	844	IT	687
10	IE	491	CH	497	CH	518	CH	557	CH	616	CH	669	CH	719	CH	634
11	BE	318	BE	304	ES	336	ES	380	ES	493	BE	514	BE	563	BE	522
12	CA	296	ES	257	BE	328	BE	373	BE	467	ES	506	HK	529	ES	423
13	HK	233	HK	233	HK	265	HK	294	CA	398	CA	468	CA	526	HK	400
14	ES	196	CA	228	CA	256	CA	280	HK	370	HK	450	ES	508	NO	377
15	BM	184	BM	179	BM	201	BM	227	BM	332	BM	341	BM	390	CA	344
AUTRES PAYS		3 152		2 584		2 377		2 504		3 668		3 650		5 460		5 267
TOTAL		14 423		13 460		15 080		17 081		21 916		24 595		26 597		22 072

Source : FMI, BCL

Le Luxembourg s'était classé sixième en termes de volume de titres étrangers détenus, derrière les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, le Japon, l'Allemagne mais devant l'Irlande et les Pays-Bas. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 1 533 milliards d'euros, soit 7 % du stock mondial, estimé à 22 072 milliards d'euros (Tableau 2).

En 2008, les pays membres de la zone euro détiennent 41 % du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux.

4 Coordinated Portfolio Investment Survey : l'Enquête Coordonnée de l'Investissement de Portefeuille, organisée annuellement par le Fonds Monétaire International. Les dernières données disponibles de cette enquête se réfèrent à l'année 2008

LES ENGAGEMENTS

D'un point de vue méthodologique, il est difficile de connaître les détenteurs étrangers de titres nationaux. Ainsi, l'un des objectifs de l'enquête CPIS est d'établir des statistiques « miroir » permettant à chaque pays contributeur de connaître les détenteurs non-résidents des titres qu'il a émis. Mais la comparaison des engagements établis dans les données nationales et des statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité⁵ des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2008 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger ont été sous-évalués de 39 % par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg, estimés à 1 761 milliards d'euros.

Selon les résultats de l'enquête CPIS 2008, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a été évalué à 1 071 milliards d'euros, soit une baisse de 26 % par rapport à 2007. Plus de 68 % des titres luxembourgeois sont détenus par les pays membres de la zone euro, parmi lesquels l'Allemagne occupe la première place avec 280 milliards d'euros, suivie de l'Italie (155 milliards d'euros) et de la Belgique (94 milliards d'euros). En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détiennent respectivement 82 et 52 milliards d'euros de titres luxembourgeois (Tableau 3).

A la fin de 2008, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents était composé de 75 % de titres de participation (805 milliards d'euros), principalement de parts d'OPC et 25 % d'obligations (266 milliards d'euros). Suivant les données du FMI, le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait diminué de 384 milliards d'euros en un an. Cette diminution était due en majeure partie aux évolutions boursières suite à la crise financière ainsi qu'aux effets de valorisation.

Tableau 3 :
Principaux détenteurs de titres émis par le Luxembourg (en milliards d'euros)

	Classement 2008	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	Part 2008 en %
1	DE	117	118	136	165	209	273	323	280	26,17%
2	IT	120	140	150	158	195	247	254	155	14,51%
3	BE	35	37	40	50	74	94	118	94	8,81%
4	FR	65	59	61	64	88	103	116	84	7,86%
5	CH	83	78	84	88	97	99	105	82	7,62%
6	JP	52	53	43	53	64	68	67	52	4,85%
7	UK	15	14	19	28	39	46	65	50	4,64%
8	US	25	25	31	40	53	67	59	43	4,03%
9	NL	9	8	11	18	27	46	55	40	3,76%
10	SE	8	12	16	27	39	49	45	29	2,67%
	[*]	4	2	2	3	6	3	7	4	
	Autres pays	62	74	89	123	160	213	242	158	
	TOTAL	596	619	680	815	1 050	1 307	1 455	1 071	

[*] Réserves de change et Organisations internationales

5 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête.

1.4.2 La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois

L'encours de titres de portefeuille émis par le Luxembourg et détenus par les non-résidents est estimé à 2 107 milliards d'euros fin 2009, en progression de 346 milliards par rapport au niveau de fin 2008. Cette croissance se décompose en un apport de nouveaux capitaux à hauteur de 117 milliards et un effet de valorisation positif à hauteur de 228 milliards. Fin 2009, les engagements de portefeuille du Luxembourg sont principalement constitués de titres de participation (85 %). La composition du portefeuille reste similaire à celle de fin 2008 et se complète par 14 % d'obligations et 1 % d'instruments du marché monétaire.

Tableau 2.3:

Evolution des investissements de portefeuille: Titres d'émetteurs luxembourgeois détenus par des non-résidents (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2008 ¹⁾	Transactions (en euros) ²⁾	Effet prix (en euros) ²⁾	Effet change (en euros) ²⁾	Effets exprimés en % par rapport aux stocks de début de période			Stocks à fin 2009 ¹⁾
					Transactions	Prix	Change	
Total Encours	-1761,3	-117,3	-238,9	10,3	6,66%	13,56%	-0,59%	-2 107,1
Titres de participation luxembourgeois	-1495,1	-97,7	-214,4	7,6	6,53%	14,34%	-0,51%	-1 799,5
Titres de créance luxembourgeois	-266,2	-19,6	-24,5	2,7	7,38%	9,22%	-1,03%	-307,6
long terme	-252,3	-14,3	-26,7	2,6	5,67%	10,60%	-1,05%	-290,7
court terme	-13,9	-5	2,2	0,1	38,23%	-15,73%	-0,68%	-17,0

Source: BCL/Statec, calculs BCL

1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance;

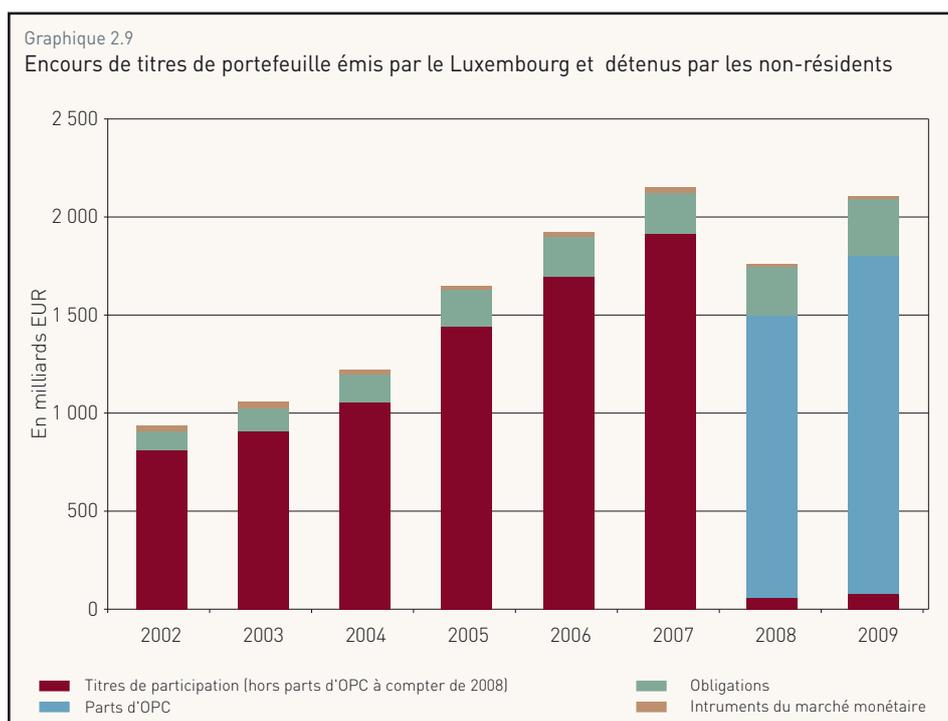
2) Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une augmentation des engagements et à une diminution des avoirs, un signe positif traduit une hausse des créances et une diminution des engagements.

En tête des investissements des non-résidents, les parts d'OPC émises par le Luxembourg occupent une place prépondérante puisqu'elles représentent 82% du total des engagements, soit 95% des titres de participation. En valeur, ce portefeuille progresse de 20%, soutenu notamment par un effet de valorisation positif (+14%) et des ventes nettes de parts d'OPC.

Le portefeuille des non-résidents en titres de créance s'élève à 307,6 milliards fin 2009, en hausse de 41 milliards par rapport à la fin de 2008 dont plus de la moitié est issue d'un effet flux positif.

A noter qu'une majorité des obligations est émise par des établissements de crédit, des sociétés de titrisation et d'autres sociétés financières dont l'objet principal est la levée de fonds sur les marchés afin de financer les activités de groupes internationaux.

En 2009, le Luxembourg en tant qu'État apparaît comme émetteur sur les marchés financiers avec une première émission lancée en décembre 2008, d'un montant nominal de 2 milliards d'euros et dont 48% sont détenus par des non-résidents.



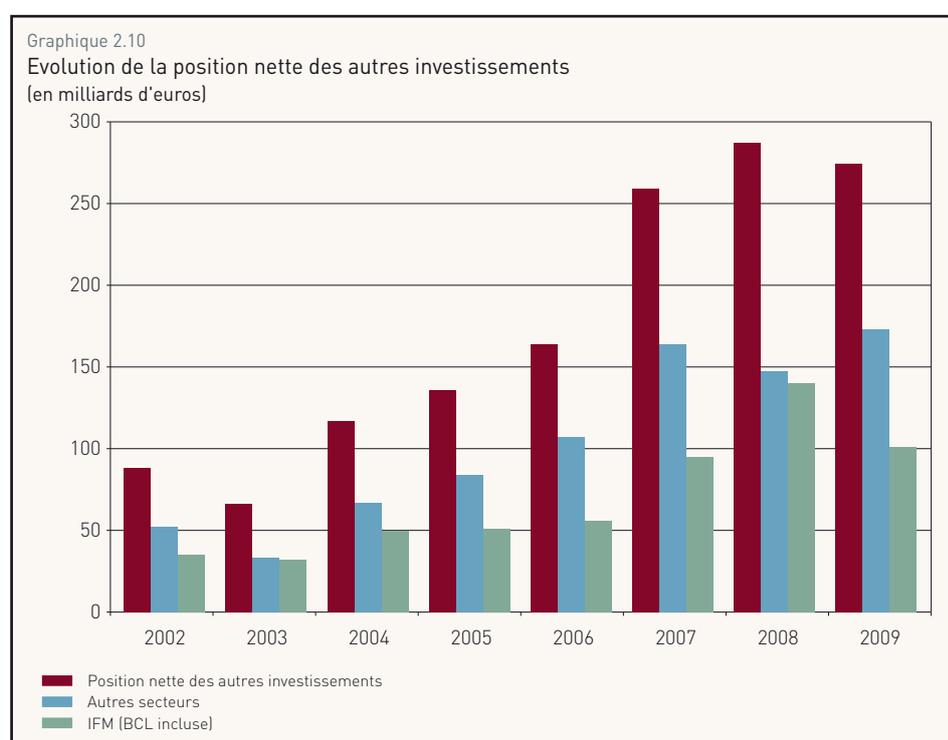
Source: BCL

1.5 LES AUTRES INVESTISSEMENTS (DÉPÔTS ET CRÉDITS)

La position nette des autres investissements est excédentaire de 274 milliards d'euros fin 2009, en baisse de 13 milliards par rapport à la fin de l'année précédente, soit un recul de 5%. Les rapatriements nets de capitaux se sont accélérés par rapport à 2008 (10 milliards d'euros) pour atteindre un volume de 76 milliards. Dans un contexte de reprise des marchés boursiers, les investisseurs semblent se tourner davantage vers des placements en valeurs mobilières (flux nets de +50 milliards d'euros).

La position créditrice des institutions financières monétaires et de la BCL³ chute de 28% en passant de 140 milliards fin 2008 à 101 milliards fin 2009; le solde net des IFM seules est en recul de 50%. Les volumes se contractent simultanément au niveau des créances (-16%), de 615 milliards d'euros fin 2008 à 514 milliards fin 2009, ainsi qu'au niveau des engagements (-13%), de 474 milliards d'euros fin 2008 à 413 milliards fin 2009.

La position nette créditrice des autres secteurs progresse de 26 milliards (+18%) en 2009 pour atteindre 173 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette tendance s'explique notamment par le dynamisme des entités financières non-bancaires qui, en plus de leur activité d'émissions obligataires, assurent le financement des autres entités du groupe auquel elles appartiennent via la contraction d'emprunts classiques. L'encours des créances accordées aux non-résidents augmente de 3% (+24 milliards d'euros), s'élevant à 782 milliards à la fin de l'année 2009, tandis que l'encours d'engagements de ces autres secteurs reste stable (610 milliards d'euros fin 2008 contre 609 milliards fin 2009).



Source : BCL

3 La BCL a contribué à concurrence de 10 milliards à la variation de la position nette des autres investissements. Cette contribution se compose essentiellement des créances vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système de paiements TARGET.



1.6 CONCLUSION

Le solde positif de la position extérieure du Luxembourg s'élevé, pour la fin 2009, à 31 milliards d'euros, soit un niveau légèrement supérieur à celui de 2008. Cette relative stabilisation de la position extérieure nette cache par contre des évolutions contrastées au niveau des avoirs et des engagements extérieurs. En effet, après avoir subi le contrecoup de la crise financière internationale, les avoirs et engagements extérieurs dépassent leurs niveaux d'avant crise.

Ce développement s'explique notamment par les OPC monétaires et non-monétaires qui enregistrent d'une part, des entrées nettes de parts d'OPC (monétaires et non-monétaires) engendrant ainsi des achats nets d'avoirs financiers correspondants et, d'autre part, des effets de valorisation positifs importants. A noter aussi la croissance continue et forte des positions d'investissements directs, à la fois du Luxembourg à l'étranger et de l'étranger au Luxembourg, du fait de l'installation dans le pays d'EFS, utilisées par de grands groupes financiers et non financiers comme éléments structurants de leur organisation à l'échelle internationale.

La valeur des actifs financiers étrangers détenus par les résidents augmente ainsi de 10,7% en s'établissant à 4 473 milliards d'euros à fin décembre 2009. Subissant les mêmes effets positifs, la valeur des engagements financiers extérieurs croît de 11,8% pour s'établir à 4 442 milliards d'euros fin 2009.

Durant l'année 2009, on a non seulement constaté un redressement des niveaux des avoirs et engagements extérieurs mais aussi une modification de la structure de l'allocation du portefeuille des résidents. En effet, alors que fin 2008, le ratio de titres de participation par rapport au total des titres détenus était de 34%, le même ratio s'élève à 39% fin 2009. On demeure néanmoins encore très loin des niveaux d'avant crise où ce même ratio atteignait 49% à fin 2007.

Outre la mise en évidence des facteurs ayant engendré une stabilisation de la position nette et la hausse importante des avoirs et engagements extérieurs telle qu'observée à la fin de l'année 2009, la présente analyse détaille la contribution de chaque sous-composante à cette évolution. Le déficit structurel dans la position d'investissements de portefeuille s'accroît alors que les surplus au niveau des autres investissements se contractent légèrement. Ce mouvement est compensé par une diminution du déficit structurel sur les positions d'investissements directs.

3 ACTUALITÉS

1	Discours	116
1.1	After the EMU rescue – Which way for Europe? Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg Lecture in Memory of Pierre Werner organized by OMFIF London, United Kingdom	116
1.2	Prospects of Islamic Finance: The View of a Central Bank in Europe Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg Islamic Finance Conference Closing Keynote Address Frankfurt, Germany	120
2	10-13 May 2011 : 8th Islamic Financial Services Board Summit in Luxembourg	125



1 DISCOURS

1.1 AFTER THE EMU RESCUE – WHICH WAY FOR EUROPE?

Yves Mersch,
Governor of the Banque centrale du Luxembourg
Member of the Governing Council of the European Central Bank

Lecture in Memory of Pierre Werner
organized by OMFIF
London, United Kingdom
Thursday, 14 October 2010

Your Excellencies, Ladies and Gentlemen,

Neither the European Coal and Steel Community Treaty of 1950, nor the 1957 Treaty of Rome dealt extensively with currency. This might have been because convertibility after World War II was not very widespread and capital controls were the norm.

Belgium was one of the first countries to establish free movement of capital but only within a dual exchange rate regime. This particularity had been one of the reasons for Luxembourg to emerge as a financial activities center for Europe.

The principle of fixed exchange rates had been a feature of the international framework for currency stability after World War II for the economies of Europe, North America and Japan. The Bretton Woods System was based on gold and the US dollar as the predominant monetary standard and worked for several years with almost no frictions. By 1968 a new era of currency instability threatened when market turbulence forced the revaluation of the German Mark and the devaluation of the French Franc. These developments clearly revealed the weaknesses of the Bretton Woods System as well as the threats to the common market and specifically the common agricultural policy.

Ideas of a new European currency framework gained momentum and Luxembourg's Prime Minister Werner, also Minister of Finance, was asked to steer a Committee mandated to design the path to an increased economic and monetary integration of the six then members of the European Economic Community. That report, finished on the 8 October 1970 and sent to the Ministers of Finance in the first instance, laid down the achievement of Economic and Monetary Union by 1980.

The youngest member of the Committee and the only one still alive is Hans Tietmeyer. It was he who at the first meeting of the Governing Council of the ECB insisted on the seating arrangements to be changed from countries in alphabetical order to members' family name in alphabetical order. In doing so, he was truly loyal to the spirit of the Werner plan.

In deed, if it took another 20 years after the Werner plan deadline before a single currency was established -, for reasons that would take another conference to explain - it is worth revisiting the Werner report finalized 40 years ago. We can call it truly visionary. Although many of the proposals of the original Werner plan have been realized, some of the original thoughts were ignored or diluted and we might with the benefit of hindsight, ask ourselves whether this has not been a mistake. Of course, the Werner report originated in a different environment when the Union with its original six members still was aiming at a final goal of something like a federal Europe. When, after several run-ups, turbulences and tensions, the goal of a single currency was

eventually achieved with the introduction of the Euro in 1999, not only had the number of member states increased, but it had become clear that despite the single currency, there would not be a political union to accompany that currency. National sovereignty in the economic policy-making area would be preserved. Nonetheless, recent turbulences highlight the inherent tensions of European integration, especially those between a monetary policy in which sovereignty is pooled while economic policy remains under national sovereignty. Tensions translate into dynamics either for progress or for regression.

True enough, even during the intergovernmental conference that was to lead to the Maastricht Treaty, there were parallel negotiations for the development of a political union. The political union made only limited progress, while the detailed draft for EMU was hailed as a breakthrough for European integration. In truth, it was once again a compromise between the pooling of sovereign competences at the European level in the monetary area - with opt-in and opt-out clauses for some countries - and the economic union where ultimate responsibilities remained at the national level. Many features were similar to the Werner report like a three-stage approach with a warming-up period (ten years in the Werner plan, eight years in the Maastricht Treaty) or the abolition of all capital controls.

Inside the Werner Committee, the discussions had centered on the sequence of transfer of powers to the European level. Foremost Germany argued that monetary union should follow political union. This so-called crowning theory was inspired by historic developments in other countries. The others on the contrary considered monetary policy union as a powerful catalyst for deeper integration in other policy fields that must follow.

Today, I want to focus on another feature. The Werner report supported the idea of an independent institution for fiscal monitoring and coordination. This thought clearly reflected the concept that a single monetary policy would be supported by sound public finances. More concretely, the report called for ever closer economic policy coordination with an agreed framework for national budgetary policies. At the institutional level, it suggested a "centre of decision for economic policy". This coordination body for economic policies should have been established alongside the European system of central banks, i.e. the monetary authority. Both institutions were to be independent from the national governments, being politically accountable only to a European Parliament. This independent economic authority should have influenced the national budgets with a focus on the level and the direction of the balances as well as the financing of deficits and the use of surpluses, respectively. The Werner report also advocated a certain degree of tax approximation especially for cross-border activities.

When the Intergovernmental Conference on EMU started, Europe had endowed itself with a Parliament, but with limited powers and no capacity to levy taxes and to control centralized policy-making at European level. Most European resources were transfers from national budgets. Tax sovereignty was left untouched after a timid attempt to change tack in the so-called Guigou group set up by President Mitterand to prepare the Conference. During the Conference an attempt by Belgium and Italy to move into the tax area ran into massive resistance.

Political union was off the agenda and loose coordination of economic policies was deemed sufficient. It was believed that market discipline would install responsible behavior in the fiscal and competitive position of countries. The land-grabbing attitude of the European Commission pretending to be the economic and fiscal authority in the event of more integration indirectly strengthened the case for the intergovernmental approach and the so-called own responsibility of each individual country in this respect.

It can seem surprising that governments were so confident about market discipline and reactive national policies when one major factor of self-correction within a currency union was by design rather weak in Europe, namely labour mobility.



True, progress has been made in language knowledge, university students exchange, diploma recognition and access to professions. Mobility is good at the lower and higher skill ends, but the high share of closed public service in Europe, non-portability of pension rights, rigid labour laws and cultural differences make labour mobility a slow process.

Therefore in 1997 the Treaty was complemented by the Stability and Growth Pact which has mostly focused on fiscal deficits. The result proved insufficiently coercive and was even further weakened when Germany and France failed to abide by the rules in 2003. The absence of a meaningful macroeconomic surveillance led to heterogeneity which was further accommodated by the absence of expected market reactions. Today we have to acknowledge that market reactions often come with delays and then tend to overreact.

But let me be clear: Forty years after the Werner report and eleven and a half years after the introduction of the single currency, for me, the verdict is unambiguous: Monetary policy within the Euro area has been a success. It is widely accepted that the best a central bank can do in supporting economic growth is delivering price stability. The ECB has delivered price stability. Even though real GDP in the Euro zone has grown by only 1.5% per year in the first decade since its establishment, while the US economy expanded by 2.2%, this difference can to a large extent be explained by the greater population growth on the other side of the Atlantic. On a per capita basis annual real GDP growth rates are very similar, 1.2% in the US versus 1.0% in the Euro area. The Euro area's economic growth rebounded strongly in the second quarter of 2010, driven by higher investment and replenishment of inventories.

Last week the IMF revised its figures for growth in the Euro area upwards in line with earlier ECB projections. Incoming hard and soft data for the second half of the year do not warrant increased pessimism.

In the course of the crisis of the past three years the ECB and the Eurosystem were forced to act very fast, boldly and innovatively in order to ensure their long-term goal of price stability and the functioning of the transmission mechanism. Their monetary policy interventions were successful. The recovery of the European economy is ongoing and the tensions in the financial systems have eased somewhat, although it is still too early to claim victory.

But we have to draw the lessons from the recent experience. With the eruption of the crisis in September 2008 the accumulation of private debt was suddenly stopped. The problem of excessive indebtedness was not solved, however. Fiscal rescue packages, the impact of automatic stabilizers, and the support of the financial system including guarantees to the banking sector led to a significant increase in public leverage to levels unprecedented in peacetime. In other words, parts of the excessive private debt load were shifted to the public sector.

The crisis exposed institutional weaknesses. Some had their source inside the financial system. Despite some initial temptations for re-segmentation of prudential competences, the response will be at the European and at the EU27 level. It will consist of the implementation of new concepts and institutions aiming at de-risking the financial industry. Liquidity monitoring through a monthly liquidity coverage ratio and a yearly net stable funding ratio will be complemented by macro-prudential surveillance in a European System Risk Board closely associated with the General Council of the European Central Bank. The US equivalent to this Systemic risk Board held its inaugural meeting at the beginning of this month.

Three European Agencies for banking, securities markets and insurance start with a mostly coordination function, but have certain evolutionist competence clauses in their statutes. They have to walk the narrow line between cross border activities of banks and integration of markets on the one hand and competences remaining at national levels like deposit guarantee schemes, resolution procedures, insolvency legislation, i.e. everything that pertains to the tax payer who remains fiercely protected by national governments despite the spill-over effects of cross-border activities, on the other hand.

To tackle these effects through a potential 351 bilateral Treaties in so many areas among 27 member states, can hardly be seen as a stable equilibrium in decision-making nor a level playing field for economic activities in a single area.

The new institutional set-ups at EU level therefore face some of the same problems we experience within the Euro-area. The ultimate goal will however be the same: foster economic welfare through integration of markets and market players.

This obviously will also be beneficial for the optimal functioning of a single monetary policy at Euro area level. The transfer of private debt into public debt as such was similar to what was observed in the whole industrialized world. But the weak institutional framework for fiscal discipline at national and at Euro area level as well as the absence of control by financial markets was emphasized in some countries by three developments:

1. an overextended national financial system
2. an insufficiently strong starting position in the cyclical downturn in terms of deficit and debt
3. a rapidly deteriorating competitive position as shown for example in unit labour costs or current account balances

Suddenly markets reacted and overreacted while Governments excelled in denial and cloak and dagger stories.

This slow reaction forced the ECB into action as a back-stop exposing the unfinished work of the institutional set-up of EMU just as the financial crisis had exposed failures in the macro-prudential area throughout the industrial world.

In both cases, the welfare price of overly relying on market reaction only has become clear. Now credible deleveraging has been implemented in many countries. This action should allow those countries to be back on a sustainable trajectory of growth in the medium term.

A crisis management facility, the EFSF, has been set up as a symbol for the existence of a “community of destiny” that is a monetary union. A common destiny engulfs solidarity. But solidarity presupposes responsibility. This means that crisis prevention mechanisms are even more important than crisis management facilities. And we have to recognize that before a fiscal deterioration occurs and needs corrective actions, we ought to detect early signals in the macroeconomic imbalances of economies that share a single currency.

To overcome the macroeconomic heterogeneity within the Euro area, an explicit and clear framework for the surveillance of competitiveness is needed with the aim of correcting large imbalances. Despite having a single currency and central bank, national economic policies remain insufficiently aligned. Forty years ago (!) the Werner plan was very outspoken on this issue: “Having regard to the marked differences between the member countries in the realization of the objectives of growth and stability, there is a grave danger of disequilibria arising if economic policy cannot be harmonized effectively”.

The needed framework is not aimed at increasing the power of the Commission in macroeconomic surveillance in the EU but at highlighting the Euro area dimensions of surveillance and policy adjustments. This dimension requires more automaticity with a focus on countries with vulnerabilities, competitiveness deterioration and high debt levels. It should foresee graduated sanctions at a sufficiently early stage to reinforce compliance. It should take aim at national rigidities that are incompatible with a currency union, like automatic indexation mechanisms of wages and pensions.

On the fiscal side, it is also worth remembering the emphasis that the Werner report put on an independent fiscal authority.



The quality and independence of economic analysis is crucial.

Several suggestions could be made in this respect, for instance increasing the role of the Commissioner in charge of Economic and Financial Affairs akin to the role of the Commissioner in charge of competition. External assessment could also be provided by a Committee of “wise persons”. Quality and reliability of statistics need to be reinforced, deadlines in procedures reduced, scope of discretion of exceptional circumstances curtailed and more automaticity introduced. I hope that the Van Rompuy Task Force is bolder on those issues than were the Commission’s proposals.

To conclude:

In line with the vision of the Werner Plan, the integration of Europe as an evolutionary process has to continue. The financial crisis of the last three years has uncovered the institutional shortcomings of the current framework and exposed gaps in the existing economic governance regime.

To make sure that the Euro will continue to be a stable and credible currency, monetary policy has to be supported by sound public finances and balanced and sustainable economic growth in the member states of the Euro area. A strengthening of the Stability and Growth Pact, preventing and correcting macroeconomic imbalances at an early stage, and more effective enforcement via gradual sanctions for non-compliant euro-area countries will help to achieve this goal. An independent fiscal authority would help to advance the institutional deepening of the Euro zone and, in this respect, reflect the spirit of Pierre Werner.

1.2 PROSPECTS OF ISLAMIC FINANCE: THE VIEW OF A CENTRAL BANK IN EUROPE

Yves Mersch,
Governor of the Banque centrale du Luxembourg
Member of the Governing Council of the European Central Bank

Islamic Finance Conference
Closing Keynote Address
Frankfurt, Germany
Thursday, 18 November 2010

Ladies and Gentlemen,

It is my pleasure to talk to an audience of such distinguished financial specialists.

Before I embark on what Islamic finance means for central banking in Europe, I will have a look at the growing importance of the phenomenon, its characteristics in the context of financial stability in general and its performance during the financial crisis in particular. Finally, I will present the achievements within my own constituency to overcome the obstacles for an accelerated and safe spreading of Islamic finance in Europe.

Islamic finance: Growing importance

The development of modern Islamic finance roughly started more than four decades ago. At the very beginning it occupied a small niche visible in Islamic countries. In Malaysia the Pilgrim Fund (Tabung Haji) was established in 1969 as an Islamic savings institution.

More recently Islamic finance has expanded out of this niche.

- Worldwide, the assets of Islamic finance institution have grown at double-digit rates for a decade. Even some conventional banks have embarked into the provision of Shari'ah compliant financial assets reaching an estimated 509 billion USD at the end of 2007 according to Moody's¹.
- Today, there are at least 70 countries that have some sort of Islamic financial services. Almost without exception, the major multinational banks offer some kind of these services.
- With the rise of the importance of Sovereign Wealth Funds (SWF), Islamic finance was pushed further. About a decade ago, many emerging countries started to accumulate huge foreign exchange reserves, most of them benefiting from rising oil, gas and other natural resources' prices, being supported by favorable macroeconomic policies. With assets under management of an estimated 3,000 bn USD in 2009, SWF represent twice the wealth of hedged funds. Muslim countries, oil exporters in particular, account for more than 50% of all SWF's assets – not all of which are Islamic finance products, though.
- While Islamic banking remains the main form of Islamic finance, Islamic Insurance companies (Takaful), mutual funds and Islamic bonds (Sukuk) have witnessed strong global growth. The Sukuk markets in particular have gained importance. In recent years, the issuance rose from less than 8 bn USD in 2003 to 50 bn USD by mid-2007². After a sharp decline during the financial crisis, private sector estimates see global sukuk markets rebounding, expecting the total volume to surpass 20 bn USD in 2010³.

This development might well continue. As Muslim populations are under-banked, and there is an increased financial need for infrastructure projects like roads and housing in many Muslim countries, the demand for Shari'ah compliant financing is still growing. The International Organization of Securities Commissions predicts that as much as half of the savings of the world's estimated 1.2-1.6 bn Muslims will be in Islamic financial institutions by 2015.

The business model indeed could also be attractive outside the traditional Islamic territory, e.g. in Western countries with large Muslim populations, such as the UK, France or Germany⁴. According to estimates, the Muslim population in Europe currently adds up to almost 40 million⁵. Additionally, Islamic finance provides an alternative for ethical investment and can help investors independent of their religious orientation to diversify their portfolios and funding sources.

Ethical foundations of Islamic finance: neither new nor exclusive

The obvious growing importance of Islamic finance calls for a deeper understanding of its underlying principles. The main feature of Islamic finance is the idea of justice.

To a European observer the link between ethics or religion and finance seems awkward at first glance. This connection however is neither new nor exclusive to Islamic countries. It has a long tradition in economic thinking in the occidental world, too.

1 Moody's, Islamic Finance Explores New Horizons in Africa, 2008, <http://www.moody's.com>

2 Cakir, Selim / Raei, Faezeh: Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?, IMF Working Paper, WP/07/237, Washington, 2007.

3 Chua, Tony: CIMB Islamic optimistic on sukuk issuance, in: Asian Banking and Finance, August 2010.

4 Imam, Patrick; Kpodar, Kangni: Islamic Banking: How has it diffused?, IMF Working Paper, WP/10/195, Washington, 2010.

5 Lugos, Luis et al.: Finance islamique et droit français, in: Mapping the Global Muslim Population, Pew Forum on Religion & Public Life, 2009.



Remember the reasoning of the German sociologist Max Weber. He argued that capitalism in northern Europe evolved when the Protestant ethic motivated people to engage in business and trade in the secular world, and to this end accumulated wealth for investment. In his view, the Calvinist ethic in particular was an unplanned driver behind capitalism.

Similarly, the founding father of modern economics, Adam Smith, stressed the importance of ethical foundations of markets. Prior to the “Wealth of nations” (1776), he published “The Theory of Moral Sentiments in 1759 – a work, Smith himself considered to be a superior work to his magnum opus.

To sum up: Islamic Banks seek to maximize their profits just like other banks. They have to comply, however, with Shari’ah law – without being religious institutions.

Making the financial system more resilient

For a central bank financial stability is a prerequisite for achieving its goal of a stable currency. The interplay between Islamic finance and financial stability is therefore of particular interest.

Generally, an increasing number of approaches in banking and finance should make the system safer overall because it reduces the concentration of funding sources on the macro level.

On one hand, the particular character of Islamic finance could make banking more resilient to potential financial shocks. The lack of exposure of opaque and complex assets and the absence of excessive leverage should protect Islamic banks from the impact of financial crises. Reliance on deposits rather than wholesale funding adds another layer of stability. On the other hand, the asset-based and risk-sharing nature of Islamic finance can make the business model more vulnerable to second round effects of a financial crisis, i.e. Islamic banks may suffer more from the real economic downturn that normally follows financial turbulences as the losses of the customers are partly shared. Moreover, the lack of product standardization and the missing harmonization of Islamic standards in general pose risks to the management of liquidity.

The judgment on the contribution of Islamic finance to financial stability is therefore ambiguous. In principle, Islamic finance can make the financial system more resilient, although it is more vulnerable towards negative spillover effects from the real economic sector. However, this potential can only be realized, when the regulatory and supervisory regime, the legal framework and payment and settlement systems are robust and current shortcomings in liquidity management are overcome.

Experience during the current crisis

Although we still lack comprehensive and detailed research on the performance of Islamic finance during the financial crisis those pieces of empirical evidence that are available support the former reasoning.

According to a recent IMF study Islamic banks fared indeed better than conventional ones in 2008⁶. This result was however reversed in 2009 when the financial crisis hit the real economy. Overall, Islamic banks performed better within the last three years than their conventional counterparts. Thanks to higher solvency and lower leverage Islamic banks succeeded in matching relatively higher demand for credit at a time when Europe and the US dealt with the threat of a credit crunch.

Moreover, according to various credit rating agencies, the change in Islamic Banks’ risk assessment has been better than that of conventional banks (with the exception of banks in the United Arab Emirates (UAE)).

⁶ Hasan, Maher; Dridi, Jemima: The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study, IMF Working Paper WP/10/201, Washington, 2010.

Ensuring a level playing field

As long as financial stability and the functioning of the transmission mechanism of monetary policy are not at risk, central banks should not interfere with the structure of finance. Ensuring a level playing field can be seen as a prerequisite for functioning financial markets. If the demand for Islamic compliant financial products is rising, obstacles for its further development should be abolished without contradicting the principles of appropriate supervision and regulation nor the prevalent operational framework of central banks. Therefore, the infrastructure and supervisory environment should be provided to allow efficient clearing of a sufficient number of investment-grade Islamic finance papers across the whole maturity spectrum.

While banking authorities are committed to adapt and to be accommodating for Islamic finance within the European regulatory framework, it is crucial to require the same licensing and supervision standards from Islamic financial institutions as expected from conventional banks.⁷ Real challenges however remain on the legal side for example asset transferability. But these complications are to a large extent shared with the conventional banking system.

Keeping that balance will be beneficial to both Islamic investors and the European financial system.

Luxembourg's pro active approach

In Luxembourg, private and public decision makers of the financial industry are motivated to establish a regional hub for Islamic finance, making use of Luxembourg's expertise in cross-border finance.

Major steps have been taken already.

- The Central Bank of Luxembourg is a member of the Islamic Financial Services Board (IFSB), a standard setter for financial stability.
- Addressing shortcomings in the Sukuk market such as lack of liquidity and international recognition, small size of issuances, insufficient number of high quality issuers and focus on domestic markets, the IFSB coordinated the establishment of an International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM) in October 2010 with the Banque centrale du Luxembourg as a founding member. This new corporation will issue investment grade Sukuk across the whole maturity spectrum in order to facilitate liquidity management for institutions offering Islamic Financial services (IIFS) and cross-border investment flows.
- In 2002, the Luxembourg stock exchange was the first in Europe to receive a Sukuk listing. The number of Sukuk listed today on the Luxembourg stock exchange compares well with the leading stock exchanges in Europe.
- Luxembourg provides the infrastructure for the post trade related aspects of Shari'ah compliant securities transactions, namely in settlement and custody services. In May 2010, the Banque centrale du Luxembourg and Clearstream launched LuxCSD, a new Central Securities Depository for Luxembourg, which will enable the settlement of securities transactions in central bank money and thus be compliant with the highest standards of safety for market participants, providing at the same time a connection to the Euro system project Target2-Securities.

⁷ Mersch, Yves: Speech at the 5th Economic Forum Belgium-Luxembourg-Arab Countries, in Brussels, 17th November 2009.

- 
- The international expansion of Sukuk presupposes a higher degree of standardization, reliability in terms of Shari'ah compliance as well as robust accounting, legal, tax and regulatory frameworks. The adoption of best practice regulation and supervision requires sufficient differentiation among Sukuk types. Challenges for the expanding market are posed by sector risk due to an overreliance on real estate and construction, the involvement of different laws and jurisdictions together with enforceability issues.
 - Luxembourg is the leading location for Shari'ah compliant investment funds in Europe. In 2008 the Grand Duchy set up a task force to identify possible hindrances to the local development of Islamic finance. Tax treatment for common Islamic finance transactions has been adjusted to ensure tax neutrality compared to conventional transactions.
 - Skilled staff is essential to any provider of financial services. Dedicated training courses have been set up by the Luxembourg Institute for Training in Banking (IFBL), the Luxembourg School of Finance (LSF) and the university to meet the growing demand for education in Islamic finance.
 - Next year in May, the Banque centrale du Luxembourg will host, for the first time in the Euro area, the Islamic Financial Services Board annual summit, a major four-day-conference.

Concluding remarks

Islamic finance provides opportunities and challenges in the context of the agreed goal of enhancing global financial stability.

From the perspective of a European central banker, Islamic finance should be a complement to conventional banking and capital markets, not a substitute. Due to their characteristics, Shari'ah compliant financial products can enhance the stability of the financial system. Shortcomings in standardization and liquidity management must be tackled, however.

Cooperation between investors, issuers and regulatory and supervisory authorities is a pre-requisite for a successful integration beneficial to all stake holders. Luxembourg with its tradition as a specialized financial center will continue its endeavors to establish an international hub for Islamic finance.

2 10-13 MAY 2011 :
8TH ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD SUMMIT IN LUXEMBOURG

8th ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD SUMMIT

Organised By:  ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD

Hosted By:  BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG EUROSYSTEM

Enhancing Global Financial Stability: Challenges and Opportunities for Islamic Finance

SESSIONS' TOPICS

- International Developments in Regulatory Landscape: Implications for Islamic Finance
- Financial Stability: Regional and Global Cooperation
- Developing Capacity Building to Enhance Financial Stability in the Islamic Financial Services Industry
- Enhancing Transparency & Market Discipline and Information Environment
- Panel Discussion on Issues in Enhancing Global Financial Stability



LUXEMBOURG

MAY 10 – 13

2011

MARK YOUR CALENDAR

MAY 10 – 13

2011

CALENDAR

Indicate your interest to :

Attend as delegate

✓ Raja Jeserina email : rajajeserina@ifsb.org

Become Sponsor / Information Partner

✓ Siham Ismail email : siham@ifsb.org

tel: +603 2698 4248

www.ifsb.org

**4 ANNEXES**

1 Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	128
2 Circulaires de la BCL	134
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	135
1 Statistiques de politique monétaire	135
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	135
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	135
4 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	135
5 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	135
6 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	135
7 Balance des paiements du Luxembourg	136
8 Commerce extérieur	136
9 Position extérieure globale	136
10 Avoirs de réserve	136
11 Etablissements de crédit	136
12 Activité bancaire internationale	137
13 Organismes de placement collectif	137
14 Professionnels du secteur financier	137
15 Sociétés de gestion	137
4 Publications de la BCL	138
4.1 Bulletin de la BCL	138
4.2 Rapport Annuel de la BCL	138
4.3 Cahier d'études de la BCL	138
4.4 Brochures de la BCL	138
4.5 Matériel d'information sur les éléments de sécurité des billets et pièces en euros	139
4.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL	139
4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL	139
4.6.2 Présentations externes	139
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	141
6 Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	142

1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2010

[2010/N°6 du 8 septembre 2010](#)

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2010/ N°6 du 8 septembre 2010 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg.

La Direction de la Banque centrale du Luxembourg,

Vu le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et notamment son article 127 (2) et (5);

Vu l'article 22 des Statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne;

Vu l'article 108 *bis* de la Constitution;

Vu la loi du 23 décembre 1998 (ci-après la «Loi») relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (ci-après la «Banque centrale») telle que modifiée, en particulier les articles 2 (5), 27-3 et 34 (1);

Considérant que, conformément à l'article 2 (5) de la Loi, «Au vu de sa mission relative à la promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement, la Banque centrale veille à l'efficacité et à la sécurité des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres, ainsi qu'à la sécurité des instruments de paiement. Les modalités de coordination et de coopération pour l'exercice de cette mission font l'objet d'accords entre la Banque centrale et la Commission de surveillance du secteur financier, dans le respect des compétences légales des parties»;

Considérant l'article 27-3 de la Loi disposant que «Aux fins de l'accomplissement de la mission définie à l'article 2 paragraphe 5, la Banque centrale peut demander aux systèmes de paiement et aux systèmes de règlement des opérations sur titres toute information relative au fonctionnement de ces systèmes dont elle a besoin pour apprécier leur efficacité et leur sécurité et elle peut demander aux émetteurs d'instruments de paiement toute information relative aux instruments de paiement dont elle a besoin pour apprécier leur sécurité. La Banque centrale est habilitée à procéder à des visites sur place pour recueillir les informations visées au paragraphe 1. A cette fin elle se coordonne avec la Commission de surveillance du secteur financier.»;

Considérant l'article 34 (1) de la Loi disposant que «Dans la limite de ses compétences et missions la Banque centrale a le pouvoir de prendre des règlements. Les règlements de la Banque centrale sont publiés au Mémorial.»

Vu la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement, à l'activité d'établissement de monnaie électronique et au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et les systèmes de règlement des opérations sur titres.

Art 1^{er}. Définitions

«**Système**»: un système permettant de transférer des fonds et/ou des titres et qui est régi par des procédures formelles standardisées et des règles communes pour le traitement, la compensation ou le règlement des opérations de paiement et/ou des opérations sur titres.

«**Opérateur de système**» : une personne morale qui est en charge, seule ou avec d'autres personnes morales, du bon fonctionnement du système de paiement ou de règlement des opérations sur titres et qui est l'interlocuteur désigné des autorités. Il peut s'agir d'un participant au système.

«**Instrument de paiement**» : un dispositif personnalisé et/ou un ensemble de procédures permettant à une personne physique ou morale de verser, transférer ou retirer des fonds.

«**Émetteur d'instruments de paiement**» : une personne morale qui, dans le cadre de son activité commerciale, met un instrument de paiement à la disposition du public.

«**Autorité de gouvernance**» : une organisation centrale responsable du bon fonctionnement de l'instrument de paiement et du respect des règles par les acteurs impliqués. Elle est l'interlocutrice principale des autorités.

«**Agent technique**» : un fournisseur de services auprès duquel un opérateur de système, un émetteur d'instruments de paiement ou une autorité de gouvernance a placé ou centralisé une partie importante de son infrastructure opérationnelle et/ou technique.

Art 2. Champ d'application

1. La Banque centrale exerce la surveillance des systèmes qu'elle désigne et opérant au Luxembourg en application de l'article 2 (5) de la Loi.
2. La Banque centrale exerce la surveillance des instruments de paiement, lesquels sont notamment les virements, les domiciliations, les cartes de paiement et les schémas de monnaie électronique. La Banque centrale est habilitée à assurer la surveillance d'instruments de paiement sous d'autres formes mises à la disposition du public à Luxembourg.

Art 3. Cadre général de surveillance des systèmes et des instruments de paiement

1. Pour exercer sa surveillance, la Banque centrale applique les décisions adoptées par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne relatives aux recommandations, principes et standards, y compris les méthodologies d'évaluation. La Banque centrale veille en particulier à l'application des recommandations reprises à l'annexe 1 du présent règlement.
2. La surveillance par la Banque centrale porte sur la sécurité et l'efficacité des systèmes ; elle porte par ailleurs sur la sécurité des instruments de paiement.
3. La Banque centrale exerce sa surveillance à l'égard des règles de fonctionnement et contrats du système. Sa surveillance s'exerce aussi à l'égard du système lui-même, en ce compris les opérateurs, les participants, les services (notamment opérationnels et informatiques) prestés par des agents techniques ou des entités tierces.
4. La surveillance de la Banque centrale relative aux instruments de paiement s'applique notamment aux émetteurs et aux autorités de gouvernance, aux services (notamment opérationnels et informatiques) prestés par des agents techniques ou des entités tierces, aux règles de fonctionnement et aux contrats.



Art 4. Modalités d'exécution

1. La Banque centrale surveille les systèmes et les instruments de paiement en collectant toutes les informations utiles dont elle peut disposer en vertu de ses différentes missions et de la coopération avec les autres banques centrales et autorités de surveillance prudentielle. La Banque centrale indique notamment aux entités visées les informations qualitatives et quantitatives qui doivent lui être fournies, ainsi que la périodicité de ces informations. La Banque centrale détermine les modalités de communication et de transmission pour les besoins du présent règlement.
2. La Banque centrale peut requérir de la part des opérateurs de systèmes, des émetteurs d'instruments de paiement et des autorités de gouvernance visés une auto-évaluation régulière de leur degré de respect par rapport aux recommandations, principes et standards applicables visés à l'article 3.
3. La Banque centrale procède aux contrôles qu'elle juge appropriés. Elle est notamment habilitée à effectuer des contrôles sur place auprès des opérateurs de systèmes, des émetteurs d'instruments de paiement et des autorités de gouvernance visés.
4. La Banque centrale peut, dans le cadre de sa surveillance, adresser des recommandations ou instructions spécifiques aux opérateurs de systèmes, aux émetteurs d'instruments de paiement et aux autorités de gouvernance visés.

Art 5. Les obligations des opérateurs de systèmes, des émetteurs d'instruments de paiement et des autorités de gouvernance

1. Les opérateurs de systèmes, les émetteurs d'instruments de paiement et les autorités de gouvernance mettent en place un cadre de gestion des risques du système et/ou de l'instrument de paiement adapté au volume et à la complexité de leur activité. Le cadre repose sur une organisation, des procédures et des règles internes permettant une gouvernance, un suivi et un contrôle efficaces de la sécurité et/ou de l'efficacité du système et/ou de l'instrument de paiement, des risques associés ainsi que des environnements légaux et opérationnels applicables. Les opérateurs de systèmes, les émetteurs d'instruments de paiement et les autorités de gouvernance suivent les recommandations, les principes et les standards de surveillance visés à l'article 3.1.
2. Les opérateurs de systèmes, les émetteurs d'instruments de paiement et les autorités de gouvernance sont tenus de fournir à la Banque centrale toutes les informations qu'elle juge utiles pour l'accomplissement de sa mission de surveillance.

Ces informations comprennent entre autres :

- des informations générales relatives aux systèmes ou aux instruments,
 - des données relatives à l'activité, aux incidents, à la fraude,
 - des données financières,
 - des informations se rapportant aux risques auxquels les systèmes ou les instruments sont exposés, ainsi qu'aux outils internes de mitigation des risques,
 - des informations relatives aux changements affectant les systèmes ou les instruments,
 - des informations ayant trait à la gouvernance et aux règles et procédures internes.
3. Les opérateurs de systèmes, les émetteurs d'instruments de paiement et les autorités de gouvernance désignent une ou plusieurs personnes de contact, dûment mandatées, pour traiter avec la Banque centrale dans le cadre de sa mission de surveillance.



Annexe 1 :

1. Recommandations du Système européen des banques centrales et du Comité européen des régulateurs de titres relatives aux systèmes de règlement des opérations sur titres (ESCB-CESR recommendations for securities settlement systems, May 2009, www.bcl.lu);
2. Principes fondamentaux du Comité systèmes de paiement et de règlement relatifs aux systèmes de paiement d'envergure systémique (CPSS Core principles for systemically important payment systems, January 2001, www.bcl.lu);
3. Standards de surveillance pour les systèmes de paiement de détail (Oversight standards for euro retail payment systems, June 2003, www.bcl.lu);
4. Approche de surveillance harmonisée et les standards de surveillance pour les instruments de paiement (Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments, February 2009, www.bcl.lu);
5. Cadre de surveillance pour les schémas de cartes de paiement (Oversight framework for card payment schemes – standards, January 2008, www.bcl.lu);
6. Objectifs de sécurité des systèmes de monnaie électronique (Electronic money systems security objectives, ECB, May 2003, www.bcl.lu);
7. Rapport sur la monnaie électronique (Report on electronic money, ECB, August 1998, www.bcl.lu);
8. Cadre de surveillance pour les schémas de domiciliations (Oversight framework for direct debit schemes, October 2010, www.bcl.lu);
9. Cadre de surveillance pour les schémas de virements (Oversight framework for credit transfer schemes, October 2010, www.bcl.lu).



2 CIRCULAIRES DE LA BCL

- **Circulaire BCL 2009/223 du 20 mai 2009:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2009/224 du 8 juin 2009:** Nouvelle collecte statistique auprès des véhicules de titrisation – à tous les véhicules de titrisation
- **Circulaire BCL 2009/225 du 8 juin 2009:** Modification de la collecte statistique auprès des établissements de crédit – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2009/226 du 10 juillet 2009:** Abrogation de la circulaire BCL 2008/222 du 9 octobre 2008 et changements à la circulaire BCL 2008/221 du 8 octobre 2008 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2009/227 du 22 juillet 2009:** Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires – à tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL), veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)



7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg : résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg : compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs du Luxembourg à l'étranger – par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg : investissements directs étrangers au Luxembourg – par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg : investissements de portefeuille – par type d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg : autres investissements – par secteur

8 COMMERCE EXTÉRIEUR

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg : résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg : investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg : investissements de portefeuille – par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg : autres investissements – par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg : dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg : ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg : modèle élargi du Fonds Monétaire International

11 ETABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit par contrepartie et durée initiale
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro, par type et durée initiale



4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2010/1, mars 2010
- Revue de stabilité financière, avril 2010
- Bulletin BCL 2010/2, septembre 2010

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg (BCL), veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport annuel 2009, juin 2009
- Annual Report 2009, August 2009

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg (BCL), veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Working Paper N° 48, August 2010
Downward wage rigidity and automatic wage indexation: Evidence from monthly micro wage data, by Patrick Lünemann and Ladislav Wintr
- Working Paper N° 47, August 2010
Stress Testing: The Impact of Shocks on the Capital Needs of the Luxembourg Banking Sector, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 46, July 2010
The Misconception of the Option Value of Deposit Insurance and the Efficacy of Non-Risk-Based Capital Requirements in the Literature on Bank Capital Regulation, by Paolo Fegatelli
- Working Paper N° 45, June 2010
Market and Funding Liquidity Stress Testing of the Luxembourg Banking Sector, by Francisco Nadal De Simone and Franco Stragiotti
- Working Paper N° 44, March 2010
The Role of Collateral Requirements in the Crisis: One Tool for Two Objectives?, by Paolo Fegatelli

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg (BCL), veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)

4.4 BROCHURES DE LA BCL

- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2010

Pour une liste complète des brochures publiées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL), veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu)



PricewaterhouseCoopers round table « gestion des risques », septembre 2010

Working Group on Econometric Modelling, Frankfurt, novembre 2010

CEPR conference, Budapest, septembre 2010

CEPR conference, Izmir, octobre 2010

University of Luxembourg, lunchseminar, octobre 2010

COMMANDE

Les publications sur support papier peuvent être obtenues à la BCL, dans la limite des stocks disponibles et aux conditions qu'elle fixe. Ces publications peuvent également être consultées et téléchargées sur le site www.bcl.lu



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

Secrétariat général
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
<http://www.bcl.lu>
e-mail : sg@bcl.lu

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	DTS	Droits de tirage spéciaux
AFN	Avoirs financiers nets	ECB	European Central Bank
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
BCE	Banque centrale européenne	EIB	European Investment Bank
BCL	Banque centrale du Luxembourg	EMI	European Monetary Institute (1994-1998)
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)	EMS	European Monetary System
BEI	Banque européenne d'investissement	EMU	Economic and Monetary Union
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	ESCB	European System of Central Banks
BIS	Bank for International Settlements	EU	European Union
BRI	Banque des règlements internationaux	EUR	euro
CAIL	Commission chargée d'étudier l'amélioration de l'infrastructure législative de la place financière de Luxembourg	EUROSTAT	Office statistique des Communautés européennes
CCBM	Correspondent central banking model	FBCF	Formation brute de capital fixe
CEC	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge	FCP	Fonds commun de placement
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg	FMI	Fonds monétaire international
CPI	Consumer Price Index	GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
CSSF	Commission de surveillance du secteur financier	GDP	Gross domestic product
		HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
		IADB	Inter American Development Bank
		IGF	Inspection générale des finances

IFM	Institution financière monétaire	OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
IME	Institut monétaire européen (1994-1998)	PIB	Produit intérieur brut
IMF	International Monetary Fund	PSC	Pacte de stabilité et de croissance
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	PSF	Autres professionnels du secteur financier
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions	RTGS system	Real-Time Gross Settlement system
IPC	Indice des prix à la consommation	Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé	RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	SDR	Special Drawing Rights
LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	SEBC	Système européen de banques centrales
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante	SEC	Système européen de comptes
MFI	Monetary Financial Institution	SICAF	Société d'investissement à capital fixe
NCB	National central bank	SICAV	Société d'investissement à capital variable
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques	SME	Système monétaire européen
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development	SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs	SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
OLS	Ordinary least squares	TARGET system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
OPC	Organisme de placement collectif		
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		



Système Target	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
UCI	Undertaking for Collective Investments
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
UCM	Union des caisses de maladie
UE	Union européenne
UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UEM	Union économique et monétaire
USD	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
VNI	Valeur nette d'inventaire



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1
Télécopie: +352 4774-4910

www.bcl.lu • sg@bcl.lu