



BULLETIN
2009

3



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME



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 4 décembre 2009

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	16
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	16
1.2	Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro	18
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	19
1.4	Les marchés boursiers	20
1.5	Les taux de change de l'euro	21
1.6	L'évolution des prix à la consommation	23
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	24
1.8	Les projections pour la zone euro	26
1.9	Le commerce extérieur	27
1.10	La balance des paiements	29
2	La situation économique au Luxembourg	31
2.1	L'évolution des prix et des coûts	31
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	31
2.1.2	Les prix à la production industrielle	36
2.2	L'industrie	37
2.3	La construction	38
2.4	Le commerce et les autres secteurs	39
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	40
2.6	Le marché du travail	42
2.7	Le secteur financier	52
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	52
2.7.2	L'effectif dans le secteur financier (ou établissements de crédit)	53
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	54
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	66
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	68
2.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	75
2.7.7	Les organismes de placement collectif	78
2.8	Le commerce extérieur	81
2.9	La balance des paiements	83
2.9.1	Le compte courant	83
2.9.2	Le compte financier	84
2.10	La croissance économique	90
2.11	Les projections macroéconomiques	91
2.12	Les finances publiques	100
2.12.1	Projet de budget 2010	100
2.12.2	Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL	103
2.12.3	Croissance économique au Luxembourg : les conséquences structurelles de la crise du point de vue des finances publiques	107
2.12.4	La dette publique	111
2.12.5	Conclusions	112

2 ANALYSES

1	La position extérieure globale du Luxembourg	120
1.1	Introduction	120
1.2	La position nette par catégorie d'actifs : vue d'ensemble	120
1.3	La position d'investissements directs	122
1.3.1	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	123
1.3.2	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	124
1.4	La position d'investissements de portefeuille	125
1.4.1	La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers	127
1.4.2	La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois	132
1.5	Les autres investissements (dépôts et crédits)	132
1.6	Conclusion	133
2	Résumé non technique du cahier d'étude « Baisse du pouvoir de négociation des travailleurs et hausse des préretraites en Europe »	135
3	Résumé non technique du cahier d'étude „Die Auswirkungen der wirtschafts- und Finanzmarktkrise auf luxemburgische Unternehmen : Ergebnisse einer Erhebung“	137
4	Résumé non technique d'un cahier d'étude « Spécialisation, filiales et succursales de banques étrangères au Luxembourg : une analyse des comptes financiers »	139

3 ACTUALITÉS

1	Financial Stability and Banking regulation in Germany and Turkey Conference held at the Banque centrale du Luxembourg on Tuesday, 3 November 2009 under the chairmanship of Yves Mersch, President of the Banque centrale du Luxembourg	146
1.1	Introductory remarks by Prof. Dr. Axel A. Weber, President of the Deutsche Bundesbank	146
1.2	Introductory remarks by Durmus Yilmaz, President of the Central Bank of the Republic of Turkey	149
2.	5th Economic Forum Belgium-Luxembourg-Arab Countries Speech given by Mr. Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg, on the occasion of the 5th Economic Forum Belgium-Luxembourg-Arab Countries, Brussels, 17th November 2009	153
3.	Credit developments in Luxembourg Speech by Mr. Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg, on the occasion of the Gala CFO World 2009, Luxembourg, 25 November 2009	156

SOMMAIRE

4 ANNEXES

1	Règlements de la BCL	166
2	Circulaires de la BCL	167
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	172
1	Statistiques de politique monétaire	172
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	172
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	172
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	172
5	Activité bancaire internationale	173
6	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	173
7	Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	174
8	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	174
9	Balance commerciale du Luxembourg	174
10	Balance des paiements du Luxembourg	174
11	Position extérieure globale	174
4	Publications de la BCL	175
4.1	Bulletin de la BCL	175
4.2	Rapport Annuel de la BCL	175
4.3	Cahier d'études de la BCL	176
4.4	Brochures de la BCL	179
4.5	Matériel d'information de la BCL sur l'euro	179
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	179
4.6.1	Publications de la BCL	179
4.6.2	Présentations externes	180
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	182
5.1	Rapport Annuel de la BCE / <i>ECB Annual Report</i>	182
5.2	Bulletin mensuel de la BCE / <i>ECB Monthly Bulletin</i>	182
5.3	Études ad hoc / <i>Occasional Paper Series</i>	183
5.4	Études / <i>Working Paper Series</i>	183
5.5	Brochures d'information / <i>Information brochures</i>	183
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	184

LISTE DES ENCADRÉS DU BULLETIN BCL 2009/3

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Encadré 1

Quelques réflexions sur l'évolution du coût salarial unitaire 47

Encadré 2

Analyse comparative de l'évolution de la somme de bilan et des positions inter-IFM des banques de la zone euro et des banques luxembourgeoises 55

Encadré 3

L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises 70

Encadré 4

Impact statistique des opérations de change à terme (swaps) USD/EUR et CHF/EUR sur les comptes extérieurs 85

Encadré 5

Équilibre budgétaire des régimes de pension : approche « consolidée » privilégiée dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2010 114

2 ANALYSES

Encadré 1

Balance des paiements et position extérieure globale : nouvelle méthodologie à partir de décembre 2008 126

Encadré 2

Répartition géographique des investissements de portefeuille du Luxembourg 128



EDITORIAL

Situation économique et financière

Le 3 décembre 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé inchangé à 1 % le taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Le Conseil des gouverneurs considère que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié. Au vu de l'ensemble des informations et des analyses devenues disponibles depuis la réunion du 5 novembre 2009, l'évolution des prix devrait rester modérée à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. Les anticipations d'inflation à moyen et long termes restent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif consistant à maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

L'activité économique de la zone euro s'est améliorée au troisième trimestre 2009. Selon la première estimation d'Eurostat, le PIB en volume a progressé de 0,4 % en glissement trimestriel. Les enquêtes indiquent que la reprise se poursuit au quatrième trimestre 2009. La zone euro profite de la contribution du cycle des stocks et d'une reprise des exportations, ainsi que des plans de relance macroéconomique et des mesures adoptées afin de rétablir le bon fonctionnement du système financier. Toutefois, certains facteurs de soutien sont de nature temporaire et l'activité sera probablement affectée pour un temps par le processus d'ajustement en cours des bilans des entreprises des secteurs financier et non financier, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. Par conséquent, l'économie de la zone euro ne devrait enregistrer qu'une croissance modérée en 2010 et la reprise devrait être irrégulière.

En ce qui concerne le Luxembourg, les projections macroéconomiques de la BCL laissent augurer pour 2010 un taux de croissance du PIB en volume se situant entre 1,4 et 2,4 %, résultant dans une large mesure de l'acquis de croissance alimenté par le rebond survenu au cours du second semestre de 2009. En dépit de cet effet de base positif, le taux de croissance sera vraisemblablement inférieur à 2 % en 2010, soit un taux nettement en retrait de la moyenne historique luxembourgeoise. Pour rappel, de 1960 à 2008, le Luxembourg a enregistré une croissance moyenne du PIB de l'ordre de 4 % l'an. De surcroît, le taux de croissance ne connaîtrait qu'une faible accélération en 2011, de sorte que durant la période de quatre ans s'étendant de 2008 à 2011, le PIB luxembourgeois n'aura vraisemblablement enregistré qu'une progression très limitée. Par rapport à une évolution tendancielle de 4 % l'an, similaire au « trend » observé avant la crise, le PIB en niveau accuserait dès lors un décrochage cumulé de l'ordre de 15 points de PIB à la fin de 2011.

Encore convient-il de préciser que les risques pesant sur ces projections sont globalement orientés à la baisse, le tout dans un environnement entaché d'un degré d'incertitude exceptionnellement élevé. D'une part, les projections sont effectuées à politique budgétaire inchangée. Or l'émergence de déficits budgétaires élevés dans la plupart des pays de l'Union européenne va contraindre ces derniers à mettre en œuvre une rigoureuse stratégie de consolidation, conformément aux engagements contractés en la matière au niveau européen. Il en résultera une diminution, non prise en compte dans les présentes projections, de la demande externe adressée au Luxembourg.



D'autre part, le secteur bancaire luxembourgeois doit s'adapter au renforcement de la régulation et de la supervision bancaire et aux modifications prévues du cadre institutionnel en matière financière. Le secteur devra aussi faire face à des restructurations importantes d'une série de groupes bancaires étrangers ayant des implantations au Luxembourg. Des incertitudes planent de ce fait sur le développement futur de la place financière et partant sur les perspectives de croissance, d'autant que la Place exerce de puissants effets d'entraînement sur la branche des services aux entreprises.

Ces mêmes facteurs vont probablement se répercuter sur la croissance potentielle, qui risque de ce fait de revenir à un niveau bien inférieur aux 4 % l'an auxquels le Luxembourg est accoutumé. Les crises bancaires et financières tendent d'ailleurs, en général, à exercer un impact durable sur l'activité économique. Nombre d'observateurs font remarquer que le secteur financier luxembourgeois a limité les dégâts. En témoignerait notamment la hausse des résultats des banques au cours des 9 premiers mois de 2009. Cette évolution favorable est cependant largement imputable à des facteurs transitoires, tels qu'une hausse marquée des cours boursiers depuis mars 2009 ainsi qu'une courbe des taux d'intérêt particulièrement pentue et qui vient de ce fait conforter l'activité de transformation d'échéances. L'évolution du total bilantaire des banques luxembourgeoises, qui est analysée dans un encadré du présent Bulletin, est d'ailleurs peu réconfortante. La somme de bilan des banques luxembourgeoises s'est en effet contractée de 9,6 % entre juin 2008 et juin 2009. Dans le même intervalle de temps, le total bilantaire des banques de la zone euro a affiché une croissance de 3,5 %.

Le décrochage précité du PIB – de l'ordre de 15 % de 2008 à 2011 – et à plus long terme la diminution de la croissance potentielle de l'économie luxembourgeoise frapperont de plein fouet nos finances publiques. Les recettes des Administrations publiques vont nettement accuser le coup, alors que les dépenses sont traditionnellement très rigides. C'est en particulier le cas des transferts sociaux et de la rémunération des salariés du secteur public. Il en résultera une franche dégradation de la situation budgétaire, avec à la clef des déficits des Administrations publiques allègrement supérieurs au seuil des 3 % du PIB dès 2010, du moins à politique inchangée. L'Administration centrale accuserait des déficits particulièrement élevés, de près de 5 % du PIB dès 2009 et de plus de 6 % l'année suivante. L'annonce début décembre, par le Ministre des Finances, d'un déficit des Administrations publiques de l'ordre de 1 à 1,5 % du PIB en 2009 (au lieu de 2,3 % escomptés lors du dépôt du projet de budget 2010) ne modifie pas fondamentalement ce constat, d'autant que cette amélioration pourrait ne pas reposer sur des facteurs permanents.

Les déficits importants projetés pour 2010 et 2011 seraient certes en partie compensés par des excédents de la sécurité sociale. Ces derniers tendraient cependant à s'étioler. Alors qu'ils se montaient encore à 2,7 % du PIB en 2008, ils reviendraient à 1,9 % en 2009 en raison de la faiblesse des cotisations sociales et continueraient à diminuer par la suite. Cette évolution n'est guère étonnante, car le financement à long terme de notre sécurité sociale ne peut être assuré que si la croissance économique excède 4 % l'an. L'impact à court et moyen terme de la crise économique et financière sera donc particulièrement douloureux de ce point de vue. Les régimes de pension – régimes spéciaux et régime général confondus – seront particulièrement affectés, car ils subiront l'impact conjugué du ralentissement de la croissance et du vieillissement démographique. Selon l'IGSS, le régime général de pension sera confronté à des déficits peu après 2020. Cependant, les prestations de pension considérées dans leur globalité (régime général et régimes spéciaux) affecteront négativement le patrimoine net des Administrations publiques avant même cette dernière date. A la disparition progressive des surplus du régime général va en effet

s'ajouter l'impact, sur l'endettement de l'Administration centrale, des charges additionnelles induites par les régimes spéciaux de pension. Dans ce contexte défavorable, la dette publique totale du Luxembourg dépasserait selon nos simulations le seuil fatidique des 60% du PIB dès 2019. Une petite économie ouverte exposée à nombre de chocs économiques potentiels ne peut absolument pas se permettre un tel dérapage. Elle ne peut davantage tolérer une convergence, aussi graduelle soit-elle, vers un tel ratio d'endettement.

Les finances publiques luxembourgeoises feront face à de considérables difficultés en l'absence d'une prompt réaction des autorités. La BCL encourage vivement celles-ci à définir dès que possible une stratégie précise de sortie de la crise budgétaire. Une telle stratégie doit comporter à la fois un assainissement des comptes de l'Administration centrale et des mesures freinant de façon décisive et structurelle la progression des transferts sociaux. Une stratégie ne reposant que sur l'un de ces éléments tout en ignorant l'autre serait vouée à l'échec. La stratégie de consolidation budgétaire devrait en outre reposer sur le triptyque suivant : (i) une plus grande transparence, notamment à travers une publication régulière des données de finances publiques mensuelles ou trimestrielles et une meilleure mobilisation de l'expertise disponible au Luxembourg ; (ii) l'annonce d'un calendrier précis de résorption des déficits de l'Administration centrale ; (iii) l'instauration dès que possible d'une norme de croissance des dépenses des Administrations publiques efficace et définie sur un horizon pluriannuel.

Un assainissement rapide des finances publiques reposant sur une maîtrise des dépenses courantes, notamment les transferts sociaux, s'impose particulièrement, d'autant que les multiplicateurs keynésiens relatifs à ces dépenses sont généralement faibles. Selon l'OCDE, les multiplicateurs de court terme de la consommation publique n'excèdent pas 0,4, 0,3 et 0,6 en Allemagne, en Belgique et en France, respectivement. Les multiplicateurs correspondants, relatifs aux transferts aux ménages, sont plus réduits encore du fait de l'importance des fuites à l'importation et à l'épargne. Toujours selon l'OCDE, ils se limiteraient à 0,3 en Allemagne, 0,2 en Belgique et 0,4 en France. Les multiplicateurs des dépenses courantes sont a fortiori réduits au Luxembourg, petite économie ouverte par excellence.

Dans ce contexte de multiplicateurs faibles, un ralentissement de la progression des dépenses courantes, notamment des transferts aux ménages, ne déprimerait que faiblement la demande agrégée, tout en contribuant à lever cette hypothèque que constituent, pour le dynamisme économique futur du Luxembourg, des finances publiques détériorées. Le traditionnel dilemme entre une politique contractionnelle d'une part et l'assainissement budgétaire d'autre part est plus ténu au Luxembourg que dans nombre d'autres pays de l'Union européenne. Dans un tel contexte, il importe de donner une priorité absolue à la stratégie de sortie de la crise budgétaire et de faire porter cette dernière sur les dépenses courantes, les multiplicateurs d'investissement étant généralement plus élevés.

L'inflation doit également faire l'objet d'une attention soutenue de la part des pouvoirs publics, qui doivent recourir avec parcimonie à la hausse des prix administrés et des impôts indirects. L'inflation est toujours relativement faible. Cependant, du fait de l'atténuation des effets de base négatifs liés aux produits pétroliers, le taux d'inflation annuel calculé sur la base de l'IPCN a connu une brusque accélération de 1,26% en novembre, en atteignant 1,34% contre 0,08% seulement en octobre. Selon l'indicateur rapide d'Eurostat, l'accélération correspondante se serait limitée à 0,7% dans la zone euro. L'inflation harmonisée serait en effet passée de -0,1% en octobre à 0,6% en novembre au sein de la zone.



Le marché du travail connaît également une franche dégradation. Ainsi, l'emploi salarié aurait selon les premières estimations accusé une légère diminution d'octobre 2008 à octobre 2009 (-0,1%). Il en résulte une progression du chômage au sens strict, dont le taux désaisonnalisé s'est établi à 5,9% en octobre, à comparer à 4,5% un an auparavant. Les projections de la BCL laissent augurer une nouvelle augmentation du chômage en 2010 et 2011, ce dernier atteignant respectivement 6,9 et 7,2% de la population active. Selon le plus récent communiqué d'Eurostat sur le chômage au sein de l'Union européenne, le Luxembourg n'était plus en octobre que le 6ème meilleur pays de l'Union en la matière, alors qu'il a longtemps occupé la tête du peloton. De surcroît, la différence entre le taux de chômage harmonisé de l'Allemagne et celui du Luxembourg est désormais inférieure à 1%, ce qui illustre davantage encore la fin de l'« exception luxembourgeoise » en matière de sous-emploi. La rigidité des salaires nominaux, que consacre notamment le mécanisme automatique d'indexation des salaires aux prix, concourt à accentuer la dégradation du marché du travail. En l'absence d'une adaptation suffisante par les prix (coûts salariaux), l'ajustement à la crise doit en effet s'opérer par les quantités, c'est-à-dire au détriment de l'emploi.

Analyses et actualités

Le présent Bulletin comporte une analyse détaillée portant sur la position extérieure nette du Luxembourg. Cette analyse montre que du fait notamment d'effets de valorisation, le solde positif de la position extérieure du Luxembourg s'est nettement détérioré, en atteignant 29,6 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 contre 35,7 milliards à l'issue de 2007. Le Bulletin 2009-3 renferme également les résumés non techniques de trois cahiers d'études (baisse du pouvoir de négociation des travailleurs et hausse des préretraites en Europe, analyse des comptes financiers des banques établies au Luxembourg, enquête sur les répercussions sur les entreprises de la crise économique et financière).

Outre de récents discours du Président de la BCL, le Bulletin publie aussi les exposés du Prof. Dr. Axel A. Weber, Président de la Deutsche Bundesbank, ainsi que de M. Durmus Yilmaz, Président de la Banque centrale de Turquie, à l'occasion d'une conférence organisée le 3 novembre 2009 par la BCL à Luxembourg sur la stabilité financière et la régulation bancaire en Allemagne et en Turquie.

Yves Mersch



1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	16
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	16
1.2	Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro	18
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	19
1.4	Les marchés boursiers	20
1.5	Les taux de change de l'euro	21
1.6	L'évolution des prix à la consommation	23
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	24
1.8	Les projections pour la zone euro	26
1.9	Le commerce extérieur	27
1.10	La balance des paiements	29
2	La situation économique au Luxembourg	31
2.1	L'évolution des prix et des coûts	31
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	31
2.1.2	Les prix à la production industrielle	36
2.2	L'industrie	37
2.3	La construction	38
2.4	Le commerce et les autres secteurs	39
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	40
2.6	Le marché du travail	42
2.7	Le secteur financier	52
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	52
2.7.2	L'effectif dans le secteur financier (ou établissements de crédit)	53
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	54
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	66
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	68
2.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	75
2.7.7	Les organismes de placement collectif	78
2.8	Le commerce extérieur	81
2.9	La balance des paiements	83
2.9.1	Le compte courant	83
2.9.2	Le compte financier	84
2.10	La croissance économique	90
2.11	Les projections macroéconomiques	91
2.12	Les finances publiques	100
2.12.1	Projet de budget 2010	100
2.12.2	Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections de la BCL	103
2.12.3	Croissance économique au Luxembourg : les conséquences structurelles de la crise du point de vue des finances publiques	107
2.12.4	La dette publique	111
2.12.5	Conclusions	112

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

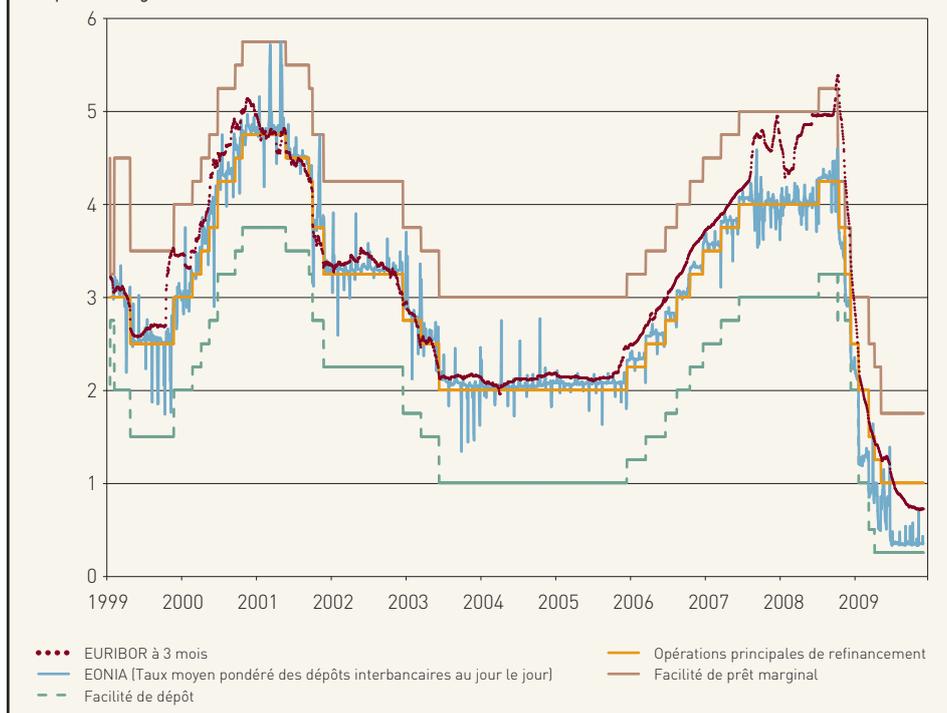
1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Depuis le dernier abaissement en mai 2009, les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés, le Conseil des gouverneurs de la zone euro ayant jugé que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement s'élève toujours à 1,00%, alors que ceux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent actuellement à respectivement 0,25% et 1,75%. A rappeler que depuis le 15 octobre 2008, les opérations principales de refinancement ainsi que les autres opérations de refinancement se font par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Ces mesures seront maintenues aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la troisième période de constitution de réserves de 2010, le 13 avril.

Outre les décisions sur la fixation des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs avait prévu d'effectuer trois opérations de refinancement à 12 mois ; deux des trois opérations ont été réalisées et la dernière est prévue pour le 16 décembre. Le taux pour cette troisième opération sera fixé au taux de soumission minimal moyen des opérations principales de refinancement pour toute la durée de cette opération. En ce qui concerne les opérations de refinancement à plus long terme du premier trimestre 2010, le Conseil des gouverneurs a décidé d'effectuer la dernière opération de refinancement de six mois le 31 mars 2010. Cette opération sera effectuée par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe et à hauteur des soumissions, tout comme les opérations mensuelles de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois déjà annoncées pour le premier trimestre 2010.

En juillet, l'Eurosystème a mis en œuvre son programme d'achat d'obligations sécurisées (« covered bonds ») d'un volume global de 60 milliards d'euros sur une période de douze mois. Au cours de cette période allant jusqu'au 27 novembre, l'Eurosystème a acheté des obligations d'achat d'une valeur nominale de 25,6 milliards d'euros.

Graphique 1
Évolution des taux directeurs de l'Eurosystème, de l'EONIA et de l'EURIBOR à 3 mois
(en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Bloomberg

En ce qui concerne l'évolution des prix, la progression annuelle moyenne de l'IPCH est devenue positive en novembre. En effet, selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a progressé de 0,6% en rythme annuel en novembre ; le taux d'inflation annuel s'éleva à -0,1% en octobre et à -0,3% en septembre. Ces taux d'inflation temporairement négatifs étaient essentiellement attribuables à des effets de base liés aux pics observés pour les cours des matières premières en 2008. En raison de ces mêmes effets de base, le taux annuel d'inflation est redevenu positif en novembre. Les évolutions à court terme ne sont toutefois pas pertinentes pour la politique monétaire et les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à moyen et long terme demeurent solidement ancrés à un niveau compatible avec la stabilité des prix. Les projections

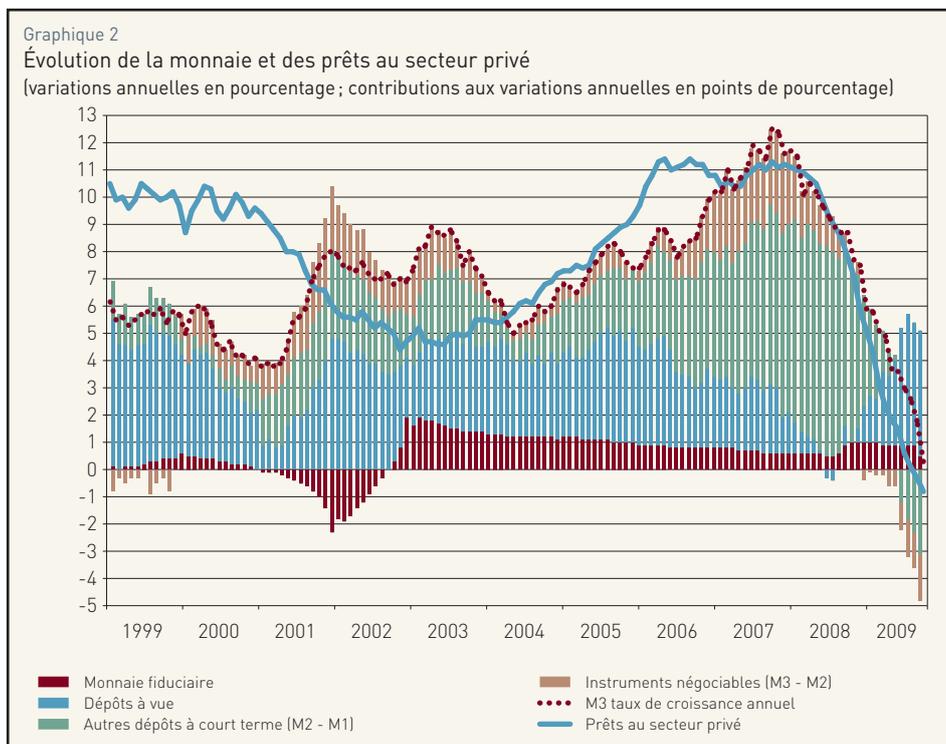
de décembre 2009 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH de 0,3% en 2009, entre 0,9% et 1,7% en 2010 et entre 0,8% et 2,0% en 2011. Par rapport à septembre, les fourchettes des projections relatives à l'IPCH pour 2010 sont restées largement inchangées.

Si au premier trimestre l'activité économique s'est encore contractée de -2,4% sur base trimestrielle, cette contraction est passée à -0,2% au deuxième trimestre ; d'après la première estimation d'Eurostat, le taux de croissance trimestriel s'éleva à 0,4% au troisième trimestre. Pour ce qui est du dernier trimestre, les données disponibles et les indicateurs tirés d'enquêtes continuent de faire état d'une amélioration de l'activité économique. Toutefois, l'incertitude demeure importante dans la mesure où un certain nombre d'éléments de soutien sont de nature temporaire ; l'économie de la zone euro devrait toutefois se redresser progressivement en 2010. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2009 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre -4,1% et -3,9% en 2009, entre 0,1% et 1,5% en 2010 et entre 0,2% et 2,2% en 2011. Par rapport à septembre, la fourchette de croissance prévue pour 2010 a été révisée en hausse. Selon le Conseil des gouverneurs, les risques pesant sur ces perspectives demeurent globalement équilibrés.

L'expansion des agrégats monétaires et du crédit a continué à décélérer. Les taux de croissance annuels de l'agrégat large (M3) et des prêts octroyés au secteur privé enregistrés en octobre, soit 0,3% et -0,8%, respectivement, sont les plus bas enregistrés depuis le début de la phase III de l'UEM. Ces décélérations concomitantes continuent de confirmer le diagnostic d'un rythme d'expansion monétaire sous-jacent modéré et de faibles tensions inflationnistes à moyen terme.

La croissance de M1 et de M3 continue de refléter la grille actuelle des taux d'intérêt. Si le faible écart entre les taux appliqués aux différents dépôts à court terme favorise les arbitrages en faveur des actifs les plus liquides inclus dans M1, la forte pente de la courbe des rendements encourage des mouvements de report au détriment de M3 vers les dépôts à long terme et les titres ne faisant pas partie de M3. Il convient également de mentionner que des effets de base liés à l'intensification des turbulences financières en automne 2008 ont pesé sur les taux de croissance annuels de M3 les deux derniers mois. Ainsi, c'est surtout l'agrégat étroit (M1) qui affiche une croissance annuelle substantielle. En effet, M1 s'est accru de 11,8% sur base annuelle en octobre, contribuant 5,1 points de pourcentage à la progression annuelle de M3 ; en guise de comparaison, la contribution des « autres dépôts à court terme » (M2-M1) fut de -3,1 points.

La contribution des « instruments négociables » (M3-M2) est négative depuis le début de l'année, pour partie en raison d'un net recul de l'émission de titres de créance d'une échéance inférieure ou égale à deux ans ; effectivement, le taux de croissance annuel des titres de créance fut de -49,2% en octobre.



Quant aux contreparties de M3, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé a poursuivi sa tendance baissière pour devenir négatif en septembre et en octobre. Les prêts aux sociétés non-financières se sont repliés de -1,2% sur base annuelle en octobre. La progression annuelle des crédits à la consommation fut légèrement négative entre avril et octobre, période lors de laquelle celle des crédits à l'habitat fut également négative ou proche de zéro.

1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT DES IFM DE LA ZONE EURO

Le taux principal de refinancement de l'Eurosystème, qui atteint 1,00%, n'a pas été modifié depuis le 13 mai 2009. Néanmoins, les taux d'intérêt proposés par les banques de la zone euro ont poursuivi leur décline, durant cette période de statu quo, sous l'effet de taux en baisse sur le marché monétaire.

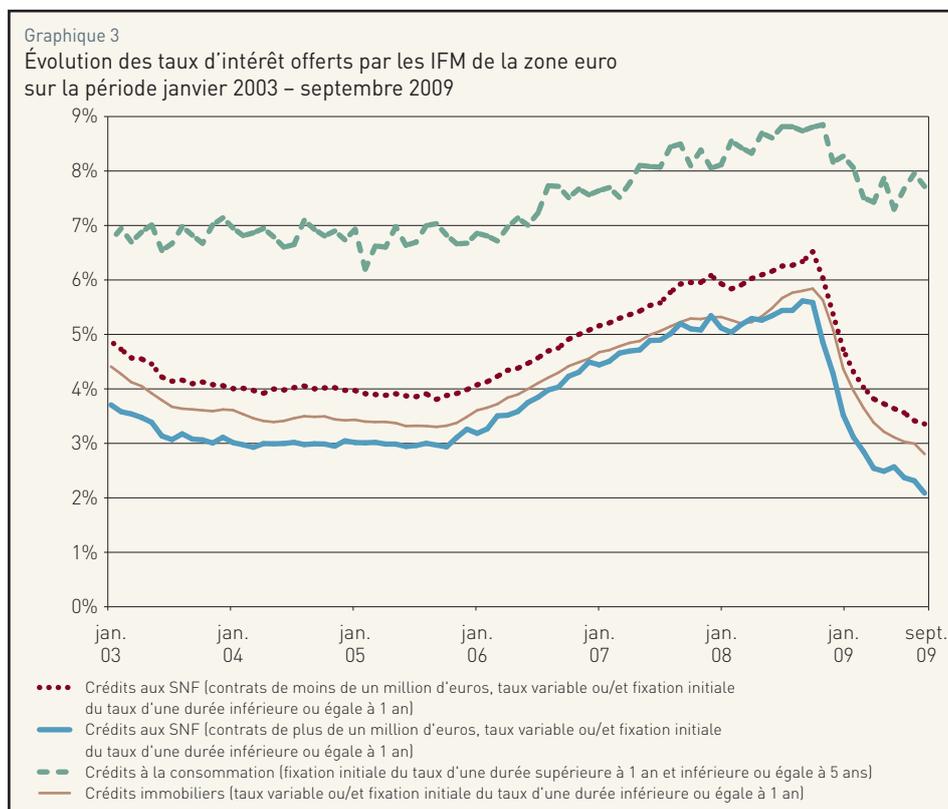
Le coût des crédits immobiliers proposés par les banques à leur clientèle de la zone euro, était en baisse de 228 points de base entre décembre 2008 (5,09%) et septembre 2009 (2,81%). Au cours du seul troisième trimestre 2009, la baisse observée était de 31 points de base.

Les crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, ont connu une évolution plutôt singulière. En effet, après des baisses régulières au premier semestre 2009, de 7,03% en décembre 2008 à 6,36% en juin 2009, le troisième trimestre s'est trouvé caractérisé par une hausse de 12 points de base, portant le coût de ces crédits à 6,48% en septembre 2009.

En outre, depuis plusieurs mois, l'attention des observateurs et du public se porte sur la capacité des banques à financer l'économie. A cet égard, l'évolution des taux d'intérêt offerts aux sociétés non financières (SNF), tout comme celle des volumes de nouveaux contrats correspondants, revêt une importance particulière.

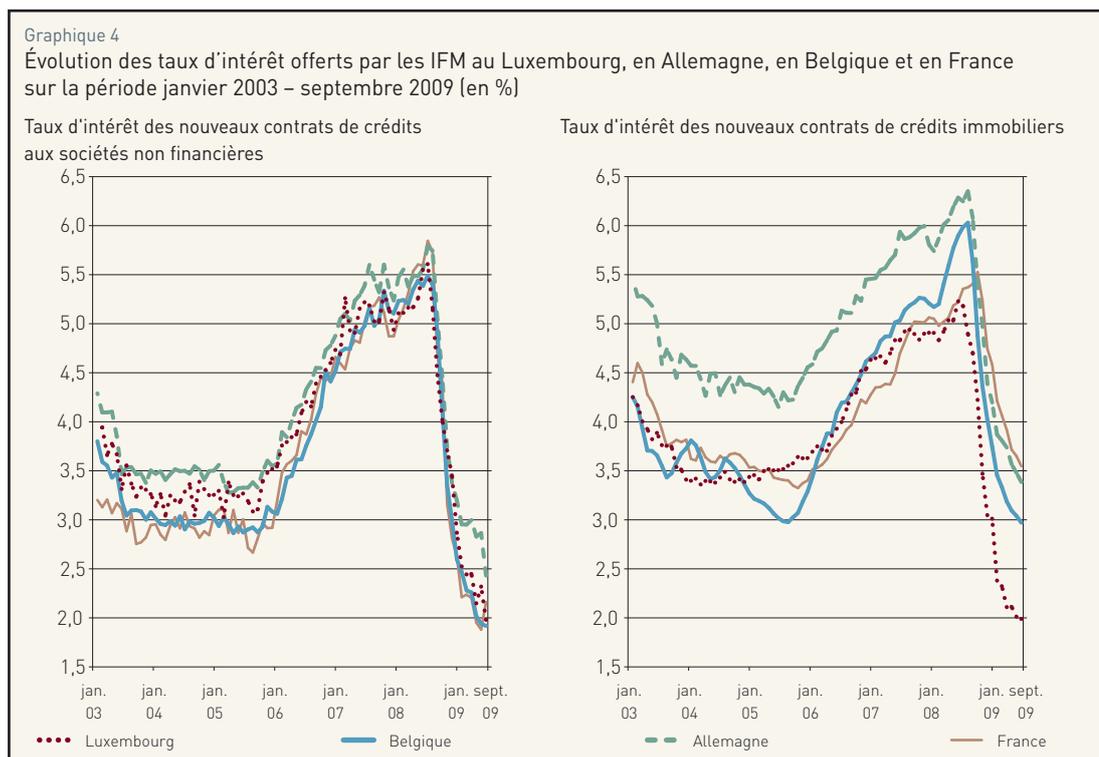
Durant la période allant de décembre 2008 à septembre 2009, le coût des crédits aux SNF, correspondant à des prêts d'un montant unitaire inférieur à un million d'euros, était en recul de 202 points de base, passant de 5,38% à 3,36%. Le coût des contrats de plus d'un million d'euros affichait une baisse de 219 points de base, de 4,28% à 2,09%.

Parallèlement, les volumes des nouveaux contrats, qu'il s'agisse de la partie supérieure ou de la partie inférieure à un million d'euros, évoluent de manière très erratique. Néanmoins, si l'on exclut le mois d'août, au cours duquel les transactions sont traditionnellement faibles, il apparaît que le mois de septembre 2009 a été particulièrement peu dynamique avec un total de 286,5 milliards d'euros de nouveaux contrats. Ce chiffre est à comparer aux 364,7 milliards d'euros atteint en septembre 2008.



Source : BCE

Qu'il s'agisse des taux d'intérêt portant sur des crédits immobiliers ou des crédits aux sociétés non financières, la zone euro affiche de fortes disparités. Ainsi, les écarts-types de ces deux séries (crédits immobiliers et crédits aux sociétés non financières) prenaient des valeurs respectives de 63 et 110 points de base en septembre 2009. Bien entendu, l'importance de cette dispersion varie dans le temps et doit être interprétée à l'aune des différences de vitesse de transmission de la politique monétaire aux taux des banques au sein des pays composant la zone.



Source: BCE

La baisse de rémunération des dépôts à terme des ménages a atteint 214 points de base sur la période décembre 2008 (3,75 %) et septembre 2009 (1,61 %). Celle des dépôts des sociétés non financières était de 218 points de base (de 2,87 % à 0,69 %).

1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Les rendements des Bons du Trésor à 10 ans dans la zone euro et aux États-Unis ont légèrement fléchi depuis la fin-août, ces derniers s'établissant respectivement à 3,57 % et 3,20 % au 30 novembre 2009. Le différentiel de rendement des titres publics à long terme entre la zone euro et les États-Unis s'est inscrit aux alentours de 40 points de base, alors que dans le même temps, l'écart de rendement dans la zone euro entre les obligations à dix ans et celles à deux ans est resté globalement inchangé.

Au cours de la période étudiée, les rendements obligataires dans la zone euro et aux États-Unis se sont dans l'ensemble caractérisés par une relative stabilité et ce, en dépit d'une offre soutenue de titres de dette publique de part et d'autre de l'Atlantique. La capacité du marché à absorber ces émissions de titres a notamment été favorisée par la politique monétaire accommodante et les mesures non conventionnelles adoptées par les principales banques centrales. Le maintien anticipé des taux d'intérêt directeurs à un niveau très bas pour une période prolongée, associé à des anticipations inflationnistes contenues, a par ailleurs amené les investisseurs (et plus particulièrement les banques) à diversifier leur portefeuille

d'obligations en faveur de rendements de plus long terme. Le programme de rachats de bons du Trésor par la Fed de 300 milliards de dollars, qui a également contribué au maintien des taux d'intérêt de long terme à un bas niveau, a quant à lui pris fin le 29 octobre, la banque centrale américaine n'ayant pas pris la décision de le prolonger lors de sa dernière réunion de novembre.



Sources : BCE, Bloomberg

L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro est quant à lui resté globalement inchangé au cours de la période étudiée, se maintenant de ce fait à un niveau historiquement élevé. Enfin, les écarts de rendement des différents pays de la zone euro, après s'être significativement résorbés depuis le point culminant atteint au début de l'année 2009, n'ont toujours pas retrouvé leur niveau d'avant crise, notamment en ce qui concerne la Grèce et l'Irlande qui continuent de se distinguer par des coûts d'emprunts relativement importants. Dans un contexte marqué par la baisse des primes de liquidité sur les marchés obligataires, ces écarts persistants reflètent essentiellement les primes de risque relatives à la qualité

de la signature des émetteurs souverains, comme en témoigne l'évolution récente du rendement sur les titres de dette à 5 ans émis par l'Etat luxembourgeois. Dans ce contexte d'amélioration globale sur les marchés financiers et des banques en particulier, l'écart de rendement entre l'Allemagne et le Grand-Duché, qui était encore de 81 points de base au 1^{er} mars 2009, s'est en effet réduit de manière significative pour s'établir à moins de 13 points de base au 30 novembre 2009. Le Luxembourg se situe ainsi, au 30 novembre 2009, en deuxième position des pays de la zone euro, avec un rendement de 2,36% contre 2,23% pour l'Allemagne, 2,37% pour la France et 2,69% pour la Belgique.

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 ont connu des évolutions divergentes. Alors que le Dow Jones EURO STOXX et le S&P 500 ont respectivement affiché des gains de 0,97% et 7,35% entre le 31 août et le 30 novembre 2009, le Nikkei 225 s'est quant à lui illustré par une baisse de -10,93%, du fait de l'impact de l'appréciation du taux de change Yen/USD sur les profits des entreprises nippones. La progression des indices européens et américains, qui s'est par ailleurs accompagnée d'un regain de la volatilité sur les marchés boursiers, a de ce fait permis de poursuivre le mouvement de reprise qui avait été amorcé depuis le creux atteint au début du mois de mars.

Dans la continuité de la forte hausse enregistrée depuis le début du mois de mars, les principaux indices boursiers dans la zone euro et aux Etats-Unis ont poursuivi leur ascension au cours du mois de septembre. Les investisseurs ont en effet affiché un comportement optimiste en réagissant favorablement aux bonnes nouvelles macroéconomiques et aux résultats publiés par les entreprises. Ce rallye haussier, par ailleurs

favorisé par un environnement marqué par l'abondance de liquidité à bon marché, a cependant ensuite cédé la place, au cours de la deuxième moitié du mois d'octobre, à un mouvement de correction alimenté par des prises de bénéfices, les mauvaises nouvelles sur le front de l'emploi et de la consommation aux Etats-Unis ayant ravivé les incertitudes relatives à la sortie de la récession.

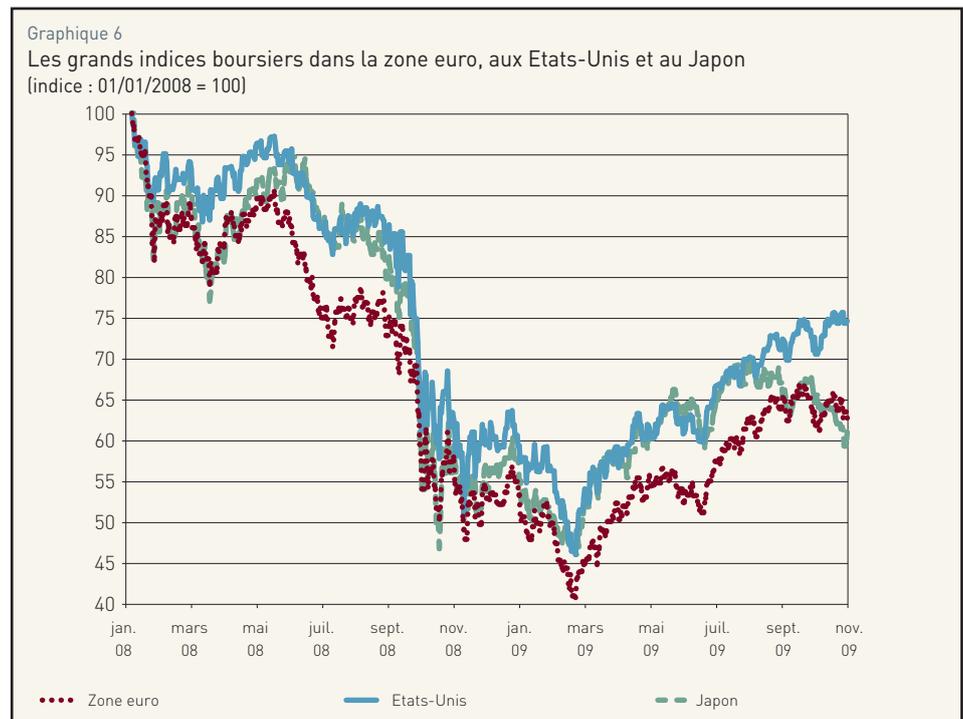
L'indice américain et celui de la zone euro ont toutefois poursuivi leur rebond en novembre, soutenus par des indicateurs macroéconomiques globalement rassurants sur le front de l'activité économique. Cette tendance à la hausse ne s'est toutefois pas poursuivie jusqu'à la fin de la période sous revue. Dans la deuxième moitié du mois de novembre, les principaux indices boursiers se sont repliés lorsque l'émirat de Dubaï a demandé un moratoire de six mois aux créanciers de son groupe phare, Dubaï World. Néanmoins, la transition vers un sentiment de sortie de crise a permis aux investisseurs de renouer avec la confiance en adoptant une attitude favorable à la prise de risque, phénomène qui s'est notamment traduit par un

retour des opérations de fusion-acquisition dans plusieurs secteurs. Dans cette perspective, la poursuite de la progression des indices boursiers au cours des prochains mois devrait être largement tributaire du caractère soutenable de la reprise économique, ce dernier pouvant toutefois être entaché par les risques liés à l'impact de la baisse du prix de l'immobilier commercial et la faiblesse des marges de manœuvre de la politique budgétaire.

1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre le 31 août et le 30 novembre 2009, 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 poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé en début d'année, retrouvant ainsi son plus haut niveau historique en raison, notamment, du niveau de la monnaie unique par rapport à la livre sterling. Les fluctuations du TCEN de l'euro ont par ailleurs enregistré une volatilité moindre en comparaison avec les mois précédents, reflétant ainsi la plus grande stabilité de l'environnement économique international. Sur l'ensemble de la période étudiée, la monnaie unique s'est appréciée vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling, du yuan, de la couronne tchèque, du zloty polonais, du forint hongrois, du leu roumain et de la couronne suédoise, mais a en revanche connu une légère dépréciation face au franc suisse.

Depuis la fin du mois d'août 2009, le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain a poursuivi le mouvement d'appréciation qui avait été entamé au début du mois de mars, ramenant ainsi le cours de la monnaie unique par rapport au billet vert aux alentours de 1,50USD/€. La remontée du prix du baril de pétrole, les mesures non conventionnelles de la Fed marquées notamment par le programme de rachats



de bons du Trésor américains et la volonté de diversification des réserves de change des banques centrales, ont certes alimenté la tendance baissière du billet vert face à la devise européenne, mais le rebond de l'euro face au dollar américain s'explique aussi par le recul de l'aversion au risque et son corollaire, le retour des flux de capitaux vers les pays émergents. Le maintien des taux d'intérêt américains à un niveau proche de zéro pendant une période que la Fed déclare prolonger et la baisse de la volatilité des taux de change ont par ailleurs nourri les opérations de portage des investisseurs, le dollar devenant une monnaie de financement de référence pour ces opérations destinées à profiter des différentiels de rendement à court terme. Au 30 novembre 2009, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,50 USD, à un niveau supérieur de près de 1,25 % par rapport à sa moyenne de 2008.



Sources : BCE, Bloomberg

Au cours de la période étudiée, le taux de change de l'euro vis-à-vis du franc suisse est resté relativement stable, ce qui trouve principalement son origine dans le cadre des mesures non conventionnelles de la Banque Nationale de Suisse, celle-ci ayant adopté une politique d'intervention sur le marché des changes destinée à enrayer l'appréciation du franc suisse face à l'euro. De son côté, la livre sterling a tout d'abord continué son mouvement de dépréciation par rapport à l'euro en septembre, avant de s'apprécier de nouveau durant le mois d'octobre, et ce en dépit des inquiétudes relatives aux perspectives macroéconomiques et à la situation du secteur financier en Grande-Bretagne. Les mesures d'assouplissement quantitatif mises en œuvre par la Banque

d'Angleterre, avec un montant total d'achat de titres de dette publique porté récemment à 200 milliards de livres sterling, ne se sont ainsi pas traduites par un affaiblissement significatif de la monnaie britannique. Au 30 novembre 2009, l'euro s'échangeait tout de même contre 0,91 livre sterling, à un niveau supérieur de presque 15 % par rapport à sa moyenne de 2008.

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 au cours de la période étudiée et ce, malgré la situation économique préoccupante dans les pays baltes. 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), ont dans l'ensemble enregistré un mouvement de correction après avoir bénéficié, depuis le mois de mars, d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs internationaux. Le zloty polonais, la couronne tchèque et le forint hongrois se sont ainsi respectivement dépréciés de 1,53 %, 2,67 % et 0,66 % par rapport à l'euro entre le 31 août et le 30 novembre 2009.

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), après avoir atteint un pic historique avec 4 % en juin et juillet 2008, s'est inscrite en baisse pour tomber à -0,4 % au troisième trimestre 2009. Au mois d'octobre 2009, le taux d'inflation, à -0,1 %, est resté négatif, bien qu'en accélération par rapport au -0,7 % observé en juillet 2009, un niveau historiquement bas pour la série de l'IPCH. Le renversement de la tendance des prix à la consommation résulte du recul de l'inflation des produits énergétiques et d'une baisse généralisée de l'inflation des autres biens et services.

En effet, après son sommet de 17,1 % en juillet 2008, le taux de variation annuel des prix de l'énergie s'est modéré d'abord pour muter ensuite en un recul de l'ordre de 11,9 % au troisième trimestre 2009 à la suite de la forte baisse du cours du pétrole depuis août 2008. Si les prix de l'énergie avaient atteint leur creux en début d'année 2009 pour se stabiliser puis remonter par la suite, leurs taux de variation annuels ont tout de même continué à baisser jusqu'au mois de juillet en raison des effets de base qui sont restés favorables.

Un ralentissement de l'inflation s'observe aussi au niveau des autres composantes de l'indice des prix à la consommation. Ainsi, les taux annuels des prix des produits alimentaires ont reculé suite à la dissipation du choc sur les prix des matières premières alimentaires telles que le blé et le lait. Alors que l'inflation des produits alimentaires traités a été de 7,2 % en juillet 2008, elle est tombée à 0,6 % au troisième trimestre 2009 pour s'établir à 0,3 % en octobre 2009. De même, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, ayant atteint son pic de 4,4 % en juillet 2008, a progressivement diminué au cours des derniers mois. Depuis juillet 2009, les prix s'affichent aussi en baisse par rapport à l'année passée.

Avec l'entame de la récession, l'inflation des prix des produits manufacturés, hors énergie, s'est d'abord avérée résiliente. Son processus de la désinflation s'est par contre récemment accéléré puisque le taux annuel est passé de 1,0 % en octobre 2008 à 0,5 % au troisième trimestre 2009. Ceci s'explique par le contexte général morose ainsi que par les effets indirects des fortes baisses des prix de l'énergie intervenues depuis la mi-2008 et ayant une incidence différée sur les coûts de production. Le rythme annuel des prix des services a aussi baissé fortement, passant de 2,6 % au cours du deuxième semestre 2008 à 1,2 % au troisième trimestre 2009, essentiellement à la suite d'une évolution plus modérée des salaires.

Tableau 1

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

	2007	2008	2009-T1	2009-T2	2009-T3	oct-09
IPCH global	2,1	3,3	1,0	0,2	-0,4	-0,1
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	2,8	0,8	-1,2	-1,6
Produits alimentaires transformés	2,8	6,1	2,1	1,1	0,6	0,3
Produits manufacturés hors énergie	1,0	0,8	0,7	0,7	0,5	0,3
Energie	2,6	10,3	-6,1	-10,7	-11,9	-8,5
Services	2,5	2,6	2,2	2,2	1,8	1,8
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,4	1,6	1,5	1,2	1,0

Source : Eurostat



Dans le contexte du fort recul de l'inflation globale, les perceptions qualitatives d'inflation des ménages telles que recensées par l'enquête auprès des consommateurs ont fortement diminué depuis la mi-2008 pour atteindre au mois de septembre 2009 un nouveau creux historique. Les anticipations d'inflation des consommateurs se sont également fortement repliées. Depuis avril 2009, les consommateurs anticipent aussi que les prix vont baisser au cours des 12 prochains mois, une tendance qui s'est d'ailleurs renforcée au mois d'août lorsque les anticipations ont atteint leur plus bas depuis la compilation de la série. Pourtant, ces anticipations de prix à la baisse, qui s'avèrent plus intenses que lors du ralentissement conjoncturel précédent, seront sans doute de courte durée. Si l'inflation a été négative au cours des derniers mois, elle devrait en effet avoir atteint le creux du cycle et remonter prochainement. Ainsi, selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation deviendrait à nouveau positive en novembre pour s'établir autour de 0,6%. Pour les mois subséquents, les taux d'inflation devraient aussi s'inscrire sur une pente ascendante. D'une part, le prix du pétrole s'est rapproché des 80\$/bl, comparé à un prix moyen de 42\$/bl en décembre 2008. D'autre part, l'inflation avait atteint son sommet en juillet 2008, entraînant pour les 12 mois suivants des effets de base favorables dans le calcul des taux de variation annuels. Ces effets continueront à se dissiper graduellement, ce qui agit dans le sens d'une remontée des taux d'inflation.

Selon les récentes projections des services de l'Eurosystème, l'inflation atteindrait son creux en 2009 avant de rebondir par la suite. La progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'établirait autour de 0,3% en 2009, contre 3,3% en 2008. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir respectivement entre 0,9% et 1,7%. Comparé à l'exercice de septembre 2009, les projections sont restées pratiquement inchangées.

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

L'activité économique de la zone euro s'est améliorée au troisième trimestre 2009. Selon la première estimation d'Eurostat, le PIB réel a progressé de 0,4% en glissement trimestriel. Ceci revient à la première variation positive depuis le premier trimestre 2008. En termes annuels, le PIB affiche une chute de la production de l'ordre de 4,1%, ce qui signifie une légère amélioration par rapport aux deux trimestres précédents (-5 et -4,8%, respectivement). Tandis que la consommation privée a baissé à nouveau après une stagnation au cours du trimestre précédent, les investissements ont, pour la deuxième fois de suite, ralenti leur baisse (de -1,7% à -0,4%). La consommation publique a confirmé sa tendance à la hausse (0,5% après 0,6%), ce qui reflète, en partie, la politique contra-cyclique des gouvernements face à la crise.

Après 5 trimestres de baisse ininterrompue du volume des biens et services exportés, le niveau des exportations a pour la première fois dépassé le volume correspondant de la période précédente (+2,9%). Ainsi ce sont les exportations et la variation des stocks dont les contributions à la croissance sont les plus importantes. En effet, l'épuisement progressif des stocks au premier et au deuxième trimestre ont mené à une situation dans laquelle la production courante réagit plus fortement aux variations de la demande totale. En ce qui concerne les exportations nettes, leur contribution, bien que positive, a baissé suite à une augmentation des importations (engendrée par la reprise de la demande intérieure comme des exportations).

Il convient de garder à l'esprit que la quasi-stabilisation de l'activité économique entre avril et juin ainsi que la légère reprise entre juillet et septembre sont largement la résultante d'importants stimuli fiscaux, financiers et monétaires. Ceux-ci ont, entre autres, déclenché des évolutions non-soutenables du côté des finances publiques (déficits excessifs dans la plupart des pays de la zone euro, augmentations fulgurantes de la dette publique). Ces déficits devront être reconduits à l'avenir, ce qui

privera évidemment la conjoncture de la zone euro de l'apport positif que représentent aujourd'hui les politiques fiscales expansives. Une situation similaire se présente sur le front des taux directeurs de l'Eurosystème.

Tableau 2

Croissance du PIB réel et contributions à la croissance (variations trimestrielles, respectivement en points de pourcentage)

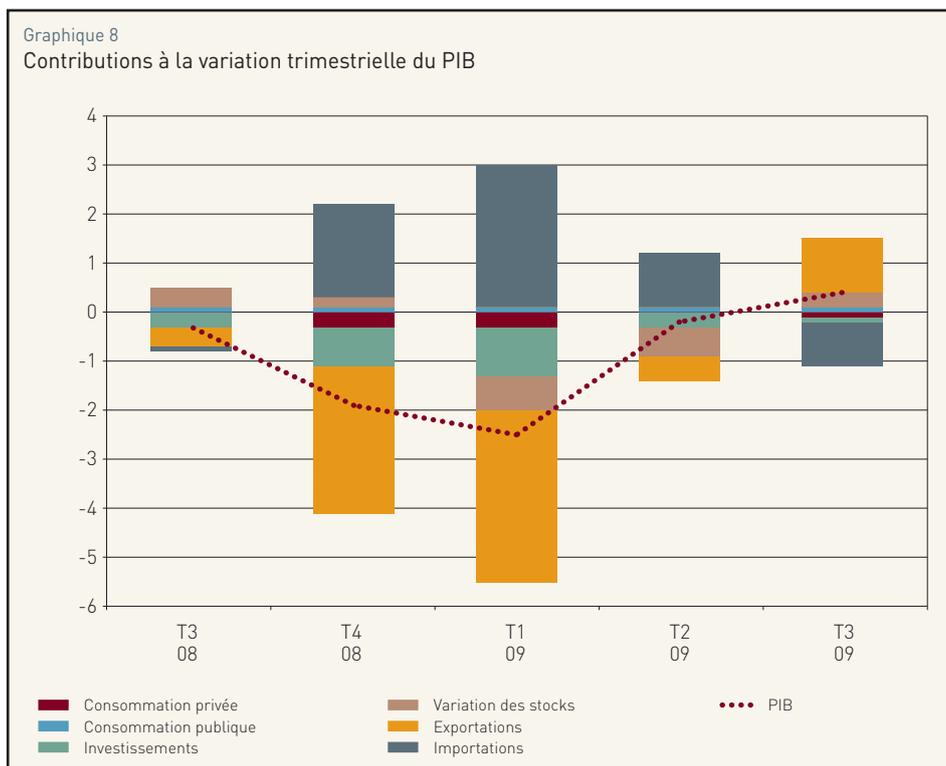
	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4	09-T1	09-T2	09-T3
PIB réel	0,7	-0,3	-0,3	-1,9	-2,4	-0,2	0,4
Demande intérieure (en pp)	0,5	-0,5	0,2	-0,8	-1,9	-0,8	0,2
Dont : variation des stocks (en pp)	0	-0,2	0,4	0,2	-0,7	-0,6	0,3
Consommation privée	0,1	-0,3	0	-0,5	-0,5	0	-0,2
Consommation publique	0,4	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Investissements	1,1	-1,3	-1,5	-3,8	-4,9	-1,7	-0,4
Exportations nettes (en pp)	0,2	0,2	-0,5	-1,1	-0,6	0,6	0,2
Exportations	1,6	-0,3	-1	-7,2	-8,7	-1,3	2,9
Importations	1,2	-0,8	0,3	-4,8	-7,4	-2,9	2,6

Source : Eurostat

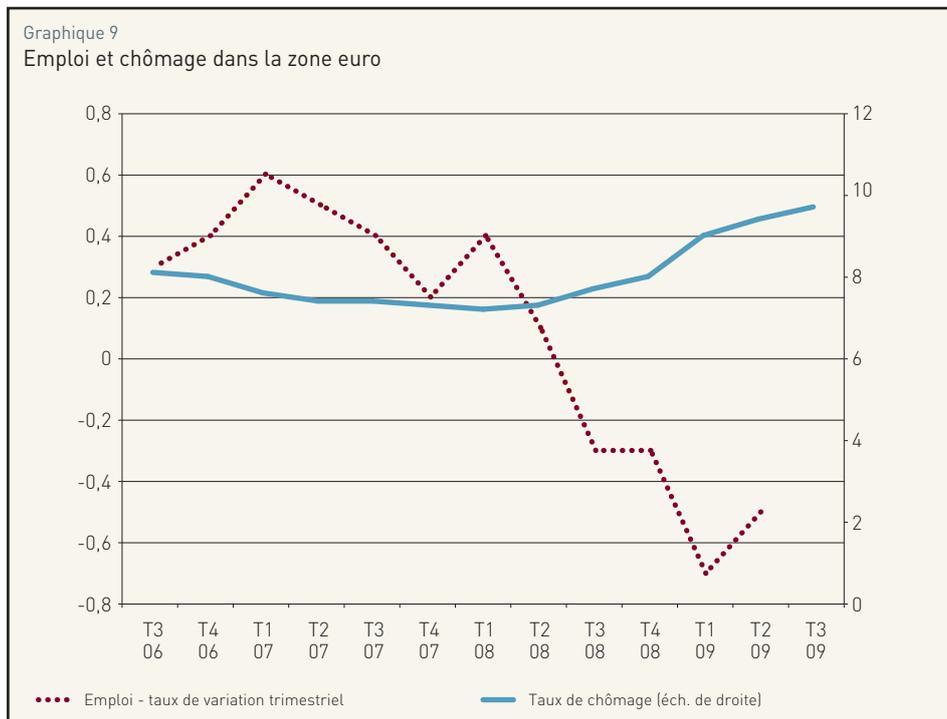
Si les premiers signes d'une stabilisation voire d'une légère reprise de la production ont émergé, la situation sur le marché de l'emploi continue par contre à se dégrader. La croissance de l'emploi avait ralenti à partir du deuxième trimestre 2008 pour se replier ensuite. La dégradation s'est accentuée en 2009 et, au premier trimestre, le recul s'est chiffré à 0,7%, portant la perte d'emplois à -1,3% sur un an. L'affaissement actuel de l'emploi s'annonce pire que le recul connu lors de la récession de 1992-1993.

La hausse simultanée du chômage n'est donc pas surprenante. Après avoir baissé de 9,0% en janvier 2005 à 7,2% en fin d'année 2007, le taux de chômage

s'est remis à augmenter depuis le deuxième trimestre 2008 pour passer à 8,2% en fin d'année 2008. Cette ascension s'est poursuivie en 2009 et, selon les dernières données disponibles, il s'est fixé à 9,7% en septembre 2009, donc à un niveau plus élevé que ceux atteints lors du cycle conjoncturel précédent. Etant donné les décalages habituels entre les variations des volumes de production, d'une part, et les heures prestées et le chômage d'autre part, la situation morose sur le marché de l'emploi persistera, voire même s'aggravera au cours des prochains trimestres.



Graphique 9
Emploi et chômage dans la zone euro



Source : Eurostat

Pourtant, compte tenu de la dimension inégalée du recul de l'activité économique, le recul de l'emploi est modéré. Les entreprises européennes ont réagi à la crise avec une thésaurisation du facteur travail. Concrètement, une certaine quantité de contrats à temps plein ont pu être transformés en contrats à temps partiel. En effet, entre le deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre de l'année courante, le poids relatif des contrats à temps partiel a augmenté de 0,4 pp à 20% dans la zone euro¹. De plus, le nombre d'heures supplémentaires a été réduit. Ceci trouve son reflet dans une réduction du temps de travail par semaine de 0,7 heure en moyenne pour les salariés à temps plein. Dans certains pays, des mesures de chômage partiel, avec le soutien financier des gouvernements respectifs, ont permis aux entreprises de freiner les licenciements.

Nonobstant ces constats relativement positifs et malgré la légère reprise du PIB, les trimestres à venir s'annoncent difficiles pour le marché du travail. D'une part parce qu'une partie des mesures énumérées – comme le chômage partiel – sont en principe de caractère temporaire et, d'autre part, parce que le marché du travail suit avec un certain délai l'évolution de la production. A titre d'illustration, le second trimestre 2009, marqué par un recul de l'activité plutôt léger (-0,2%), a vu pourtant une baisse plus prononcée de l'emploi (-0,5), et ceci pour la première fois depuis le début de la crise.

1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Les dernières projections macroéconomiques des organisations internationales se caractérisent par des révisions successives à la hausse. Les exercices les plus récents font ainsi état d'une amélioration des perspectives de croissance.

Les récentes projections établies par les services de l'Eurosystème (publiées le 3 décembre), tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume comprise entre -4,1 % et -3,9 % en 2009, entre +0,1 % et +1,5 % en 2010 et entre +0,2 % et +2,2 % en 2011. Par rapport aux projections macroéconomiques des experts de la BCE de septembre 2009, le point central de la fourchette de croissance projetée a été très légèrement révisé à la hausse pour 2009. De même, la fourchette de croissance pour 2010 a été révisée en hausse.

1 Selon Eurostat [Enquête des forces de travail]

Tableau 3
Projections macroéconomiques pour la zone euro (en taux de variation annuel)

	2009	2010	2011
PIB réel - FMI	-4,2	0,3	1,3
PIB réel - OCDE	-4,0	0,9	1,7
Projections de l'Eurosystème			
PIB réel	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
Consommation privée	-1,2 - -1,0	-0,2 - 0,8	0,2 - 1,8
Investissement	-11,3 - -10,5	-3,1 - -0,1	-0,4 - 1,8
Consommation publique	2,2 - 3,0	0,5 - 1,7	0,4 - 1,8
Exportations	-14,5 - -12,5	0,6 - 5,6	0,7 - 6,5
Importations	-12,6 - -11,0	0,4 - 4,6	0,8 - 5,4

Source : BCE, FMI, OCDE

En 2009, toutes les composantes du PIB - à l'exception de la consommation publique - évolueraient de manière négative. En 2010 par contre, les points centraux des fourchettes de projection prennent des valeurs positives (sauf celui relatif à l'investissement). Cette tendance légèrement positive se confirmerait alors en 2011. Néanmoins, le niveau du PIB en 2011 resterait largement en dessous de la valeur correspondante enregistrée avant la crise. De plus, la croissance projetée du PIB resterait en 2011 largement en dessous de la croissance potentielle de la zone euro d'avant la crise.

Pour ce qui est des risques entourant les projections de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs estime qu'ils apparaissent plutôt équilibrés. S'agissant des aspects positifs, les effets des vastes plans de relance macroéconomique et des autres mesures prises par les autorités pourraient être plus importants que prévu. L'amélioration de la confiance pourrait également se poursuivre et les échanges extérieurs se redresser plus fortement que prévu. En revanche, des inquiétudes subsistent quant à des interactions négatives plus fortes ou plus durables qu'attendu entre l'économie réelle et le secteur financier, à de nouvelles hausses des cours du pétrole et des autres matières premières, à l'intensification des pressions protectionnistes et à la possibilité de fluctuations déstabilisatrices des marchés liées à la correction des déséquilibres mondiaux.

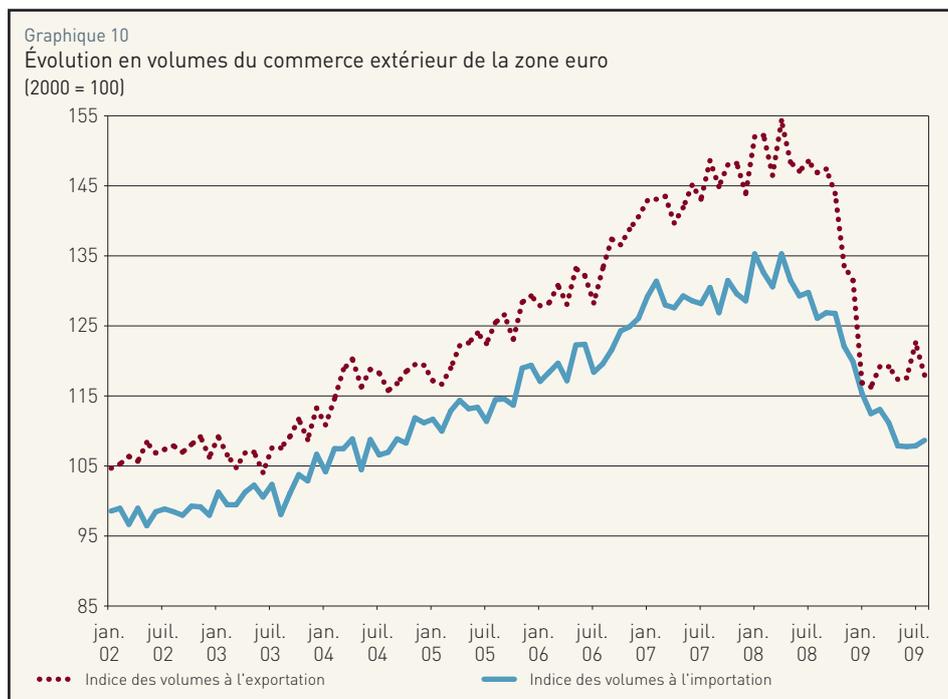
1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur de la zone euro continue à se détériorer sous les effets négatifs de la crise économique internationale. Les exportations de biens ont ainsi chuté successivement de 21 %, de 23 % et de 19 % au premier, au deuxième et au troisième trimestre 2009 par rapport aux trimestres correspondants de 2008. Les exportations s'étaient déjà réduites de 5 % au dernier trimestre de l'année 2008, sous l'effet d'une chute soudaine de la demande mondiale. L'évolution de l'indice des volumes montre que cette baisse a débuté au second trimestre 2008 et qu'elle s'est intensifiée particulièrement entre septembre 2008 et février 2009, dans le sillage de la crise financière internationale (voir graphique). Depuis mars 2009, on constate toutefois une relative stabilisation, voire une hausse, de l'indice des volumes à l'exportation. Quant à l'indice des prix à l'exportation, sur les huit² premiers mois de 2009, il affiche une baisse limitée à 1 %.

S'agissant des importations de la zone euro, leur recul en termes nominaux intervenu depuis le dernier trimestre 2008 (-2 % en rythme annuel) s'est intensifié au premier trimestre 2009 (-20,8 %), au deuxième trimestre (-27 %) et au troisième trimestre 2009 (-26,5 %). L'évolution de l'indice des volumes indique également une baisse régulière des importations à partir du deuxième trimestre de 2008. Cette baisse atteint 15,8 % sur les huit premiers mois de 2009 par rapport à la période correspondante de 2008. Tout comme pour l'indice des volumes à l'exportation, l'évolution de l'indice des volumes à l'importation semblent mon-

2 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données de septembre 2009 relatives aux indices du commerce n'étaient pas disponibles.

trer un point d'inflexion vers la fin du second trimestre 2009. Par ailleurs, l'indice des valeurs unitaires à l'importation s'est contracté de 9,8% sur les neuf premiers mois de 2009, contribuant de ce fait à une amélioration de 8,7% dans les termes de l'échange.



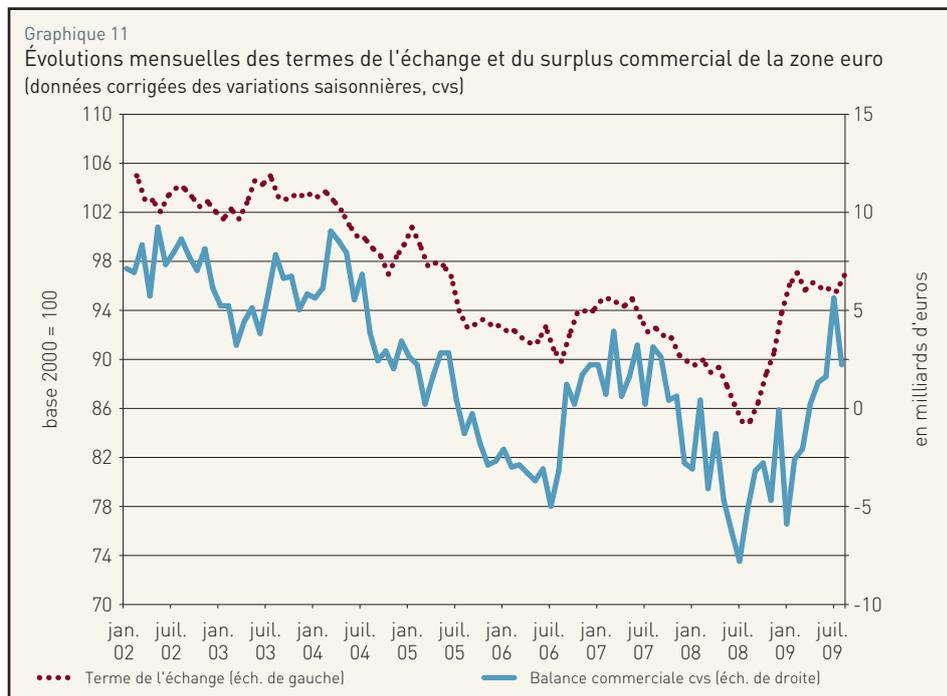
Malgré ces importantes contractions observées dans les exportations et dans les importations de biens, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un surplus cumulé de 10,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2009 comparé à un déficit de 45 milliards sur la même période de 2008. Cette embellie est intervenue depuis le second trimestre 2009, après cinq trimestres successifs (à partir du premier trimestre 2008) durant lesquels la zone euro a enregistré un solde négatif de son commerce extérieur. Cette évolution positive est liée en grande partie aux développements dans les termes de l'échange (voir graphique) qui se sont récemment améliorés suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. La

répartition du solde commercial par principale catégorie de biens montre d'ailleurs une baisse de 40% du déficit dans les produits énergétiques qui atteint 148 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009. Le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est lui aussi fortement contracté sur la même période (-51% à 13,6 milliards d'euros).

Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce de machines et véhicules s'est contracté de 39% à 90 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009. Le surplus sur les produits chimiques s'est réduit légèrement (-2,4%) à 65 milliards. En revanche, l'excédent sur les produits manufacturés classés d'après la matière première a progressé de 47% à 30,6 milliards d'euros.

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des surplus vis-à-vis de presque tous les partenaires avec lesquels les échanges restent habituellement excédentaires: le Royaume-Uni (-27% à 32 milliards d'euros sur les huit³ premiers mois de 2009), la Pologne (-50% à 10 milliards), la Roumanie (-66% à 3 milliards), les États-Unis (-36% à 25 milliards sur les neuf premiers mois de 2009), la Suisse (-23% à 10 milliards) et la Turquie (-37% à 5 milliards d'euros). Les déficits commerciaux se sont réduits également dans les échanges avec la Chine (-20% à 68 milliards sur les neuf premiers mois de 2009), la Russie (-43% à 21 milliards), la Norvège (-28% à 18 milliards) ainsi que le Japon (-43% à 11 milliards). Par ailleurs, suite à la baisse du prix du pétrole, le solde des échanges avec les pays membres de l'OPEP s'est retourné en dégageant un léger excédent d'un milliard d'euros sur les neuf premiers mois de 2009, comparé à un déficit de 50 milliards sur la période correspondante de 2008.

3 À la date d'arrêt de ce bulletin, les données de septembre 2009 sur les échanges avec les partenaires membres de l'UE n'étaient pas disponibles.



Source : Eurostat

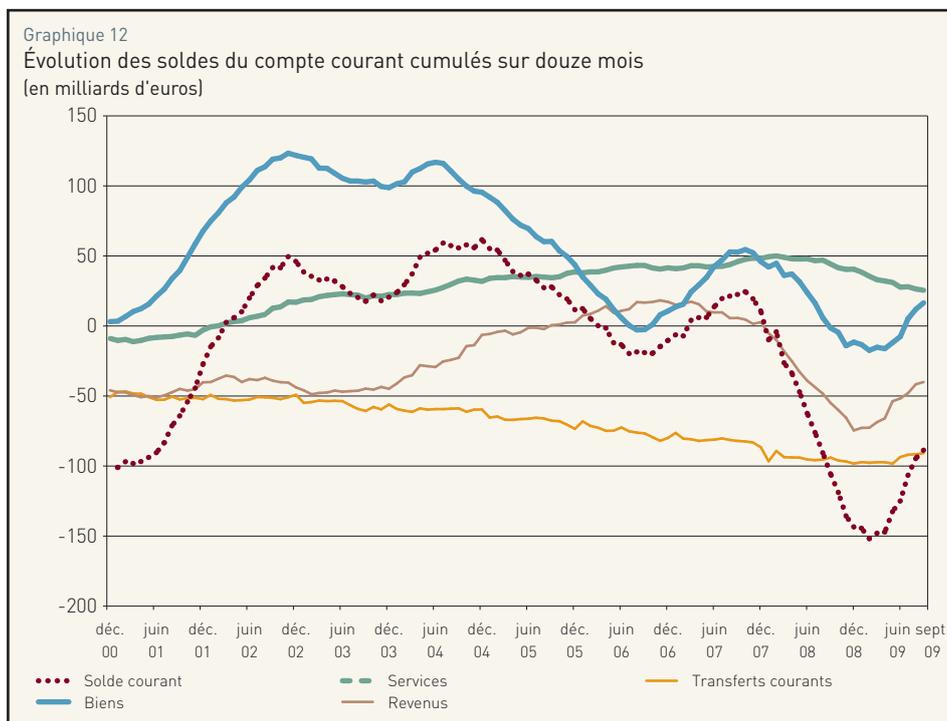
1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit cumulé de 56 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009, soit une amélioration de près de moitié par rapport à la période correspondante de 2008. Les données trimestrielles montrent une contraction progressive du déficit qui atteint successivement 38 milliards et 20 milliards au premier et au deuxième trimestre 2009. La balance courante a même dégagé un léger surplus de 1,6 milliard au troisième trimestre de 2009. Cette amélioration est observée au niveau de presque tous les principaux soldes de la balance courante, à l'exception du solde des services.

La balance des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retournée dès le second trimestre 2009 en redevenant excédentaire après trois trimestres de déficit successifs. Le surplus de biens atteint ainsi 18,5 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009, comparé à un déficit de 9,5 milliards sur la même période de 2008. Notons toutefois que cette amélioration du solde est survenue sur fond d'une détérioration marquée des échanges de biens suite à la crise économique mondiale (cf. section 1.1.9 ci-dessus). Une évolution favorable s'est aussi manifestée dans la balance des revenus dont le déficit s'est contracté de 55 % à 28 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009. Cette contraction s'explique probablement par les niveaux relativement bas des taux de rendement observés au cours des neuf premiers mois de 2009 par rapport à la période correspondante de 2008.

La baisse de 10 % dans le déficit des transferts courants qui a atteint 65 milliards d'euros a également contribué à la réduction du déficit courant de la zone euro. L'excédent des services s'est en revanche contracté d'environ 45 % pour s'établir à 18 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009. Cette dégradation s'explique par la crise économique mondiale dont les effets négatifs sur les exportations de services se sont amplifiés sur les trois premiers trimestres 2009 avec des baisses successives de 7 %, de 11 % et 9 % en rythme annuel.

Graphique 12
Évolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois
(en milliards d'euros)



Source : BCE

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 61 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009 contre 122 milliards sur la période correspondante de 2008. Dans les principales composantes, les transactions sur investissements de portefeuille se sont soldées par d'importantes entrées nettes (325 milliards) compensées en grande partie par des sorties nettes de 208 milliards et de 74 milliards respectivement dans les autres investissements et dans les investissements directs.

Les flux d'investissements de portefeuille se sont caractérisés d'une part, par des ventes nettes de titres étrangers par les résidents de la zone euro (entrées de 26 milliards) et d'autre part, par

des achats massifs de titres de la zone euro par les non-résidents (entrées de 299 milliards). S'agissant des transactions sur titres de participation, dans un contexte d'incertitude suite à la crise financière, les résidents ont réalisé des ventes nettes d'actions étrangères, occasionnant des entrées de 42 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009. En revanche, les non-résidents ont repris, à partir de mai 2009, leurs investissements nets dans les actions de la zone euro, qui atteignent 39 milliards. Au total, les transactions sur actions se sont donc soldées par des entrées nettes de 81 milliards d'euros en faveur de la zone euro.

Dans les titres de dette, en raison des taux de rendement comparativement élevés dans la zone euro, les non-résidents ont manifesté une forte préférence pour les titres de dette émis par la zone euro, ce qui s'est traduit par des entrées nettes de 260 milliards (dont 127 milliards pour les instruments du marché monétaire et 133 milliards pour les obligations). Les résidents ont par contre désinvesti dans les obligations étrangères (à concurrence de 30 milliards) tout en accroissant leurs placements dans les instruments du marché monétaire (à concurrence de 46 milliards). Au total, les entrées nettes sur titres de créance se sont établies à 244 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2009 contre 178 milliards sur la même période de 2008.

Les entrées nettes ci-dessus ont été partiellement compensées par des sorties nettes d'autres investissements et d'investissements directs. Les sorties nettes d'investissements directs (74 milliards sur les neuf premiers mois de 2009) s'expliquent par des prêts consentis par les entreprises résidentes à leurs filiales étrangères. Les sorties nettes d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) qui ont atteint 208 milliards proviennent d'une réduction des engagements de l'Eurosystème et des autres secteurs.

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

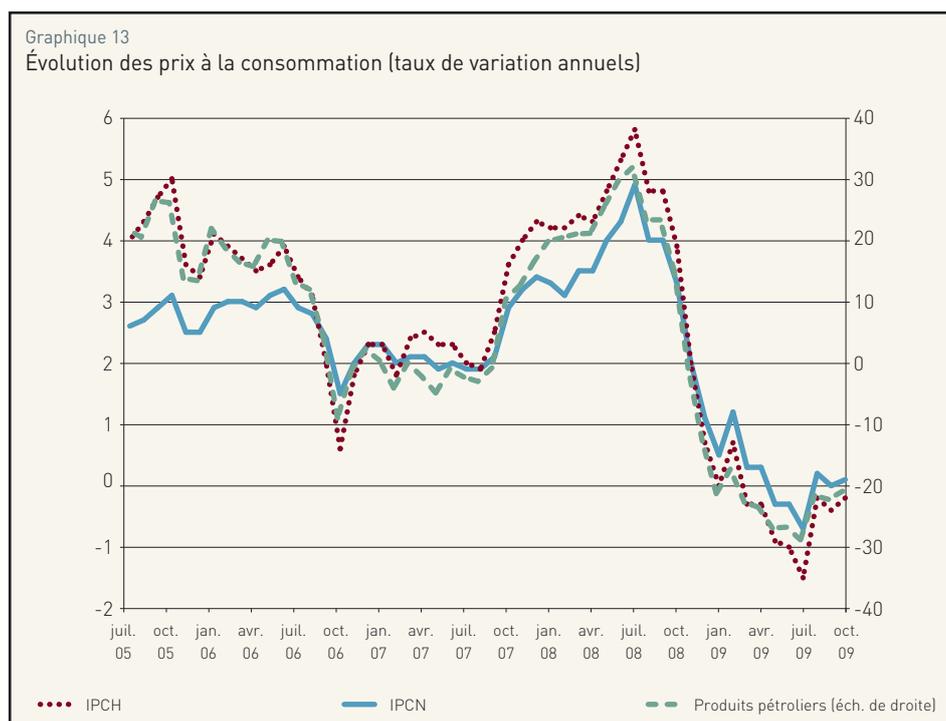
2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

Depuis juillet 2008, l'inflation a reculé de manière remarquable au Luxembourg. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN), après avoir affiché, avec 4,9% en juillet 2008, un pic historique depuis l'introduction de la série en 1995, est tombé à -0,7% en juillet 2009, son niveau le plus bas depuis 1987. Par la suite, les taux d'inflation se sont accélérés quelque peu pour s'établir à des niveaux marginalement positifs.

Le fléchissement des taux de variation annuels a été encore plus marqué 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. Le taux annuel a reculé de 5,8% en juillet 2008 à -1,5% en juillet 2009. Les taux sont ensuite remontés bien que restant négatifs jusqu'en octobre. Depuis décembre 2008, ces taux de variation sont aussi inférieurs à ceux recensés par l'IPCN.

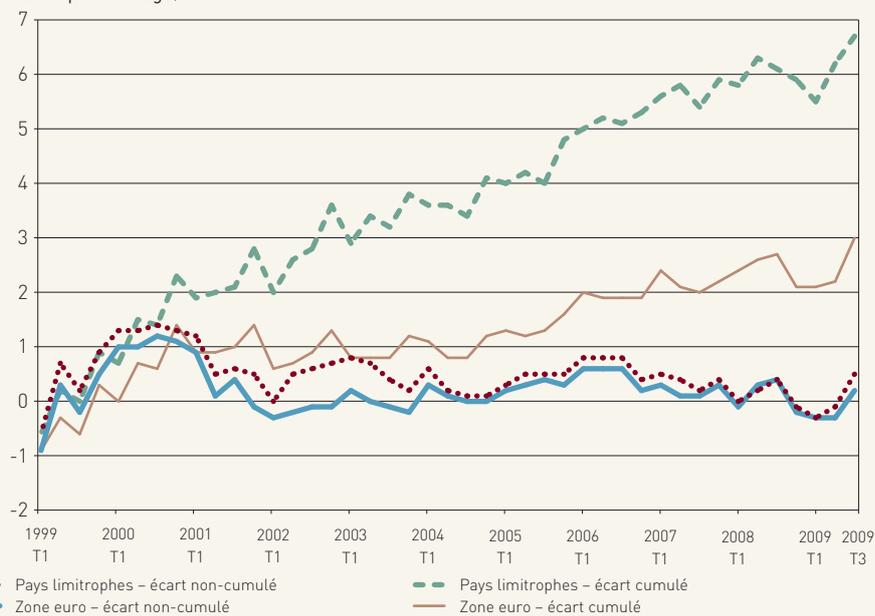
Le renversement de la tendance des prix à la consommation, tant pour l'IPCN que pour l'IPCH, a résulté d'une variation annuelle négative des prix des produits pétroliers et d'une baisse de l'inflation des autres prix et services. En effet, alors que la variation annuelle des prix des produits pétroliers était positive à concurrence de 30% vers la mi-2008, elle est devenue négative à partir de novembre 2008 pour tomber à -29% en juillet 2009. La tendance s'est ensuite quelque peu redressée bien que les taux annuels restent fortement négatifs. Parallèlement, la hausse en rythme annuel des prix des autres biens et services a reculé – de manière graduelle mais continue – et le taux d'inflation s'est fixé à 1,8% en octobre 2009 contre 2,7% en août 2008.



Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes⁴ sont redevenus défavorables au troisième trimestre 2009. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au troisième trimestre 2009, ont atteint respectivement 3,0 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 6,7 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.

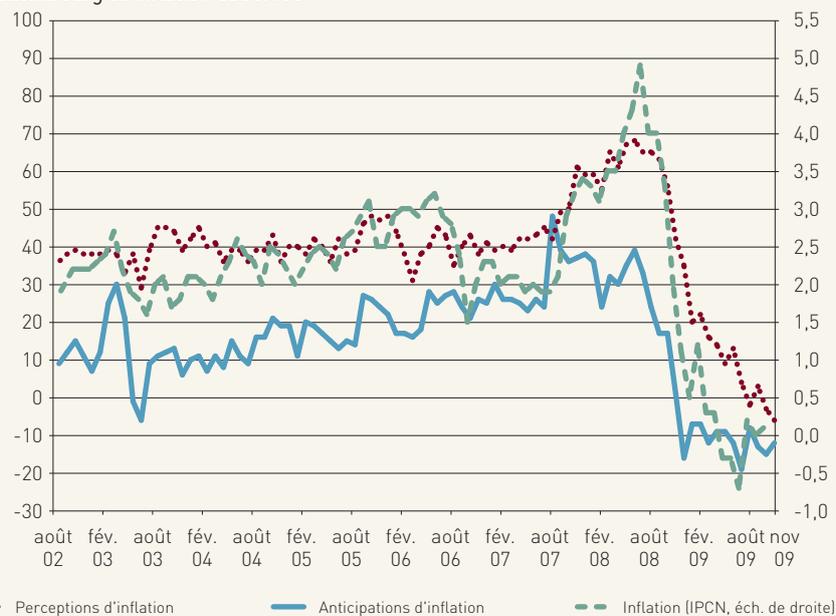
⁴ L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, l'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

Graphique 14
Différentiels d'inflation
(en points de pourcentage)



Sources : Statec, Eurostat, calculs BCL

Graphique 15
Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs
au Luxembourg et inflation observée



Sources : BCL, Statec

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁵ ont 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 est en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée, même si la réaction est un peu décalée par rapport à l'évolution actuelle des prix à la consommation. Une évolution similaire s'observe aussi au niveau des anticipations d'inflation qui montrent que les consommateurs s'attendent, depuis décembre 2008, non pas à des hausses mais à des baisses de prix. Ces anticipations d'inflation des consommateurs, qui s'étaient redressées quelque peu depuis leur creux en juillet 2009, restent fixées à des niveaux extrêmement bas. La situation pourrait en revanche se redresser au cours des prochains mois. En effet, les prix des produits pétroliers s'affichent à nouveau en hausse et, selon les projections d'inflation de la BCL (voir plus bas), le taux d'inflation global devrait s'accélérer prochainement. La période caractérisée par des taux de variation annuels négatifs ne s'est donc étalée que sur trois mois, évitant ainsi un ancrage dans les attentes des consommateurs d'un spectre de déflation et les conséquences néfastes qui en découlent.

5 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.

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,49 USD/EUR, soit à un niveau plus élevé que lors des projections datant de septembre 2009⁶. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment proche de 80\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération supplémentaire du prix à un niveau proche de 84\$/bl jusque décembre 2010. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar augmenterait de 30% en 2010 par rapport à 2009. En revanche, en raison de l'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la progression du prix exprimé en euros est ramenée à 24%. Par rapport à l'exercice de septembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros restent pratiquement inchangées. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 4
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2008	2009	2010	09-T3	09-T4	10-T1	10-T2	10-T3	10-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	98	62	81	69	76	79	81	82	84
Taux de change \$/€	1,47	1,39	1,49	1,43	1,48	1,49	1,49	1,49	1,49
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	24	-32	24	-37	20	53	25	16	10

Source : BCL

La tendance baissière de l'inflation, à l'exclusion de l'énergie, entamée depuis le troisième trimestre 2008, devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

La détente de l'inflation des biens alimentaires traités pourrait notamment continuer bien que son impact baissier sur l'inflation globale serait moins important que lors des trimestres précédents. Un indice composite des prix des matières premières agricoles indique que le niveau des prix s'est fortement accéléré depuis ses creux de fin 2008. Les prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents indiquent aussi que cette remontée pourrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les niveaux projetés pour l'indice global s'approcheraient aussi de leurs maxima de début 2008, c'est-à-dire du seuil 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 vente⁷. Cette tendance à la hausse des prix des matières premières s'observe surtout pour le café, le cacao et le sucre. Par contre, les prix du blé et du lait demeurent nettement en dessous de leurs niveaux observés il y a deux ans. Ainsi, si une hausse des prix des biens alimentaires s'installait, elle s'observerait probablement sur d'autres biens que les produits laitiers ou à base de céréales. Son impact global resterait aussi contenu puisque la pondération de ces produits dans les indices IPC demeure relativement plus faible.

Au cours des prochains trimestres, le recul de l'inflation devrait se généraliser et englober aussi un ralentissement des autres composantes de l'IPC. Les facteurs inflationnistes se sont en effet effacés avec la poursuite de la récession au premier semestre 2009 dans la zone euro. Certes, la baisse des prix à la production s'achèvera bientôt avec le prix du pétrole qui a presque doublé depuis la fin 2008. Les prix à la production pourraient à nouveau progresser, engendrant des pressions à la hausse sur

⁶ Voir BCL, Bulletin 2009/2, pp.34-37

⁷ 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. Elle aurait plutôt contribué à une extension des marges de profit. Cette tendance s'observe dans plusieurs pays de l'Union européenne et la réaction asymétrique des prix à la consommation aux variations des prix des matières premières pourrait signaler des faiblesses structurelles dans la chaîne de production et de distribution de biens alimentaires. Ainsi, en octobre 2009, la Commission européenne a publié un certain nombre d'initiatives visant à élucider davantage le fonctionnement des différents maillons de cette chaîne et à remédier à ces faiblesses éventuelles.



les prix à la consommation, mais ceci n'est pas encore pour demain. Par contre, la demande demeure fortement déprimée et ceci malgré l'entame de la reprise conjoncturelle dans la zone euro au deuxième semestre 2009. Le fort rebond serait en effet dans une large mesure porté par la reconstitution des stocks ainsi que la demande extérieure avec peu d'impulsions domestiques. Le recul de la production a pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi se sont manifestés par un gonflement massif du chômage partiel. Si la reprise est également au rendez-vous au Luxembourg, il est tout de même à craindre que la situation sur le marché de l'emploi ne se corrigera pas de si tôt. Une baisse de l'emploi et une hausse concomitante du chômage freineront la progression des salaires, entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de baisser fortement en 2009, atteignant des niveaux qui n'ont pas encore été observés depuis l'avènement de la monnaie unique. Selon les dernières projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro devrait s'établir proche de 0,3% en 2009 et entre 0,9 et 1,7% en 2010 contre 3,3% en 2008. Par rapport à l'exercice de septembre, ces projections sont restées pratiquement inchangées.

L'inflation des services au Luxembourg a ralenti à 2,3% en octobre, contre 3,0% il y a un an. Une décélération supplémentaire au début de l'année 2010 semble fort probable. D'une part, les effets sur les prix des services liés au paiement de la tranche indiciaire de mars 2009 se sont dissipés et l'allongement de la période entre deux échéances de tranches indiciaires contribue à modérer la progression des prix⁸. D'autre part, le salaire minimum ne devrait pas être ajusté. Finalement, si les prix administrés, largement des tarifs de services publics, connaissent une évolution normale, alors ces trois facteurs pourraient conjointement déclencher un processus désinflationniste qui ramènerait l'inflation des services en dessous des 2% jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, la désinflation des produits énergétiques est venue à son terme. Les prix des produits pétroliers avaient déjà atteint leur niveau plancher en janvier 2009. Avec la dissipation des effets de base favorables – les sommets des prix étaient observés en juillet 2008 – l'inflation des produits énergétiques a aussi atteint son creux et elle s'est accélérée à partir du mois d'août 2009. La remontée des taux d'inflation s'accroîtra dès le mois de novembre et, fin 2009, l'inflation serait à nouveau positive dans le sillage de la hausse du prix du pétrole. L'accélération atteindrait son apogée au premier trimestre 2010 lorsque les effets de base seraient particulièrement défavorables et l'inflation annuelle des produits énergétiques avoisinerait alors les 10%. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, négative au cours des quatre trimestres de l'année 2009, redeviendrait positive en 2010 (voir graphique). En moyenne, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à -12% au deuxième semestre 2009 et à +4,5% en 2010. Par rapport à l'exercice de septembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été revues à la baisse et ceci malgré des hypothèses techniques qui n'ont presque pas été adaptées. En effet, cette évolution plus favorable s'explique par la baisse des prix de l'électricité à partir de janvier 2010, en moyenne de plus de 10%.

En ce qui concerne l'inflation, à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures demeure quasi-inchangé. En moyenne, le taux d'inflation afférent pourrait baisser de 1,8% au deuxième semestre 2009 à 1,5% au premier semestre 2010 et autour de 1,4% en fin d'année 2010. Le recul plus prononcé en 2010 résulte de la baisse de l'inflation des services, liée à une évolution modérée des salaires nominaux et de la baisse de l'inflation des biens industriels non-énergétiques, liée à une inflation importée très faible.

⁸ Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires? » dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp.38-40

Avec un taux de 0,1% en octobre 2009, l'inflation mesurée par l'IPCN global est à un niveau historiquement très bas. Par contre, cette situation devrait se renverser à partir du mois de novembre. L'inflation globale redeviendrait supérieure à 1,0% en novembre et avoisinerait même les 2% au tournant de l'année 2009/2010. Une détente graduelle à des taux inférieurs à 1,5% vers la mi-2010 devrait suivre, avant que la tendance soit à nouveau orientée à la hausse. Cette volatilité de l'inflation est toutefois à relativiser puisqu'elle résulte largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profil de l'IPC énergie.

En moyenne annuelle, l'inflation globale baisserait fortement en 2009 pour s'établir à respectivement 0,4% pour l'IPCN et 0,0% pour l'IPCH. En raison des pondérations différentes, ce dernier réagit en effet davantage à la forte désinflation des produits énergétiques. Pour 2010, dans le contexte du retournement du prix du pétrole, on devrait observer une accélération non-négligeable de l'inflation à respectivement 1,5% pour l'IPCN et 2,1% pour l'IPCH. Ces taux demeureraient bas par rapport à la moyenne historique, bien que supérieurs à l'inflation dans les pays voisins. La période d'une inflation modérée, caractérisée par un recul prolongé de l'inflation, à l'exclusion de l'énergie, s'étalerait donc également sur 2010 et résulterait largement du climat conjoncturel peu propice marqué par une demande léthargique.

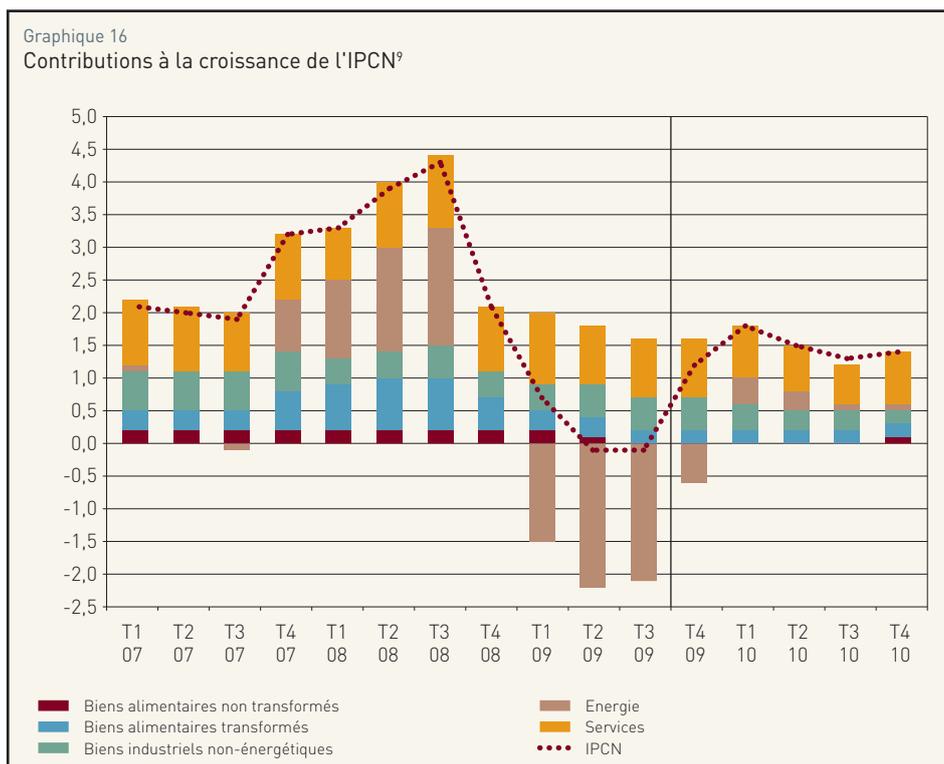


Tableau 5
Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2009	2010	2009-2 ^e sem	2010-1 ^{er} sem	2010-2 ^e sem
IPCN	0,4 [-0,1]	1,5	0,5 [-0,1]	1,7 [-0,3]	1,3
IPCN hors énergie	2,0 (-)	1,4	1,8 [-0,1]	1,5 (-)	1,4
IPCH	0,0 [-0,1]	2,1	0,3 [-0,2]	2,4 [-0,3]	1,9
IPCH énergie	-15,9 [-0,4]	4,7	-12,5 [-0,8]	7,1 [-2,6]	2,5
IPCH hors énergie	2,3 (-)	1,8	2,1 [-0,1]	1,8 (-)	1,8
Impact des mesures gouvernementales ¹⁰ sur l'IPCN, en pp	0,3	0,1			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,6	0,5			

Source : BCL

9 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.

10 Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés telle que présentée dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adaptée afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation a déjà reculé en 2009 par rapport à 2008 pour s'établir à son plus bas depuis 2003 et proche de la moyenne observée sur les années 1996-2002. Cette tendance favorable devrait aussi se poursuivre en 2010. D'une part, le Gouvernement n'a pas annoncé de nouveaux ajustements de la taxation indirecte pour l'année prochaine. D'autre part, si les prix administrés à l'exclusion de l'électricité devaient être orientés à la hausse, ils le seraient de manière modérée puisque le Gouvernement s'est engagé à suivre une politique prudente en cette matière. Finalement, la baisse des prix de l'électricité, en moyenne de plus de 10% en 2010, exercerait un impact baissier important sur l'inflation globale. La contribution très faible des mesures gouvernementales à l'inflation globale résulterait alors exclusivement des ajustements anticipés du prix du tabac dont la composante fiscale est fort élevée.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006, la modulation de l'application de l'échelle mobile des salaires expire à la fin de l'année 2009. Le mécanisme d'indexation automatique des salaires prévalant avant l'accord de la Tripartite entrera à nouveau en vigueur. Sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire, initialement anticipée pour le début du troisième trimestre 2010, serait reportée au quatrième trimestre de la même année.

2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont accéléré aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2008, avant de se replier au quatrième. Au total, ils ont progressé de 8,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année. Au niveau sectoriel, il apparaît que la hausse a été particulièrement forte sur l'année 2008 pour les prix à la production de biens énergétiques et, dans une bien moindre mesure, intermédiaires. La progression des prix à la production est apparue en revanche modérée dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation. Du dernier trimestre de l'année 2008 au second trimestre 2009, les prix à la production se sont réduits, parallèlement à l'affaissement de la production industrielle (voir section suivante) et au repli de la demande mondiale.

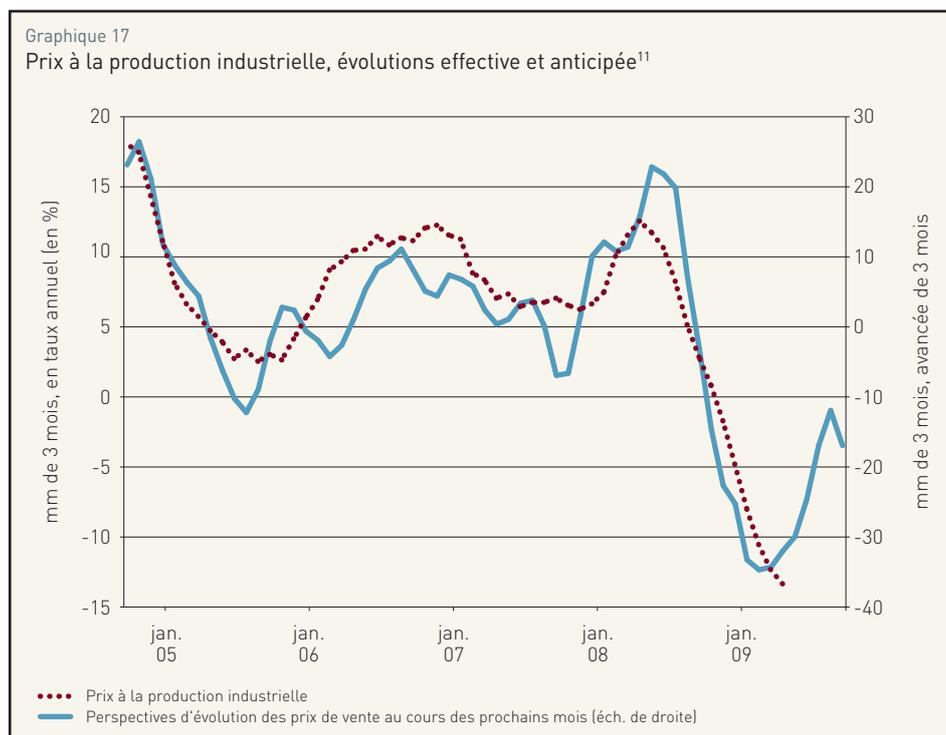
Tableau 6
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2007	2008	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
Ensemble des produits Industriels	9,1	8,7	3,3	4,6	-2,2	-4,6	-5,8	-1,4
Biens intermédiaires	12,5	9,2	4,3	5,0	-3,9	-6,8	-9,9	-2,6
Biens d'équipement	5,0	5,1	1,1	0,3	1,0	-0,2	0,0	0,6
Biens de consommation	0,5	2,1	0,8	1,0	0,5	1,6	-0,3	-0,1
Biens énergétiques	0,1	17,2	3,2	8,6	0,0	-4,3	0,6	-0,1

Source : STATEC

Les dernières statistiques disponibles montrent que les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels se sont faiblement réduits au troisième trimestre de l'année 2009. Au niveau sectoriel, les évolutions des prix apparaissent diversifiées. Les prix à la production accusent une baisse modérée dans le secteur des biens intermédiaires, une quasi-stabilisation dans les secteurs des biens de consommation et énergétiques et un rebond dans le secteur des biens d'équipement.

Les enquêtes de conjoncture harmonisées indiquent que le taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg a cessé de diminuer. Le solde lissé d'opinion relatif aux évolutions anticipées des prix à la production dans l'industrie a été en nette progression entre avril et octobre 2009 avant de diminuer légèrement en novembre. Ces dernières évolutions suggèrent que la phase de baisse des prix à la production des biens industriels au Luxembourg, quasi-ininterrompue depuis novembre 2008 devrait prendre fin sous peu.



Sources : Statec, calculs BCL

2.2 L'INDUSTRIE

La production industrielle s'est nettement repliée en 2008, après une quasi-stabilisation en 2007. L'effondrement de la production par jour ouvrable (pjo) au cours du quatrième trimestre de l'année 2008 explique en grande partie ce repli (voir tableau). Au niveau sectoriel, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont enregistré un déclin au quatrième trimestre de l'année 2008, après avoir connu des trajectoires diversifiées auparavant. Les biens d'équipement affichent un léger retrait en 2008, après une année 2007 extrêmement dynamique, au cours de laquelle les investissements des entreprises s'étaient nettement redressés. Le volume de production dans l'industrie des biens de consommation chute fortement en 2008 et ceci pour la troisième année consécutive. La baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'inscrit dans le contexte d'une demande mondiale fortement allégée. Enfin, le déclin de la production sidérurgique a été particulièrement marqué au quatrième trimestre 2008 (rappelons que la sidérurgie fournit principalement le secteur des biens intermédiaires en matériaux utilisés dans la construction et l'automobile). Toutefois, en moyenne annuelle, la baisse de la pjo dans ce secteur a été limitée à 3% en 2008 par rapport à 2007, grâce au dynamisme de son activité jusqu'au troisième trimestre 2008.

Tableau 7

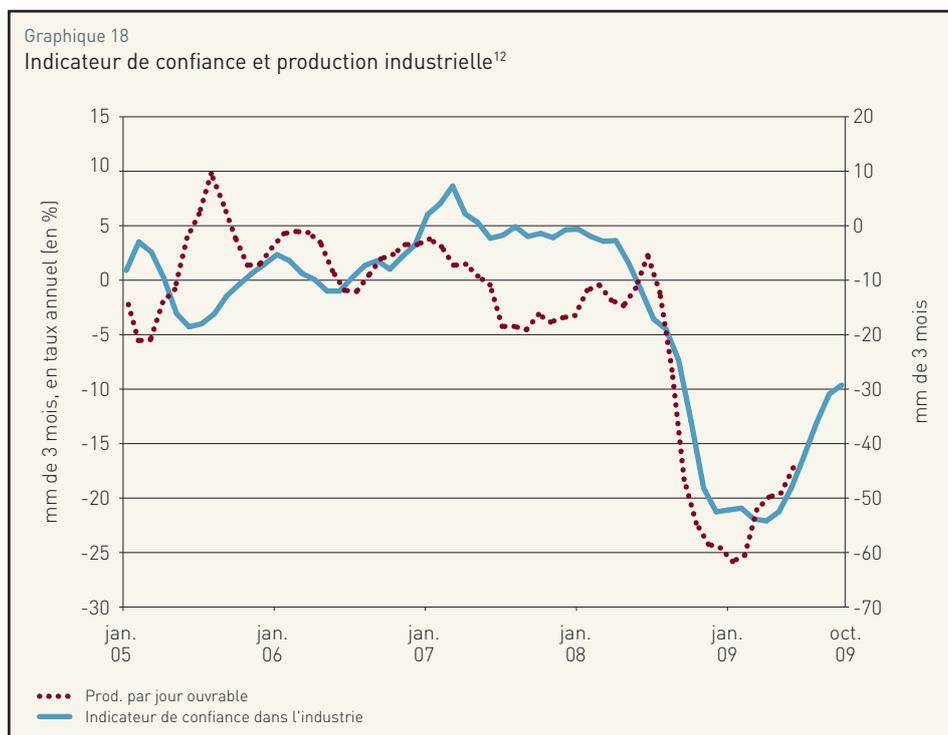
Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuelle)

	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
Production par jour ouvrable (pjo) y.c. sidérurgie	-0,6	-5,3	-3,3	-2,0	2,1	-17,9	-24,7	-21,2	-17,0
Pjo - Biens intermédiaires	0,7	-7,0	-5,4	-2,2	1,7	-22,7	-29,1	-24,7	-17,4
Pjo - Biens d'équipement	5,9	-0,4	2,7	6,3	3,7	-13,1	-30,4	-33,4	-30,9
Pjo - Biens de consommation	-9,4	-6,0	-2,9	-6,3	-0,3	-14,3	-15,7	-5,1	-5,3
Pjo - Energie	-3,2	-5,9	-1,6	-12,9	2,0	-10,8	-8,1	0,0	-2,4
Pjo - Industrie hors sidérurgie	-0,7	-5,7	-4,2	-2,7	-0,8	-15,0	-21,4	-18,8	-16,4
Pjo - Sidérurgie	-0,2	-3,0	0,3	4,3	33,0	-44,1	-44,4	-37,8	-22,8

Sources : STATEC, calculs BCL

11 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).

Graphique 18
Indicateur de confiance et production industrielle¹²



Sources : Statec, calculs BCL

La production industrielle s'est fortement réduite au cours des neuf premiers mois de l'année 2009. Son taux de variation annuelle a atteint un minimum historique en mars 2009 (-25,9%), avant de se redresser. Compte tenu de ses évolutions récentes en rythme annuel, il apparaît désormais clairement que la pjo a atteint son creux conjoncturel au premier trimestre 2009 (voir tableau). Cette dernière datation est valide pour l'ensemble des principaux sous-secteurs industriels, à l'exception des biens d'équipement. Elle vient corroborer les signaux positifs envoyés par les enquêtes de conjoncture dans l'industrie depuis avril 2009 (voir graphique).

2.3 LA CONSTRUCTION

L'activité dans le secteur de la construction a fait preuve d'une relative résistance en 2008 et sur les neuf premiers mois de l'année 2009. En 2008, le chiffre d'affaires a progressé de 2,3%, après un faible repli en 2007. Au premier trimestre 2009, il a enregistré une baisse modérée sur un an avant de rebondir fortement au second (+16,7%). Les dernières statistiques font état d'une légère progression du chiffre d'affaires au troisième trimestre. La production par jour ouvrable s'est pour sa part inscrite en léger retrait en 2008, avant de se redresser sur les trois premiers mois de l'année courante puis de chuter à nouveau au 2^{ème} trimestre. Les statistiques du troisième trimestre 2009 sont encourageantes, grâce à un regain d'activité dans le bâtiment et le génie civil. Ainsi, la production totale par jour ouvrable a progressé de 4,9% au troisième trimestre 2009 par rapport à la même période de l'année précédente. L'augmentation des heures travaillées au troisième trimestre de l'année 2009 explique ce rebond de la production.

Tableau 8
Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
Chiffre d'affaires - Total	-0,5	2,3	4,2	-1,7	4,2	2,9	-2,7	16,7	2,2
Production par jour ouvrable -Total	2,7	-2,0	-4,5	1,2	-1,0	-3,8	0,7	-3,9	4,9
Heures travaillées	2,2	-1,2	-3,4	1,2	0,5	-3,0	-1,8	-6,5	4,3
Permis de bâtir ¹³	12,1	-18,6	-7,9	-31,8	2,6	-26,7	-36,7	6,7	-2,8
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	22,1	10,7	12,2	11,6	10,6	8,4	6,9	6,2	5,8
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	19,4	13,8	16,7	21,5	43,1	-13,4	7,6	16,8	41,7
Taux hypothécaires	4,7	4,9	4,9	4,9	5,1	4,6	3,1	2,3	2,0

Sources : STATEC, BCL

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

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

Dans le secteur résidentiel, les indicateurs envoient des messages plutôt contrastés et ce dans un contexte de détente sur les taux hypothécaires. Les permis de construire ont enregistré une baisse de 18,6% en 2008 et de 10,7% en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année 2009. Ces dernières évolutions sont dues à la baisse ininterrompue des autorisations relatives aux maisons individuelles. Les permis de bâtir d'appartements se sont pour leur part quasiment stabilisés au troisième trimestre 2009, après un redressement marqué au second (+18,9% sur un an). Au total, sur les trois premiers trimestres de l'année 2009, les autorisations de construction de logements ont baissé de 5,1% par rapport à la même période de l'année passée. Dans le même temps, les dernières statistiques relatives aux prix de vente des appartements, désormais disponibles à une fréquence trimestrielle, indiquent des baisses significatives du prix moyen au mètre-carré des appartements vendus au Luxembourg. Ces baisses se sont établies à respectivement -2,0% et -6,5% aux premier et deuxième trimestres 2009.

Les statistiques bancaires, quant à elles, indiquent depuis le début de l'année 2008 un net ralentissement dans l'évolution de l'encours des crédits immobiliers accordés aux ménages. En termes de contrats, les nouveaux crédits accordés ont continué à progresser en moyenne en 2008 (+13,8%, après +19,4% en 2007). Les dernières statistiques montrent que depuis le début de l'année 2009, ces nouveaux contrats se sont inscrits en nette progression par rapport au nombre de ceux qui avaient été signés en 2008 sur la même période. Ils ont fortement accéléré au troisième trimestre 2009, en affichant une progression supérieure à 40% par rapport au troisième trimestre de l'année passée (voir tableau).

2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

Sur l'année 2008, l'ensemble du commerce affiche un taux de progression de son chiffre d'affaires très largement supérieur à ce qui a pu être observé en 2007. Un tel dynamisme s'explique pour l'essentiel par une hausse exceptionnelle du commerce de gros sur l'ensemble de l'année 2008 et, plus exactement, par des transactions à caractère exceptionnel chez un grossiste de biens intermédiaires non agricoles. D'autre part, la très forte expansion de la vente par correspondance (VPC), liée au développement – plus structurel que conjoncturel – des entreprises actives dans le domaine du commerce électronique explique en grande partie les résultats positifs du commerce de détail.

Les évolutions du chiffre d'affaires dans le commerce au premier semestre 2009 ont été négatives. La récession a pesé sur les dépenses de consommation des ménages et ces derniers ont adopté un comportement prudent. Le chiffre d'affaires dans le commerce de gros a ainsi nettement reculé sur les deux premiers trimestres 2009, après une quasi-stabilisation au quatrième trimestre 2008. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail, quant à lui, poursuit sa progression au second trimestre de l'année 2009. Celle-ci reste – une fois de plus – imputable au commerce électronique.

Dans le secteur des transports, la croissance du chiffre d'affaires a accéléré en 2008. Aux premier et deuxième trimestres 2009, elle a été en revanche largement négative. Si tous les moyens de transport ont montré des signes négatifs au premier semestre, la baisse du chiffre d'affaires dans le transport aérien a été particulièrement marquée (-22,9% et -30,8% respectivement aux premier et deuxième trimestres 2009).

Enfin, dans le secteur automobile, les dernières statistiques disponibles ne sont guère plus réjouissantes, puisqu'elles font apparaître que la baisse du chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile s'est nettement accentuée au second trimestre 2009. Les immatriculations automobiles reculent fortement depuis fin 2008. Sur les dix premiers mois de l'année 2009, elles se sont réduites de 10,8% par rapport à la même période de l'année précédente et ce malgré les primes à la casse et à l'achat de voitures écologiques en vigueur. Il semblerait que les critères d'octroi des primes soient relativement stricts au Luxembourg – par rapport à l'Allemagne notamment. Dans la zone euro, les immatriculations automobiles enregistrent un repli sur les dix premiers mois de l'année par rapport à la même période un mois auparavant (-5%). Le recul des immatriculations apparaît sévère en Espagne (-12,3%) et en Belgique (-13,7%) sur cette

même période. En Allemagne et dans une moindre mesure en France, les systèmes de primes à la casse semblent au contraire avoir fonctionné comme voulu puisque les immatriculations se sont inscrites en progression (respectivement +25,9% et +4,2% sur la même période).

Tableau 9
Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs* (en taux de variation annuel)

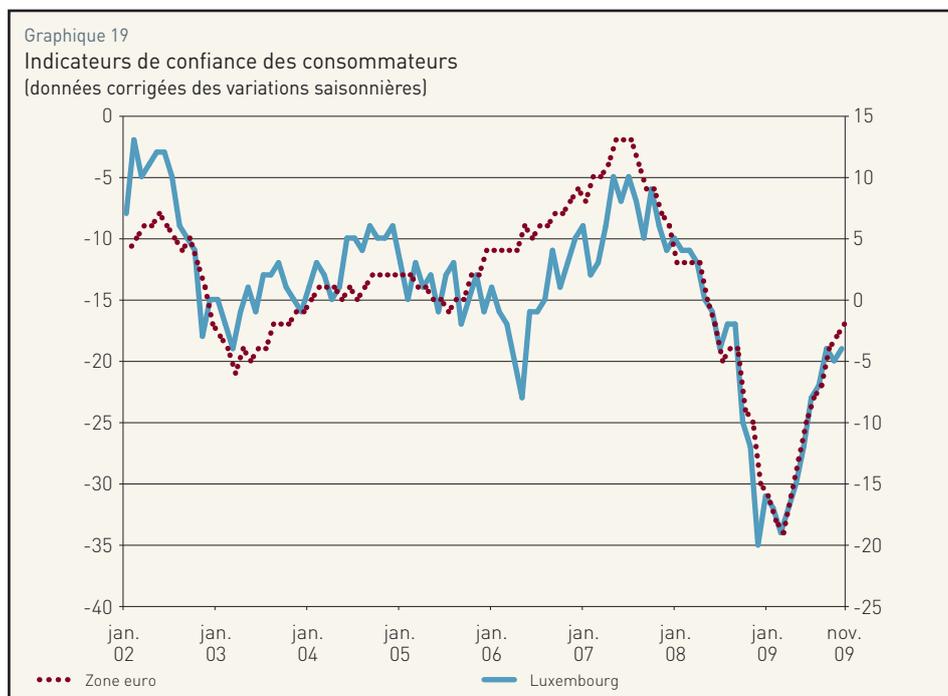
	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2009-T3
Immatriculations de voitures	2,0	-6,5	10,7	10,7	-6,7	-10,4	-12,4	-11,8
Commerce - total	29,9	22,6	38,1	65,1	0,7	-7,9	-18,9	-
Commerce et réparation automobile	3,6	-0,2	9,8	7,2	-2,9	-9,3	-17,2	-
Commerce de gros	46,9	34,6	59,9	106,2	-0,3	-12,0	-26,6	-
Commerce de détail	8,9	13,1	10,8	7,8	5,2	4,4	5,8	-
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC)	3,0	4,5	4,8	3,8	-0,5	-1,7	-1,5	-
Hôtels et restaurants	3,6	4,5	6,5	3,0	0,6	-0,2	-4,0	-
Transport	8,1	13,2	4,1	10,4	5,5	-11,8	-20,1	-
Postes et télécommunications	5,1	1,1	13,7	1,9	6,2	2,3	-7,7	-
Activités informatiques	-31,9	-53,4	-22,8	-9,8	-23,7	-0,9	-10,4	-
Services fournis principalement aux entreprises	10,4	19,2	12,6	6,7	5,1	7,3	-8,2	-

*en valeur

2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs¹⁴ du Luxembourg a débuté au second semestre 2007. Il a donc coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers. L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg a atteint son minimum historique en décembre 2008, avant de se stabiliser quelque peu. La pause dans la dégradation de la confiance des ménages est apparue plus tardivement dans la zone euro, puisque c'est seulement en mars 2009 que le point historiquement le plus bas a été atteint.

Les différentes composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg ont toutes atteint leur point historiquement le plus bas en décembre 2008, à l'exception cependant du solde d'opinion relatif au chômage au Luxembourg. Ce dernier a continué d'évoluer défavorablement jusqu'en avril 2009, mois au cours duquel l'inquiétude des consommateurs a atteint son maximum depuis l'existence de l'enquête.



Sources : BCL et Commission européenne

14 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.

La dernière enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois de novembre. L'indicateur de confiance établi par la Banque centrale du Luxembourg, après correction des variations saisonnières, s'est redressé de 1 point en novembre. Ce modeste redressement intervient après la baisse de même ampleur du mois précédent, qui avait mis fin à six mois consécutifs de hausse. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs a poursuivi son ascension en novembre, enregistrant ainsi son huitième mois consécutif de hausse.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg ont favorablement évolué en novembre. La composante relative à la situation économique générale au Luxembourg a accusé une nette progression par rapport à octobre. Les anticipations des ménages quant à l'évolution du chômage, de leur situation financière et de leur capacité d'épargner se sont améliorées de façon plus modérée.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont illustrés ci-dessous :

Tableau 10
 Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes

	Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
		Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2007 novembre	6	-5	17	-1	47
décembre	4	-4	20	-1	41
2008 janvier	5	-8	19	-1	46
février	4	-9	22	0	48
mars	4	-10	20	-1	47
avril	3	-14	18	-2	45
mai	0	-21	18	-8	47
juin	-1	-24	16	-9	44
juillet	-4	-27	22	-9	41
août	-2	-25	22	-9	47
septembre	-2	-21	25	-4	42
octobre	-10	-36	44	-6	46
novembre	-12	-32	54	-7	43
décembre	-20	-44	66	-9	38
2009 janvier	-16	-42	66	0	44
février	-17	-34	70	-6	42
mars	-19	-37	70	-6	39
avril	-17	-36	75	-3	47
mai	-15	-31	66	-4	40
juin	-12	-23	64	-3	41
juillet	-8	-18	57	-2	44
août	-7	-16	53	1	41
septembre	-4	-9	54	3	45
octobre	-5	-10	53	-1	42
novembre	-4	-6	52	1	44

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.

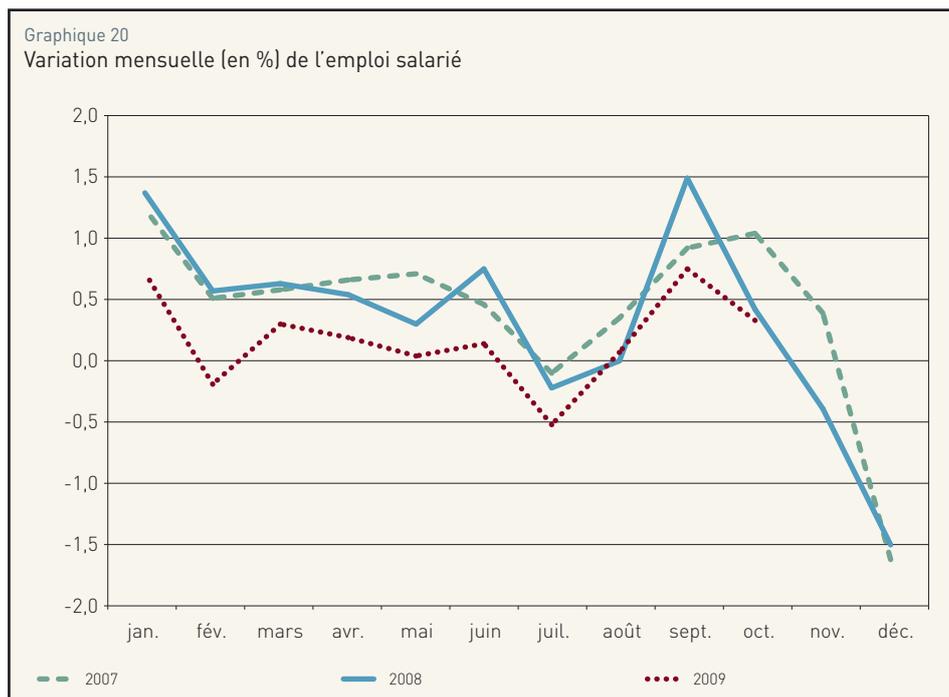
2.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Le marché du travail du Luxembourg subit visiblement les conséquences de la crise. Depuis le début de la généralisation de la crise en septembre 2008, la croissance de l'emploi salarié a chuté de 5,3% à -0,1% au début du quatrième trimestre de l'année courante – ce dernier chiffre risque de plus d'être révisé à la baisse. En outre, il convient également de noter qu'en 2009, les chiffres de l'emploi sont dans une certaine mesure biaisés à la hausse par rapport à l'année précédente. En effet, les entreprises rapportent désormais l'emploi tel qu'il se chiffre au dernier jour ouvrable d'un mois donné ; avant 2009, le jour clé était le dernier du mois, indépendamment du fait s'il s'agissait d'un jour férié ou bien d'un jour de travail. Par conséquent, si le dernier jour du mois était un samedi ou un dimanche, les salariés intérimaires dont le contrat de travail avait pris fin lors du dernier jour ouvrable du mois n'étaient plus signalés à l'IGSS, ce qui pouvait mener à une certaine sous-estimation de l'emploi.

Si les taux de variation annuelle en chute dressent l'image d'un fort ralentissement et même d'une légère baisse de l'emploi, la variation à court terme est mieux cernée par les variations respectivement trimestrielles et mensuelles.

En effet, déjà depuis le mois de février, la variation mensuelle (voir graphique 20) de l'emploi est pratiquement égale à zéro, bien que les taux de croissance annuelle aient encore affiché, au début de l'année, des valeurs entre 2% et 3%. Dans ce contexte, il convient à nouveau de garder à l'esprit que les valeurs d'août à octobre sont des estimations qui risquent d'être révisées. La progression apparente de l'emploi en septembre (ainsi qu'en octobre) par rapport au mois précédent ne doit donc pas être sur-interprétée, aussi car la croissance de l'emploi observée entre juillet et septembre a traditionnellement une forte composante saisonnière.

Tandis que lors des phases de croissance peu élevée du passé, les différents secteurs de l'économie ont affiché une performance relativement divergente en termes d'emploi, la crise actuelle se caractérise par une détérioration simultanée et généralisée à travers quasiment l'entièreté des secteurs. Le graphique 21 montre qu'à l'exception du secteur « Autres services », la totalité des branches affichent soit un ralentissement soit une nette baisse de l'emploi.



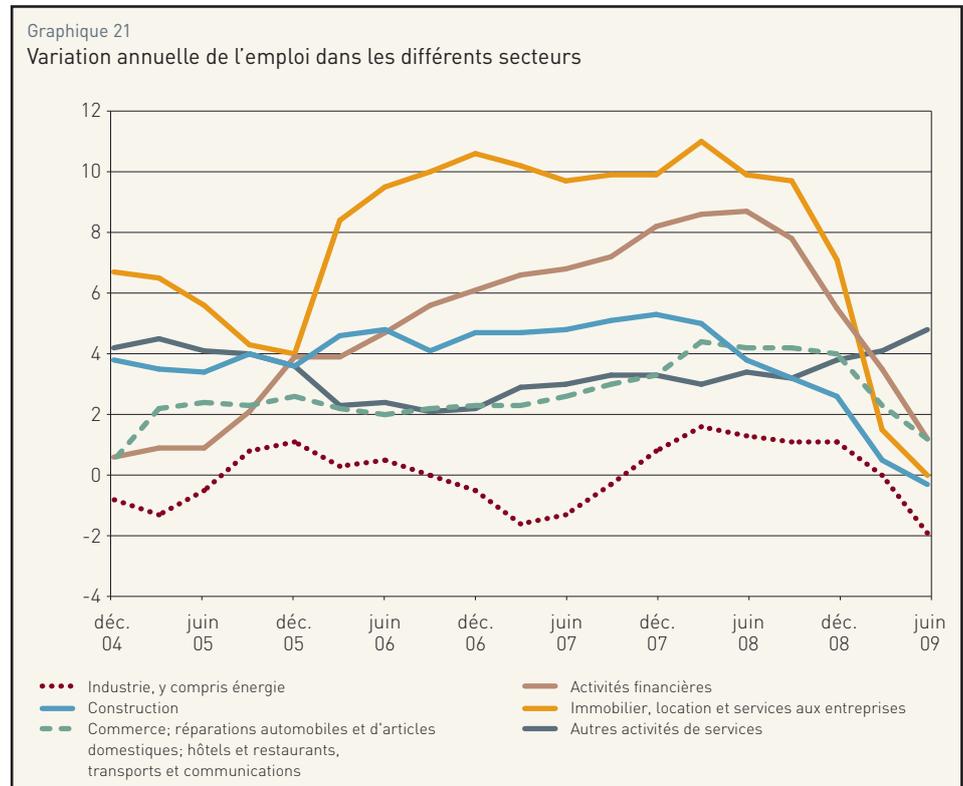
Source : IGSS

Les « Autres services » comprennent la Fonction publique ainsi que d'autres sous-secteurs marqués par une faible exposition à la concurrence internationale ainsi que par une forte influence de l'Etat, ce qui explique l'évolution à rebours de la tendance générale.

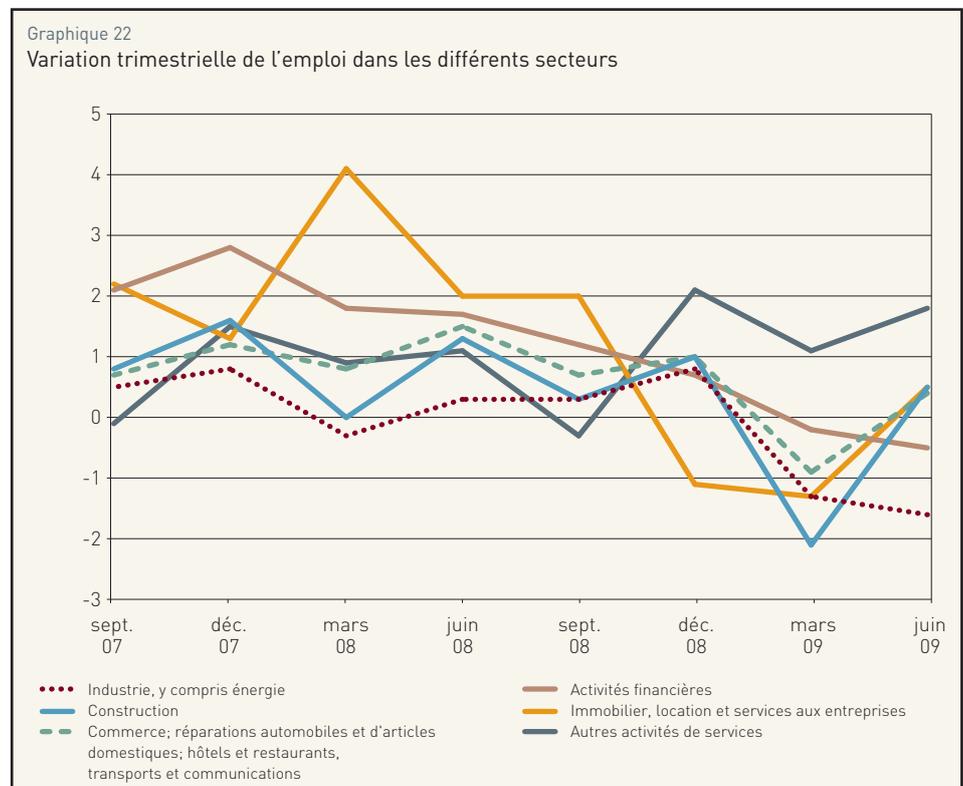
En variation trimestrielle, les chiffres de la comptabilité nationale rapportent une baisse du niveau de l'emploi pour le premier trimestre de l'année et ceci pour tous les secteurs, à l'exception des « autres services ». S'il est vrai que le premier trimestre est traditionnellement caractérisé par une croissance de l'emploi relativement modérée (il y a donc habituellement un facteur saisonnier qui joue à la baisse, surtout suite à

la saisonnalité particulière de l'emploi dans la construction et dans le «Commerce» au sens large), il s'agit néanmoins de la première baisse depuis le premier trimestre 1998. Une certaine stabilisation de l'emploi dans le secteur «privé» est observée au deuxième trimestre, mais celle-ci est largement attribuable à ces deux secteurs à fort profil saisonnier – qui habituellement progressent plus que proportionnellement entre mars et juin – ainsi qu'au secteur «Immobilier, location, et services aux entreprises», qui avait déjà beaucoup souffert pendant les deux trimestres précédents. Le secteur «activités financières» a accéléré son recul; ceci vaut également pour l'industrie. Dans le cas de l'industrie, il convient de se rappeler que le maintien de l'emploi dans ce secteur est facilité par l'instrument du chômage partiel (voir plus bas). Sans cette possibilité de réduire temporairement le nombre d'heures travaillées par salarié, la destruction d'emplois dans l'industrie aurait été significativement plus importante.

Du fait de leur plus grande présence dans les secteurs dépendant directement de la demande internationale et sujets à des variations de la production typiquement plus élevées, les frontaliers n'ont certes pas été les seuls à payer le prix de la crise, mais l'emploi frontalier a été, jusqu'ici, impacté davantage que celui des résidents (voir Tableau 11). A côté de la répartition sectorielle relative des frontaliers, c'est leur poids élevé dans l'intérimaire qui a contribué au plus fort impact de la crise sur l'emploi des non-résidents. Ainsi, le nombre de formulaires E301¹⁵ a augmenté de



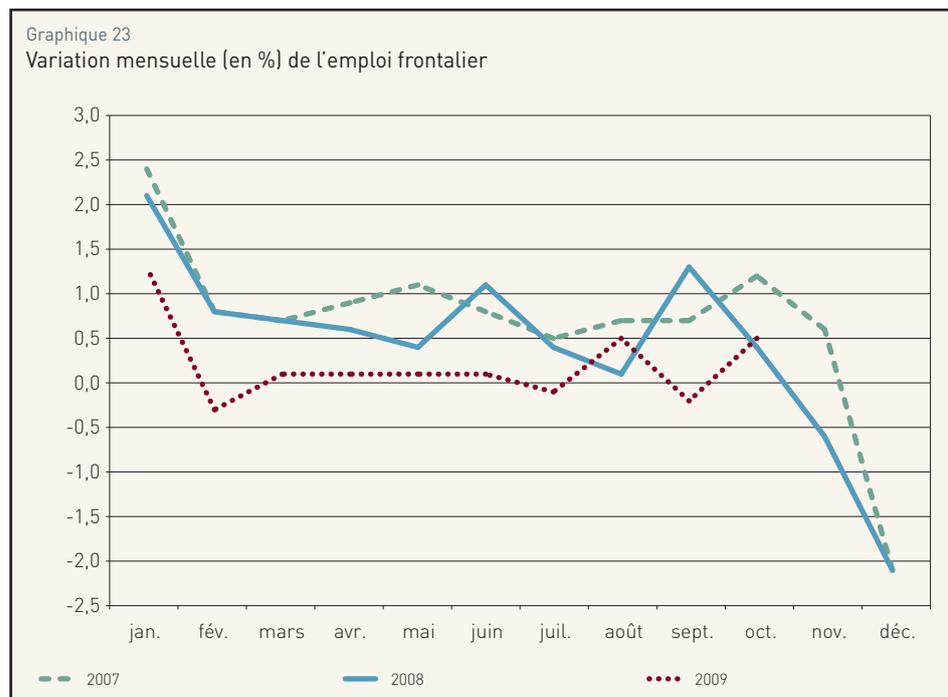
Source : Statec



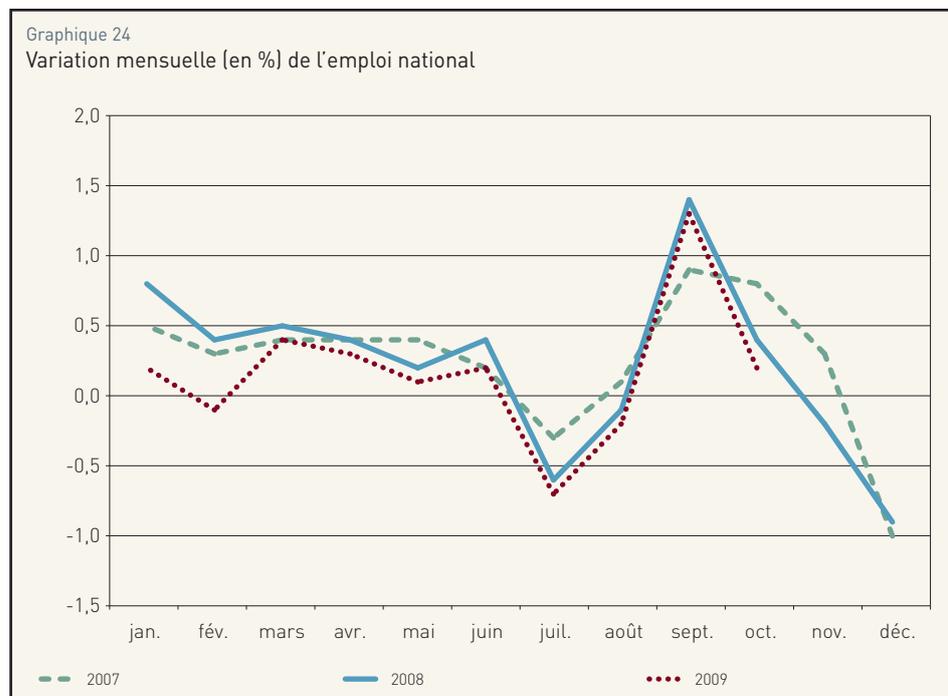
Source : Statec

15 Un formulaire établi par l'ADEM qu'en principe un frontalier ayant perdu son emploi au Luxembourg doit présenter auprès de l'administration de son pays de résidence afin de recevoir une indemnité de chômage.

64 % entre septembre 2008 et septembre 2009, ce qui confirme les statistiques relatives d'abord au ralentissement et ensuite à la baisse de l'emploi frontalier¹⁶. En effet, tandis que l'emploi frontalier a baissé en février par rapport à janvier et n'a plus augmenté par après jusqu'au mois de juillet (dernière observation définitive disponible), l'emploi des résidents a moins ralenti par rapport au profil intra-annuel habituel.



Source : IGSS



Source : IGSS

¹⁶ Ce taux baisse à 35% en octobre 2009. Ceci n'est cependant pas dû à une baisse significative des formulaires E301 établis, mais à un effet de base. En effet, en octobre 2008, la crise se faisait déjà sentir, menant à une augmentation sensible du nombre des formulaires E301 par rapport à septembre 2008.

Tableau 11

Croissance annuelle (en %) de l'emploi* et taux de chômage (en % 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 »
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	5,2%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%
2007	4,6	0,5	4,4	7,9	2,3	2,3	4,4%	4,4%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,2	4,4%	4,4%	5,7%
2008-T3	5,1	2,5	4,9	7,2	3,3	3,3	4,2%	4,4%	5,5%
2008-T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%
2009-T1	2,7	0,8	2,6	3,5	2,0	3,2	5,6%	5,2%	6,8%
2009-T3	0,5	1,1	0,5	0,0	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
sep-08	5,3	2,7	5,2	7,4	3,6	3,7	4,3%	4,4%	5,6%
oct-08	4,7	2,3	4,6	6,5	3,2	3,4	4,5%	4,5%	5,8%
nov-08	3,9	2,0	3,8	5,3	2,7	3,0	4,7%	4,6%	5,9%
déc-08	4,0	1,8	3,9	5,3	2,9	3,5	5,0%	4,8%	6,2%
jan-09	3,3	1,1	3,2	4,5	2,3	3,3	5,5%	5,0%	6,7%
fév-09	2,6	0,6	2,4	3,4	1,8	3,0	5,6%	5,2%	6,9%
mars-09	2,2	0,6	2,1	2,7	1,8	3,2	5,5%	5,4%	6,8%
avr-09	1,9	1,2	1,8	2,1	1,6	3,0	5,5%	5,5%	6,8%
mai-09	1,6	1,7	1,6	1,8	1,5	2,8	5,4%	5,7%	6,7%
juin-09	1,0	1,4	1,0	0,7	1,2	2,7	5,4%	5,8%	6,7%
juil-09	0,7	1,1	0,7	0,3	1,1	2,6	5,5%	5,8%	6,8%
août-09	0,7	1,2	0,8	0,7	0,9	2,4	5,6%	5,9%	6,9%
sep-09	0,0	1,0	0,1	-0,8	0,7	2,2	5,7%	5,9%	7,1%
oct-09	-0,1	1,3	0,0	-0,7	0,5	2,1	6,0%	5,9%	7,3%

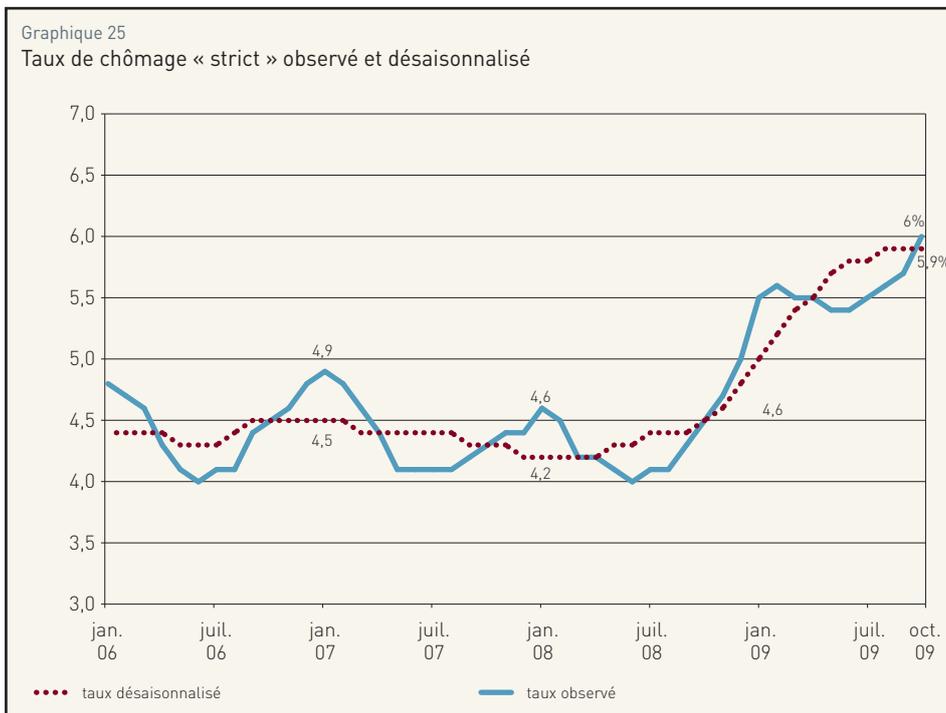
Sources : IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

* Les données d'août à octobre sont des estimations

Sur base de la stagnation de l'activité économique en 2008 ainsi que la baisse du PIB dans l'année courante, les perspectives pour le marché du travail restent moroses. Il faudra s'attendre à ce qu'en moyenne pour 2010, le niveau de l'emploi recule en dessous de la valeur correspondante de 2009.

Du côté du chômage, le taux au sens «strict» non-ajusté pour les variations saisonnières a atteint 6,0% en octobre 2009, soit une augmentation de 0,3 pp par rapport au mois précédent. Le nombre de personnes au chômage s'est établi à 14 062, soit 3 621 de plus qu'en octobre 2008 (+35%). Soulignons que le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières quant à lui s'élève à 5,9%, stable par rapport au mois précédent. Par rapport à la même période de l'année précédente, ceci revient à une détérioration de l'ordre de 1,4 points de pourcentage. Ce taux désaisonnalisé est en nette augmentation depuis avril 2008 et cette tendance s'est accélérée dès le mois de novembre, suite à la généralisation de la crise qui mena à un changement de comportement des employeurs qui, d'une part, réduisaient les nouvelles embauches et, d'autre part, commençaient à réduire les emplois.

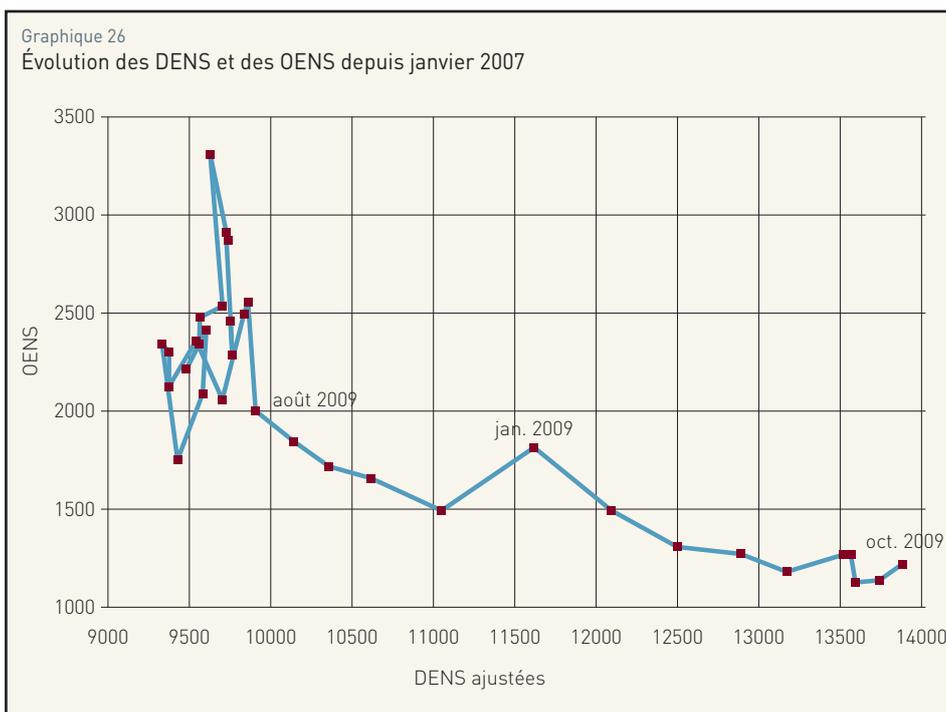
Graphique 25
Taux de chômage « strict » observé et désaisonnalisé



Il en résulte que les offres d'emploi non-satisfaites enregistrées auprès de l'ADEM suivent une tendance opposée à celle des DENS. Ces tendances s'observent de manière éloquent au graphique 26. L'augmentation du chômage reflète ainsi non seulement le fait que les licenciements s'accumulent, mais aussi qu'il est devenu nettement plus difficile de trouver un emploi, de sorte que les personnes qui s'inscrivent au chômage risquent d'y rester bien plus longtemps qu'en période ordinaire. Le nombre de demandeurs d'emploi ayant un niveau de formation «NS» (niveau supérieur; enseignement post-secondaire) correspond désormais à 15,5% du nombre total de DENS (2 179 personnes), contre 12,1% en octobre 2008 (1 263 personnes). Il s'agit là d'un indicateur

additionnel de l'intensité de la crise: le chômage affecte désormais aussi des personnes avec niveau de qualification élevé qui, avant la crise, éprouvaient nettement moins de problèmes pour trouver un emploi. Le nombre de demandeurs d'emploi avec niveau de formation «NS» a augmenté de 72% en un an (contre +35% pour le total des DENS).

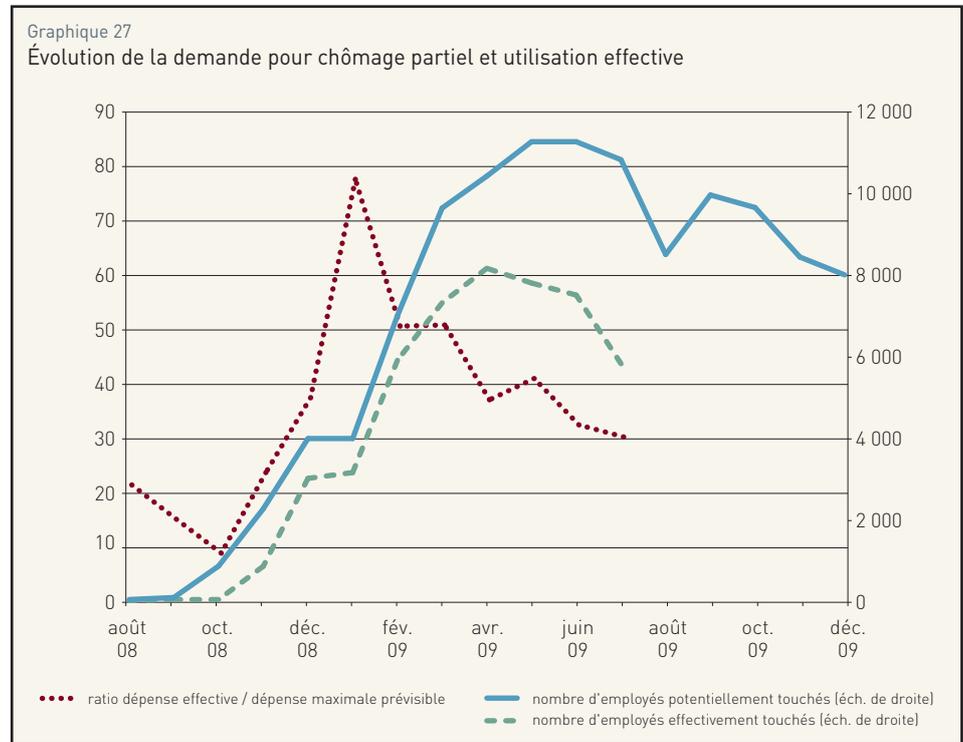
Graphique 26
Évolution des DENS et des OENS depuis janvier 2007



Un autre fait marquant de l'automne 2008 et de l'année 2009 dans son entièreté restera l'augmentation très sensible, par rapport à des temps normaux, du nombre de salariés touchés par le chômage partiel. Partant d'un niveau insignifiant en septembre 2008, le nombre de personnes pour lesquelles le chômage partiel a été autorisé se chiffrait à plus de 10 000 en avril et juin 2009. Fin novembre, le comité de conjoncture a avisé favorablement les demandes de 125 entreprises demandant des autorisations pour chômage partiel concernant potentiellement 7 999 salariés.

Cependant, durant les mois passés un nombre significatif d'entreprises n'utilisaient pas complètement ces autorisations, comme l'atteste le graphique ci-joint. On observe un écart grandissant entre le nombre de personnes pour lesquelles le chômage partiel a été préalablement demandé et accordé, d'une part, et le nombre de personnes qui ont effectivement été en situation de chômage partiel. De plus, le ratio entre la dépense effective du fonds pour l'emploi et la dépense maximale prévisible a significativement baissé entre janvier et juillet, ce qui confirme l'analyse que les entreprises n'utilisent pas à plein les autorisations pour chômage partiel.

On peut en conclure que les entreprises ont tendance à faire autoriser un volume de chômage partiel plus important que strictement nécessaire, ceci dans le souci de disposer ainsi d'une plus grande marge de manœuvre dans un environnement très incertain.



Encadré 1

QUELQUES RÉFLEXIONS SUR L'ÉVOLUTION DU COÛT SALARIAL UNITAIRE

La Chambre des Salariés (CdS) a récemment publié une note sur le niveau et l'évolution du coût salarial unitaire (CSU) au Luxembourg¹. Pour la période s'étendant de 2002 à 2008, les auteurs détectent une baisse cumulée de 12% du CSU. Ceci serait la baisse des CSU la plus forte à travers l'UE (ensemble avec la Pologne). De plus, en 2008, le CSU du Luxembourg aurait été, à l'exception de la Slovaquie, le CSU le moins élevé dans l'UE en termes de niveaux.

Ces observations pourraient faire penser que ni l'évolution du CSU ni son niveau ne portent préjudice à la compétitivité de l'économie nationale. Il s'impose d'assortir ce constat de la CdS de quelques remarques :

Pour rappel, le CSU met en relation le coût salarial total d'une économie et sa production. La formule concrète est la suivante :

$$CSU = \frac{\text{Rémunération_des_salariés}}{\frac{\text{Emploi_salarié}}{\text{PIB}}} \quad \text{ou encore} \quad CSU = \frac{\text{Rémunération_par_salarié}}{\text{Productivité}}$$

$$CSU = \frac{\text{Rémunération_des_salariés}}{\text{Emploi_total}}$$

¹ Chambre des Salariés Luxembourg : "Coût salarial unitaire : une chute vertigineuse", dans : Econews 6/2009, 5 novembre 2009.

Une première remarque est que le niveau du CSU en une année donnée, de même que son évolution au fil du temps, dépendent de l'utilisation lors des calculs de la valeur réelle du PIB ou bien de la valeur nominale. Les deux sont conceptuellement envisageables. Mais l'interprétation des résultats dépend bien entendu étroitement de la formule choisie.

La CdS a utilisé dans ses calculs le PIB nominal, donc elle calcule le CSU réel². Ce choix a comme conséquence un impact à la baisse de l'inflation (approximée par l'évolution du déflateur du PIB) sur l'évolution du CSU. Ceci contribue au résultat à première vue étonnant d'une baisse cumulée de 12 pp du CSU endéans 6 années. Le choix du PIB nominal se justifie par le fait que l'évolution des prix de leurs ventes – à côté de celle des volumes produits et vendus – est un des facteurs déterminants de la capacité des employeurs à payer les salaires. Il donne donc, en principe, une bonne image de la répartition du revenu (nominal) entre salariés d'une part et entreprises d'autre part.

Pourtant, il convient de ne pas négliger le CSU nominal, calculé sur base du PIB réel. Celui-ci donne une meilleure idée de la divergence éventuelle entre l'évolution des salaires et celle de la productivité.

Au Luxembourg, le CSU nominal calculé de cette manière affiche un trend clairement opposé aux chiffres présentés par la CdS : en fait, entre 2002 et 2008, les CSU nominaux ont augmenté de plus de 15 % (voir colonne (11) du Tableau 1). Ce résultat s'explique en partie par la faible croissance de la productivité du travail qui, en termes cumulés, n'a atteint que 3,6 % sur la même période³.

Si le CSU, selon la Chambre des Salariés, s'est donc développé de manière favorable du point de vue des employeurs, ceci est largement imputable à la composante « déflateur du PIB » plutôt qu'à la productivité du travail ou encore à une très faible croissance de la rémunération par salarié. Cette dernière a d'ailleurs affiché une croissance cumulée de plus de 19 % sur la période 2002-2008. La baisse de la part salariale résulte donc d'une augmentation assez dynamique des prix de vente (en moyenne et après agrégation de tous les secteurs) de la production domestique.

Il n'en reste pas moins que l'augmentation des prix de la production telle que reflétée par le déflateur du PIB a en effet permis aux employeurs de payer ces augmentations des coûts salariaux, tout en maintenant, voire en augmentant, en moyenne, la part des profits.

Tableau 1
Evolution annuelle et cumulée des composantes du CSU et niveau du CSU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Evolution cumulée 2002 - 2008	Evolution cumulée 2000 - 2008
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
PIB réel, var. (%)	8,4	2,5	4,1	1,5	4,4	5,4	5,6	6,5	0	25,7	34,1
PIB nominal var. (%)	10,6	2,6	6,3	7,7	6,3	10,3	12,8	9,7	5	64	78,8
Rémunération par salarié, var. (%)	5,3	3,5	3,1	1,1	3,3	4,6	3,3	3,6	2	19,3	27,3
Productivité, var. (%)	2,7	-2,9	0,8	-0,3	2,1	2,5	1,9	2	-4,5	3,6	1,4
CSU nominal, niveau	0,5	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	0,58	0,59	0,63		
CSU nominal, var. (%)	2,5	6,5	2,2	1,4	1,2	2,1	1,4	1,6	6,8	15,2	25,4
CSU réel, niveau	0,5	0,53	0,53	0,51	0,5	0,49	0,47	0,46	0,47		
CSU réel, var. (%)	0,5	6,4	0,1	-4,4	-0,6	-2,4	-5	-1,4	1,7	-11,7	-5,9
Déflateur du PIB, var. (%)	2	0,1	2,1	6	1,8	4,6	6,8	3	5	30,5	33,3

Source : STATEC (Comptabilité nationale)

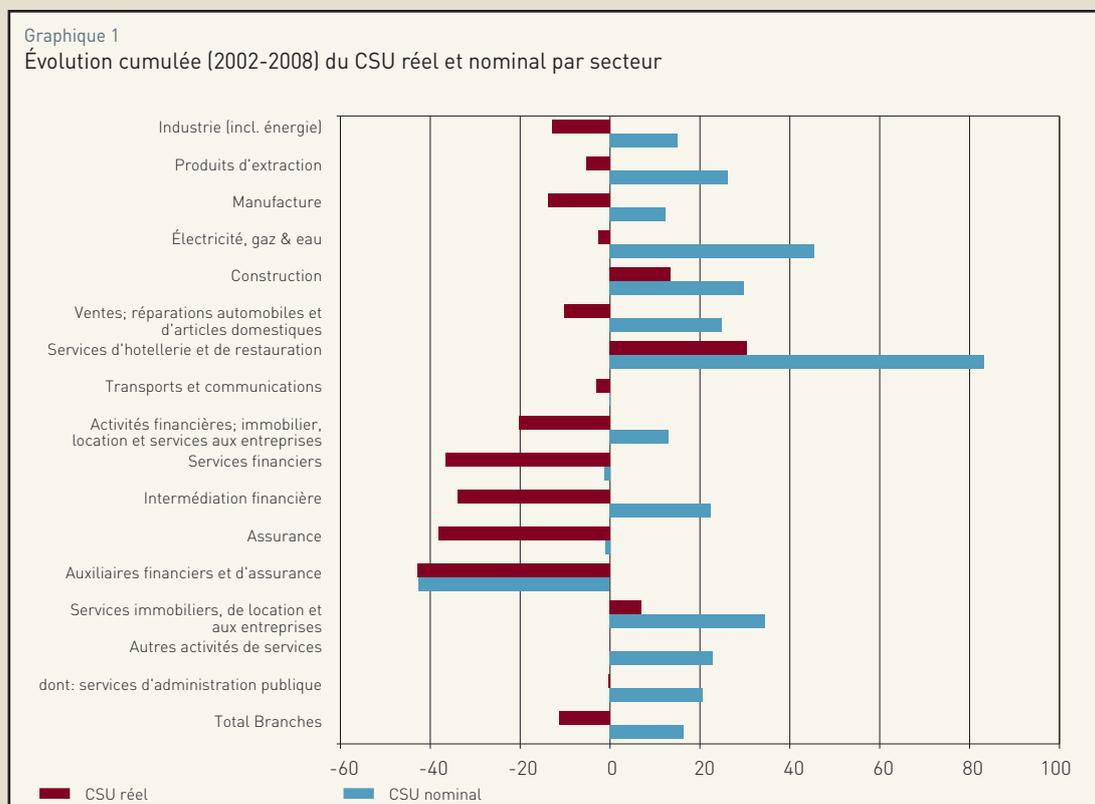
- Il peut sembler étonnant que l'utilisation du PIB nominal mène au CSU réel. La raison en est que l'utilisation du PIB nominal revient à une déflation de la rémunération nominale par salarié moyennant le déflateur du PIB. De manière analogue, l'utilisation du PIB réel dans le calcul du CSU donne lieu à un niveau ou à l'évolution du CSU nominal, car dans ce cas l'évolution nominale de la rémunération par salarié n'est pas déflatée par l'évolution du déflateur du PIB.
- Cette faible performance est en bonne partie due à l'année de crise 2008, certes, mais nous allons voir dans un autre contexte quelle influence le choix de la période de référence peut avoir sur les résultats.

La période choisie pour l'analyse a bien entendu un impact sur les résultats de celle-ci. Typiquement, la marge des profits baisse lors d'un ralentissement cyclique et commence à augmenter à nouveau au moment où la reprise se fait sentir. L'année 2003, première année dont les taux de croissance entrent dans l'analyse de la CdS, marquait le bas d'un cycle (+1,5% de variation du PIB réel). Après 2003 et jusqu'en 2007, la progression du PIB réel s'est accélérée. Il est donc peu étonnant que le CSU réel ait baissé pendant cette période. Lorsque l'on prolonge de seulement deux années la période sur laquelle l'analyse se déploie (ajout de 2000 et 2001), les résultats changent de manière significative (voir Tableau 1, colonne 12). Le CSU *réel* ne baisse plus de 12%, mais de moins de 6%. De surcroît, la progression cumulée du CSU *nominal* augmente de 15 à 25%. Compte tenu de la baisse attendue du PIB réel pour l'année 2009 et compte tenu des perspectives assez modestes pour 2010, la première décennie de ce siècle risque d'aboutir à une évolution très différente et nettement moins favorable pour la part des profits que celle qui résulte de l'analyse de la CdS.

Mais même si on se limite à la période choisie par la CdS, plusieurs points doivent être mentionnés.

D'abord, il est inquiétant, pour la compétitivité internationale d'un pays particulièrement petit et à degré d'ouverture extrêmement élevé, que les augmentations des coûts salariaux soient compensées par les prix de vente plutôt que par la progression de la productivité. Si ces augmentations du niveau des prix ont en effet été de pair avec une croissance réelle impressionnante pendant de longues années⁴ – témoignant d'une demande dynamique pour la production domestique – rien ne garantit une continuation de cette tendance dans un avenir aujourd'hui plus incertain que jamais. Tabler sur des augmentations futures élevées du déflateur du PIB semble donc peu opportun.

Par ailleurs, une analyse au niveau *agrégé* comporte le risque évident de cacher des évolutions contrastées au niveau des différents secteurs. Pour cette raison, nous procédons à une désagrégation de l'évolution des CSU selon un certain nombre de secteurs.



4 Voir par exemple « Evolution de l'emploi, du PIB et de la productivité au Luxembourg », Rapport annuel 2006 de la BCL, pages 34 – 37.

Le graphique 1 montre que ce sont surtout les services financiers qui sont à la base du recul du CSU tel que présenté par la CdS. Les autres secteurs ont connu une évolution défavorable du CSU réel (services immobiliers ; hôtellerie et restauration ; la construction) ou bien des baisses moins prononcées de celui-ci (produits d'extraction ; transports et communications).

Ceci est d'autant plus préoccupant que l'avenir du secteur financier semble aujourd'hui moins assuré qu'avant la crise actuelle. Si déjà la bonne performance dans un seul secteur ne justifie pas des augmentations salariales dans d'autres secteurs, la dépendance d'une économie entière à l'égard d'un seul secteur, de surcroît actuellement en crise, ne peut laisser indifférent.

L'importance du secteur financier pour l'évolution du déflateur du PIB et, par conséquent, pour la variation du CSU réel est confirmée par le fait qu'à la fois les exportations des services (surtout bien sûr des services financiers) ont constitué la composante la plus importante du PIB nominal déjà en 2002 – date de départ de l'analyse de la CdS – et ont connu la plus importante augmentation cumulée de leur déflateur. Le déflateur des exportations de services est même le seul qui a dépassé la moyenne (c.-à-d. le déflateur du PIB), ce qui souligne l'importance dominante de cette seule composante.

Tableau 2
Evolution du déflateur des différentes composantes du PIB (approche dépenses)

Variation annuelle du déflateur	Variation cumulée du déflateur (2002-2008)	Part relative dans le PIB nominal (2002)
Dépense de consommation finale	18,3	58,4
Dépense de consommation finale des ménages	17,4	40,4
Dépense de consommation finale des Admin. Publiques	22,8	16,5
Formation brute de capital	6,3	22
Exportations de biens	23,1	40
Exportations de services	32,4	100,6
Importations de biens	14,3	50,5
Importations de services	25,1	70,5
PIB	30,5	100

Revenant aux différents secteurs de l'économie, une désagrégation additionnelle de l'industrie manufacturière (voir graphique 2) montre elle aussi une variation contrastée des différentes branches, relativisant ainsi davantage la représentativité du résultat agrégé pour l'économie entière.

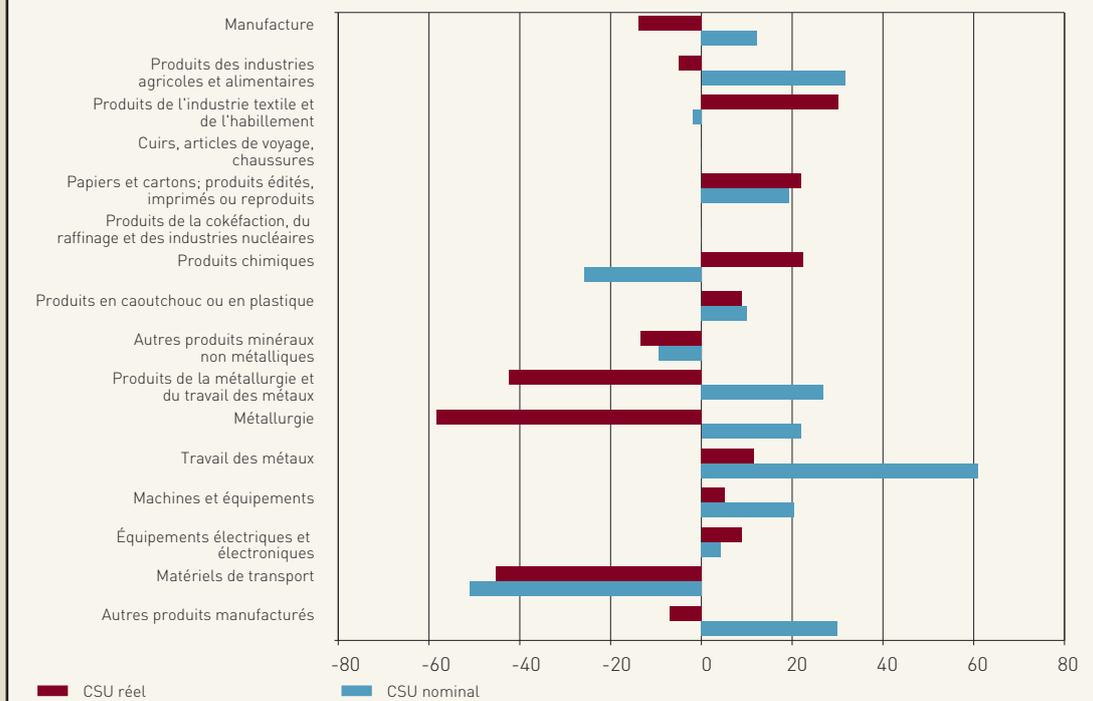
Pour la comparaison internationale du *niveau* du CSU, il s'ajoute une difficulté particulière. En effet, il peut toujours exister, malgré les efforts substantiels entrepris par Eurostat, l'OCDE et les Nations Unies, des définitions nationales divergentes des différentes variables faisant partie du CSU. Pour les pays ne faisant pas encore partie de la zone euro et disposant donc toujours d'une propre monnaie nationale, les comparaisons sont particulièrement difficiles, d'autant plus que les monnaies nationales peuvent bien évidemment être significativement sur- ou sous-évaluées et caractérisées par des fluctuations non négligeables. Les chiffres étant plus homogènes et cohérents sur le plan national qu'en comparaison internationale, il semble plus sûr de se limiter à une comparaison internationale des profils d'évolution au cours du temps du CSU⁵.

La BCL procède régulièrement à une comparaison internationale des taux de change effectifs de l'économie nationale d'une part et des principaux partenaires commerciaux du Luxembourg d'autre part (voir ce bulletin, page 96). Ces calculs, s'appuyant aussi sur l'évolution du CSU, illustrent à suffisance le bien-fondé d'un message de prudence, et ceci depuis des années.

5 Voir Havlik, Peter : "Unit labour costs in the New EU Member States", dans : Statistika (Czech Statistical Office, Ed.) , 3/2005, page 289.

Graphique 2

Variation cumulée du CSU dans les différents secteurs de l'industrie manufacturière (2002-2008)



En résumé, il convient de noter que

- en effet, au niveau agrégé, pour l'ensemble de l'économie, l'évolution de la part des profits dans le PIB n'a a priori pas été défavorable aux entreprises ;
- ce constat est la résultante de deux facteurs dominants
 - l'impact du déflateur du PIB l'emporte sur la contribution de la productivité du travail (cette dernière ayant été très faible) ;
 - c'est surtout le secteur financier qui est à la base de cette évolution, l'évolution dans les autres secteurs ayant été moins favorable voire même négative ;
- rien ne garantit une continuation de cette tendance à l'avenir ;
- il serait donc erroné de conclure que la modération salariale n'est plus requise du point de vue de la compétitivité du Luxembourg.

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

2.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

La période allant du 1^{er} janvier au 31 octobre 2009 s'est caractérisée par trois fusions, quatre retraits et trois constitutions d'établissements de crédit ; ainsi, au 31 octobre 2009, le nombre des établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise s'élève à 152, soit une diminution de quatre unités par rapport à la fin de l'année 2008.

Tableau 12

L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
BSI Niederlassung Luxemburg		30.04.2009	Fusion avec BSI Luxembourg S.A.
Dresdner Bank Aktiengesellschaft, succursale de Luxembourg		11.05.2009	Fusion avec Commerzbank AG, Zweigniederlassung Luxemburg
Evli Bank Plc, Helsinki (Finland), succursale de Luxembourg		29.05.2009	
Glitnir Bank Luxembourg S.A.		25.06.2009	
Banco Santander Totta S.A., succursale de Luxembourg		31.07.2009	
Unibanco - União de Bancos Brasileiros (Luxembourg) S.A.		25.08.2009	Fusion avec Banco Itaú Europe Luxembourg S.A.
Fortis Prime Fund Solutions Bank (Ireland) Ltd., Luxembourg branch	01.09.2009		
BNY Mellon Asset Servicing B.V., Luxembourg Branch		30.09.2009	Retrait et reprise le 01.10.2009 par la Bank Mellon S.A. Flash NV Luxembourg Branch
Bank Mellon S.A. Flash NV Luxembourg Branch	01.10.2009		
State Street Bank GmbH, Zweigniederlassung Luxemburg	08.10.2009		

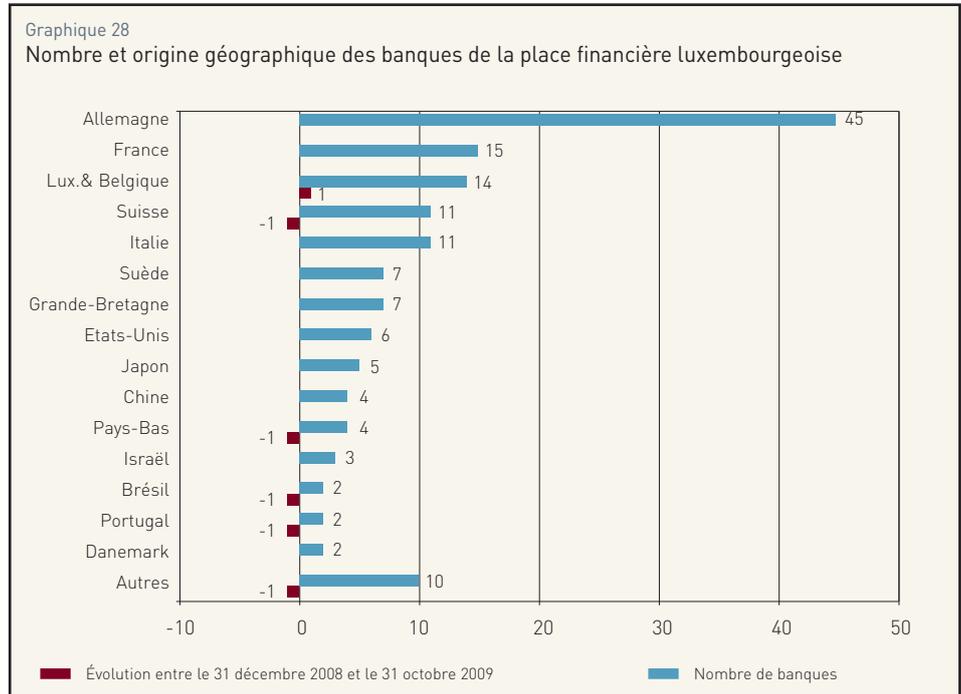
Source : BCL

Les trois fusions observées montrent que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire se poursuit : les activités de la BSI Niederlassung Luxemburg ont été intégrées dans celles de la BSI Luxembourg S.A., tandis que la Dresdner Bank Aktiengesellschaft, succursale de Luxembourg a fusionné avec la Commerzbank AG, Zweigniederlassung Luxemburg ; et Unibanco - União de Bancos Brasileiros (Luxembourg) S.A. a fusionné avec la Banco Itaú Europe Luxembourg S.A.

L'Evli Bank Plc, Helsinki (Finland), succursale de Luxembourg, la Glitnir Bank Luxembourg S.A., la Banco Santander Totta S.A., Lisboa (Portugal), succursale de Luxembourg et la BNY Mellon Asset Servicing B.V., Luxembourg Branch ont cessé leurs activités au Luxembourg.

Finalement, en septembre 2009 nous avons enregistré la constitution de la Fortis Prime Fund Solutions Bank (Ireland) Ltd., Luxembourg branch, et en octobre 2009 celles de deux nouvelles banques, à savoir la Bank Mellon S.A. Flash NV Luxembourg Branch et la State Street Bank GmbH, Zweigniederlassung Luxemburg.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 45 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, au 31 octobre 2009 on dénombrait 15 banques françaises, 14 banques luxembourgeoises et belges, 11 banques suisses et 11 banques italiennes. Ajoutées aux 45 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 64,9 % du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

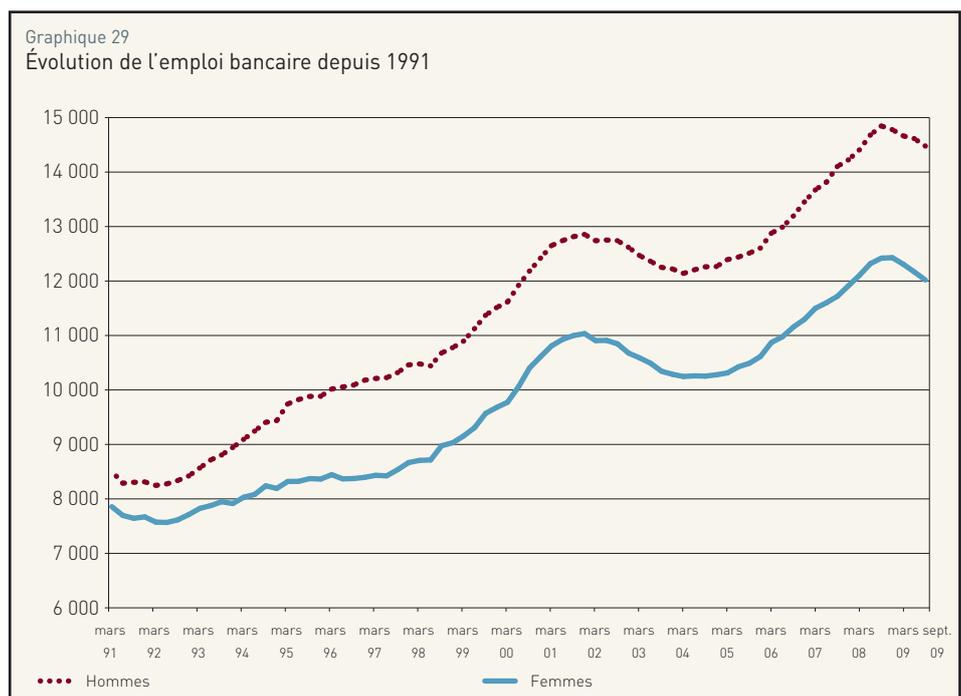


Source : BCL

2.7.2 L'effectif dans le secteur financier (ou établissements de crédit)

Avec un effectif de 27 269 personnes, l'emploi bancaire au Luxembourg avait atteint son plus haut niveau historique en septembre 2008, au plus fort de la crise financière. Depuis lors, l'effectif dans les banques luxembourgeoises n'a cessé de se contracter pour atteindre 26 499 personnes au 30 septembre 2009. Ainsi, au total, 770 emplois ont été supprimés par la place bancaire entre septembre 2008 et 2009, engendrant une baisse de l'effectif de 2,8%. Dans la mesure où seule une partie des réductions d'emplois envisagées a pour l'instant trouvé une traduction dans les faits, cette tendance baissière est appelée à se prolonger dans les trimestres à venir.

Comme le montre le graphique ci-dessous, la tendance que l'on observe actuellement est tout à fait comparable à celle de la précédente crise de 2001, au cours de laquelle plus de 1 300 emplois avaient été perdus.

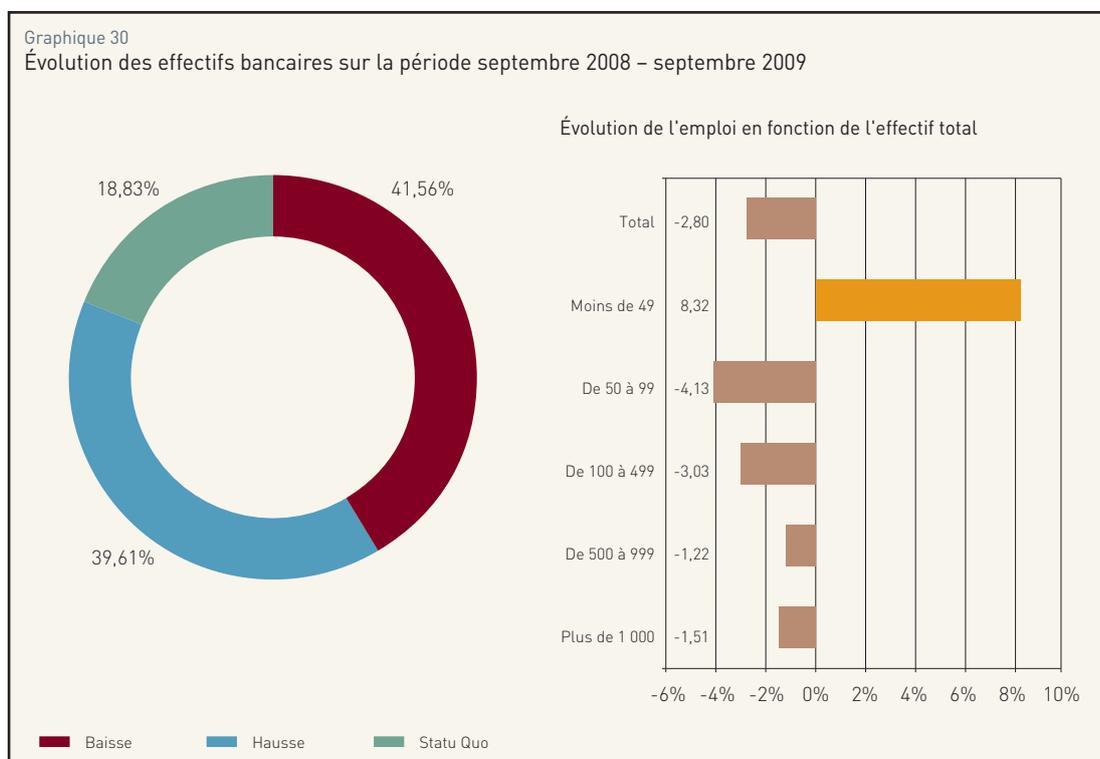


Source : BCL

Si la tendance globale est à la baisse, il faut cependant souligner que la proportion de banques ayant augmenté leurs effectifs sur la période allant de septembre 2008 à septembre 2009 est très proche du nombre de banques ayant opté pour une baisse (41,6% contre 39,6% pour une baisse et 18,8% pour un statu quo).

La diminution du nombre d'établissements qui impacte particulièrement l'emploi bancaire. Sur la période allant de septembre 2008 à septembre 2009, le nombre d'établissements est passé de 154 à 146. Les différents retraits de la liste, observés depuis septembre 2008, ont entraîné la perte de 329 emplois.

Néanmoins, cela ne représente que 40% de l'ensemble des pertes d'emplois observées sur cette période (770). En complément, les 441 suppressions liées à des événements conjoncturels sont essentiellement le fait d'établissements dont l'effectif est compris entre 50 et 500 personnes.



Source : BCL

2.7.3 Le bilan des établissements de crédit

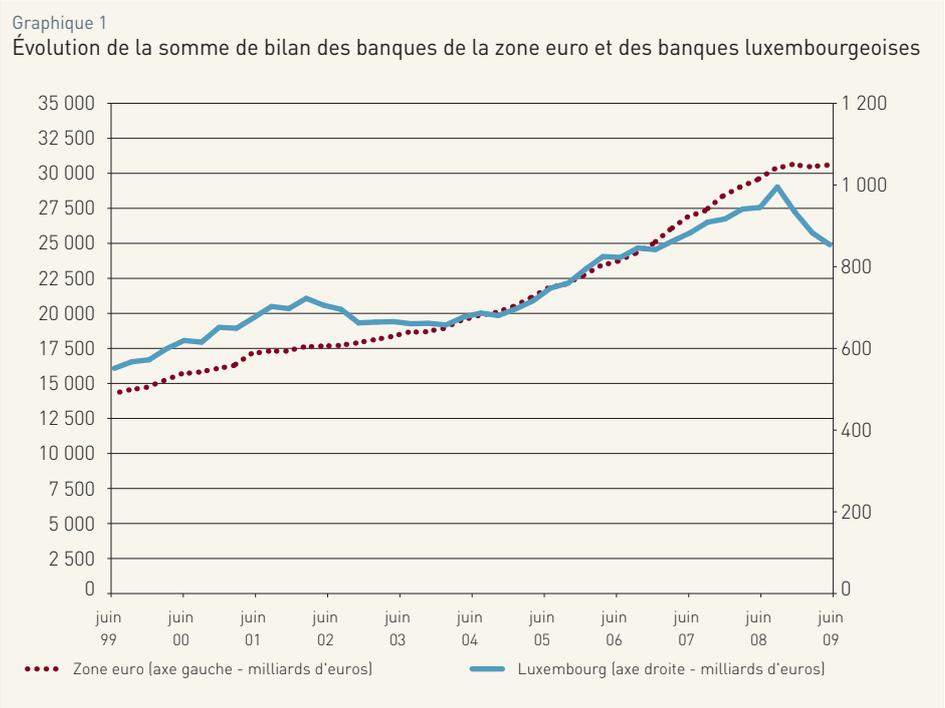
Les banques luxembourgeoises n'ont pas su s'immuniser contre la propagation de la crise américaine des crédits «*subprime*». Ainsi, au cours des douze derniers mois, à savoir d'octobre 2008 à octobre 2009, la somme de bilan agrégée s'est contractée de 21,2%. La contraction observée en fin de période, entre septembre et octobre 2009, a atteint 3,4%, portant la somme de bilan à 790 027 millions d'euros au 31 octobre. Il importe de noter que le niveau observé en octobre 2008 constitue un point haut historique. La baisse continue de la somme de bilan, observée au cours des quatre derniers trimestres, ne laisse pas encore entrevoir de revirement de tendance ; en effet, tandis que le taux de décroissance annuel a diminué de 6,2% au 4^{ème} trimestre 2008, à 5,4% et 3,2% au cours des deux premiers trimestres de l'année en cours, il a repris de la vigueur au cours du troisième trimestre (-4,1%).

Encadré 2

ANALYSE COMPARATIVE DE L'ÉVOLUTION DE LA SOMME DE BILAN ET DES POSITIONS INTER-IFM DES BANQUES DE LA ZONE EURO ET DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES

Il apparaît qu'en matière d'évolution bilantaire, le secteur bancaire luxembourgeois se compare de manière défavorable à celui de l'ensemble de la zone euro. Ainsi, tel que cela ressort du graphique qui suit, la somme de bilan des banques luxembourgeoises s'est contractée de 9,6% entre juin 2008, c'est-à-dire avant la crise financière, et juin 2009. Dans le même intervalle de temps, celle des banques de la zone euro affichait une croissance de 3,5%¹. Toutefois, il y a lieu de souligner l'apport positif, bien que marginal, de l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro.

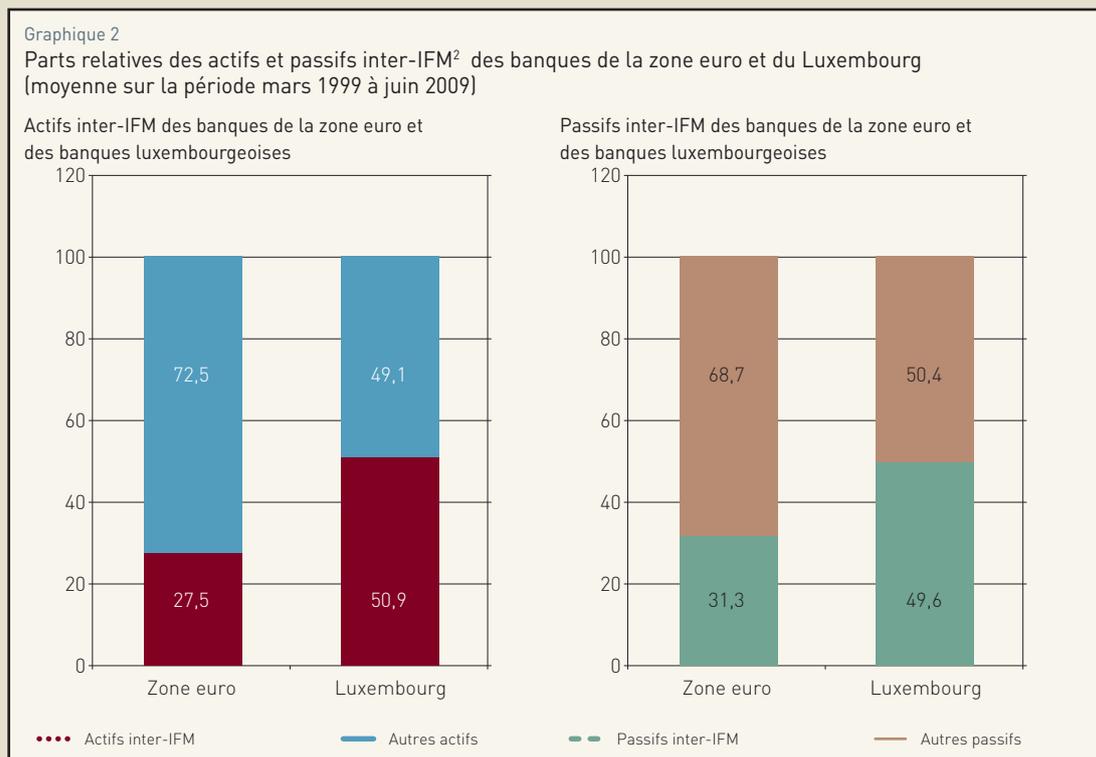
Cette disparité s'explique essentiellement, voire exclusivement, par le fait que le bilan agrégé des banques luxembourgeoises se caractérise par une nette prédominance des activités interbancaires tant à l'actif qu'au passif. En effet, d'une part, les banques luxembourgeoises recueillent des liquidités dans les domaines du private banking et de leur rôle en tant que banque dépositaire des organismes de placement collectif luxembourgeois notamment. Ces liquidités ainsi recueillies sont ensuite placées sur les marchés interbancaires. Dans ce contexte, il importe également de noter qu'une grande partie de banques étrangères entretient une double présence au Luxembourg (succursale et filiale), ce qui implique que les fonds peuvent parfois circuler par plusieurs entités au Luxembourg parce que certaines contreparties préfèrent effectuer des opérations interbancaires avec des succursales. Finalement, il importe de ne pas perdre de vue que de nombreux groupes bancaires internationaux ont fait de leurs entités luxembourgeoises des centres de compétence dans le domaine de la gestion des liquidités ; ainsi, l'ensemble des banques d'un groupe place ses liquidités excédentaires auprès de l'entité luxembourgeoise qui les canalise vers les entités du groupe qui ont un besoin de liquidités.



Dans la mesure où les activités inter-IFM, tant à l'actif qu'au passif du bilan, ont fortement diminué au cours des neuf derniers mois, la somme de bilan des entités luxembourgeoises est nettement plus impactée que celle des banques d'autres pays de la zone euro dont les activités sont moins concentrées sur l'interbancaire.

¹ Les données relatives au mois de septembre 2009 n'ont pas encore été publiées par la BCE.

Ainsi, de juin 2008 à juin 2009, les activités inter-IFM des banques luxembourgeoises se sont contractées de 79 milliards d'euros (-16,4%) pour les crédits et de 80 milliards d'euros (-23,2%) pour les dépôts. Le deuxième trimestre 2009 accusait un recul de 24 milliards d'euros (-5,6%) pour les crédits inter-IFM et de 24 milliards d'euros (-5,3%) pour les dépôts inter-IFM.



Dans ce contexte, on notera également que dès le début de la crise financière fin 2008, les opérations entre l'Eurosystème et les établissements de crédit ont fortement gagné en importance. Ainsi, à fin décembre 2008, la Banque centrale du Luxembourg présentait un encours de prêts aux banques luxembourgeoises de 51 486 millions d'euros. Cet encours s'est toutefois fortement réduit au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année en cours, pour atteindre 19 014 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2009. Ce recul des opérations avec l'Eurosystème s'inscrit dans le contexte de la normalisation des marchés interbancaires qui implique que les établissements de crédit préfèrent à nouveau effectuer des opérations avec des contreparties du secteur privé plutôt qu'avec les autorités monétaires.

Il importe de noter que les opérations à court terme conclues et clôturées au cours d'un même mois n'influent pas sur le niveau de l'encours en fin de mois. D'un autre côté, les dépôts des banques luxembourgeoises auprès de la BCL ont atteint un pic de 45 919 millions d'euros fin décembre 2008 pour retomber à 23 031 millions d'euros fin juin 2009.

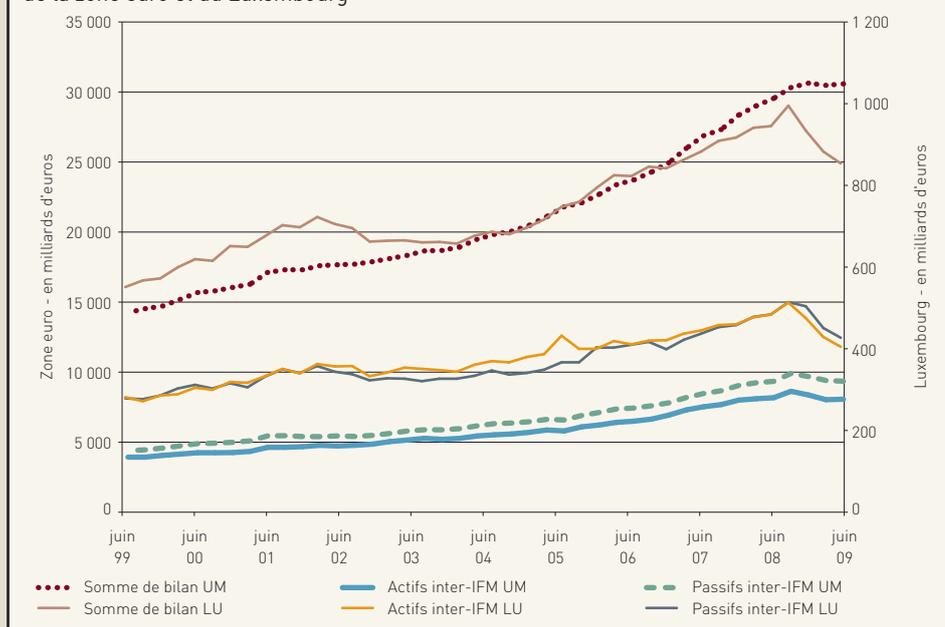
Dans le contexte, on note que la baisse des positions inter-IFM est plus aiguë à Luxembourg qu'au niveau de la zone euro. En effet, tel qu'il ressort du graphique qui suit, au niveau de l'ensemble de la zone euro, les positions inter-IFM étaient en baisse de 23,3% sur un an au Luxembourg contre 4,3% dans l'ensemble de la zone euro. Cette baisse des

2 Notons que la BCE ne publie pas les positions interbancaires mais uniquement les positions des banques vis-à-vis des institutions financières monétaires

activités interbancaires s'inscrit dans le contexte général de la crise sur les marchés financiers qui s'est caractérisé par une perte de confiance et partant l'effondrement du marché interbancaire. En effet, durant la phase intense de la crise financière, les établissements de crédit ont, suite au manque de confiance généralisé, arrêté de se prêter mutuellement des fonds et préféré placer leurs liquidités excédentaires auprès des banques centrales, forçant ces dernières à augmenter la mise à disposition de liquidités afin d'assurer le bon fonctionnement des marchés. Le ralentissement du rythme de décroissance des activités interbancaires confirme que les marchés interbancaires sont en train de revenir à une situation normale ; toutefois, seuls les mois à venir permettront de voir si ce retour à la normale se caractérise par une nouvelle dynamique de l'activité interbancaire au sein des banques luxembourgeoises.

Le graphique illustre parfaitement les disparités dans l'importance relative des actifs et passifs inter-IFM sur le bilan des banques de la zone euro d'une part et du Luxembourg d'autre part. Il permet aussi d'observer le lien direct entre l'évolution des actifs et passifs inter-IFM et la somme de bilan pour les banques luxembourgeoises. De plus, on remarquera que les actifs et passifs inter-IFM des banques de la zone euro ont atteint des pics importants fin 2008 qui s'expliquent en partie par le recours massif aux opérations de mise à disposition de liquidités par l'Eurosystème. Ce gain en importance des actifs et passifs inter-IFM est particulièrement marquant pour les banques luxembourgeoises ; en effet, d'une part, ces dernières sont intervenues pour acquérir des liquidités auprès de la Banque centrale du Luxembourg (cf. ci-dessus) qui ont par la suite été distribuées notamment à d'autres entités du groupe ; les OPC monétaires ont d'autre part fortement augmenté leurs dépôts auprès des banques de la place afin d'éviter d'encourir des risques débiteurs lors de l'acquisition de titres.

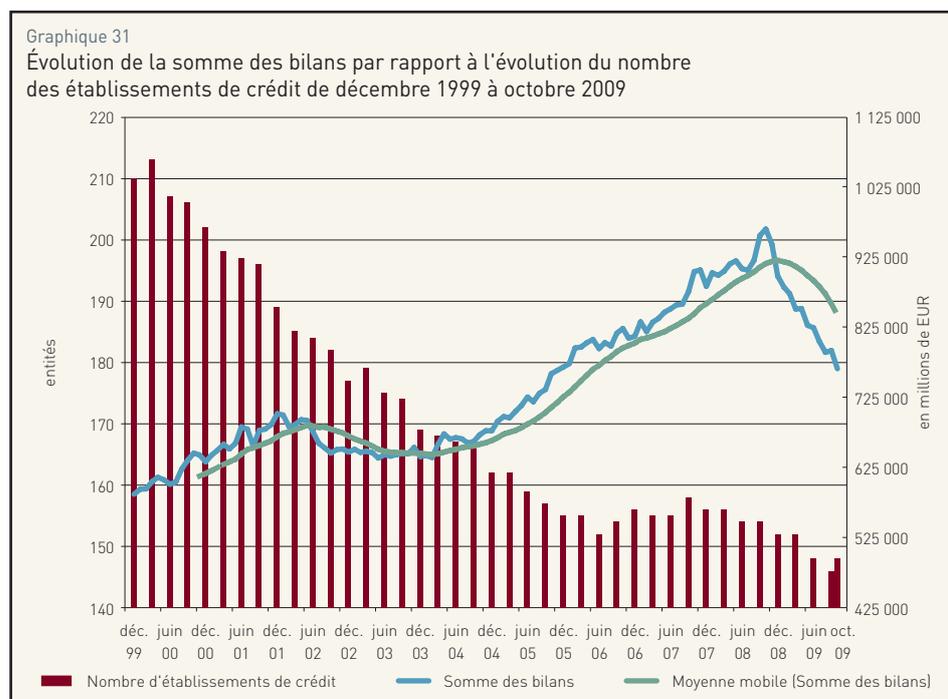
Graphique 3
Évolution de la somme de bilan et des actifs et passifs inter-IFM des banques de la zone euro et du Luxembourg



Source : BCL

particulièrement marquant pour les banques luxembourgeoises ; en effet, d'une part, ces dernières sont intervenues pour acquérir des liquidités auprès de la Banque centrale du Luxembourg (cf. ci-dessus) qui ont par la suite été distribuées notamment à d'autres entités du groupe ; les OPC monétaires ont d'autre part fortement augmenté leurs dépôts auprès des banques de la place afin d'éviter d'encourir des risques débiteurs lors de l'acquisition de titres.

Le graphique qui suit reprend l'évolution de la somme de bilan des établissements de crédit luxembourgeois : la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003, la hausse du volume d'activités observée entre fin 2004 et le point haut d'octobre 2008 et, finalement, la baisse observée entre ce point haut et la fin du mois de septembre 2009.



Source : BCL

La structure et les composantes des bilans agrégés

A l'actif, on notera surtout la chute de 30,0% sur un an (149 824 millions d'euros) des créances interbancaires, dont l'essentiel est survenu après le troisième trimestre 2008, lequel affichait encore une hausse de 31 808 millions d'euros. Cette contraction s'est répartie sur toutes les catégories de l'actif.

Les créances sur la clientèle ont, quant à elles, diminué de 29 036 millions d'euros (-12,9%) sur base annuelle, dont 537 millions d'euros (-0,3%) entre septembre et octobre 2009 pour s'élever à 196 760 millions d'euros au 31 octobre 2009.

Tableau 13

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⁾ 2009/10
	2008/10	2009/09	2009/10	2008/10 - 2009/10		2009/09 - 2009/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	500 111	377 499	350 287	-149 824	-30,0	-27 212	-7,2	44,3
Créances sur la clientèle	225 796	197 297	196 760	-29 036	-12,9	-537	-0,3	24,9
Portefeuille-titres	233 300	221 609	219 476	-13 823	-5,9	-2 132	-1,0	27,8
Autres actifs	43 891	21 339	23 503	-20 388	-46,5	2 164	10,1	3,0
Total de l'actif	1 003 097	817 744	790 027	-213 070	-21,2	-27 717	-3,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Dans le sillage du recul important des bourses, la valeur du portefeuille de titres des banques luxembourgeoises a baissé de 13 823 millions d'euros (-5,9 %) entre octobre 2008 et octobre 2009 pour atteindre un encours de 219 476 millions d'euros au 31 octobre. Cette baisse relativement modérée est due à la composition du portefeuille titres, investi à 90,3 % (198 185 millions d'euros) en valeurs mobilières à revenu fixe dont la volatilité est assez faible et à 9,7 % (21 291 millions d'euros) en valeurs mobilières à revenu variable (parts d'OPC, actions et participations).

Les autres actifs, quant à eux, se sont contractés de 20 388 millions d'euros (-46,5 %) sur un an, avec une baisse de 2 164 millions d'euros (-10,1 %) entre septembre et octobre 2009. Cette volatilité est en partie due à la mise en place des normes comptables IFRS introduites au début de l'année 2008. Les encours inscrits sous la catégorie des autres actifs comprennent les produits dérivés qui, jusqu'à la fin 2007, étaient encore renseignés au hors-bilan. Quoiqu'il en soit, le poids relatif des autres actifs reste relativement modeste avec 3,0 % des bilans agrégés des banques luxembourgeoises fin octobre 2009.

Tableau 14

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⁾
	2008/10	2009/09	2009/10	2008/10 - 2009/10		2009/09 - 2009/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	503 637	389 661	364 489	-139 148	-27,6	-25 172	-6,5	46,1
Dettes envers la clientèle	315 617	269 008	266 003	-49 614	-15,7	-3 005	-1,1	33,7
Dettes représentées par un titre	90 430	78 636	78 598	-11 832	-13,1	-38	0,0	9,9
Autres passifs	93 413	80 438	80 937	-12 476	-13,4	498	0,6	10,2
Total du passif	1 003 097	817 744	790 027	-213 070	-21,2	-27 717	-3,4	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également s'appliquer au passif du bilan. Sur base annuelle, les encours interbancaires ont diminué de 139 148 millions d'euros, atteignant ainsi 364 489 millions d'euros au 31 octobre 2009, soit une baisse de 27,6 %. En toute fin de période, entre septembre et octobre 2009, la baisse était de l'ordre de 25 172 millions d'euros (-6,5 %). Ce recul des activités peut s'expliquer par le fait que ces positions interbancaires sont aussi le reflet des opérations d'apport de liquidités par les banques centrales en vue de garantir le fonctionnement des marchés et qui ont fortement diminué en 2009. En dépit de cette baisse, les dépôts interbancaires représentent toujours près de la moitié des passifs des banques (46,1 %).

Les dettes envers la clientèle non-bancaire ont diminué de 49 614 millions d'euros (-15,7 %) sur un an, pour atteindre 266 003 millions d'euros fin octobre 2009. Le rythme trimestriel de baisse enregistrée sous cette position s'est nettement réduit au cours de l'année 2009, en n'atteignant que 5 894,6 millions d'euros en moyenne par trimestre, donc 17 684 millions d'euros au total, soit nettement moins que les 33 092 millions d'euros (-10,3 %) observés au cours du seul quatrième trimestre 2008. Le refinancement des banques reste fortement axé sur les dettes envers la clientèle non-bancaire, qui représentaient un poids relatif de 33,7 % de la somme de bilan au 31 octobre 2009.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre était en recul de 13,1 % (11 832 millions d'euros) sur un an et reste volatil. Seul le premier trimestre 2009 a affiché une augmentation de 6,3 % (5 061 millions d'euros). La contraction de 38 millions d'euros observée entre septembre et octobre 2009 peut être qualifiée d'anecdotique. L'encours sous cette catégorie était de 75 598 millions

d'euros au 31 octobre 2009. Par conséquent, la croissance du refinancement à travers l'émission de titres reste timide, même si son poids relatif reste, avec 9,9 %, quasiment inchangé par rapport à juin 2009.

Au 31 octobre 2009, 80 937 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 dès janvier 2008. Il en découle un recul de 12 476 millions d'euros (-13,4%) entre octobre 2008 et octobre 2009.

Les crédits à la clientèle non-bancaire

A la fin du mois d'octobre 2009, l'encours de crédits à la clientèle non-bancaire s'élevait à 196 760 millions d'euros, en baisse de 29 036 millions d'euros (-12,9%) par rapport à la même période de l'année précédente. En fin de période, de septembre à octobre 2009, la diminution de l'encours de cette catégorie était de 537 millions d'euros, soit -0,3%.

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 69 198 millions d'euros au 31 octobre 2009, contre 77 139 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 10,3% (-7 941 millions d'euros) sur un an. Entre la fin du troisième trimestre et la fin du mois d'octobre 2009, ces crédits ont légèrement augmenté de 0,6% (391 millions d'euros), principalement en raison de la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers. En effet, alors que les crédits accordés aux autres intermédiaires financiers affichent une baisse de 20,0% sur base annuelle (8 196 millions d'euros), ils ont augmenté de 8,3% (2 509 millions d'euros) au cours de la période allant de juin à octobre 2009. Notons encore que les autres intermédiaires financiers occupent une place importante dans le total des crédits avec un encours de crédit de 32 830 millions d'euros et un poids relatif de 47,4% à la fin du mois d'octobre 2009.

Tableau 15
Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2009/10
	2008/10	2009/09	2009/10	2008/10 - 2009/10		2009/09 - 2009/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 408	2 508	2 623	215	8,9	116	4,6	3,8
Autres intermédiaires financiers	41 026	32 656	32 830	-8 196	-20,0	174	0,5	47,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 030	159	219	-811	-78,8	60	37,8	0,3
Sociétés non financières	15 172	14 782	14 710	-462	-3,0	-72	-0,5	21,3
Ménages & ISBLM	17 502	18 702	18 816	1 314	7,5	113	0,6	27,2
Crédits à la consommation	1 208	1 292	1 292	84	6,9	1	0,0	6,9
Crédits immobiliers	14 727	15 593	15 696	969	6,6	103	0,7	83,4
Autres crédits	1 567	1 818	1 828	261	16,7	10	0,6	9,7
Total	77 139	68 807	69 198	-7 941	-10,3	391	0,6	100,0

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

Avec un encours total de 18 816 millions d'euros au 31 octobre 2009, les crédits aux ménages représentaient 27,2% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché une progression de 7,5% entre octobre 2008 et octobre 2009, dont 2,7% (495 millions d'euros) au cours de la période allant

de juin à octobre 2009. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers ; en effet, en octobre 2009, 83,4 % des crédits accordés aux ménages résidents étaient destinés à cette fin.

Le volume de crédits immobiliers est resté élevé en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financements des constructions neuves. Ainsi, l'encours total des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents a atteint 15 696 millions d'euros à la fin du mois d'octobre 2009. Dans ce contexte, on note qu'au cours du premier trimestre de l'année en cours les autorisations à bâtir accordées au secteur résidentiel sont en baisse de 30 % par rapport à l'année passée, en raison notamment d'une baisse de la demande pour des maisons individuelles au profit des appartements. Parallèlement, le volume annualisé des ventes dans l'immobilier résidentiel a diminué de 15 % pour les maisons et de 20 % pour les appartements durant la même période et au cours du seul 2^{ème} trimestre 2009, les prix des appartements neufs ont chuté de 9,3 %. Ces circonstances expliquent que les crédits immobiliers ne connaissent plus le rythme de croissance observé dans le passé. A ce stade, cela n'a pas eu d'impact négatif sur le volume des crédits accordés aux ménages luxembourgeois. Toutefois, le taux de croissance des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents s'est réduit entre 2008 et 2009. Ainsi, d'octobre 2008 à octobre 2009 le taux de croissance ressortait à 6,6 %, comparé avec un niveau plus favorable de 7,6 % au cours de l'année 2008.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a baissé de 3,0 % (462 millions d'euros) sur base annuelle, portant leur encours à 14 710 millions d'euros à fin octobre 2009, ce qui porte leur poids relatif dans l'ensemble des crédits aux résidents à 21,3 %. Au cours du troisième trimestre de l'année 2009 l'encours de crédits aux sociétés non financières a baissé de 5,0 %, avant d'afficher un nouveau repli de 0,5 % entre septembre et octobre.

Les administrations publiques, quant à elles, se trouvaient endettées auprès des banques à hauteur de 2 623 millions d'euros en fin de période et affichaient une croissance de leurs encours de 8,9 % (215 millions d'euros) par rapport à octobre 2008. Cette croissance s'est nettement tassée pour atteindre un rythme de croissance de 1,9 % au cours du troisième trimestre 2009. Néanmoins, avec +4,6 %, soit 116 millions d'euros, la période septembre à octobre 2009 marque un regain de croissance. Leur volume reste encore très modeste avec un poids relatif de 3,8 %. Toutefois, selon les projections des finances publiques, l'Etat luxembourgeois devrait emprunter davantage à l'avenir. Dans la mesure où une partie de ce besoin de financement sera financé par le recours aux crédits bancaires, le volume de ces derniers devrait également augmenter dans les années à venir.

On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeuraient peu importants et extrêmement volatils avec des encours de 219 millions d'euros au 31 octobre 2009.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

L'encours de crédits accordés aux résidents des autres pays de la zone euro s'est élevé à 79 428 millions d'euros au 31 octobre 2009, contre 85 440 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 7,0 %. Entre septembre et octobre 2009, une légère progression de 116 millions d'euros était néanmoins observée.

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 relative s'élevait à 58,0 % au 31 octobre avec un encours de 46 073 millions d'euros. L'évolution de ce dernier montre une tendance défavorable (-5,1 %, 2 462 millions d'euros) sur un an, avec un tassement de 1,3 % entre septembre et octobre 2009. Par ailleurs, les 12 derniers mois écoulés

ont été marqués par une baisse de 13,2% (-2 750 millions d'euros) des crédits aux autres intermédiaires financiers. Cette tendance s'est inversée en fin de période, entre septembre et octobre 2009, puisqu'une progression de 4,4% (766 millions d'euros) était observée.

Tableau 16

Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2008/10	2009/09	2009/10	2008/10 - 2009/10		2009/09 - 2009/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 572	2 271	2 215	-357	-13,9	- 56	-2,5	2,8
Autres intermédiaires financiers	20 811	17 295	18 061	-2 750	-13,2	766	4,4	22,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 685	2 119	2 235	- 450	-16,8	115	5,4	2,8
Sociétés non financières	48 535	46 661	46 073	-2 462	-5,1	- 588	-1,3	58,0
Ménages & ISBLM	10 838	10 965	10 844	6	0,1	- 121	-1,1	13,7
Crédits à la consommation	324	361	362	38	11,9	2	0,4	3,3
Crédits immobiliers	1 016	1 186	1 202	186	18,3	16	1,4	11,1
Autres crédits	9 497	9 418	9 279	- 218	-2,3	- 139	-1,5	85,6
Total	85 440	79 312	79 428	-6 012	-7,0	116	0,1	100,0

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

Quant aux crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro, ils sont restés quasiment inchangés sur un an (+0,1%). Entre septembre et octobre 2009, une baisse de 1,1% était toutefois observable (121 millions d'euros). Ces derniers avaient un poids relatif de 13,7% et un encours de 10 844 millions d'euros en fin de période.

Dans la mesure où les autres crédits sont souvent utilisés pour le financement d'achat de valeurs mobilières, il n'est pas surprenant que cette catégorie de crédits n'ait été en baisse que de 2,3% sur un an compte tenu de l'amélioration de la situation au niveau des marchés boursiers entre fin mars et fin octobre 2009. Soulignons également la bonne tenue des crédits immobiliers (+18,3% sur un an) qui sont en grande partie utilisés pour le financement de biens situés dans la « grande région » du Luxembourg. Bien que ces crédits affichent un rythme de croissance de 1,4% entre septembre et octobre 2009, le recours à ceux-ci était encore relativement modeste avec un encours total de 1 202 millions d'euros en fin de période.

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde est la composante du secteur non bancaire à avoir connu la plus forte baisse annuelle, principalement en raison d'un fort recul de la catégorie des autres intermédiaires financières et d'un repli de la demande des sociétés non financières. Les données actuellement disponibles s'arrêtent au 30 septembre 2009. Ainsi, l'encours des crédits accordés aux résidents du reste du monde a chuté de 13 824 millions d'euros (-21,9%) entre les 30 septembre 2008 et 2009. Durant le troisième trimestre 2009 la baisse s'est poursuivie à raison de 2 906 millions d'euros (-5,6%), amenant l'encours à 49 178 millions d'euros au 30 septembre 2009.

L'encours de crédits aux sociétés non financières s'élevait à 20 463 millions d'euros pour un poids relatif de 41,6%. Observés sur un an, ces crédits sont en baisse de 21,1% (5 456 millions d'euros).

Tableau 17

Crédits aux résidents du reste du monde (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2008/09	2009/06	2009/09	2008/09 - 2009/09		2009/06 - 2009/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	5 390	5 153	4 823	- 567	-10,5	- 330	-6,4	9,8
Autres intermédiaires financiers	24 912	17 728	17 501	-7 411	-29,7	- 226	-1,3	35,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	755	638	63	- 692	-91,6	- 575	-90,1	0,1
Sociétés non financières	25 919	22 198	20 463	-5 456	-21,1	-1 735	-7,8	41,6
Ménages & ISBLM	6 026	6 367	6 328	302	5,0	- 40	-0,6	12,9
Total	63 002	52 084	49 178	-13 824	-21,9	-2 906	-5,6	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

Les autres intermédiaires financiers ont réduit leurs financements par le biais du crédit bancaire de 7 411 millions d'euros (-29,2%) au cours des douze derniers mois écoulés. A l'exception du seul deuxième trimestre 2009 (hausse des crédits de 1,5%), l'orientation très favorable des marchés financiers à partir d'avril 2009 ne s'est pas répercutée sur la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers (en premier lieu des OPC) puisque les encours de crédits ont légèrement fléchi (-1,3%) entre juin et septembre 2009. Notons encore qu'au 30 septembre 2009, l'encours de crédits aux autres intermédiaires financiers représentait 35,6% (17 501 millions d'euros) de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

A la fin du mois d'octobre 2009, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 266 003 millions d'euros, soit une baisse de 49 614 millions d'euros (-15,7%) par rapport à la même date de l'année précédente. De septembre à octobre 2009, la baisse de l'encours s'est confirmée par un recul de 3 005 millions d'euros, soit -1,1%.

Les dépôts des résidents

A la fin du mois d'octobre 2009, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 147 059 millions d'euros, soit 55,3% du total des dépôts de la clientèle non bancaire. Entre octobre 2008 et octobre 2009, l'encours des dépôts de la clientèle résidente a baissé de 32 451 millions d'euros, soit -18,1%, dont une baisse de 3 728 millions d'euros (-2,5%) entre fin septembre et fin octobre.

Tableau 18

Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2008/10	2009/09	2009/10	2008/10 - 2009/10		2009/09 - 2009/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	5 346	3 875	3 876	-1 469	-27,5	2	0,0	2,6
Secteur financier	134 232	109 474	104 628	-29 603	-22,1	-4 846	-4,4	71,1
Autres intermédiaires financiers	128 260	104 389	99 519	-28 740	-22,4	-4 869	-4,7	67,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 972	5 086	5 109	- 863	-14,5	23	0,5	3,5
Secteur non financier	39 934	37 438	38 555	-1 379	-3,5	1 117	3,0	26,2
Sociétés non financières	17 033	14 722	15 931	-1 102	-6,5	1 209	8,2	10,8
Ménages & ISBLM	22 900	22 715	22 624	- 277	-1,2	- 92	-0,4	15,4
Total	179 511	150 787	147 059	-32 451	-18,1	-3 728	-2,5	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non bancaire résidente, on constate que la majeure partie de l'encours est attribuable aux dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) ; leur encours total était de 99 519 millions d'euros au 31 octobre 2009, contre 128 260 millions d'euros en octobre 2008 (-22,4%). Ceux-ci représentaient 67,7% de l'ensemble des dettes envers la clientèle résidente. Entre septembre et octobre 2009, les dépôts ont subi une baisse de 4 869 millions d'euros, soit 4,7%. En effet, dans un environnement plus favorable sur les marchés boursiers, les intermédiaires financiers se détournent des produits d'épargne classiques, tels que des dépôts bancaires, pour investir dans des actifs financiers qui promettent un rendement plus important.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupaient 15,4% du total des dépôts effectués par les résidents en octobre 2009, soit 277 millions d'euros de moins qu'au 31 octobre 2008. Il faut cependant souligner que les taux de croissance observés sous cette catégorie en 2007 (+26,0%) et en 2008 (+9,1%) étaient particulièrement élevés en raison du niveau exceptionnellement haut des taux courts du marché monétaire. Au 31 octobre 2009 l'encours de dépôts des ménages résidents s'élevait à 22 624 millions d'euros.

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 6,5% (-1 102 millions d'euros) au cours des douze derniers mois écoulés, ce qui porte leurs encours à 15 931 millions d'euros au 31 octobre 2009. Soulignons que les dépôts des administrations publiques ont également diminué de 27,5% sur un an (-1 469 millions d'euros), portant ainsi leurs encours auprès des banques de la place financière à 3876 millions d'euros au 31 octobre. Ces développements ne sont guère surprenants ; d'une part, les rendements offerts sur les dépôts bancaires ne sont plus attractifs en raison des taux d'intérêt historiquement bas et d'autre part, les acteurs ont rencontré plus de difficultés pour obtenir des financements de la part des banques.

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

Les dépôts émanant des résidents des autres pays membres de la zone euro étaient en recul de 7,8%, soit 5 726 millions d'euros entre fin octobre 2008 et fin octobre 2009, portant les encours à 67 424 millions d'euros, soit 25,3% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Toutefois, la baisse survenue sur base annuelle a été principalement concentrée sur la période allant de septembre à décembre 2008, provoquant ainsi une chute trimestrielle de 13,6% (10 559 millions d'euros).

Tableau 19

Dépôts de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2008/10	2009/09	2009/10	2008/10 - 2009/10		2009/09 - 2009/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	898	151	179	- 719	-80,1	28	18,4	0,3
Secteur financier	23 509	23 931	23 435	- 74	-0,3	- 496	-2,1	34,8
Autres intermédiaires financiers	17 122	18 085	17 473	351	2,1	- 612	-3,4	25,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	6 387	5 846	5 962	- 425	-6,7	116	2,0	8,8
Secteur non financier	48 744	42 759	43 810	-4 933	-10,1	1 051	2,5	65,0
Sociétés non financières	23 559	20 194	21 788	-1 770	-7,5	1 594	7,9	32,3
Ménages & ISBLM	25 185	22 565	22 022	-3 163	-12,6	- 543	-2,4	32,7
Total	73 150	66 841	67 424	-5 726	-7,8	584	0,9	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

Sur un an, l'encours de dépôts bancaires des sociétés non financières, qui atteignait 21 788 millions d'euros en octobre 2009, soit 32,3% du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro, était en baisse de 1 770 millions d'euros (-7,5%). En dépit d'une hausse de l'encours de 1 594 millions d'euros (+7,9) entre septembre et octobre 2009, la contraction de 3 377 millions d'euros observée au troisième trimestre 2009 a particulièrement pesé sur la tendance annuelle.

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont réduit leurs dépôts de 3 163 millions d'euros au cours des douze derniers mois, soit une réduction de 12,6% ; leurs dépôts s'élevaient à 22 022 millions d'euros au 31 octobre 2009. Ce recul sur base annuelle peut être, au moins en partie, mis en relation avec la crise financière, qui a suscité une certaine inquiétude auprès des ménages, incitant ces derniers à récupérer une partie de leur épargne. Toutefois, il est également imputable à la retenue à la source de 20% dans le cadre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne qui pèse sur les revenus d'intérêts que les ménages perçoivent sur leurs dépôts. Cette tendance s'est confirmée durant le mois d'octobre 2009 (-543 millions d'euros, soit -2,4%).

L'encours des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers a progressé de 2,1% au cours des douze derniers mois pour s'élever à 17 473 millions d'euros au 31 octobre 2009. On remarquera qu'au cours du troisième trimestre de l'année en cours, les dépôts des autres intermédiaires ont augmenté de 20,6% (3 093 millions d'euros) ; cette hausse doit être mise en relation avec l'augmentation de la VNI des OPC. Le mois d'octobre 2009, quant à lui, témoigne d'une baisse des dépôts (-2,1% ; -496 millions d'euros) des autres intermédiaires financières. Les administrations publiques, quant à elles, ont fortement réduit leurs dépôts auprès des banques luxembourgeoises ; en effet, le financement de projets d'investissement et la mise en place de plans de relance ont incité les administrations publiques à mobiliser une grande partie de leurs réserves financières. Ainsi, ces dernières ont réduit le volume de leurs dépôts de 80,1% au cours des douze derniers mois, avec une forte concentration sur le troisième trimestre de l'année en cours. Le poids (0,3%) de ces derniers reste marginal.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Les résidents du reste du monde, pour lesquels les données actuellement disponibles s'arrêtent au 30 septembre 2009, ont vu leurs encours de dépôts se contracter de 18,9% (11 942 millions d'euros) entre septembre 2008 et septembre 2009 pour s'élever à 51 380 millions d'euros en fin de période. Ils représentaient 19,1% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Les trois positions les plus importantes de cette catégorie sont les dépôts des autres intermédiaires financiers, avec un poids de 47,3% au 30 septembre 2009, les ménages (28,1%) et les sociétés non financières (16,7%). Il importe toutefois de noter que les dépôts de ces acteurs sont plutôt volatils ; la réduction la plus remarquable de l'encours de dépôts (-27,6%, soit 9 281 millions d'euros) au cours de l'année écoulée peut être observée pour les autres intermédiaires financiers. Cette tendance à la réduction des dépôts par les autres intermédiaires financiers se confirme au cours du troisième trimestre de l'année courante avec une baisse de 11,4% (3 118 millions d'euros). Cette baisse peut en partie être attribuée à la reprise des marchés financiers et boursiers qui les a incités à investir dans des actifs plus rémunérateurs que les dépôts bancaires.

Tableau 20

Dépôts de la clientèle non-bancaire des pays du reste du monde (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2009/09
	2008/09	2009/06	2009/09	2008/09 - 2009/09		2009/06 - 2009/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 933	3 778	3 294	361	12,3	- 484	-12,8	6,4
Secteur financier	35 338	28 316	25 042	-10 296	-29,1	-3 274	-11,6	48,7
Autres intermédiaires financiers	33 566	27 403	24 286	-9 281	-27,6	-3 118	-11,4	47,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 772	913	757	-1 016	-57,3	- 156	-17,1	1,5
Secteur non financier	25 050	23 960	23 044	-2 007	-8,0	- 917	-3,8	44,8
Sociétés non financières	8 100	8 997	8 588	488	6,0	- 409	-4,5	16,7
Ménages & ISBLM	16 950	14 963	14 455	-2 495	-14,7	- 507	-3,4	28,1
Total	63 322	56 055	51 380	-11 942	-18,9	-4 674	-8,3	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts

Notons la bonne tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours était en hausse de 6,0%, soit 488 millions d'euros, durant les douze derniers mois. Toutefois, cette tendance n'a pas été confirmée au troisième trimestre de l'année 2009 qui se caractérise par une réduction des dépôts des sociétés non financières de 409 millions d'euros (4,5%). Le volume total de ces derniers s'élevait à 8 588 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2009.

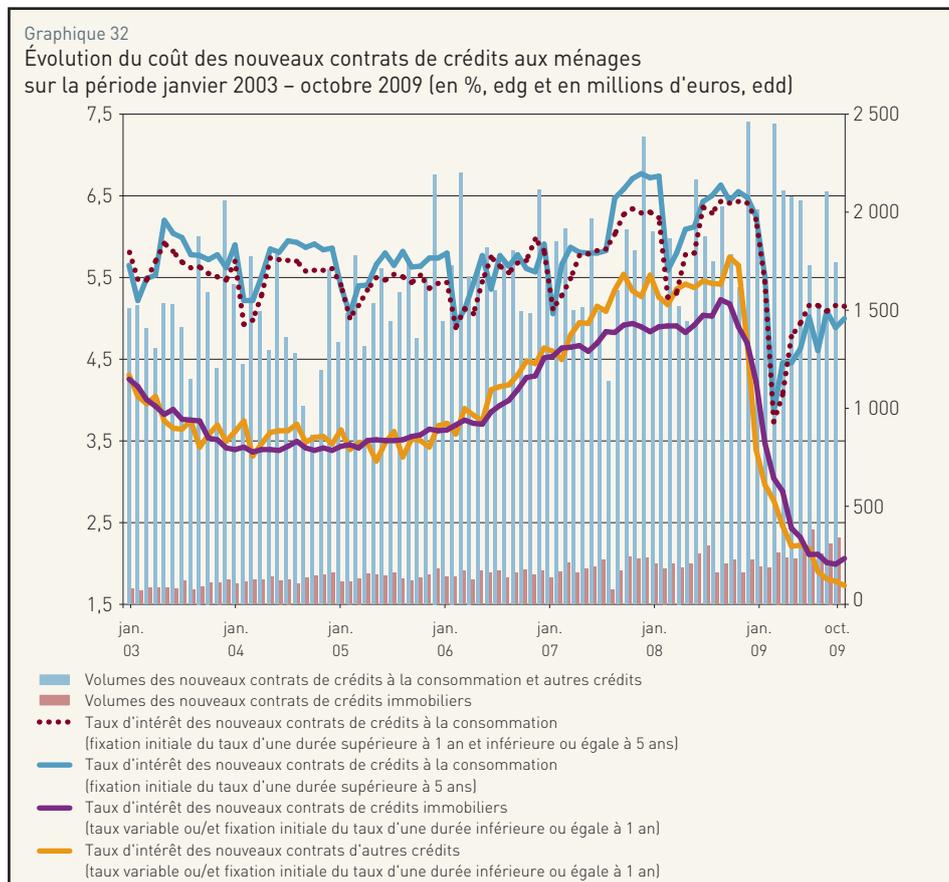
Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 14 455 millions d'euros au 30 septembre 2009, soit une baisse de 2 495 millions d'euros ou 14,7% sur un an. Cette tendance se confirme au troisième trimestre 2009 avec une baisse nette de 507 millions d'euros (3,4%). Les dépôts des administrations publiques, quant à eux, ont évolué à la hausse au cours de l'année écoulée, soit 12,3%, affichant un poids relatif de 6,4% en fin de période. Toutefois, à l'instar des administrations publiques des pays membres de la zone euro, les administrations publiques des pays non membres de la zone euro ont procédé à des retraits nets de dépôts au cours du troisième trimestre de l'année en cours. Ainsi, le volume de leurs dépôts s'élève à 3 294 millions d'euros fin septembre 2009, soit une baisse de 12,8%. Les dépôts des sociétés d'assurances et des fonds de pension se sont également fortement contractés au cours des douze derniers mois avec une baisse de 57,3%. Ces contreparties, dont la part relative dans le total des dépôts des résidents de pays tiers ne représente que 1,5%, ont profité de la reprise sur les marchés financiers pour se détourner des produits d'épargne classique.

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

L'évolution des taux d'intérêt proposés par les banques luxembourgeoises à leurs clients de la zone euro reste orientée à la baisse.

Le coût des crédits immobiliers, dont la période de fixation du taux d'intérêt est inférieure ou égale à un an, a reculé de 283 points de base entre octobre 2008 (4,89%) et octobre 2009 (2,06%). Ainsi, l'écart négatif avec les valeurs observées pour la zone euro, qui était de 95 points de base en octobre 2008, s'établit à présent à 74 points de base.

Malgré le statu quo observé depuis mai 2009 en matière de fixation du taux de refinancement de l'Euro-système, le taux des crédits immobiliers a poursuivi sa décrue au cours du troisième trimestre 2009. En outre, cette baisse s'accompagne d'une hausse importante des volumes de nouveaux contrats, en particulier en fin de période. D'une moyenne mensuelle de 185 millions d'euros en 2007, ces derniers sont passés à une moyenne mensuelle de 210 millions d'euros en 2008, pour atteindre 268 millions d'euros sur la période allant de janvier à octobre 2009.



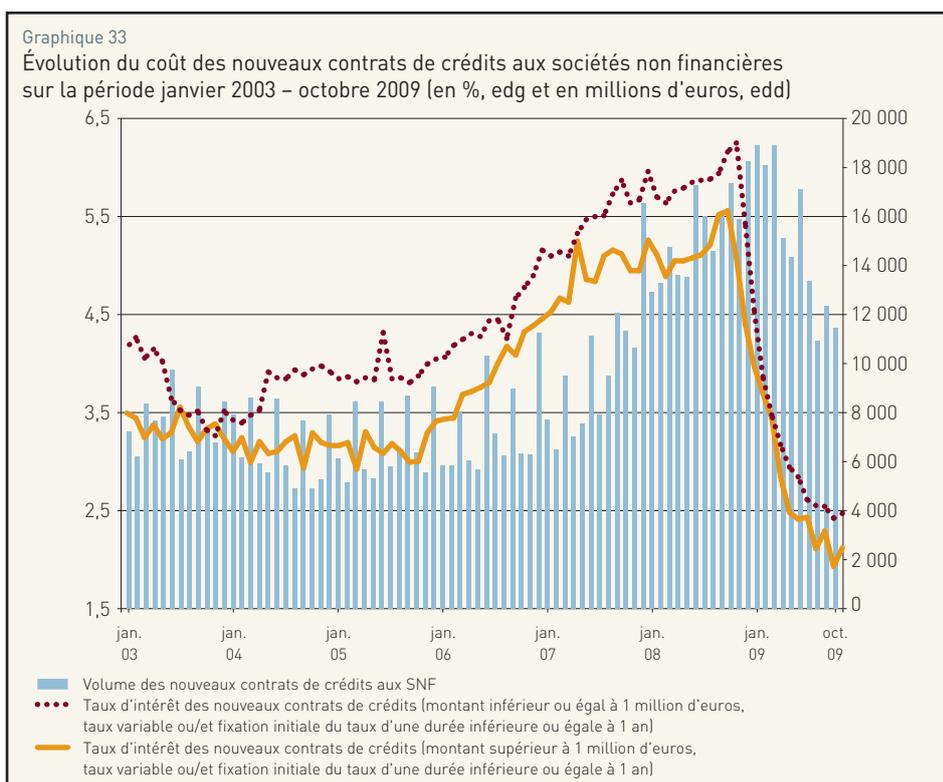
Source : BCL

Le coût des crédits à la consommation, pour lesquels la période de fixation du taux est comprise entre un an et cinq ans, était en baisse de 128 points de base entre octobre 2008 (6,42%) et octobre 2009 (5,14%). En ce qui concerne les crédits à la consommation dont la période de fixation est supérieure à cinq ans, la baisse atteignait 155 points de base sur cette période, le taux d'intérêt passant de 6,54% à 4,99%.

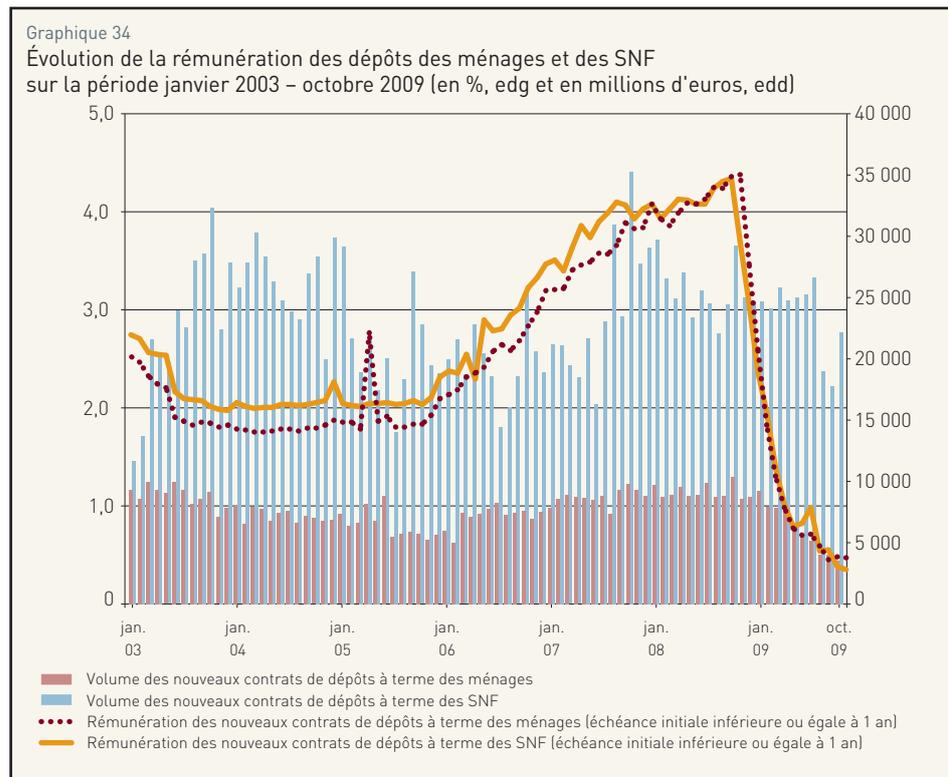
La catégorie des autres crédits, c'est-à-dire des crédits qui ne correspondent ni à des crédits immobiliers, ni à des crédits à la consommation, affichait une baisse de 391 points de base entre octobre 2008 (5,64%) et octobre 2009 (1,73%).

Le coût des crédits aux sociétés non financières (SNF) affichait des baisses de 377 points pour les montants inférieurs à un million d'euros et de 295 points pour les montants supérieurs à un million d'euros entre octobre 2008 (respectivement 6,24% et 5,07%) et octobre 2009 (respectivement 2,47% et 2,12%). En ce qui concerne cette seconde catégorie, après un premier trimestre 2009 plutôt dynamique, avec un volume mensuel moyen de nouveaux contrats de 17,2 milliards d'euros, la distribution de nouveaux contrats s'est nettement tassée au cours des deuxième et troisième trimestres (12,6 milliards d'euros en moyenne mensuelle). Les volumes moyens enregistrés en août (9,9 milliards d'euros) et en octobre 2009 (11,2 milliards d'euros) sont les plus faibles depuis novembre 2007.

Dans un contexte de forte détente des taux courts et en particulier des taux à trois mois, les rémunérations des dépôts des ménages et des SNF étaient nettement en baisse sur la période allant d'octobre 2008 à octobre 2009. Ces baisses des taux se sont accompagnées d'une forte baisse des nouveaux placements. Dans le détail, le taux offert aux ménages a reculé de 390 points de base, passant de 4,37% en octobre 2008 à 0,47% en octobre 2009, pour des volumes de nouveaux contrats atteignant un peu plus de 3,5 milliards d'euros. A titre de comparaison, les volumes de nouveaux placements sous cette catégorie atteignaient des moyennes mensuelles de 9,1 milliards d'euros en 2008 et 8,7 milliards d'euros en 2007. En ce qui concerne le taux offert aux SNF, son recul s'est établi à 333 points, de 3,68% en octobre 2008 à 0,35% en octobre 2009, pour un volume supérieur à 22 milliards d'euros en fin de période. Les volumes de nouveaux contrats atteignaient des moyennes de 23,9 et 25,5 milliards d'euros en 2007 et 2008.



Source : BCL



Source : BCL

2.7.5 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 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 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.

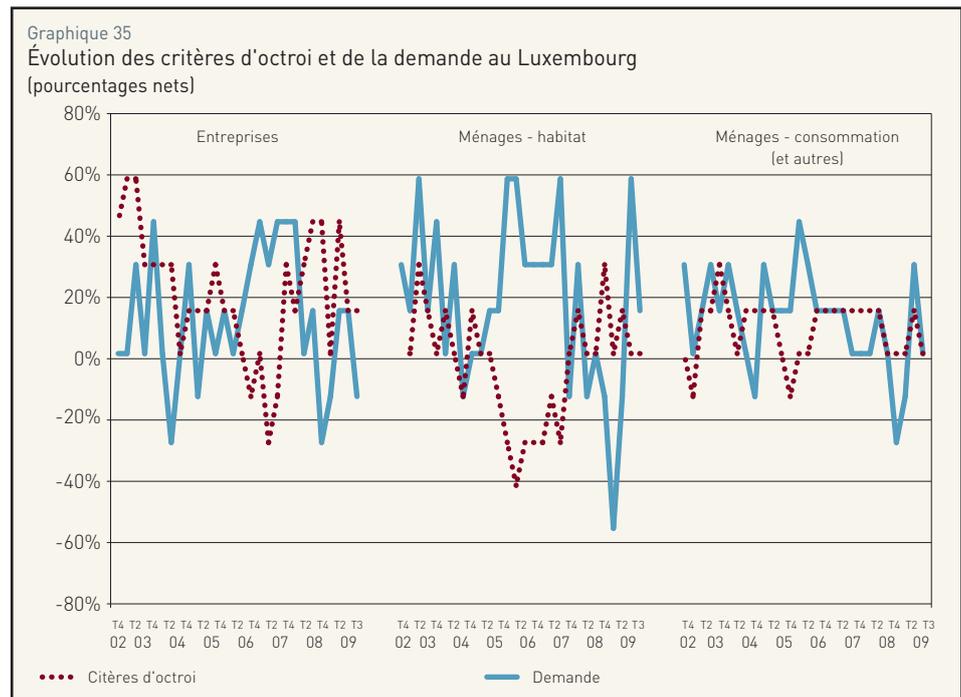
Les données les plus récentes datent du troisième trimestre 2009. Les résultats luxembourgeois relatifs au secteur des ménages demeurent plus propices que ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment en ce qui concerne l'évolution des critères d'attribution de crédits. Les résultats relatifs au secteur des entreprises sont un peu plus en ligne dans les deux échantillons. Depuis le troisième trimestre 2007, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire comprend également un nombre de questions supplémentaires sur l'accès au financement des banques. On constate que certaines banques de l'échantillon luxembourgeois continuent à rencontrer des difficultés à lever des fonds ; certaines difficultés persistent également au niveau de la zone euro.

Pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique présente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clés.

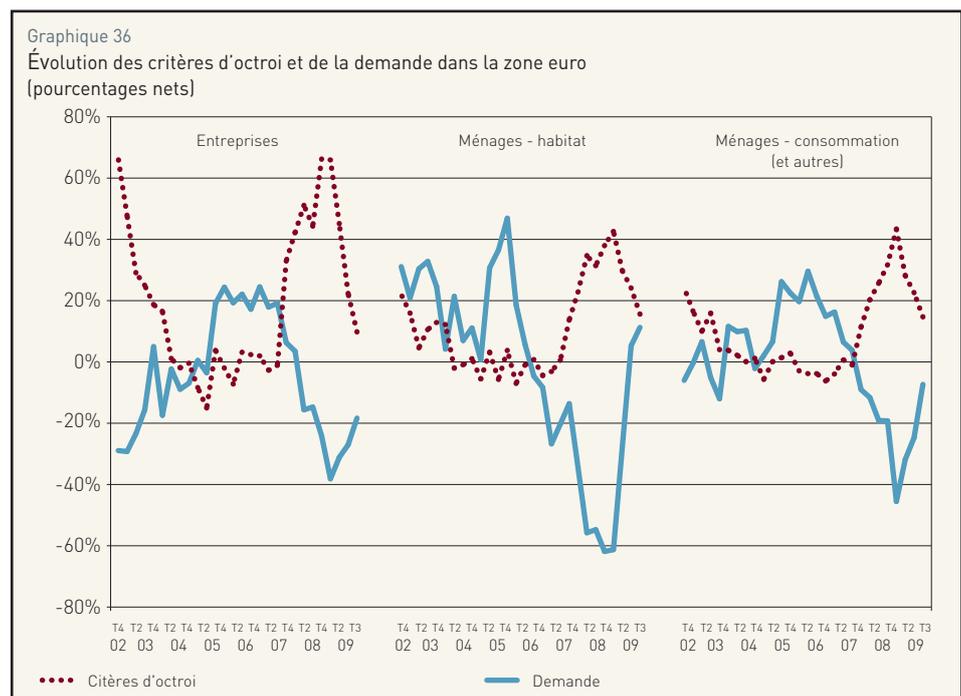
Entreprises : La politique de crédit des banques a continué dans son orientation plus restrictive au troisième trimestre 2009. Néanmoins, les pourcentages nets sont très faibles au Luxembourg (+14 %, soit l'équivalent d'une seule banque). Les pourcentages nets enregistrés au niveau de la zone euro ont considérablement fléchi par rapport aux trimestres précédents. Les principaux éléments explicatifs cités par les banques des deux échantillons sont les perceptions de risques liés aux prévisions concernant l'activité économique générale et aux perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises, ainsi qu'aux garanties requises. Le durcissement des critères d'octroi s'est également traduit sur les conditions d'octroi, notamment en ce qui concerne les marges sur des prêts plus risqués.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg fut légèrement négative au troisième trimestre 2009. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette demeura négative mais les pourcentages nets se trouvent sur une trajectoire haussière depuis trois trimestres. Un moindre besoin de financement pour les investissements en capital fixe et pour les fusions, acquisitions et restructurations est à l'origine du repli de la demande au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble.

Ménages pour habitat : En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat octroyés aux ménages, les développements restent bien plus favorables pour les ménages au Luxembourg que pour ceux de la zone euro dans son ensemble. En effet, les critères d'octroi sont restés inchangés au Luxembourg



Source : BCL



Source : BCE



au troisième trimestre, alors qu'ils ont été durcis davantage par les banques de l'échantillon agrégé, bien que dans une moindre mesure qu'aux trimestres précédents. S'agissant des facteurs explicatifs sous-jacents, les banques de la zone euro ont signalé que leurs perceptions de risques liés aux prévisions concernant l'activité économique générale et aux perspectives sur le marché du logement demeurent élevées.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont plus en ligne avec ceux de la zone euro. Effectivement, la demande nette fut positive dans les deux échantillons.

Ménages pour consommation (et autres): Au Luxembourg, les critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) sont restés inchangés au troisième trimestre. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, les banques ont continué à durcir leurs critères d'attribution, bien que dans une moindre mesure. Le durcissement des critères d'attribution au niveau de la zone euro découle des perceptions de risques des banques.

La demande nette pour les crédits à la consommation (et autres crédits) fut inchangée au Luxembourg alors qu'au niveau de la zone euro dans son ensemble elle demeura négative.

Questions supplémentaires concernant l'accès au financement: Outre les questions régulières, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro comprend, depuis l'émergence des turbulences de marché, certaines questions sur l'accès au financement des banques. En cette matière, certaines banques de l'échantillon luxembourgeois ont surtout rencontré des difficultés à lever des fonds sur le marché monétaire. Alors qu'au niveau de la zone euro les résultats font également apparaître des difficultés de financement sur le marché monétaire, les banques ont surtout signalé des difficultés à se refinancer par l'émission de titres de créance et par l'intermédiaire de la titrisation. L'annonce par les gouvernements des mesures de recapitalisation et de garantie publique pour les émissions de titres de créance a pour partie pu mitiger ces difficultés. Au Luxembourg ainsi que dans la zone euro dans son ensemble, les difficultés rencontrées se sont répercutées sur les montants que les banques sont disposées à prêter et surtout sur les marges appliquées.

Encadré 3

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 présente une mise à jour du dernier encadré publié dans cette série, paru en septembre dans le Bulletin BCL 2009/02.

Hormis les sources déjà exploitées dans les publications antérieures (*BSI, MIR, BLS*), une enquête spéciale sur les crédits réalisée au Luxembourg en novembre fournit des informations supplémentaires notamment sur les perspectives de crédit. Les résultats les plus récents de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*) – qui couvrent le troisième trimestre – sont également évoqués. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les dernières données disponibles datent d'octobre 2009.

Remarque: Pour l'interprétation des différentes séries représentées dans les graphiques, il est impératif de tenir compte des échelles. Il convient aussi de souligner que les séries représentées dans les graphiques ne permettent pas de faire abstraction des effets saisonniers. Les flux (variations de stocks) de janvier 2007 et les taux de croissance annuels des encours de crédit pour l'année 2007 ont été ajustés pour corriger un effet statistique.

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. Les dernières données confirment que les variations de stocks ont repris de la vigueur courant 2009. Par rapport à la période moins favorable qui s'étend d'août 2008 à février 2009, l'évolution des flux est très propice et va dans le sens d'un retournement du cycle de crédit immobilier.

L'hypothèse d'un revirement du cycle de crédit immobilier est réconfortée par l'évolution des taux de croissance annuels.

Effectivement, la tendance baissière entamée en 2006 s'est d'abord ralentie pour se stabiliser aux alentours de 5,8% entre juin et septembre; en octobre, la progression annuelle des crédits immobiliers s'est inscrite en hausse, s'établissant à 6,6%.

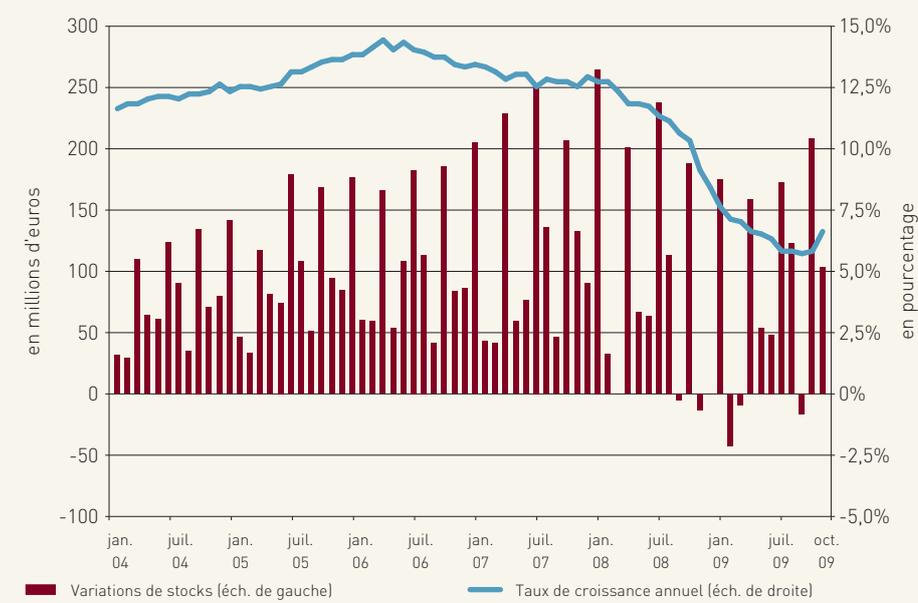
L'évolution des nouveaux contrats conclus, disponibles dans le cadre de la collecte *MIR*, va également dans le sens d'un renforcement de la dynamique de crédit; à rappeler que certaines différences méthodologiques existent toutefois par rapport aux flux mensuels représentés dans les graphiques². En effet, les nouveaux crédits immobiliers accordés aux ménages ont fortement progressé en 2009, notamment à partir du mois de mars. En juillet, les crédits immobiliers nouvellement accordés s'élevaient à 416 millions d'euros; il s'agit du montant le plus important enregistré depuis le début de la collecte *MIR*. Entre août et octobre, la somme des nouveaux contrats conclus s'éleva à 981 millions d'euros, soit 327 millions d'euros par mois. En guise de comparaison, en 2008 la moyenne mensuelle des nouveaux contrats s'éleva à 241 millions d'euros.

Quant aux taux d'intérêt appliqués aux crédits immobiliers, le coût des nouveaux contrats à taux variable a nettement reculé depuis fin 2008 pour atteindre 2,06% en octobre³. A noter qu'entre juin et octobre, les taux variables appliqués aux crédits immobiliers nouvellement accordés se sont établis entre 1,99% et 2,11%; à rappeler que le dernier abaissement des taux directeurs de l'Eurosystème fut en mai.

La progression des crédits immobiliers notée ci-dessus est tout à fait en ligne avec les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Effectivement, l'enquête signale un rebond de la demande pour les crédits immobiliers au deuxième et,

Graphique 1

Les crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg



Source : BCL

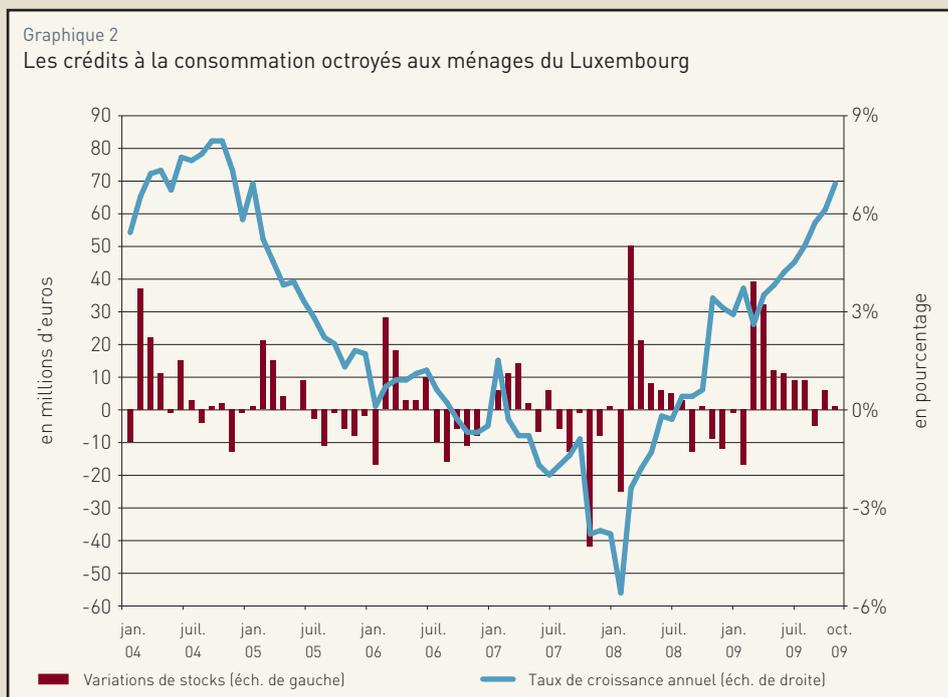
1 Il s'agit donc des variations de stocks ou flux calculés à partir des différences mensuelles des encours (corrigés des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations).

2 Par exemple, pour la collecte *MIR* il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données *BSI* 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.

3 Pour plus d'informations sur l'évolution des taux d'intérêt, voir la partie « Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises ».

dans une moindre mesure, au troisième trimestre; en même temps, la politique de crédit des banques de la Place financière est restée inchangée. Selon l'enquête spéciale sur les crédits réalisée par la BcL en novembre, les banques ayant participé à l'enquête anticipent une hausse du nombre de demandes de nouveaux clients, notamment dans la deuxième moitié de l'année à venir.

S'agissant des crédits à la consommation, le Graphique 2 montre que les variations de stocks des crédits octroyés aux ménages du Luxembourg se sont en moyenne établis à des niveaux relativement élevés. Néanmoins, les crédits à la consommation sont marqués par une forte saisonnalité et les flux mensuels ont tendance à diminuer considérablement à partir du deuxième trimestre. La deuxième moitié de l'année est en principe toujours marquée par une certaine atonie.



Source : BCL

accordés sur les dix premiers mois de l'année passée s'élevait à 504 millions d'euros. Le coût des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans a fortement reculé depuis décembre 2008, pour s'établir à 5,14 % en octobre 2009; néanmoins, tout comme les taux d'intérêt sur les crédits immobiliers nouvellement accordés, les taux d'intérêt sur les crédits à la consommation évoluent dans une fourchette très étroite depuis juin.

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la demande pour les crédits à la consommation ainsi que les critères d'octroi appliqués à ces crédits demeurent inchangés au troisième trimestre. L'enquête spéciale sur les crédits indique que le nombre de demandes de crédit pour les crédits à la consommation risque de fléchir au dernier trimestre de l'année en cours, avant de s'inscrire à nouveau en hausse en 2010.

LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Le Graphique 3 et le Graphique 4 retracent l'évolution des crédits aux sociétés non financières (SNF); étant donné qu'une partie importante des crédits sont destinés aux SNF non-résidentes, les graphiques représentent séparément les développements du crédit pour les SNF implantées au Luxembourg et pour les entreprises non-résidentes (implantées dans la zone euro hors-Luxembourg).

Généralement, la dynamique des crédits à la consommation est cependant nettement moins atone en 2009 que lors des années précédentes. Sur base annuelle, le taux de croissance se trouve toujours sur une trajectoire haussière, atteignant même son sommet de plus de presque cinq ans en octobre (à 6,9%).

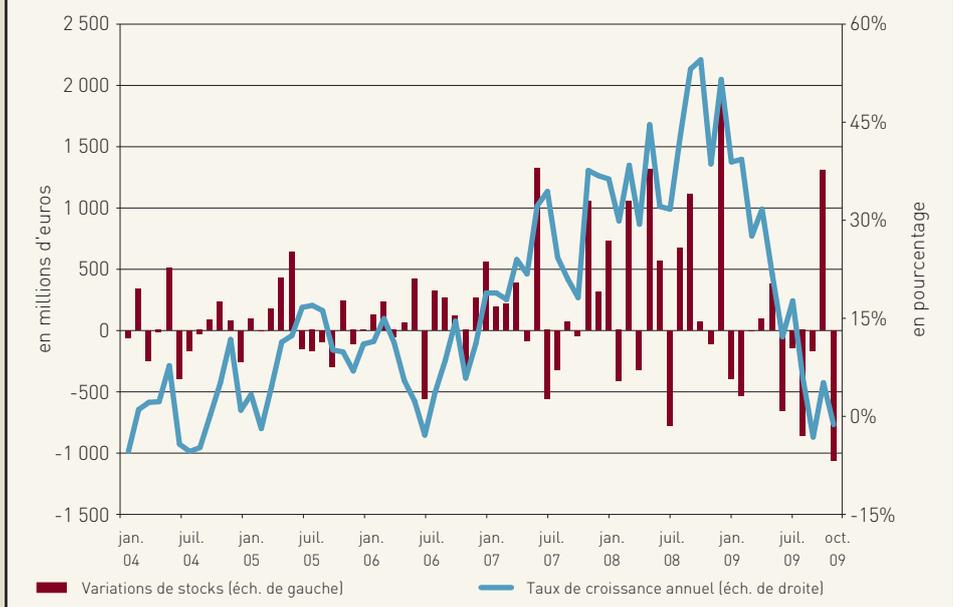
Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés demeurent également importants: sur les dix premiers mois de l'année, 676 millions d'euros ont été accordés. En guise de comparaison, la somme des crédits à la consommation

Depuis mai 2009, les variations de stocks des crédits aux entreprises résidentes et non-résidentes sont négatives, la seule exception étant un rebond éphémère des crédits aux entreprises implantées au Luxembourg, enregistré en septembre. L'évolution des flux fut plus contrastée mais généralement moins défavorable lors des mois précédents, notamment pour ce qui est des crédits destinés aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg. Effectivement, malgré l'un ou l'autre rebond, l'évolution des flux des crédits destinés aux SNF du Luxembourg est plutôt morose depuis septembre 2008, alors que la période allant de mai à octobre fut particulièrement défavorable pour les deux séries représentées dans les graphiques.

On constate également que la tendance négative des taux de croissance annuels s'est largement poursuivie. La progression annuelle des crédits octroyés aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg est devenue négative pour la première fois depuis plus de quatre ans, poursuivant sans interruption la tendance baissière qui s'est amorcée en début d'année. La série luxembourgeoise quant à elle est plus volatile, bien que la tendance sous-jacente soit toujours négative. Dans ce contexte, il convient néanmoins de mentionner que certaines indications signalent une reprise de la dynamique de crédit courant 2010 (voir plus bas).

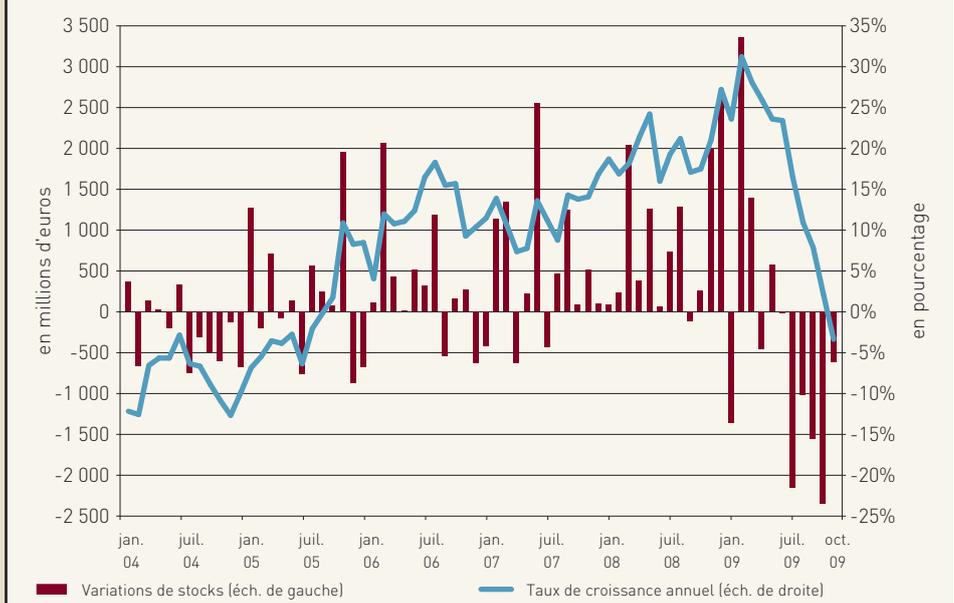
Le ralentissement de la dynamique de crédit est également discernable au niveau des crédits nouvellement accordés dans le cadre de la collecte *MIR*, notamment pour ce qui est des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros. Depuis le début de l'année, les volumes mensuels des crédits nouvellement accordés d'un montant supérieur à un million d'euros suivent une tendance baissière. Si les taux appliqués aux crédits accordés aux entrepri-

Graphique 3
Les crédits aux entreprises du Luxembourg



Source : BCL

Graphique 4
Les crédits aux entreprises de la zone euro hors - Luxembourg



Source : BCL

ses se sont sensiblement repliés depuis fin 2008, ces derniers mois la baisse des taux de détail s'est ralentie. Le taux variable offert aux SNF pour des crédits d'un montant inférieur à un million d'euros s'est inscrit à 2,47 % en octobre, contre 2,61 % en juin et 3,86 % en janvier. Le taux variable offert pour des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros s'éleva à 2,12 % en octobre, par rapport à 2,43 % en juin et 3,69 % en janvier. Ces développements sont peu surprenants dans la mesure où le dernier abaissement des taux directeurs de l'Eurosystème date de mai 2009.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire fournit quelques indications sur l'évolution respective de l'offre et de la demande de crédits. Les résultats du troisième trimestre 2009 indiquent que la demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises fut légèrement négative. Plus généralement, l'évolution de la demande fut relativement volatile les derniers trimestres, notamment en raison de l'hétérogénéité des réponses individuelles. On constate toutefois que la tendance baissière des « pourcentages nets » (voir « L'enquête sur la distribution du crédit bancaire » pour une définition) ne s'est pas poursuivie, même si cette tendance ne s'est pas encore véritablement inversée. L'enquête spéciale sur les crédits réalisée en novembre fournit certaines indications qui vont dans le sens d'un rebond imminent de la demande. Plus particulièrement, l'enquête laisse supposer une hausse du nombre des demandes de crédit des nouveaux clients. Ainsi, environ un tiers des banques s'attendent à ce que le nombre des demandes de crédit émanant des grandes entreprises augmente en fin d'année ainsi qu'en 2010. Le nombre des demandes émanant des PME n'augmenterait toutefois pas considérablement jusqu'au deuxième semestre de l'année à venir.

Pour ce qui est de l'évolution globale des critères d'octroi, alors qu'un faible durcissement des critères a été signalé lors de la dernière enquête, les tendances sous-jacentes sont moins transparentes. Les résultats relatifs aux deux derniers trimestres laissent toutefois supposer que le cycle de durcissement des critères d'octroi pourrait s'inverser bientôt. Néanmoins, 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 jusqu'à présent continueront à exercer un impact mitigeant sur la dynamique de crédit même quand les banques commencent à assouplir les critères d'attribution. Bien que la prudence s'impose, on peut en principe s'attendre à une stabilisation imminente des taux de croissance annuels relatifs aux crédits octroyés aux entreprises, suivie d'une accélération de la dynamique de crédit plus tard dans l'année à venir.

Effectivement, les résultats de l'enquête spéciale laissent également supposer une reprise de la dynamique de crédit au cours de l'année prochaine. Les résultats indiquent que les responsables de crédit anticipent une hausse des crédits octroyés aux entreprises à partir du dernier trimestre de l'année en cours, notamment pour ce qui est des grandes entreprises. Dans la deuxième moitié de l'année à venir, ce sont toutefois les crédits destinés aux PME qui devraient progresser considérablement.

CONCLUSIONS

Cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

1. En ce qui concerne les crédits immobiliers, les données les plus récentes confirment le renforcement de la dynamique de crédit ; l'ensemble des informations disponibles vont dans le sens d'un retournement du cycle de crédit immobilier.
2. S'agissant des crédits à la consommation, les dernières données sont également très propices, bien qu'il convienne de souligner que les données sous-jacentes sont marquées par une forte saisonnalité.
3. Pour ce qui est des crédits octroyés aux SNF, les développements sont toutefois nettement moins propices. La tendance négative s'est largement poursuivie et le taux de croissance annuel des deux séries reprises dans cet encadré étaient négatifs en octobre. Néanmoins, les informations disponibles vont dans le sens d'une stabilisation imminente des taux de croissance annuels, alors que la dynamique de crédit devrait s'accélérer courant 2010.
4. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent qu'au troisième trimestre 2009, les banques ont laissé inchangés leurs critères d'attribution appliqués aux crédits aux ménages, alors qu'un faible durcissement net fut enregistré pour les crédits octroyés aux entreprises. Néanmoins, pour le secteur des entreprises, l'évolution des critères d'octroi affiche des propriétés d'indicateur avancé et ce sont donc les durcissements des trimestres précédents qui sont largement à l'origine du ralentissement de la dynamique des crédits. Du côté de la demande, on note un rebond pour les crédits immobiliers ; la demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises fut légèrement négative au troisième trimestre.

2.7.6 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sous les effets conjugués de la stabilisation des principaux indicateurs macroéconomiques, voire de l'amorce d'une reprise dans les principales zones économiques et de la progression des principaux indices boursiers, les établissements de crédit luxembourgeois ont su dégager un résultat avant provisions qui s'inscrit dans la lignée des résultats obtenus avant l'intensification de la crise financière de fin 2008. Ainsi, du côté des revenus, les tendances observées au cours des deux premiers trimestres de l'année en cours se sont confirmées ; en effet, les revenus sur commissions sont encore en baisse, tandis que la marge sur intérêts poursuit sa progression et que les autres revenus nets affichent une hausse importante, puisque l'évaluation des titres détenus par les banques est redevenue excédentaire au cours du second trimestre 2009.

Ces développements sont à la base de la hausse du résultat avant provisions du secteur bancaire luxembourgeois ; ce dernier s'élève à 4 917 millions d'euros au 30 septembre 2009, soit une hausse de 28,9 % par rapport au 30 septembre 2008, date à laquelle le résultat avant provisions s'élevait à 3.814 millions d'euros.

Tableau 21

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾

Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR ; données brutes ; en fin de période)

Rubrique des débits et des crédits		2008/09	2009/09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts perçus	44 282	22 422	-49,4	-21 860
2	Dividendes perçus	1 277	507	-60,3	- 770
3	Intérêts bonifiés	40 574	17 865	-56,0	-22 709
4	Marge sur intérêts	4 985	5 064	1,6	79
5	Revenus nets sur commissions	2 860	2 440	-14,7	- 420
6	Revenus nets sur opérations de change	- 127	124	-197,6	251
7	Autres revenus nets	- 509	571	-212,2	1 080
8	Revenus hors intérêts	2 224	3 135	41,0	911
9	Produit bancaire	7 209	8 199	13,7	990
10	Frais de personnel	1 871	1 831	-2,1	- 40
11	Frais d'exploitation	1 343	1 256	-6,5	- 87
12	Frais de personnel et d'exploitation	3 214	3 087	-4,0	- 127
13	Amortissements sur immobilisé non financier	181	195	7,7	14
14	Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	3 814	4 917	28,9	1 103

Source : BCL

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

La persistance des conditions de refinancement favorables a fortement influé sur les revenus d'intérêts, générant ainsi une hausse de ces derniers par rapport au 30 septembre de l'année précédente ; ainsi, la marge sur intérêts a progressé de 1,6 % pour s'élever à 5 064 millions d'euros. Dans ce contexte, il importe toutefois de noter que la marge sur intérêts, qui regroupe les revenus d'intérêts et les dividendes, est fortement handicapée par le recul prononcé des revenus de dividendes. En effet, au cours des trois premiers trimestres de l'année 2008, les dividendes perçus par les établissements de crédit luxembourgeois s'élevaient à 1 277 millions d'euros alors qu'au cours de la même période de l'année en cours, ils ne se chiffrent qu'à 507 millions d'euros. Cette baisse remarquable s'explique par les résultats excellents de 2007, qui avaient donné lieu à d'importantes distributions de dividendes qui n'ont pas pu être répétées en 2009 puisque les résultats dégagés en 2008 étaient plutôt décevants. Il reste à remarquer que si l'on neutralise les résultats sur dividendes, la marge sur intérêts est en hausse de 20,1 % entre les 30 septembre 2008 et 2009. Dans ce contexte, il importe de rappeler que la hausse de la marge sur intérêts au cours des douze derniers mois s'explique en grande partie par l'effet des



transformations d'échéances que les établissements de crédit luxembourgeois ont pu réaliser au cours de cette période. Dans la mesure où l'Eurosystème n'a pas procédé à de nouvelles baisses de ses taux directeurs au cours du troisième trimestre de l'année en cours, la hausse de la marge sur intérêts, observée sur base annuelle, a été générée au cours des premiers trimestres de l'année en cours. En effet, l'analyse des résultats décumulés montre qu'au cours du troisième trimestre de l'année 2009, la marge sur intérêts a baissé de 16,3% (8,0% si l'on neutralise les revenus sur dividendes).

Finalement, on notera encore que les volumes mesurés sur un an des intérêts perçus (-49,4%) et des intérêts bonifiés (-56,0%) affichent des baisses très importantes; ces dernières s'expliquent par l'effet conjugué de la réduction du volume des activités, tel que mesuré par la somme des bilans et du niveau plus faible des taux d'intérêt.

Les revenus sur commissions, par contre, baissent de 14,7% en comparaison annuelle pour s'élever à 2 440 millions d'euros au 30 septembre 2009. Cette baisse s'explique essentiellement par la crise financière et la chute des valeurs boursières qui est à la base de la diminution des avoirs sous gestion servant d'assiette au calcul des commissions de gestion et qui décourage les opérations en bourse génératrices de commissions de courtage. Dans la mesure où la plupart des marchés boursiers ont continué leur mouvement à la hausse au cours des derniers mois, la baisse du résultat sur commissions, qui avait connu son apogée au cours du premier trimestre de l'année en cours (-19,0% sur base annuelle) s'est atténuée au cours des deuxième et troisième trimestres 2009. L'analyse des revenus de commissions sur base décumulée fait d'ailleurs ressortir une hausse de 0,2% entre les deuxième et troisième trimestres de l'année en cours; en effet, alors que les revenus sur commissions s'élevaient à 804 millions d'euros au cours du second trimestre 2009, ils se sont accrus à 806 millions d'euros au cours du troisième trimestre. Cette progression résulte principalement de l'évolution continue et positive des principaux indicateurs boursiers qui sont à la base de la hausse de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois au cours des derniers mois. Ainsi, la valeur nette d'inventaire moyenne des OPC luxembourgeois est passée de 1 614 486 au second trimestre 2009 à 1 739 760 millions d'euros au troisième trimestre 2009, soit une hausse de 7,8% à la base de la faible hausse des revenus sur commission.

La hausse importante des autres revenus nets de 1 080 millions d'euros provient largement des variations de juste valeur de titres détenus par les banques. En 2008, dans le contexte de la crise financière, la baisse généralisée des marchés financiers avait négativement impacté la valeur de ces titres qui avaient alors donné lieu à une perte comptable de 509 millions d'euros enregistrée dans le poste des autres revenus nets au troisième trimestre 2008. Depuis lors, le recul des primes de risque demandées par les investisseurs a fait augmenter les valeurs de marché des titres en question et les autres revenus nets affichent désormais un excédent de 571 millions d'euros. A l'instar de l'analyse effectuée pour la marge sur intérêts, la hausse importante des revenus sur titres a essentiellement été générée au cours du second trimestre de l'année 2009. En effet, les revenus sur titres décumulés se chiffrent à 532 millions d'euros au cours du second trimestre de l'année 2009 contre seulement 93 millions d'euros pour le troisième trimestre. Cette différence s'explique par le fait que la hausse des principaux indices boursiers au cours du second trimestre de l'année 2009 a été plus favorable que celle relative au troisième trimestre; ainsi, les bénéfices comptables sur titres ont été plus importants au cours du second trimestre que ceux réalisés au cours du troisième trimestre.

Le produit bancaire, qui regroupe l'ensemble des revenus bancaires, est en hausse de 13,7% en comparaison annuelle et s'élève à 8 199 millions d'euros au 30 septembre 2009.

Du côté des frais généraux, on note une diminution de 4,0% qui se décompose en baisse de 2,1% des frais de personnel et de 6,5% des frais d'exploitation. La baisse des frais de personnel s'inscrit dans le cadre des restructurations qui ont eu lieu au cours des derniers trimestres et qui ont donné lieu à une

baisse des effectifs de 2,8% sur base annuelle. Ces mesures s'expliquent par la baisse du volume des activités mais également par des restructurations imposées à certains établissements de crédit par les autorités européennes. En effet, la Commission européenne a exigé des mesures de restructuration, notamment dans le secteur des banques publiques allemandes (Landesbanken) dont certaines ont été invitées à réduire leur présence à l'étranger. De plus, à la lumière des développements survenus dans le contexte de la crise financière, certains établissements de crédit ont revu leur stratégie et abandonné certaines activités ne faisant pas partie de leur activité centrale. Le contexte économique plus difficile et le recul des revenus ont rendu les établissements de crédit plus sensibles à l'évolution de leurs frais d'exploitation ; ainsi, par exemple, les déplacements de service sont effectués sous des conditions moins favorables, les frais de consultance et de publicité sont réduits, etc. Ces mesures ont contribué à limiter, voire à réduire, le volume des frais de fonctionnement.

Sur base de ces données, le résultat avant provisions progresse de 28,9% par rapport au 30 septembre 2008. Toutefois, il importe de demeurer prudent puisque le bon résultat est fortement impacté par les portefeuilles de titres évalués à la juste valeur, si bien que tout revirement de tendance sur les marchés des valeurs pourrait donner lieu à une dégradation du résultat.

Finalement, on notera encore que le montant des dépréciations et constitution nette de provisions est en retrait par rapport au 30 septembre 2008 ; en effet, d'une part certains actifs ont d'ores et déjà été amortis alors que les prix d'autres actifs sont en hausse à la suite de la reprise sur les marchés financiers. Ainsi, le montant des dépréciations et constitution nette de provisions s'élève à 895 millions d'euros contre 1 569 millions d'euros au 30 septembre 2008, soit une baisse de 43,0%.

Tableau 22

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾

Résultats des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR ; données brutes ; en fin de période)

Rubrique des débits et des crédits						2008/09	2008/12	2009/03	2009/06	2009/09
	2008/09	2008/12	2009/03	2009/06	2009/09	2008/09 2008/12	2008/12 2009/03	2009/03 2009/06	2009/06 2009/09	
1 Intérêts perçus	14 397	15 566	10 752	6 047	5 623	8,1	-30,9	-43,8	-7,0	
2 Dividendes perçus	138	228	157	250	100	65,2	-31,1	59,2	-60,0	
3 Intérêts bonifiés	13 045	13 510	8 887	4 641	4 337	3,6	-34,2	-47,8	-6,6	
4 Marge sur intérêts	1 490	2 284	2 022	1 656	1 386	53,3	-11,5	-18,1	-16,3	
5 Revenus nets sur commissions	875	878	830	804	806	0,3	-5,5	-3,1	0,2	
6 Revenus nets sur opérations de change	- 201	424	27	- 60	157	-310,9	-93,6	-322,2	-361,7	
7 Autres revenus nets	- 398	- 303	- 54	532	93	-23,9	-82,2	-1,085,2	-82,5	
8 Revenus hors intérêts	276	999	803	1 276	1 056	262,0	-19,6	58,9	-17,2	
9 Produit bancaire	1 766	3 283	2 825	2 932	2 442	85,9	-14,0	3,8	-16,7	
10 Frais de personnel	638	602	638	579	614	-5,6	6,0	-9,2	6,0	
11 Frais d'exploitation	464	515	434	397	425	11,0	-15,7	-8,5	7,1	
12 Frais de personnel et d'exploitation	1 102	1 117	1 072	976	1 039	1,4	-4,0	-9,0	6,5	
13 Amortissements sur immobilisé non financier	59	66	65	59	71	11,9	-1,5	-9,2	20,3	
14 Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	605	2 100	1 688	1 897	1 332	247,1	-19,6	12,4	-29,8	

Source : BCL

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

2.7.7 Les organismes de placement collectif

L'évolution du nombre des OPC

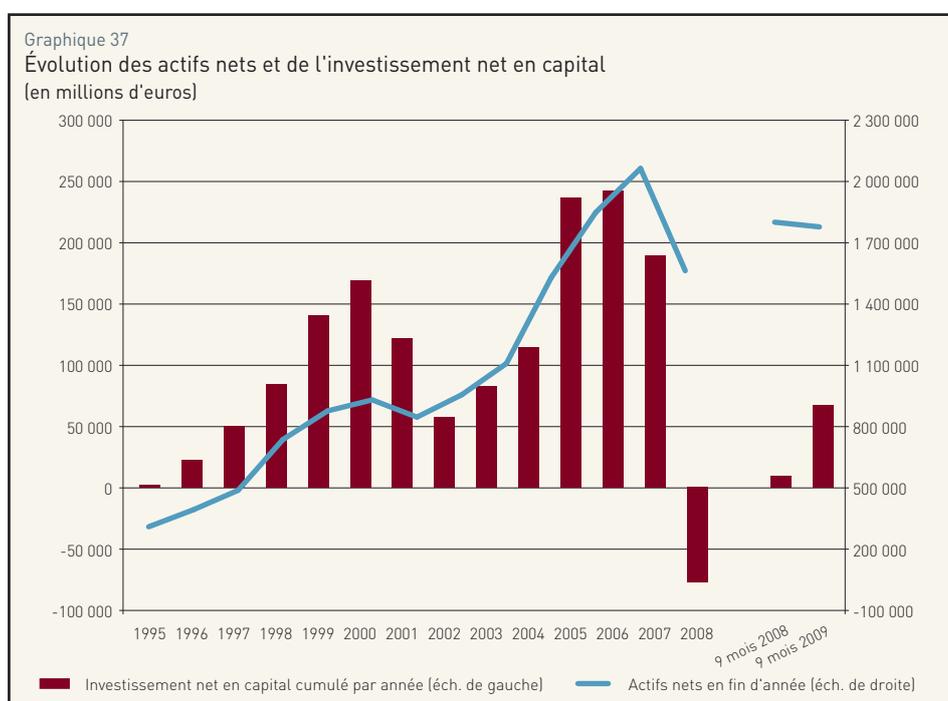
Au 30 septembre 2009, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élevait à 3 457 unités. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2009, 85 nouvelles unités ont été créées contre 454 unités au cours de la même période de l'année précédente. En termes de compartiments, le nombre de compartiments a diminué de 118 unités au cours de l'année 2009, portant ainsi le nombre de compartiments actifs à 12 207 unités au 30 septembre 2009.

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

La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'élève à 1 773 834 millions d'euros au 30 septembre 2009 contre 1 631 256 millions d'euros à la fin du trimestre précédent. Ainsi, le mouvement à la hausse de la valeur nette d'investissement, observée déjà au deuxième trimestre de l'année en cours, s'est confirmé. Dans ce contexte, on rappellera que la valeur nette d'inventaire des OPC a atteint son niveau le plus bas en mars 2009 où elle s'élevait à 1 526 563 millions d'euros.

Au cours du troisième trimestre de l'année 2009, la VNI a augmenté de 142 578 millions d'euros, soit 8,7%; cette augmentation se décompose en, d'une part, l'effet de marché avec 93 535 millions d'euros, qui s'explique par une performance positive des marchés

et d'autre part, un investissement net en capital à hauteur de 49 043 millions d'euros. Ainsi, le constat effectué au deuxième trimestre 2009, à savoir que les investisseurs semblent retrouver confiance dans le développement des marchés et, partant, l'investissement dans les organismes de placement collectif, se voit donc confirmé au troisième trimestre. Toutefois, si l'industrie luxembourgeoise des OPC a retrouvé le chemin de la croissance, force est également de constater qu'elle reste toujours fortement tributaire de l'évolution des marchés financiers internationaux.



Source : CSSF

Tableau 23

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 compartiments	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		
2008									
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9	-108 254	-5,3
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8	11 704	0,6
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7	-67 400	-3,4
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1	68 631	3,6
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4	32 883	1,7
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1	-94 867	-4,8
juil.	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6	-5 735	-0,3
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8	21 636	1,1
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7	-121 297	-6,3
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4	-149 668	-8,3
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3	-42 791	-2,6
déc.	3 372	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3	-44 584	-2,8
2009									
jan.	3 398	12 278	1 571 534	3 458	8 423	-379 607	-19,5	11 881	0,8
fév.	3 402	12 255	1 530 291	-4 375	-36 868	-432 554	-22,0	-41 243	-2,6
mars	3 396	12 200	1 526 563	-226	-3 502	-368 882	-19,5	-3 728	-0,2
avril	3 415	12 177	1 592 932	7 005	59 364	-371 144	-18,9	66 369	4,3
mai	3 425	12 172	1 619 269	8 080	18 257	-377 690	-18,9	26 337	1,7
juin	3 435	12 172	1 631 256	4 272	7 715	-270 836	-14,2	11 987	0,7
juil.	3 438	12 164	1 706 030	22 448	52 326	-190 327	-10,0	74 774	4,6
août	3 449	12 198	1 739 417	16 128	17 259	-178 576	-9,3	33 387	2,0
sep.	3 457	12 207	1 773 834	10 467	23 950	-22 862	-1,3	34 417	2,0

Source : CSSF

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

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2008 et 2009.

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

Au 30 septembre 2009, 499 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés, ce qui correspond à une hausse de 22 unités par rapport au 31 décembre 2008 et de 7 unités au cours du troisième trimestre de l'année en cours.

La somme du bilan

Au 30 septembre 2009, la somme de bilan des OPC monétaires s'élevait à 336 849 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 2 062 millions d'euros (0,6 %) par rapport au 30 juin 2009 et une baisse de 3 374 millions d'euros par rapport à fin décembre 2008. Dans ce contexte, on constate que la perte d'attrait des OPC monétaires va de pair avec la reprise sur les marchés financiers ; en effet, dans la mesure où les principaux indices boursiers affichent une tendance à la hausse depuis avril 2009, les investisseurs se détournent à nouveau des OPC monétaires dont les parts ne promettent qu'un rendement limité, pour investir davantage dans des OPC ayant une politique d'investissement plus diversifiée et plus orientée vers les instruments financiers promettant des rendements plus élevés. Ce développement se distingue évidemment très nettement de celui observé durant la crise financière où les OPC monétaires s'étaient réjouis d'un intérêt croissant de la part des investisseurs en raison, notamment, de la sécurité des investissements.

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.

Au 30 septembre 2009, le portefeuille de titres autres que des actions représentait 78,9 % contre 75 % à la fin du trimestre précédent ; parallèlement, les créances sur les établissements de crédit représentaient 20,2 % contre 23,5 % au trimestre précédent. Ce retournement de tendance est à voir en relation avec la crise financière ; en effet, durant cette dernière la politique d'investissement des OPC monétaires avait basculé en faveur des placements bancaires qui étaient devenus nettement plus importants (30,7 % en octobre 2008). A présent, sous l'empreinte de la reprise sur les marchés financiers, la politique d'investissement semble se normaliser et le rapport entre créances sur les établissements de crédit et titres de créance s'approche du rapport observé avant la crise financière. Bien que ce constat puisse inciter à conclure que la confiance dans les marchés financiers se rétablit, il faut garder à l'esprit que les taux d'intérêt très bas sur les marchés monétaires influent également sur la réorientation de la politique d'investissement.

Le portefeuille des titres autres que des actions se décompose en titres émis par des établissements de crédit (56,8 % contre 58,1 % au trimestre précédent), des titres émis par le secteur public (26,2 % contre 25,2 au deuxième trimestre) et des titres émis par le secteur privé non bancaire (17 % contre 16,7 % au trimestre précédent).

L'importance de la quote-part des titres émis par le secteur public, avec 26,2 % au 30 septembre 2009 contre 4,7 % en juin 2008, s'explique par deux facteurs majeurs ; d'une part, elle symbolise la recherche de placements affectés d'un risque faible et d'autre part, elle traduit le besoin de financement accru des administrations publiques sous l'emprise des programmes de relance économique.

Tableau 24
Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois
(en millions de EUR, sauf indication contraire ; encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2008/09	2009/06	2009/09	2008/09 - 2009/09		2009/06 - 2009/09		2009/09	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	4 871	2 443	2 799	-2 072	-42,5	357	14,6	1,1	100,0
Etablissements de crédit	3 199	1 808	2 135	-1 064	-33,3	327	18,1	0,8	76,3
Administrations publiques	0	0	43	43	-	43	-	0,0	1,5
Autres secteurs	1 672	635	622	-1 051	-62,8	-13	-2,1	0,2	22,2
Autres intermédiaires financiers	1 224	543	604	-620	-50,7	60	11,1	0,2	21,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	103	78	0	-103	-	-78	-	-	-
Sociétés non financières	346	14	18	-328	-94,9	4	31,5	0,0	0,6
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	112 743	131 925	137 537	24 794	22,0	5 612	4,3	51,8	100,0
Etablissements de crédit	71 623	72 593	73 738	2 116	3,0	1 145	1,6	27,8	53,6
Administrations publiques	10 395	37 449	41 840	31 445	302,5	4 391	11,7	15,8	30,4
Autres secteurs	30 726	21 883	21 959	-8 767	-28,5	76	0,3	8,3	16,0
Autres intermédiaires financiers	17 641	17 656	16 167	-1 474	-8,4	-1 488	-8,4	6,1	11,8
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 423	984	1 057	-366	-25,7	73	7,4	0,4	0,8
Sociétés non financières	11 661	3 243	4 734	-6 927	-59,4	1 491	46,0	1,8	3,4
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	118 005	119 864	125 310	7 305	6,2	5 446	4,5	47,2	100,0
Etablissements de crédit	81 568	73 238	75 227	-6 341	-7,8	1 989	2,7	28,3	60,0
Administrations publiques	3 646	26 698	27 529	23 883	655,1	831	3,1	10,4	22,0
Autres secteurs	32 791	19 928	22 554	-10 237	-31,2	2 626	13,2	8,5	18,0
Total	235 619	254 232	265 647	30 027	12,7	11 415	4,5	100,0	100,0

Source : CSSF

1) Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions

2) Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée

2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Les échanges extérieurs de biens continuent à souffrir lourdement des effets négatifs de la crise économique mondiale comme l'attestent les données des trois premiers trimestres de 2009. Après avoir déjà reculé de 11 % en rythme annuel au dernier trimestre de 2008, les exportations du Luxembourg ont intensifié leur chute sur les trois premiers trimestres de 2009, avec des contractions respectives de 27 %, de 33 % et de 21 % par rapport aux mêmes trimestres de 2008. Du côté des importations, après avoir stagné au quatrième trimestre 2008, elles ont chuté brutalement au premier trimestre (-20 %), au deuxième trimestre (-29 %) et au troisième trimestre (-30 %) de 2009. Quant au déficit du commerce extérieur, après s'être fortement accru (+20 %) sur toute l'année 2008, il s'est résorbé respectivement de 3 % au premier trimestre 2009 (1 milliard d'euros), de 21 % au deuxième trimestre (1 milliard) et de 47 % (803 millions) au troisième trimestre 2009. Cette résorption progressive est due en grande partie à une amélioration des termes de l'échange résultant de la baisse du prix du pétrole (voir graphique).

L'impact négatif de la chute de la demande mondiale est mieux perceptible au travers des évolutions en volume du commerce extérieur. Les exportations se sont ainsi réduites de 23 % à la fois au premier et au deuxième¹⁷ trimestre 2009, après avoir déjà baissé de 14 % au dernier trimestre 2008. Il en est de même des volumes importés qui ont décliné de 14 % et de 16 % respectivement au premier et au deuxième

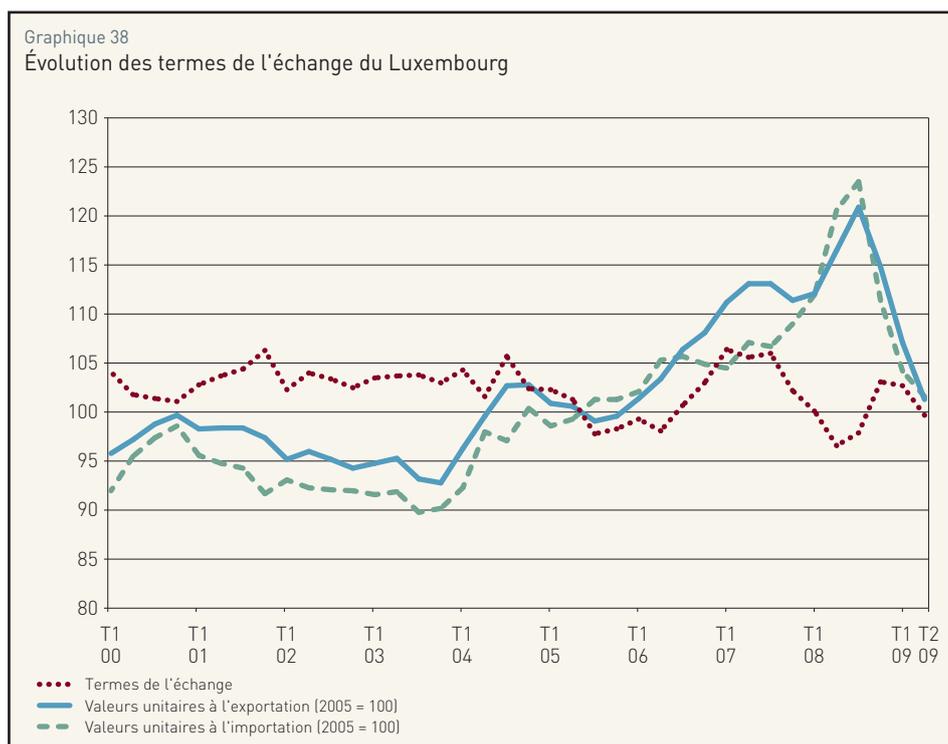
17 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données sur les indices des volumes et des valeurs relatifs au troisième trimestre 2009 n'étaient pas disponibles.

trimestre 2009, après avoir connu une croissance négative sur toute l'année 2008 (-3%). S'agissant des évolutions dans les prix, les deux premiers trimestres 2009 ont été caractérisés par des baisses de prix tant à l'exportation (-4% et -13%) qu'à l'importation (-7% et -16%), essentiellement suite à la réduction des prix du pétrole et des autres matières premières, alors que ces mêmes prix étaient en hausse sur les trimestres correspondants de 2008. L'indice des valeurs unitaires à l'importation ayant baissé davantage que celui des prix à l'exportation, les termes de l'échange du Luxembourg se sont améliorés au premier et au deuxième trimestre 2009 (+2,7% et +3,2% respectivement) alors qu'ils étaient globalement détériorés de 5,6% en 2008. Cette situation, qui reflète essentiellement l'évolution du prix du pétrole, explique en grande partie la contraction récente du déficit commercial du Luxembourg.

Tableau 25
Commerce extérieur du Luxembourg (en millions d'euros)

Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
2004	9 747,1	10,3%	13 637,4	12,6%	-3 890,3	18,8%
2005	10 319,4	5,9%	14 187,1	4,0%	-3 867,7	-0,6%
2006	11 306,9	9,6%	15 644,1	10,3%	-4 337,2	12,1%
2007	11 791,9	4,3%	16 273,6	4,0%	-4 481,7	3,3%
1 ^{er} trim.	3 118,7	12,0%	4 052,5	6,3%	-933,8	-9,0%
2 ^e trim.	3 023,8	5,1%	4 268,3	4,1%	-1 244,5	1,8%
3 ^e trim.	2 764,3	2,7%	3 909,2	6,6%	-1 144,8	17,2%
4 ^e trim.	2 885,1	-2,3%	4 043,7	-0,5%	-1 158,6	4,3%
2008	11 890,4	0,8%	17 290,3	6,2%	-5 399,9	20%
1 ^{er} trim.	3 062,0	-1,8%	4 108,1	1,4%	-1 046,1	12%
2 ^e trim.	3 226,8	6,7%	4 543,9	6,5%	-1 317,1	6%
3 ^e trim.	3 040,5	10,0%	4 553,0	16,5%	-1 512,5	32%
4 ^e trim.	2 561,1	-11,2%	4 085,3	1,0%	-1 524,2	32%
2009						
1 ^{er} trim.	2 238,2	-26,9%	3 268,2	-20,5%	-1 017,4	-3%
2 ^e trim.	2 164,3	-32,9%	3 199,6	-29,5%	-1 037,6	-21%
3 ^e trim.	2 389,2	-21,4%	3 192,0	-29,9%	-802,8	-47%

Source : STATEC

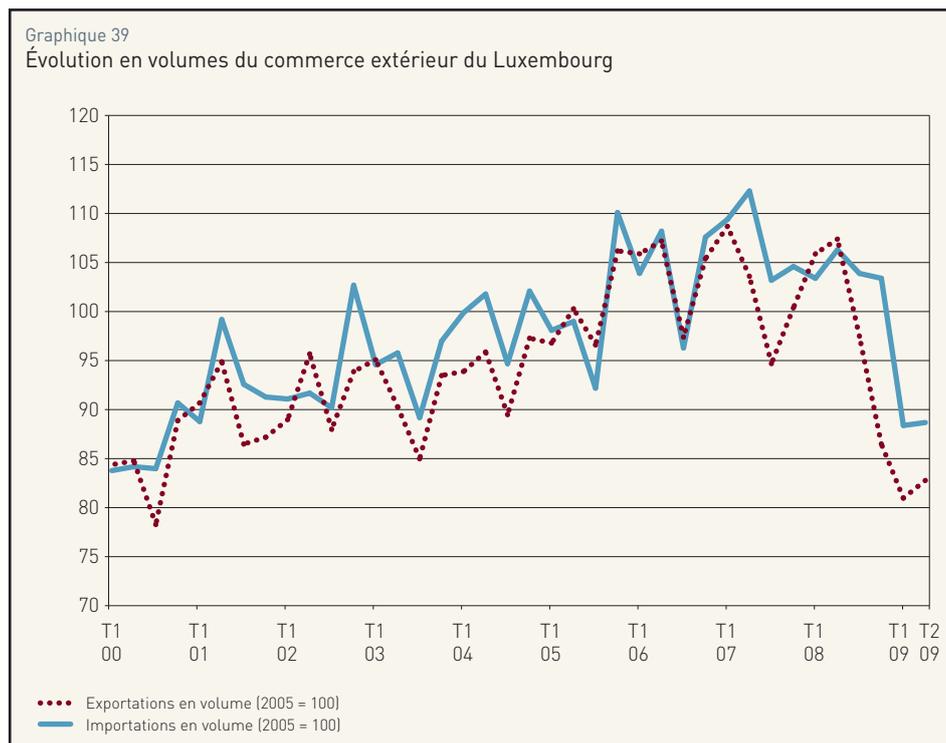


Source : Statec

La ventilation par catégorie de biens montre que la baisse de la demande mondiale a largement affecté les exportations de produits sidérurgiques qui ont successivement chuté de 12% au dernier trimestre de 2008, de 41%, de 51% et de 48% respectivement au premier, au deuxième et au troisième trimestre de 2009. L'impact de ces baisses a été d'autant plus important sur l'évolution totale des exportations que cette catégorie de biens représente près d'un tiers des exportations luxembourgeoises. Les exportations de toutes les autres catégories de biens se sont également fortement repliées sur les trois premiers trimestres de 2009. On note ainsi une forte contraction des ventes de machines et équipements, de matériel

de transport ainsi que de divers articles manufacturés. 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 chuté de 30% sur les trois premiers trimestres de 2009. Les livraisons vers les autres pays d'Europe ont baissé de 27% sur la même période. Les ventes en dehors du continent européen ont moins reculé, voire augmenté dans certains cas (-4,3% pour celles à destination d'Asie et +5,7% pour celles à destination d'Amérique).

S'agissant des importations de biens, en raison de la baisse des prix énergétiques observée depuis l'été 2008, les fournitures de produits pétroliers ont reculé de 42% sur les trois premiers trimestres de 2009. En dehors des produits pétroliers, toutes les catégories de biens importés sont aussi en recul, les baisses les plus importantes ayant affecté les matières brutes (-57%), les produits chimiques et connexes (-22%), ainsi que les consommations intermédiaires de l'industrie (-42%). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) se sont contractées de 25%, celles en provenance des Etats-Unis et des pays d'Asie ont également fortement baissé respectivement de -52% et -19%.



Source : Statec

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Le compte courant

L'excédent courant du Luxembourg atteint 931 millions d'euros au premier semestre 2009, soit un recul de 27% par rapport au même semestre de 2008. Cette dégradation observée depuis le troisième trimestre 2008 s'explique essentiellement par le recul de l'excédent des services, et plus particulièrement des services financiers qui ont été largement affectés par la crise financière internationale. Le traditionnel déficit des marchandises s'est fortement résorbé (-31%) au premier semestre 2009, après s'être lourdement creusé sur toute l'année 2008. Quant aux déficits dans les revenus et dans les transferts courants, ils se sont également contractés sur les six premiers mois de 2009.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services a lourdement souffert de la crise financière internationale. Le surplus total des services a ainsi reculé de 19% au premier semestre 2009 (pour atteindre 8,5 milliards d'euros), après avoir déjà reculé de 12% au dernier semestre 2008. Cette importante contraction est liée à l'évolution des services financiers dont le surplus représente près de deux tiers du surplus total des services. Alors qu'elles avaient déjà reculé de 7% et de 20% respectivement au troisième et au quatrième trimestre 2008, les exportations de services financiers ont chuté de 22% et de 20% respectivement au premier et au deuxième trimestre 2009. Les recettes des services financiers découlent en



grande partie des commissions perçues par les banques résidentes dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent elles-mêmes de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse observée des cours d'actifs, à laquelle s'ajoutent les retraits significatifs des fonds placés dans les OPC, du moins jusqu'au premier trimestre de 2009, ont donc occasionné un recul des commissions perçues par les banques résidentes.

S'agissant des autres activités de services, elles n'ont été affectées par la crise économique qu'au niveau des flux bruts qui ont reculé de 4,3% pour les exportations et de 3,9% pour les importations. Leur surplus (1,7 milliard d'euros) s'est en revanche amélioré de 2,9% au premier semestre 2009. Toutefois, certaines activités comme le transport aérien de marchandises et les voyages ont été lourdement frappées par la crise, avec des excédents en baisses respectives de 18% et de 22%.

L'importante amélioration du solde des marchandises dont le déficit a fortement baissé (-31% à 1,2 milliard d'euros au premier semestre 2009) s'explique en partie par des ventes nettes d'or non-monnaire. En dehors des transactions sur or non-monnaire, le déficit du commerce général s'est également fortement contracté mais à un rythme inférieur (-12,6%). Cette dernière contraction est consécutive à un effet de base induit par la chute du prix des produits pétroliers (voir section ci-dessus).

Concernant les revenus, l'importante réduction de leur déficit (-12% à 6 milliards au premier semestre 2009) est due en grande partie à un changement méthodologique dans le calcul du revenu des investissements (voir encadré dans le Chapitre 2 de ce Bulletin). En dehors de cette catégorie, le solde négatif des revenus du travail s'est aggravé de 9% à 3,2 milliards d'euros notamment suite à une augmentation du nombre moyen de frontaliers.

2.9.2 Le compte financier

Les transactions financières du Luxembourg se sont soldées par des sorties nettes de capitaux de 639 millions d'euros au premier semestre 2009, contre 1 milliard sur la période correspondante de 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille, les investissements directs et les produits financiers dérivés ont enregistré des sorties nettes respectives de 22,6 milliards, de 8,9 milliards et de 8,5 milliards d'euros. Ces sorties nettes ont été compensées en grande partie par des entrées nettes pour 39,4 milliards dans les autres investissements.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont occasionné des entrées nettes de 17,8 milliards d'euros au premier semestre 2009, comparées à des entrées nettes de 39,7 milliards sur la même période de 2008. Du côté des avoirs, après avoir délaissé les placements dans les actions étrangères dans le contexte de la crise financière internationale, les résidents ont repris leurs investissements dans les actions étrangères, quoique de façon limitée (0,5 milliard d'euros). Du côté des engagements, les non-résidents ont cessé, dès le mois de mars 2009, de rapatrier leurs capitaux placés essentiellement sous forme de parts d'OPC. Cela s'est traduit par des entrées nettes de 18 milliards au premier semestre 2009 (contre 14 milliards sur la même période de 2008). En ce qui concerne les titres de créance, les résidents ont placé 46 milliards d'euros, exclusivement en instruments du marché monétaire. Les transactions des non-résidents sur titres de créance luxembourgeois se sont également concentrées sur les instruments à court terme (4,8 milliards d'euros) au détriment des obligations (1 milliard). Au total, les transactions sur titres de créance se sont donc soldées par une sortie nette de 40,4 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Les sorties nettes de 8,9 milliards dans les investissements directs s'expliquent par des prêts intra-groupes. En revanche, les flux sortants de 8,5 milliards sur produits financiers dérivés résultent probablement des besoins de couverture des investisseurs résidents dans un contexte d'incertitudes accrues sur les marchés financiers.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 39,4 milliards d'euros sont liées à la fois à une forte baisse des avoirs nets des institutions financières monétaires (24 milliards, BCL incluse pour 8 milliards) et à une hausse de l'endettement des autres secteurs (15 milliards).

Tableau 26
Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹ : Million EUR	janvier - juin 2008			janvier - juin 2009		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	111 530	110 246	1 284	85 357	84 426	931
Marchandises	7 413	9 102	-1 688	5 719	6 882	-1 163
Services	24 671	14 068	10 603	20 924	12 391	8 533
Revenus	77 071	83 715	-6 645	56 331	62 155	-5 823
Transferts courants	2 375	3 362	-987	2 383	2 999	-616
COMPTE DE CAPITAL	20	135	-115	20	154	-134
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER²			-1 061			-639
Investissements directs³	-37 524	26 867	-10 657	-92 696	83 805	-8 892
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-11 918	-2 534	-14 451	-53 612	100 299	46 687
Autres opérations, Prêts intra-groupes	-25 607	29 401	3 794	-39 084	-16 495	-55 579
Investissements de portefeuille	6 202	21 102	27 304	-46 764	24 137	-22 627
Titres de participation	25 799	13 901	39 700	-461	18 221	17 760
Titres de créance	-19 597	7 200	-12 396	-46 303	5 916	-40 387
Produits financiers dérivés			-2 401			-8 457
Autres investissements	-54 564	39 491	-15 073	71 939	-32 563	39 376
Avoirs de réserve			-234			-40
ERREURS ET OMISSIONS			-108			-158

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.

Encadré 4

IMPACT STATISTIQUE DES OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME (SWAPS) USD/EUR ET CHF/EUR SUR LES COMPTES EXTÉRIEURS

A côté des instruments classiques de politique monétaire, opérations principales de refinancement¹ (MRO) et opérations de refinancement à plus long terme² (LTRO) qui sont conduites par l'Eurosystème de manière régulière, les banques centrales ont annoncé des mesures concertées en vue d'accroître sensiblement le potentiel d'approvisionnement des institutions financières en liquidités libellées en dollar américain (USD) dans le but de répondre aux tensions persistantes observées sur les marchés monétaires suite à la crise financière. Les opérations concernées en USD sont des opérations swap qui ont été décidées par le « Federal Open Market Committee of the Federal Reserve of the United States » ensemble avec le Conseil des Gouverneurs de la BCE.

Dans la même optique, la Banque Nationale Suisse (BNS) a conclu avec la Banque centrale européenne (BCE), la Banque nationale de Pologne (NBP) et la Banque nationale de Hongrie (MNB) de tels accords de swap en vue de mettre à leur disposition des liquidités en francs suisses. D'une durée limitée, ces accords leur permettent d'approvisionner en francs les banques relevant de leur zone. A cette fin, les banques centrales effectuent des appels d'offres hebdomadaires portant sur des swaps euros contre francs à une semaine. De telles opérations seront conclues jusqu'en 2010.

- 1 Opérations réalisées par voie d'appels d'offres hebdomadaires ayant une échéance d'une semaine et étant effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable, selon la procédure d'adjudication à taux multiples.
- 2 Opérations effectuées par voie d'appels d'offres mensuels le dernier mercredi de chaque mois et étant assorties d'une échéance de trois mois.

Un swap est la combinaison d'une opération au comptant et d'une opération à terme. Dans un swap d'une première monnaie contre une deuxième ou swap de liquidités, la banque centrale acquiert des devises contre des Euros, pour une certaine durée. A l'échéance, l'opération inverse est exécutée au cours convenu initialement. Pour ce qui a trait à leur durée et à leurs conditions, les swaps offrent une grande souplesse.

Le présent encadré a pour objet de présenter l'impact statistique de ces instruments financiers d'approvisionnement en liquidités libellées en dollars (USD) ou encore en francs suisses (CHF) sur la balance des paiements, la position extérieure globale et finalement le «Modèle élargi du Fonds Monétaire International sur les avoirs de réserves» détenus par la BCL³.

OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME EN USD

Alors que les opérations de change à terme du genre swap EUR/USD étaient déjà conduites préalablement, celles-ci ont été renforcées à partir de septembre 2008 lorsque la Réserve Fédérale ensemble avec la BCE ont décidé de doubler leurs lignes swap de 120 milliards d'euros à 240 milliards d'euros. Cette mesure alimente la zone euro davantage avec des liquidités en USD. Il faut également relever que les opérations sous revue ont des maturités de respectivement 7 jours, 28 jours ou encore 84 jours et sont conduites depuis la mi-octobre 2008 sur base hebdomadaire. Ces opérations sont soumises à un taux fixe et une attribution à part entière. Nonobstant la date-limite initiale de janvier 2009 prévue pour l'exécution de ces transactions, les banques centrales concernées ont décidé de prolonger cette échéance jusqu'en janvier 2010. Finalement, les appels d'offres pour pensions de titres contre dollars permettent aux contreparties des banques centrales d'accéder plus facilement à des liquidités libellées dans cette monnaie.

OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME EN CHF

Les opérations de swaps de change à une semaine sont effectuées sous forme d'appels d'offres à taux fixe et au prix publié, qui est fixé en points de swap. Les points de swap sont calculés, pour ce qui est des euros, sur la base du taux d'intérêt appliqué par la BCE aux opérations principales de refinancement et, pour ce qui est des francs, sur la base du taux d'intérêt appliqué par la BNS aux pensions de titres à une semaine, majoré de 25 points de base. Pour ce qui est de l'adjudication (montant nominal en euros), 95% de la contre-valeur sont versés en francs suisses. Une marge de 5% servant à la constitution de garanties est déduite du cours au comptant EUR/CHF enregistré sur le marché lors de l'annonce des appels d'offres et publié par la BNS en tant que cours de référence. L'opération est effectuée sur la base du cours qui en résulte. De même que les opérations en USD, les banques centrales concernées ont décidé de prolonger cette échéance jusqu'en janvier 2010.

IMPACT SUR LE MODÈLE ÉLARGI DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL SUR LES AVOIRS DE RÉSERVE

Le BPM⁴ a introduit une composante spécifique dans la balance des paiements et la position extérieure globale qui est celle des avoirs de réserve⁵. Les avoirs de réserve sont ceux détenus par les autorités monétaires d'un pays (ou d'une zone monétaire) pour faire face aux besoins de financement de la balance des paiements et l'intervention sur les marchés de change. Afin de pouvoir jouer ce rôle, ces avoirs financiers doivent exister (les lignes de crédit sont donc par exemple exclus) et être sous le contrôle effectif de la banque centrale et finalement, être disponibles en cas de besoin. Dans le cas de la BCL on y inclut donc les devises en monnaies étrangères convertibles (c'est-à-dire les titres en devises et dépôts auprès des banques centrales et de la BRI⁶), l'or (y compris les créances résultant d'opérations sur or), les droits de tirage spéciaux (DTS) ainsi que de la Position de réserve au Fonds Monétaire International (FMI).

3 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg et l'Administration centrale : modèle élargi du Fonds monétaire international – cf. tableau 10.7 sur www.bcl.lu

4 Balance of payments Manual 5 (FMI)

5 Cf. tableau 10.6 sur www.bcl.lu et cf. rapport annuel 2007 de la BCL pages 91-93

6 Banque des règlements internationaux (Bâle)

Les opérations sous revue ne font pas partie des avoirs de réserve classiques mais se retrouvent par contre au niveau du modèle élargi du FMI (ci-après Tableau 10.7). En effet, plusieurs raisons contrarient une inclusion dans les avoirs de réserve classiques :

- Le caractère temporaire et exceptionnel de ce genre d'opérations.
- Les montants nominaux de ces opérations n'ont pas d'influence sur les avoirs de réserve officiels de l'Eurosystème en fin de mois.
- Le BPM5 précité ne prévoit pas de traitement spécifique de telles opérations.
- L'enregistrement de ces transactions pourrait créer une image incorrecte suite à la volatilité engendrée par ces transactions au niveau des avoirs de réserve.

Le modèle élargi du FMI, quant à lui, est divisé en quatre majeures parties, à savoir :

- I. Réserves monétaires officielles et autres actifs en monnaies étrangères
- II. Sorties nettes de devises prévues à court terme (valeur nominale)
- III. Sorties nettes conditionnelles, à court terme, d'avoirs en monnaies étrangères (valeur nominale)
- IV. Pour mémoire

Les opérations sous revue sont inscrites au niveau des banques centrales nationales vu que celles-ci gèrent les swaps par rapport à leurs contreparties locales et peuvent être localisés au niveau de la première partie sous «*B. Autres actifs en monnaies étrangères (non inclus dans les réserves monétaires officielles) - Instruments dérivés*» ainsi qu'au niveau de la quatrième partie sous «*(e) Instruments financiers dérivés (nets, à leur valeur de marché) - swaps*» du modèle élargi du FMI.

IMPACT AU NIVEAU DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

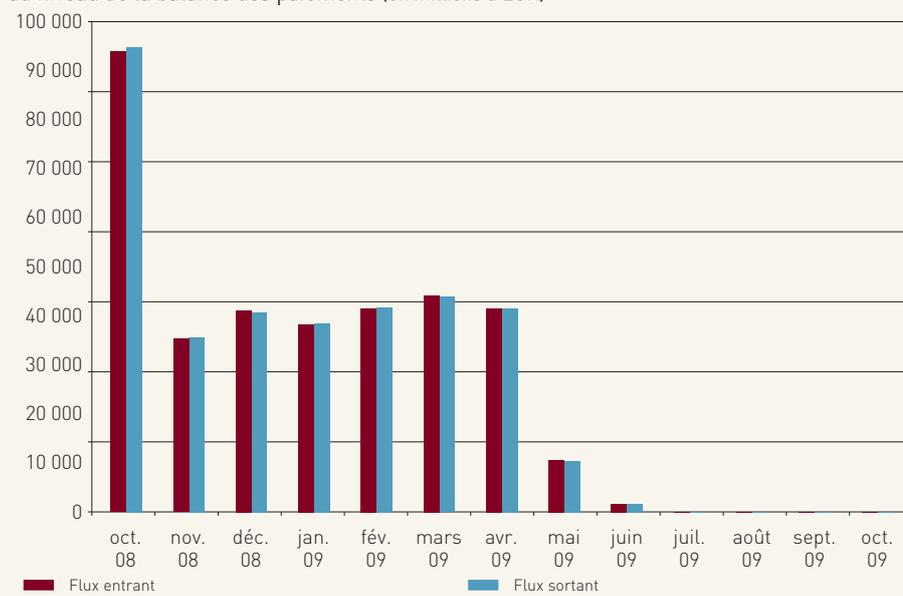
La balance des paiements relevant les flux au débit (achat de titres et paiement sortant) et au crédit (vente de titres et paiement entrant) retient uniquement les paiements réels ayant lieu suite à une transaction et durant un mois de calendrier.

Il importe de faire une différence entre les flux nets

$$\left(\sum_{\text{Débit}} SWAPs - \sum_{\text{Crédit}} SWAPs \right)$$

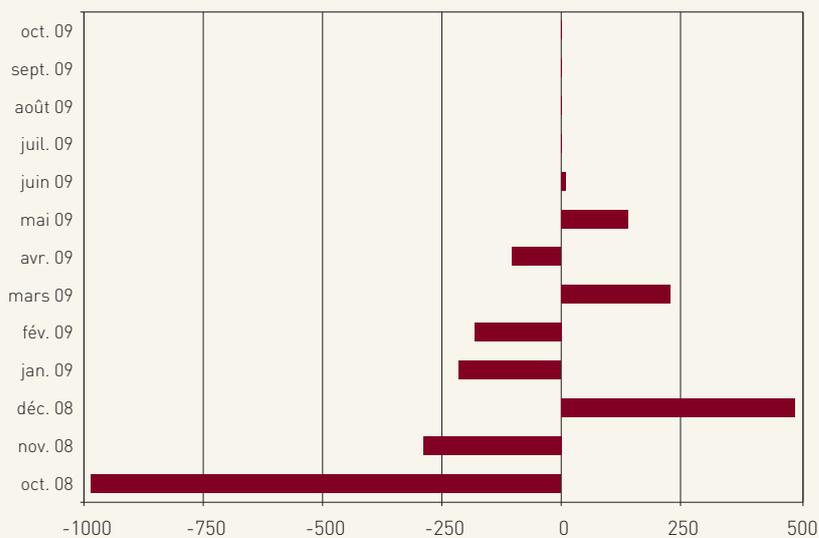
dégagés par ces opérations et la position en fin de mois renseignée au niveau du modèle élargi du FMI. En effet, les flux nets calculés

Graphique 1
Évolution de la volumétrie des flux mensuels (swap USD)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



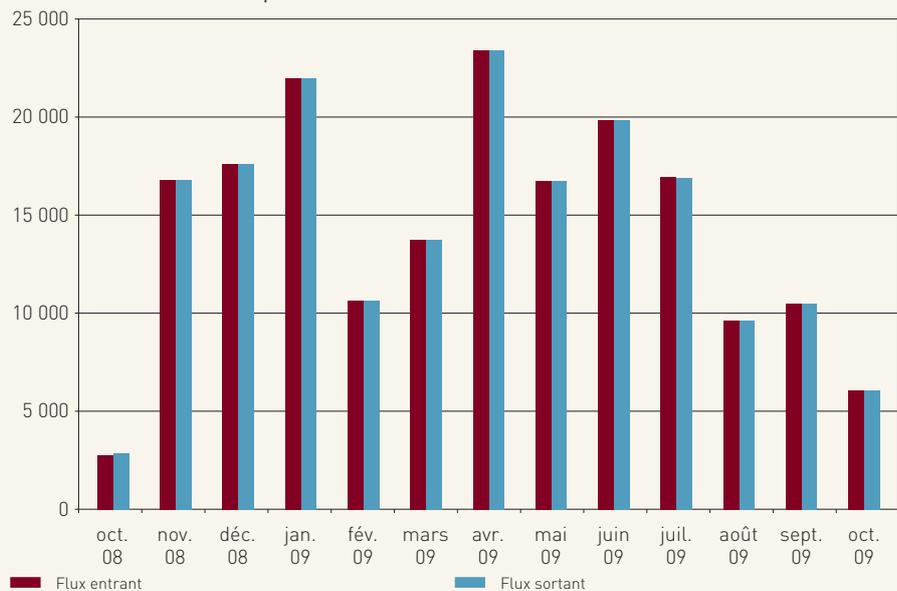
pour cet encadré sont basés sur les flux mensuels journaliers réels convertis suivant le cours de change EUR/USD, alors que les encours renseignés au niveau du tableau 10.7 doivent respecter la méthodologie du FMI et de la BCE qui ont recours à des méthodes d'évaluation telles que la valeur actuelle nette (NPV)⁷.

Graphique 2
Évolution de la volumétrie des flux mensuels nets (swap USD)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



Ainsi se crée une différence d'évaluation entre les positions, renseignées dans le Tableau 10.7 et les positions calculées sur base des flux de la BOP.

Graphique 3
Évolution de la volumétrie des flux mensuels (swap CHF)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



7 NPV : Le calcul de la NPV ne s'établit pas sur la fin de mois comme échéance, mais par contre sur l'échéance réelle en impliquant les cours spot et les cours forward. Le cours forward ainsi est établi suivant la formule :

$$F_t^{t+1} = Spot_t * \frac{(1 + USDlibor1m)}{(1 + Euribor1m)}$$

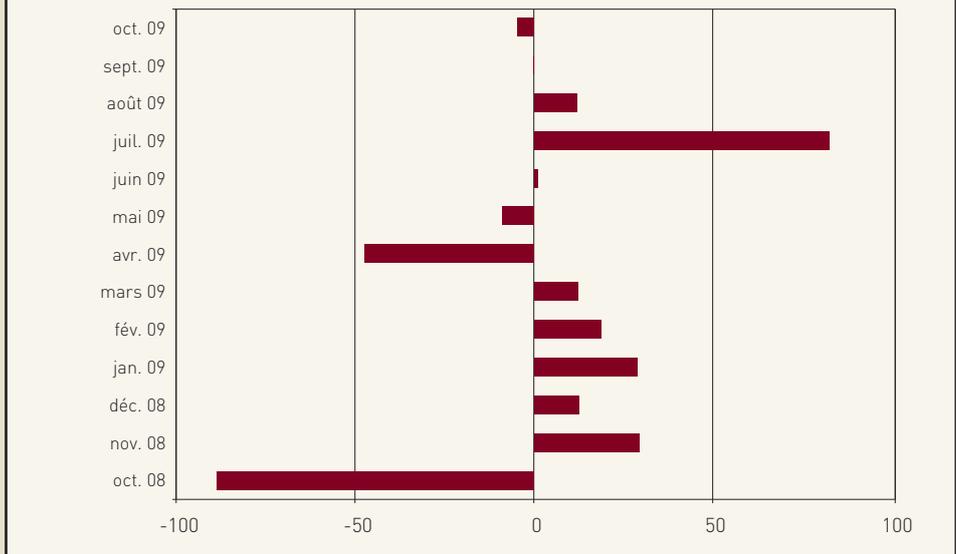
IMPACT AU NIVEAU DE LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

L'impact au niveau de la position extérieure globale se montre au niveau des autres investissements à travers le solde dans le système Target[®]. Target est un système de paiement inter-bancaire pour le traitement en temps réel des transferts transfrontaliers en euros dans l'ensemble de l'Union européenne. Il a été conçu à l'origine pour le traitement de paiements de montants élevés et urgents en euros en vue de réduire le risque systémique. Le solde quant à lui reprend le net de toutes les opérations conduites au Luxembourg et par rapport à la BCE. Tandis que les opérations sous revue impactent le solde, il est impossible de les identifier à l'intérieur de ce dernier. Les positions se rapportant à Target peuvent également être retrouvées dans le bilan de la BCL au niveau de l'actif dans la rubrique «créances envers l'Eurosystème».

Finalement, il est plausible que les opérations susmentionnées et les impacts y afférents sur la balance des paiements ainsi qu'au niveau du modèle élargi des avoirs de réserve suivant le FMI, diminueront, voire disparaîtront lorsque la situation se

normalisera au niveau des marchés monétaires et que l'Eurosystème discontinuera ce type d'opérations. Cette tendance a déjà pu être observée au niveau de la régression du volume des SWAPS en USD sur les derniers mois.

Graphique 4
Évolution de la volumétrie des flux mensuels nets (swap CHF)
au niveau de la balance des paiements (en millions d'EUR)



Graphique 5
Évolution de la volumétrie des flux mensuels totaux (en millions d'EUR)



2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La première estimation du produit intérieur brut (PIB) pour le deuxième trimestre 2009 fait état d'une contraction du PIB en volume de 0,3% par rapport au trimestre précédent et de 5,3% par rapport au deuxième trimestre de l'année 2008 (voir tableau 27).

Les estimations du glissement annuel du PIB pour les derniers trimestres 2008 ont été révisées à la hausse : -0,7% au lieu de -0,9% pour le troisième trimestre 2008, -3,9% au lieu de -5,0% pour le quatrième trimestre 2008. Pour le premier trimestre 2009, l'estimation a été révisée à la baisse de 0,5 point à -5,9%.

Les données annuelles ont fait l'objet de la procédure traditionnelle de révision. L'évolution annuelle du PIB en volume en 2008 a été révisée à la hausse : 0,0% au lieu de -0,9%. Pour 2007, la révision conduit à une croissance du PIB de 6,5%, contre +5,2% lors de la dernière version des comptes.

A l'exception de l'évolution de la consommation publique sur un an, les composantes de la demande ont toutes accusé un recul au deuxième trimestre de l'année 2009 par rapport au même trimestre de l'année précédente. Au final, l'acquis de croissance du PIB réel calculé à l'issue de ce second trimestre, pour l'année 2009, s'établit à -4,6%.

Tableau 27

PIB et composantes de la demande (Données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2
PIB	-0,4	-2,9	-1,7	-0,3	-0,7	-3,9	-5,9	-5,3
Consommation privée	0,2	-0,9	-0,7	0,5	4,3	2,5	0,7	-0,8
Consommation publique	0,8	0,9	0,9	-0,6	3,1	3,2	5,4	2,1
Formation brute de capital fixe	11,1	-2,6	-10,1	-5	4,8	9,9	-1,5	-7,6
Exportations	-0,7	-5,8	-4,8	-3,2	0,8	-5,2	-10,3	-13,8
Importations	4	-8,5	-8,6	-0,8	4,8	-2,4	-13,3	-13,7

Source : Stateg

Au niveau sectoriel, il apparaît que l'activité dans le secteur de l'industrie a rebondi au second trimestre - par rapport au précédent. Comparé à la même période un an plus tôt, la production industrielle continue néanmoins d'afficher des taux de croissance fortement négatifs. Le repli sur un an de la valeur ajoutée est général à l'ensemble des autres secteurs, à l'exception de l'« agriculture, chasse et pêche » et, dans une bien moindre mesure, l'« hôtellerie, restauration, cafés ».

Tableau 28

PIB et valeur ajoutée par branche de production (Données corrigées des variations saisonnières en volume)

	Pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent				Pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2
PIB	-0,4	-2,9	-1,7	-0,3	-0,7	-3,9	-5,9	-5,3
Agriculture, chasse et pêche	3	2,9	3,8	3,3	-8,6	-1,2	4,7	13,8
Industrie y compris énergie	0,8	-18	-9,9	2,6	2,4	-19,4	-26,3	-23,6
Construction	-0,6	-0,6	-2	-1,7	4,8	0,1	-1,7	-4,8
Commerce, transports et communications	-1,8	-6	0,4	-1,4	0,3	-5,4	-6	-8,7
Activités financières et services aux entreprises	-0,6	1,6	-1,5	-2,3	-3,4	-2	-5,6	-2,7
Autres activités de services	0,8	-0,4	1,8	-0,2	2,6	0,4	3,5	2,1
Valeur ajoutée totale	-0,4	-1,7	-0,8	-3,1	-0,9	-4	-5,9	-5,9

Source : Stateg

2.11 LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2009¹⁸ et ont été élaborées dans un contexte très difficile. L'économie luxembourgeoise traversait une récession particulièrement sévère affectant à la fois le secteur financier, l'industrie et les secteurs qui en dépendent. Le chômage officiel était en progression, mais les conséquences sur le marché de l'emploi se manifestaient surtout via une réduction importante des heures travaillées et une explosion du chômage partiel. Des lueurs d'espoir - un regain d'optimisme auprès des chefs d'entreprises ainsi qu'une reprise sur les marchés financiers - avaient néanmoins émergé au deuxième trimestre de sorte qu'il était permis de tabler sur une stabilisation du niveau d'activité au deuxième semestre de l'année. Pour l'année entière, une baisse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de -5,0% à -4,4% était encore escomptée par la BCL. La reprise graduelle en 2010 sur fond du redressement modeste dans la zone euro et la convergence vers la croissance potentielle en 2011 constituaient les autres bases de notre scénario. Ce profil de croissance, en particulier la dynamique trimestrielle à moyen terme, restait nettement en dessous de la moyenne historique, sur fond du scénario international lui-même imprégné du constat empirique que les reprises qui font suite aux récessions associées à des crises financières tendent à être plus timides que les reprises qui font suite aux récessions « normales ».

Evolutions récentes

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont présenté un bilan en moyenne plus favorable. En octobre 2009, la croissance du PIB réel pour l'année 2008 a été estimée aux environs de 0,0%, soit 0,9pp de plus que les estimations d'avril. En sus, pour les années antérieures, les niveaux et la croissance des PIB réel et nominal ont été revus à la hausse. Conjugué à une masse salariale pratiquement inchangée, c'est l'excédent brut d'exploitation qui a connu une évolution plus favorable. Selon les comptes nationaux trimestriels actuellement disponibles, la récession aurait duré cinq trimestres, du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009, avec une chute du niveau de production d'un peu plus de 6% depuis ses sommets, un affaissement donc moins sévère qu'en Allemagne, mais plus profond qu'en France ou en Belgique. Désormais, l'acquis de contraction pour l'ensemble de l'année 2009, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, se chiffre à 4,6%.

Vers la mi-2009, l'économie est vraisemblablement sortie de la récession du moins dans une optique de variation trimestrielle mais certainement pas encore en termes annuels. Les marchés financiers se sont retournés depuis la mi-mars dans un climat général moins morose, une moindre aversion au risque, ainsi que dans le sillage des perspectives qui devenaient moins défavorables. Ce rétablissement de tous les segments des marchés financiers a exercé un impact positif sur le secteur financier, ne fût-ce que par son effet de valorisation des actifs financiers. La reprise sur les marchés des actions, les ramenant à leurs niveaux d'avant la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, a eu des retombées positives sur les commissions du secteur bancaire ainsi que la VNI du secteur des OPC. Après plusieurs trimestres de recul presque ininterrompu, celles-ci ont en effet fortement progressé depuis le deuxième trimestre¹⁹ et, en l'absence d'une surprise négative pour le reste de l'année, cette tendance s'est vraisemblablement poursuivie au quatrième trimestre.

Dans le secteur non-financier, les signes d'une amélioration graduelle ont aussi émergé, bien qu'ils tardent à se manifester dans les données mensuelles étant donné les délais de publication et les révisions fréquentes de ces statistiques. Au Luxembourg, depuis mars, plusieurs indicateurs issus des enquêtes de conjoncture dans l'industrie se sont consolidés et sont repartis à la hausse. Même si ces indicateurs continuent à évoluer à des niveaux déprimés, le changement de tendance affecte positivement les

¹⁸ Voir BCL, Rapport Annuel 2008, pp.90-98.

¹⁹ En termes de variations trimestrielles des séries ajustées pour les variations saisonnières.



dynamiques à court terme. Dans la zone euro, la croissance est également redevenue positive au troisième trimestre. Certes, la nature du rebond, favorisé par l'expansion sans précédent des politiques fiscale et monétaire et animé par la reconstitution des stocks et la reprise du commerce international avec peu d'impulsions domestiques, témoigne de la fragilité de cette reprise.

Au Luxembourg, le signal positif le plus tangible provient du marché de l'emploi. Traditionnellement ces indicateurs transmettent un signal retardé du cycle conjoncturel. En revanche, l'évolution du chômage partiel permet d'inférer une idée de la variation des heures travaillées et donc aussi de la production, dont les statistiques officielles ne rendent compte qu'assez tardivement. En juin 2009, à l'apogée du phénomène, plus de 10 000 personnes étaient touchées par les demandes des entreprises visant à appliquer un horaire de travail réduit. Depuis lors, ce chiffre a régressé, pour revenir à 8 000 en décembre. Selon les dépenses budgétaires effectivement allouées par le Fonds pour l'emploi, le recours effectif à ce type d'aide a déjà connu son zénith au mois de mars et il a continuellement reculé depuis lors (voir aussi sous 2.6). Toutes choses égales par ailleurs, ceci indique qu'au fil du temps les entreprises ont été confrontées à une demande supérieure à leurs anticipations. Néanmoins, ce constat réjouissant du recul du chômage partiel ne doit nullement occulter le problème fondamental. Le fait que les entreprises continuent à demander et à recourir à cette aide publique témoigne de la précarité de la situation, avec des niveaux de production qui demeurent très faibles et également trop bas par rapport à leurs effectifs actuels. En outre, il convient de ne pas perdre de vue l'augmentation sensible du chômage complet (voir la partie 2.6 à ce propos).

En somme, il est fort probable qu'au cours du deuxième semestre 2009, l'activité économique ait renoué avec une croissance positive, donc plus vite qu'escompté précédemment.

Hypothèses techniques

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projections 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 se redresser progressivement. Sur l'ensemble de l'année 2009, il s'établirait à 1,2% avant de remonter progressivement jusqu'à 1,7% au quatrième trimestre 2010 et autour de 2,4% en moyenne en 2011. Les taux longs remonteraient graduellement et il en résulterait un aplatissement de la courbe des taux jusqu'en 2011. Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée ici par l'indice Eurostoxx, ont connu une chute dont l'ampleur s'approche de celle observée sur la période 2001-2003, mais ceci en un laps de temps beaucoup plus court. Ils ont chuté de plus de 55% entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009. La remontée des marchés boursiers depuis le deuxième trimestre 2009 est censée céder le pas à une relative stabilité en 2010 et à une légère baisse des indices en 2011. Depuis l'exercice précédent, l'euro s'est apprécié de 8,9% par rapport au dollar pour se situer aux environs de 1,49\$/€, poussant le taux de change effectif de l'euro à la hausse, à concurrence de 3,3% par rapport à juin 2009. Enfin, les prémices de la fin du ralentissement international se sont accompagnées d'une hausse du prix du pétrole. Celui-ci a progressé de 69\$/bl en juin dernier à 77\$/bl en novembre 2009. Selon les marchés des futures, il remonterait à plus de 85\$/bl en 2011, donc à un niveau supérieur à celui observé en moyenne en 2007 (72\$/bl).

Dans leur ensemble et toutes choses égales par ailleurs, les ajustements opérés sur les hypothèses techniques, à l'exception des marchés boursiers, plaideraient plutôt pour un scénario de croissance légèrement moins favorable. Néanmoins, ces développements ont été observés parallèlement au redressement graduel de l'économie mondiale qui s'est opéré ces derniers mois.

Environnement international

L'économie mondiale montre actuellement ses premiers signes de sortie de récession grâce en partie aux plans de relance massifs des gouvernements - des pays émergents et développés - et à la réactivité des banques centrales. Le scénario relatif à la croissance mondiale du FMI et de la Commission Européenne sont quasi identiques. Les deux institutions prévoient une diminution du PIB légèrement supérieure à 1% en 2009. Ainsi, l'économie mondiale serait passée par la récession la plus grave depuis la seconde guerre mondiale. Dans ce contexte, le commerce mondial aurait fortement décliné en 2009. En 2010, l'économie mondiale renouerait avec la croissance et le commerce mondial se redresserait. En dépit d'une réduction de l'incertitude et d'un regain de confiance, la reprise de la croissance mondiale devrait toutefois être trop molle pour permettre une diminution du taux de chômage au cours des deux prochaines années.

Tableau 29

Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuels)²⁰

	2008	2009	2010	2011
Commerce mondial (CE)	4,2	-14,0 (-2,6)	3,6 (+2,7)	4,6
PIB mondial (FMI)	3,0	-1,1 (+0,3)	3,1 (+0,6)	-
PIB mondial (CE)	3,1	-1,2 (+0,2)	3,1 (+1,2)	3,5
PIB zone euro (FMI)	0,7	-4,2 (+0,6)	0,3 (+0,6)	-
PIB zone euro (CE)	0,6	-4,0 (0,0)	0,7 (+0,8)	1,5
PIB zone euro (Eurosystème)	0,5	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
Demande internationale adressée au Luxembourg	1,5	-11,5 (+0,1)	3 (+3,2)	3,3 (+0,1)
Prix du pétrole en \$/bl ²¹	98	62 (+7)	81 (+16)	86 (+16)
Taux de change \$/€ ²²	1,47	1,39 (+0,06)	1,49 (+0,15)	1,49 (+0,15)
Taux d'intérêt à 3 mois	4,64	1,23 (-0,19)	1,20 (-0,4)	2,36 (-0,12)
Taux d'intérêt à 10 ans	4,4	4,0 (-0,2)	4,0 (-0,5)	4,6 (-0,4)
Eurostoxx ²³	315	233 (+20)	251 (+41)	239 (+39)

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne

Le scénario de reprise de la Commission européenne (CE) concernant le PIB de la zone euro est légèrement plus favorable que celui du FMI. Le PIB de la zone euro a cessé de décroître au troisième trimestre et, selon la CE, son taux de croissance devrait demeurer positif jusqu'en 2011. La croissance anticipée par cette dernière pour 2010 apparaît plus optimiste que celle du FMI. La CE anticipe par ailleurs une nette accélération de la croissance dans la zone euro en 2011. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de décembre 2009, la variation anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette entre -4,1% et -3,9% en 2009 et entre 0,1% et 1,5% en 2010. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été révisées à la hausse pour 2009 (+0,6 point de pourcentage) et 2010 (+1,1 point). En 2011, la croissance du PIB de la zone euro s'établirait entre +0,2% et +2,2%. La phase de faible croissance, qui pourrait être entamée en 2010, se prolongerait donc en 2011 (voir aussi sous 1.8).

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. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui avait déjà fortement ralenti en 2008, se serait littéralement effondrée en 2009. Elle se redresserait quelque peu en 2010 et continuerait à progresser en 2011. Le plongeon sans précédent de la demande mondiale en 2009 ainsi que le rebond timide qui s'ensuivrait en 2010 sont le reflet direct de l'ampleur du ralentissement international connu en 2009 et de la faible reprise attendue en 2010.

20 Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2009, en points de pourcentage.

21 Révisions en \$/bl

22 Révisions en \$/€

23 Révisions en points d'indice

Projections du PIB réel et de ses composantes au Luxembourg

Le sursaut au deuxième semestre 2009 donne lieu à un scénario qui se présente plus favorablement que lors de l'exercice de juin 2009. Les projections font état d'un recul du PIB réel en 2009 qui se situerait entre -4,0 % à -3,4 %. Néanmoins, ce dynamisme à court terme ne saurait perdurer et il est admis qu'il sera suivi d'une période de stabilisation au premier semestre 2010, la croissance ne reprenant de la vigueur que par après, de manière graduelle de surcroît. Si les expansions des politiques fiscale et monétaire ont pu interrompre un cercle vicieux, de nombreuses faiblesses structurelles persistent au niveau de l'économie mondiale et les ajustements, notamment dans le secteur bancaire et le marché de l'emploi, ne sont pas encore achevés. Ainsi, toute dynamique éventuelle de croissance positive et auto-entretenu risque d'être contrariée par ces mécanismes de corrections, avec à la clef une reprise irrégulière et volatile. L'ajustement de leurs bilans par les acteurs économiques, secteurs financier et non-financier confondus, et un revenu disponible peu dynamique pèseront sur la croissance, de sorte qu'un « retour rapide à la normale » ou une croissance soutenue n'est pas envisageable dans l'immédiat. L'impulsion en provenance des « primes à la casse », qui a temporairement soutenu la production du secteur automobile dans la zone euro et donc aussi des entreprises luxembourgeoises qui en dépendent, risque de s'estomper au début de l'année 2010. De même, une fois le processus de la normalisation des stocks achevé, toute production additionnelle sera conditionnée par la demande effective.

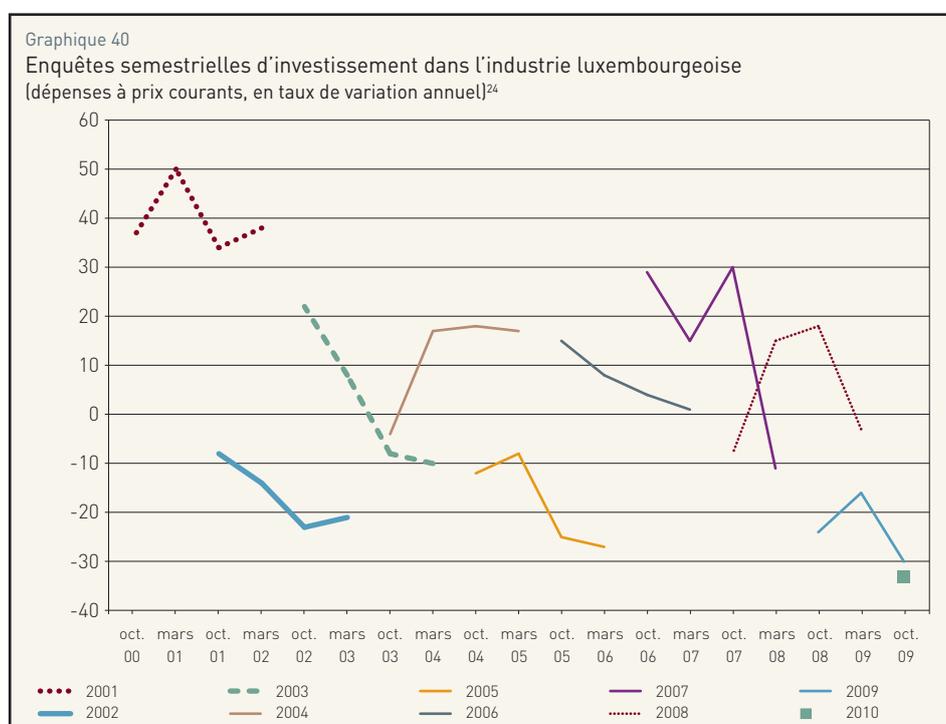
Pour 2010, la sortie de la récession et le retour à la croissance positive se manifesterait aussi dans les données annuelles. Les projections pour le PIB réel s'établissent dans une fourchette allant de 1,4 % à 2,4 %, ce qui constitue une révision à la hausse par rapport à l'exercice précédent. Néanmoins, cet ajustement est entièrement dû à la progression plus importante que prévue au deuxième semestre 2009 et donc par un acquis de croissance plus conséquent. Elle ne résulte nullement d'une dynamique plus optimiste au cours de l'année 2010, dont la trajectoire projetée est restée inchangée.

La convergence en 2011 vers un sentier de croissance normalisé se ferait fort graduellement, la progression du PIB en volume demeurant bien inférieure à la moyenne historique luxembourgeoise. En moyenne annuelle, la croissance anticipée pour 2011 se situerait en effet entre 1,5 % et 3,0 %. Cette projection, presque inchangée par rapport à juin et guère supérieure à celle de 2010, témoigne d'ailleurs de l'abaissement du potentiel de croissance. Il en résulte que c'est uniquement vers la fin de l'horizon de projection que les niveaux d'activité convergeraient vers les sommets de production atteints avant la récession. Cette longue période de « croissance perdue » - d'une durée à peu près égale à quatre années - déboucherait forcément sur un ajustement de l'emploi. Si le commerce mondial a regagné en vigueur, le choc d'une baisse effective de l'emploi ne s'installerait que progressivement et il pèserait sur la dynamique de la demande domestique, alimentant ainsi une période prolongée de faible croissance.

En ce qui concerne l'optique dépenses du PIB, la contraction enregistrée en 2009 se manifesterait à travers toutes les composantes, hormis l'investissement et la consommation publics. Assez logiquement, pour une petite économie ouverte, le canal dominant est constitué par l'impact du ralentissement international sur les exportations. Au Luxembourg, ce canal sera renforcé du fait que les exportations de services, en particulier les services financiers, comptent pour environ deux tiers des exportations totales et seront donc particulièrement affectées par l'évolution des marchés boursiers. Par ailleurs, la demande internationale s'est sans doute effritée de plus de 10 % en 2009, provoquant une baisse historique des exportations.

Le manque d'impulsion externe s'accompagnerait d'une grande faiblesse de la demande domestique privée. Ainsi, l'investissement et la consommation privés devraient également se replier durant l'année en cours. Une nouvelle stagnation de la demande domestique privée est anticipée pour 2010, de sorte qu'un sentier de croissance équilibré ne devrait refaire surface qu'en 2011 et les taux de croissance associés resteraient très modérés.

La faiblesse des investissements est confirmée par les enquêtes semestrielles en la matière. A la fin de l'année 2008, le secteur manufacturier avait annoncé ses intentions de baisser les dépenses d'investissement en 2009. Depuis lors, il a confirmé ses projets et le recul a été même un peu accentué par rapport aux enquêtes antérieures. Pour 2010, il envisagerait également de baisser fortement ses investissements (voir graphique 40). Une baisse substantielle des investissements semble probable pour la plupart des secteurs. Les fondamentaux économiques ne sont en effet nullement favorables. Une production qui tourne au ralenti libère des capacités de production et n'est donc pas source de nouveaux besoins en équipement. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie se situe ainsi à 71 %, ce qui constitue une amélioration par rapport à son creux historique observé au deuxième trimestre, mais reste très bas par rapport à une moyenne de long terme. De même, la dégradation des perspectives en matière de débouchés favorise le report de nouveaux projets à des dates plus propices à leur rentabilité. Si l'évolution passée des profits était excellente, ceux-ci vont se replier fortement en 2009, affectant considérablement la capacité d'autofinancement des entreprises. Pour ce qui est du financement des investissements, la baisse de la trésorerie pourrait être compensée par un endettement accru. Les conditions de financement sont devenues particulièrement favorables à la faveur de l'assouplissement de la politique monétaire menée par l'Euro-système. Ainsi, les taux appliqués par les banques commerciales sur les crédits aux sociétés non-financières ont encore baissé et se situent à un niveau historiquement bas (voir sous 2.7.4). Mais, à l'heure actuelle, il est plus probable que les entreprises s'engagent sur une voie de désendettement et de réduction de l'effet de levier de leurs bilans, ceci d'autant plus que les banques commerciales adoptent une politique beaucoup plus prudente en matière d'allocation des crédits, via un resserrement des conditions d'attribution (voir sous 2.7.5).



Source : Commission Européenne

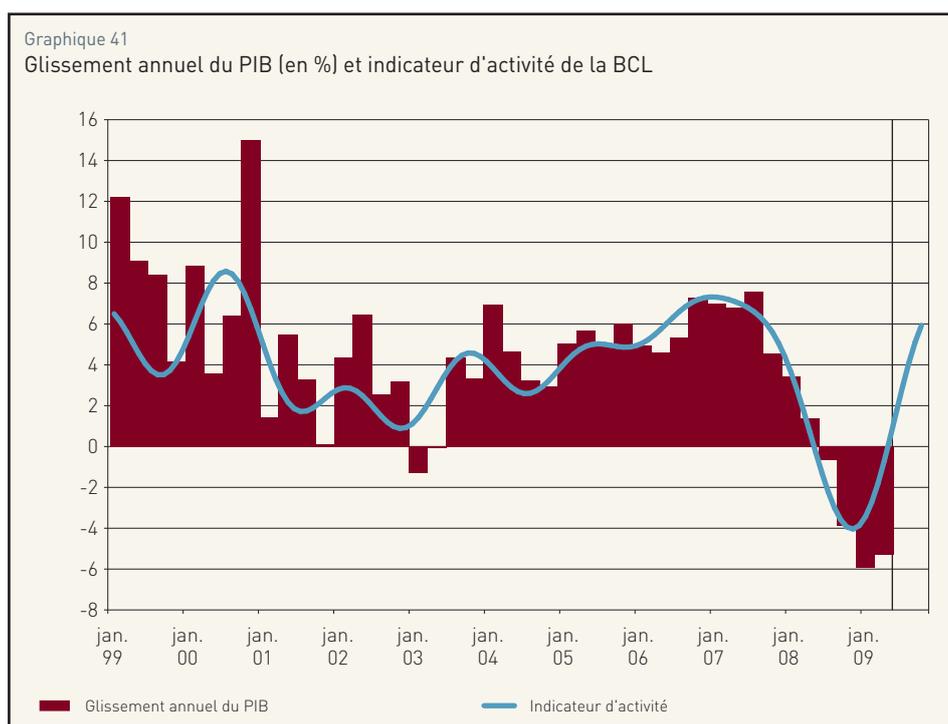
Constituant déjà un facteur de croissance moins important, compte tenu de la grande ouverture de l'économie luxembourgeoise, la consommation privée ne serait guère dynamique dans un futur proche. Si le revenu disponible réel des ménages est en hausse grâce notamment aux mesures fiscales adoptées dans le cadre du projet de budget 2009 et au recul de l'inflation, l'évolution du marché de l'emploi ne sera nullement favorable. La masse des salaires réels risque de baisser en 2009 et leur progression serait limitée en 2010 et en 2011 du fait, notamment, de la baisse projetée de l'emploi total. De plus, dans le climat actuel d'incertitude, les ménages risquent d'adopter un comportement de consommation

²⁴ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on calcule les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

plus prudent en favorisant une augmentation de l'épargne. Malgré un rebond timide depuis le deuxième trimestre 2009, la confiance des consommateurs, telle qu'elle ressort des enquêtes de conjoncture, demeure à un niveau historiquement très bas.

Avec l'aggravation de la crise économique, le gouvernement a lancé une augmentation substantielle des dépenses publiques (voir aussi sous 2.12), d'abord via le vote en décembre 2008 du budget pour 2009, puis au travers du programme de relance macroéconomique annoncé le 6 mars 2009. Ces dépenses additionnelles ont légèrement excédé 2% du PIB en 2009 et ont exercé un rôle stabilisateur sur l'économie, à travers notamment leur impact sur le revenu disponible des ménages et l'investissement public. L'effet total sur la croissance économique est difficile à chiffrer, particulièrement en ce qui concerne l'impact de la hausse du revenu disponible des ménages en raison, d'une part, de l'effet de la fuite à l'importation et, d'autre part, de l'incertitude affectant le comportement des consommateurs vis-à-vis de leur épargne de précaution. On estime que les dépenses publiques additionnelles pourraient avoir amorti la chute de la croissance du PIB réel de l'ordre de 1 point de pourcentage en 2009. En raison de la non-récurrence de certaines mesures, leur effet sur la croissance serait en revanche bien inférieur pour les années 2010 et 2011.

Indicateur d'activité de la BCL



Depuis le début de l'année, l'indicateur d'activité a cessé de se dégrader. En novembre 2009, il a poursuivi sa hausse et a de ce fait rejoint des niveaux comparables à ceux observés deux ans auparavant, en novembre 2007. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité, la croissance du PIB s'établirait dans une fourchette comprise entre -3,4% et -1,3% au troisième trimestre 2009 (après -5,3% au deuxième) et entre -1,4% et +2,9% au quatrième, ce qui porterait la croissance du PIB pour l'année 2009 autour de -3,3% (soit entre -4,0% et -2,5%). Ce dernier résultat est globalement en ligne avec la partie haute de la fourchette des projections de décembre 2009 de la BCL.

Sources : Statec, calculs BCL

Tableau 30
Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à juin 2009
(en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PIB réel	0,0	-4,0 – -3,4	1,4 – 2,4	1,5 – 3,0	1,0	1,9	0,1
IPCH	4,1	0,0	2,1	2,1	0,2	0,2	0,2
IPCH énergie	12,4	-15,9	4,7	2,1	2,3	-0,1	0,5
IPCH excluant l'énergie	3,0	2,3	1,8	2,1	-0,1	0,2	0,3
IPCN	3,4	0,4	1,5	1,8	0,2	0,1	0,2
IPCN excluant l'énergie	2,5	2,0	1,4	1,8	-0,1	0,3	0,3
Echelle mobile des salaires	2,1	2,5	1,0	1,9	-	0,6	-0,6
Coût salarial moyen	2,0	0,7	1,3	2,6	-	0,9	0,1
Emploi salarié	4,9	0,9	-0,6	0,0	1,2	1,1	-
Taux de chômage	4,4	5,8	6,9	7,2	0,2	0,2	0,2

Source : BCL

Marché de l'emploi et coûts salariaux

Malgré la dégradation massive de la conjoncture, des effets virulents sur le marché du travail ont tardé à se manifester. L'emploi total a progressé jusqu'au début de l'année 2009 et la hausse du chômage officiel reste limitée. Dans une première étape la chute de l'activité a pu être absorbée par une baisse importante des heures travaillées, en particulier à travers une hausse spectaculaire du chômage partiel, ce qui a permis d'éviter un nombre accru de licenciements. En revanche, la sous-utilisation de la main-d'œuvre demeure élevée et il est à craindre que l'ajustement temporaire des heures travaillées ne permette pas d'amortir durablement l'incidence sur l'emploi de l'affaissement de la production et de la détérioration des résultats opérationnels des entreprises. Le secteur financier, au centre des turbulences macroéconomiques, est également confronté à d'importantes dépréciations sur actifs, même si ces dernières sont en retrait par rapport aux sommets atteints en 2008; de plus, il est directement affecté par la restructuration du paysage bancaire européen. L'emploi bancaire s'affiche en baisse depuis le quatrième trimestre 2008 et cette tendance devrait se poursuivre et s'intensifier au cours des prochains trimestres. En 2001-2003, l'emploi s'était ainsi replié de 6% sur une période de neuf trimestres. Une baisse comparable sur les années 2009 et 2010 se situera dans le règne du probable compte tenu des cessations d'activités, des fusions et acquisitions et de la nécessité de certaines banques de restaurer leurs bilans - entre autres à travers un ajustement des coûts opérationnels.

Malgré la sortie précoce de la récession, les niveaux de production sont fortement déprimés et ils ne dépasseront pas de sitôt les niveaux prévalant avant la récession. A terme, il semble probable qu'un ajustement permanent de l'emploi l'emporte sur la baisse temporaire des heures travaillées. Pour la zone euro, la Commission européenne projette un recul cumulé de l'emploi de 3,6% pour les années 2009-2011. Compte tenu de la sévérité de la baisse de l'activité, le Luxembourg peut difficilement échapper à cette tendance. Selon nos projections, l'emploi baisserait à partir de la fin 2009 et tout au long de 2010 avant de se stabiliser par la suite. Le taux de progression annuel de 0,9% en 2009 peut surprendre, mais il résulte exclusivement de «l'acquis d'emplois» de l'année passée et nullement d'une création d'emplois en 2009. La réduction des effectifs pourrait se matérialiser lorsque les mesures de chômage partiel auront été utilisées pleinement et que les entreprises seront aculées à des désengagements. L'ajustement des heures travaillées se transformerait en une baisse effective de l'emploi et le chômage partiel en un chômage effectif. Celui-ci progresserait sur les trois années à venir, de 4,4% en 2008 à 5,8% en 2009 et 7,2% en 2011.

Cette réaction de la composante «volume» du marché du travail se fera conjointement à celle du niveau du coût du travail, c'est-à-dire les salaires. Tel que cela a été le cas en 2003, le coût salarial nominal n'augmenterait que faiblement en 2009. En effet, face au recul des revenus, les entreprises auront recours



à des mesures leur permettant de réduire le coût salarial. De tels ajustements sont souvent opérés à travers une réduction des heures travaillées, des primes et des gratifications. Pour les années 2010 et 2011, il est projeté que la hausse des salaires réels soit faiblement positive, la progression s'expliquant essentiellement par un redressement du nombre des heures travaillées. Par conséquent, la progression des salaires nominaux serait presque entièrement imputable à l'impact de l'indexation automatique des salaires à l'inflation passée. Selon les projections, la prochaine tranche indiciaire serait due pour la fin de l'année 2010, portant ainsi la progression des salaires nominaux à 1,3% en 2010 et à 2,6% en 2011. Comparé aux projections antérieures, ces progressions sont plus élevées en raison i) de l'avancement de quelques mois de la tranche indiciaire et ii) d'une reprise conjoncturelle survenue plus tôt qu'admis antérieurement. En ce qui concerne les salaires réels négociés, leur évolution refléterait entièrement les développements défavorables du marché du travail. Le pouvoir de négociation du facteur travail semble limité et les travailleurs accorderont la priorité à la préservation des emplois existants. Une modération salariale constituerait également une étape afin de créer des bases à nouveau favorables et de faciliter la résorption du chômage. Ces projections se basent sur les hypothèses que ni les points indiciaires dans la fonction publique pour 2010 et 2011, ni le salaire minimum réel en 2011 ne seraient ajustés.

Prix à la consommation

Les perspectives pour l'évolution de l'inflation restent favorables, même si elles se sont légèrement détériorées par rapport à l'exercice précédent. La révision à la hausse des hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros a entraîné un ajustement des prix de l'énergie. Cette révision a toutefois été temporisée par la baisse des prix de l'électricité telle qu'annoncée pour 2010. L'inflation de l'IPCN et de l'IPCH à exclusion de l'énergie reculerait aussi bien en 2009 qu'en 2010 avant de se redresser graduellement en 2011 tout en restant à des niveaux relativement bas. Cette dynamique repose sur l'hypothèse d'une modération des coûts de production ainsi qu'une inflation importée faible sur les années 2009-2011. Les coûts salariaux se modéreraient en parallèle, sous l'impact de la faiblesse du marché de l'emploi. Ainsi, à partir des niveaux très élevés en 2008, l'inflation globale au Luxembourg reculerait fortement en 2009, pour rebondir par la suite. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH atteindraient respectivement 0,4% et 0,0% (voir aussi les projections d'inflation sous 2.1.1), soit les plus bas depuis 1987. Le rebond en 2010 est essentiellement lié à la composante énergie. Le prix du pétrole est en effet censé s'accélérer à nouveau et de ce fait les effets de base ne seraient plus favorables. En revanche, dans le contexte de la faiblesse prolongée de l'activité économique, le processus de désinflation des prix à l'exclusion de l'énergie devrait se poursuivre en 2010. En 2011, ce type d'inflation rebondirait dans le contexte d'une remontée de l'inflation des services, elle-même provoquée par l'échéance de la tranche indiciaire anticipée pour le quatrième trimestre 2010. En revanche, les développements conjoncturels ne seraient pas assez dynamiques pour provoquer une accélération plus substantielle des prix des autres biens. L'inflation globale telle que mesurée par l'IPCN demeurerait en dessous de 2,0% mais de nouveau supérieure à la moyenne de la zone euro.

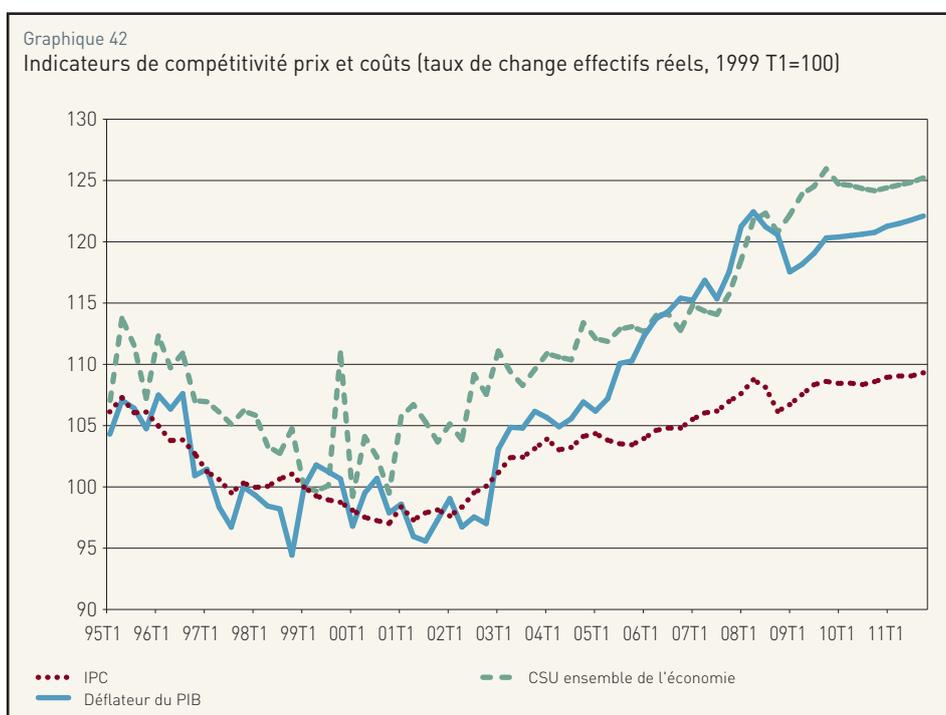
Compétitivité

Les résultats des projections permettent également d'inférer l'évolution future des indicateurs de compétitivité. Dans ce contexte, l'analyse se limite aux indicateurs prix et coûts classiques. Cependant, la compétitivité est un concept multidimensionnel et le classement du Luxembourg selon un ensemble de critères différents est présenté par le bilan compétitivité 2009 publié par le ministère de l'économie et du commerce extérieur. Le graphique présente les trois indicateurs classiques (prix à la consommation, déflateur du PIB et coûts salariaux unitaires pour l'ensemble de l'économie) produits par la BCL. Une augmentation de la courbe indique que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires (le 26 autres membres de l'Union européenne plus les Etats-Unis, le Japon et la Suisse). Le rapport 2008 de la BCL notait la chute brutale de l'inflation en 2008 et envisageait une amélioration passagère selon certains indicateurs en 2008-T4 et 2009-T1. En effet, l'indicateur basé sur les prix à la consommation a marqué un recul entre 2008-T4

et 2009-T2 mais a progressé à un taux annuel de 0,20 point de pourcentage au troisième trimestre et devrait se détériorer encore plus rapidement au quatrième trimestre. En 2010 et 2011, les projections envisagent une détérioration de cet indicateur à des taux supérieurs à 0,5 point de pourcentage, ce qui est proche de sa moyenne depuis 1999. Suite à la révision des comptes nationaux en octobre, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB n'a pas connu de recul en 2008 (détérioration à un taux moyen de 4,4 %) mais devrait reculer sur l'ensemble de 2009 (taux moyen -2,1 %). Pour les années 2010 et 2011, les projections anticipent une nouvelle détérioration de cet indicateur à des taux annuels près de 1 %. Finalement, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires a aussi été influencé par la révision des comptes nationaux et s'est détérioré sur l'ensemble de 2008 et 2009. Les projections anticipent une faible détérioration en 2010 et 2011 (0,3 % les deux ans) ce qui masque une légère amélioration fin 2010 et début 2011 grâce à des augmentations de la productivité conjuguées à une progression contenue des salaires.

Analyse des risques

Compte tenu de la multitude des chocs qui ont frappé l'économie mondiale et luxembourgeoise – la crise financière et l'assainissement des bilans par des banques, l'effondrement du commerce mondial, l'ajustement du marché de l'emploi et l'expansion des politiques économiques – l'incertitude entourant les projections macroéconomiques est particulièrement élevée. En effet, dans le passé luxembourgeois, il n'existe pas de situation extrême comparable qui permettrait de disposer d'un repère quant à la réaction des agents économiques à un tel environnement, et ceci rend toute projection plus incertaine que d'habitude.



Sources : Eurosysteme, BCL.

Les projections macroéconomiques sont traditionnellement élaborées sur base de l'hypothèse d'une politique fiscale inchangée. Le scénario actuel fait état d'un dérapage des déficits publics sur toute la période de prévision. Or il est communément accepté qu'afin de remédier à la franche dégradation des comptes publics, une correction interviendra à partir de 2011, invalidant de ce fait les hypothèses sous-jacentes au scénario de base. Ce constat vaut aussi bien pour le Luxembourg que pour la plupart des pays de la zone euro. Il incombe aux différents gouvernements de choisir la forme de cette consolidation fiscale selon qu'ils privilégient une réduction des dépenses publiques ou une augmentation des recettes, c'est-à-dire un relèvement de la fiscalité. Cet ajustement des recettes et des dépenses, qui n'est précisément pas intégré au scénario de base, pèsera inmanquablement sur la croissance économique et ceci également au-delà de l'horizon de projection. Il est admis que les multiplicateurs fiscaux sont généralement faibles dans les économies très ouvertes et la consolidation fiscale au Luxembourg aura de ce fait un impact limité sur la croissance économique. L'impact potentiel de la consolidation budgétaire sur l'activité au Luxembourg émane davantage de la probable synchronisation de la correction des déficits publics au niveau de la zone euro. Les impacts à la baisse sur la croissance économique dans tous les pays européens risquent de se combiner et d'affecter l'économie luxembourgeoise par le biais du commerce international.

Malgré les difficultés ayant affecté le secteur bancaire luxembourgeois lors de la crise financière, il semble à ce stade avoir limité les dégâts. Il demeure cependant confronté à un renforcement de la régulation et de la supervision bancaire tout comme à une pression s'exerçant sur les autorités afin de modifier le cadre institutionnel. Le secteur sera aussi confronté à des restructurations importantes d'une série de groupes bancaires étrangers. L'impact défavorable des changements futurs sur la place financière pourra être partiellement amorti si les nouvelles mesures sont appliquées de manière homogène à travers les économies développées, en particulier aux autres places financières concurrentes. Il n'empêche que des incertitudes planent sur le développement futur de la place financière et elles risquent d'amplifier l'impact à la baisse résultant de la restructuration en cours du secteur bancaire européen. Au total, la balance des risques serait orientée à la baisse en ce qui concerne la croissance économique.

En ce qui concerne l'inflation, les risques semblent plutôt équilibrés pour l'année 2010. Au-delà de cet horizon, la consolidation fiscale pourrait se faire, entre autres, à travers une progression supérieure à la normale des prix administrés ainsi qu'un relèvement de la taxation indirecte.

2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

2.12.1 Projet de budget 2010

Le gouvernement a présenté le projet de budget concernant l'année 2010 à la Chambre des Députés le 29 septembre 2009. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clefs de ce projet où, conformément à la comptabilité luxembourgeoise traditionnelle, les fonds spéciaux, certains établissements publics et fondations et aux services de l'Etat à gestion séparée sont abordés sous l'angle des dotations qu'ils perçoivent de l'Etat et non eu égard au niveau effectif de leurs dépenses.

Tableau 31
Projet de budget 2010 de l'Etat central ⁽¹⁾ (en millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte provisoire 2008	Budget voté 2009	Projet de budget 2010	Croissance nominale 2010/2009	Croissance nominale 2010/2008
Recettes	9 199,00	9 276,90	8 468,80	-8,7%	-7,9%
Recettes courantes	9 100,10	9 188,70	8 398,70	-8,6%	-7,7%
Recettes en capital	98,9	88,2	70,1	-20,5%	-29,1%
Dépenses	11 396,40	9 264,80	9 793,80	5,7%	-14,1%
Dépenses courantes	8 112,00	8 327,10	8 850,90	6,3%	9,1%
Dépenses en capital	3 284,40	937,6	942,9	0,6%	-71,3%
Solde	-2 197,4	12,2	-1 325	--	--
Dont solde courant	988,10	861,60	-452,20	--	--
Dont solde en capital	-3 185,50	-849,40	-872,80	--	--

Source : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010, Ministère des Finances.*

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

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, les dépenses de l'Etat central au sens strict progresseraient de 5,7% en 2010. Les dépenses augmenteraient davantage que les recettes, qui s'inscriraient pour leur part en nette diminution, de sorte que le solde de l'Etat au sens strict passerait d'un surplus de 12,2 millions d'euros en 2009 (du moins selon le budget voté) à un important déficit de plus de 1 300 millions l'année suivante (3,4% du PIB). Ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec une certaine prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extrabudgétaires et assimilés 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 davantage en 2010 selon le projet de budget.

De surcroît, la base de comparaison, à savoir le budget 2009, est inappropriée 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 2008 et 2010. En d'autres termes, les données du projet de budget 2010 sont systématiquement comparées à celles

de 2008. Ces dernières étant issues d'un compte provisoire, elles constituent un ancrage de comparaison nettement plus approprié que des dépenses budgétisées. Par ailleurs, il convient également de rester très prudent dans la comparaison des dépenses en capital entre 2008 et 2010, étant donné que les dépenses de 2008 intègrent une opération exceptionnelle, à savoir le soutien de l'Etat à certains établissements de crédit, pour une valeur d'environ 2 400 millions d'euros. Notons que cette dernière transaction est assimilée à une opération financière, sans effet sur le solde public, en SEC 95 (effet sur la dette SEC 95, cependant). Après neutralisation de cette opération financière, les dépenses totales de l'Etat central affichent une progression d'environ 9% sur deux ans, soit de 2008 à 2010, et non une diminution de 14% comme le suggère le tableau ci-dessus établi selon la présentation traditionnelle.

La progression de 9% elle-même ne rend cependant pas compte de l'évolution fondamentale des dépenses. Jusqu'à présent, la BCL affinait les dépenses reprises au tableau précédent, en prenant en considération les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'Etat central à ces fonds et établissements, ce qui constitue un des principaux apports de la comptabilité européenne SEC 95. Cependant, depuis l'année dernière, le Gouvernement présente de façon simultanée trois volumes, à savoir le projet de budget proprement dit (volume I), le volume II renfermant le programme pluriannuel des dépenses en capital et le volume III qui se rapporte au cadre européen de la politique budgétaire. Cette présentation simultanée sous la forme d'un triptyque représente une notable amélioration par rapport à la situation antérieure. Elle avait au demeurant été recommandée par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2008. A présent, il semble peu utile de passer dans le cadre du présent avis par toutes les étapes de la présentation traditionnelle vers une version consolidée du budget de l'Etat²⁵.

Il convient cependant de passer en revue les comptes présentés selon l'optique SEC 95 et de les comparer aux comptes générés selon l'optique traditionnelle. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres-clefs découlant de l'optique SEC 95. La BCL regrette que le budget selon l'optique SEC 95 n'ait pas été éclaté en budget en capital et budget courant. Cela aurait permis une analyse plus détaillée de l'évolution des dépenses courantes.

Tableau 32

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

	2007	2008	2009*	2010	Progression 2008-2010 en %
Recettes					
Administration centrale	10 064,5	10 544,4	10 119,5	10 036,8	-4,8%
Administrations locales	1 854,6	2 018,6	2 003,3	na**	-
Sécurité sociale	6 749,4	7 516,9	7 704,0	8 006,5	6,5%
Dépenses					
Administration centrale	9 712,1	10 634,1	11 612,0	12 298,0	15,6%
Administrations locales	1 708,8	2 023,5	2 056,0	na**	-
Sécurité sociale	5 868,8	6 457,0	6 983,7	7 264,5	12,5%
Solde					
Administration centrale	352,4	-89,7	-1 492,5	-2 261,2	-
Administrations locales	145,8	-4,9	-52,7	-67,9	-
Sécurité sociale	880,6	1 059,9	720,3	742,0	-
TOTAL de l'ensemble des Administrations publiques	1 378,8	965,3	-824,9	-1 587,1	-

Source : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010 (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 2010 a été repris du document supplémentaire distribué par le Gouvernement lors de la présentation du projet de budget à la Chambre des Députés.

25 La BCL continue à faire cet exercice pour son analyse interne puisqu'il permet de poursuivre une analyse cohérente de l'évolution réelle des dépenses, et facilite l'interprétation globale des finances publiques.

Le tableau précédent indique qu'en 2010, les dépenses totales de l'Administration centrale selon l'optique SEC 95 afficheraient une croissance de 15,6% sur la période 2008-2010 – soit environ 7,8% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et assimilés. En 2008, les dépenses programmées de ces entités étaient déjà beaucoup plus élevées que les dotations de l'Etat leur étant destinées. Cette situation s'accroîtrait encore de 2008 à 2010. Alors que les dépenses programmées des fonds et assimilés progresseraient en deux ans de quelque 33%, la croissance des dotations précitées n'excéderait pas 3,5%, toujours sur l'horizon de deux ans 2008-2010.

Les recettes de l'Administration centrale reprises au même tableau seraient quant à elles en recul de quelque 4,8% en 2010 par rapport à 2008. Il convient de constater qu'un considérable écart se dessine entre les recettes et les dépenses, ces dernières continuant à progresser malgré le fait que les recettes marquent le pas. Le recul des recettes est cependant moindre selon l'optique SEC95 (-4,8%) que du point de vue de la comptabilité traditionnelle (-7,9%). Cette situation reflète notamment la progression escomptée de 2008 à 2010 des recettes propres²⁶ des fonds spéciaux et assimilés.

En ce qui concerne le solde, du fait essentiellement de l'écart persistant entre d'une part des dotations de l'Etat aux fonds et d'autre part les dépenses programmées de ces derniers, le solde de l'Etat selon l'optique SEC 95 accuse un déficit beaucoup plus significatif que l'Etat central au sens strict. La différence entre les deux optiques est de l'ordre de 936 millions d'euros, ce qui équivaut à 2,4% du PIB de 2010 (voir le tableau ci-après).

Tableau 33
Les comptes budgétaires de l'Administration centrale selon les deux optiques
(en millions d'euros, sauf mention contraire)

	2008 (1)	2010 (2)	(2) - (1)
Recettes			
Optique traditionnelle	9 199,0	8 468,8	-730,2
Optique SEC 95	10 544,4	10 036,8	-507,6
Dépenses			
Optique traditionnelle	8 996,4	9 793,8	797,4
Optique SEC 95	10 634,1	12 298,0	1 663,9
Solde			
Optique traditionnelle	202,6	-1 325,0	-1 527,6
Optique SEC 95	-89,7	-2 261,2	-2 171,5
Différence des soldes	-292,3	-936,2	-
Différence en % du PIB	-0,7%	-2,4%	-

Source : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2010 (volume I et III), Ministère des Finances, calculs de la BCL*

La situation budgétaire de la Sécurité Sociale subit une détérioration, à l'instar de la situation prévalant pour l'Administration centrale. L'écart entre un taux de croissance des dépenses de 12,5% et une croissance des recettes limitée à 6,5%, toujours sur l'horizon de deux ans 2008-2010, témoigne de cette détérioration. 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. La détérioration précitée souligne la pertinence de ces avertissements. La situation risque d'ailleurs de se détériorer davantage au cours des prochaines années, en raison d'une augmentation tendanciellement soutenue des dépenses et de l'impact sur les recettes de cotisation de la nette détérioration prévisible du marché de l'emploi. A ce stade, le solde de la sécurité sociale demeure positif, mais il se détériore de manière continue.

26 Pour certains Fonds spéciaux les recettes propres sont beaucoup plus importantes que les dotations budgétaires normales. A titre d'exemple, les recettes propres sont de l'ordre de 90% des recettes totales du Fonds de financement des mécanismes de Kyoto.

Le volume III du projet de budget ne permet pas d'appréhender la situation budgétaire des Administrations locales en 2010, car selon le projet de budget, seules quatre communes (Luxembourg, Esch-sur-Alzette, Mamer, Redange) ont marqué leur accord pour fournir au Ministère de l'Intérieur des prévisions chiffrées pour les exercices 2009 et 2010.

Il convient également de remarquer que le total des recettes et des dépenses des administrations publiques n'est pas connu pour 2009 et 2010 selon le volume III. Ce volume ne renferme aucun tableau relatif aux administrations publiques consolidées, ce qui constitue une faiblesse majeure du projet de budget. Cette situation est due, comme expliqué plus haut, aux réticences de la grande majorité des communes à fournir des prévisions chiffrées. L'intérêt du volume III est justement qu'il permet de resituer le budget de l'Etat central dans le contexte global du compte des Administrations publiques, qui constitue la référence absolue lorsqu'il s'agit d'apprécier le respect par le Luxembourg des dispositions du Pacte de Stabilité et de Croissance. La BCL recommande dès lors l'intégration au volume III du projet de budget 2010 d'un tableau consolidé des Administrations publiques.

En ce qui concerne les actifs des fonds spéciaux, leurs réserves affichent un déclin continu depuis 2001 et ceci en raison de recettes de ces fonds structurellement et significativement inférieures à leurs dépenses. Néanmoins, au vu des données brutes, cette tendance aurait été enrayée en 2006 et 2007. Les actifs des fonds spéciaux s'étaient en effet établis à 5% du PIB au 31 décembre 2006, à comparer à 4,3% du PIB un an plus tôt. En 2007, ils ont même augmenté à 5,8% du PIB. Cette amélioration est cependant le résultat de l'affectation au Fonds des routes et au Fonds du rail du produit d'emprunts et de l'octroi aux fonds de dotations budgétaires supplémentaires. Lorsque ces emprunts, qui ne constituent bien évidemment pas des recettes au sens propre du terme, ne sont pas pris en compte, les réserves des fonds spéciaux affichent un déclin continu, en s'établissant à 2,5% du PIB en 2009 et à seulement 0,9% du PIB en 2010. De surcroît, le Gouvernement a effectué des transferts supplémentaires de l'ordre de 0,5% du PIB - par rapport au budget voté pour 2008 - en faveur de ces fonds suite au surplus inattendu dégagé dans le cadre du compte de l'exercice 2008. A l'avenir, l'Etat central ne sera plus guère en mesure d'accorder de nouveaux transferts supplémentaires tant sa situation budgétaire se détériore. Cette situation n'augure rien de bon pour les avoirs des fonds, du moins abstraction faite du produit d'emprunts²⁷.

Le volume II du projet de budget, qui renferme le programme pluriannuel des dépenses en capital, n'est guère de nature à inciter la BCL à réviser ce constat. Le volume II laisse même augurer des avoirs négatifs pour certains fonds, à savoir notamment le Fonds des raccordements ferroviaires internationaux en 2013, les trois fonds d'investissement publics (administratifs, scolaires, sanitaires et sociaux) à partir de 2011, le Fonds pour la loi de garantie dès 2011, le Fonds d'équipement militaire en 2013, le Fonds pour la gestion de l'eau dès 2011 et le Fonds des investissements hospitaliers en 2013. Des emprunts supplémentaires devraient donc a priori combler des soldes négatifs.

2.12.2 Analyse des finances publiques luxembourgeoises et projections 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 (voir section précédente)²⁸.

27 Ces estimations sont conditionnelles à l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépense des fonds. Pour rappel, il est supposé que ces programmes seront intégralement mis en œuvre en ce qui concerne le Fonds pour l'emploi, le Fonds des pensions, le FCDF et les fonds d'investissement, tandis que les dépenses des autres fonds sont censées n'être exécutées qu'à raison de 85% en 2010.

28 Les estimations et prévisions préliminaires de croissance font état d'un recul marqué du PIB réel en 2009 qui se situerait entre -4,0% et -3,4% (après une stabilisation en 2008), ce qui constituerait un minimum absolu depuis le milieu des années soixante-dix. Selon les prévisions de la BCL, la croissance devrait redevenir positive en 2010, tout en demeurant bien inférieure au taux moyen observé au cours des dernières décennies. Ce sursaut, qui devrait survenir après une récession extrêmement sévère, ne sera toutefois pas suffisant pour garantir une redynamisation sur le marché de l'emploi. En dépit d'un taux de croissance du PIB positif en 2010, l'emploi intérieur total accusera une diminution significative. L'inflation devrait se redresser en 2010, mais elle se situerait toujours à un niveau inférieur à 2%.

Tableau 34

La situation des finances publiques luxembourgeoises : projections d'automne de la BCL (décembre 2009)
(en % du PIB)

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010p	2010p (1)
Ensemble des administrations publiques							
Recettes totales	41,53	39,67	39,91	40,18	39,48	38,55	
Dépenses totales	41,28	39,49	39,71	39,94	39,21	38,27	
Déficit (-) ou surplus (+)	0,0	1,3	3,7	2,5	-2,6	-4,7	-4,4
Solde apuré de la conjoncture	0,4	1,1	2,8	1,3	-2,6	-4,1	
Soldes des sous-secteurs							
Administration centrale	-1,2	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-6,1	-6,2
Administrations locales	-0,3	0,2	0,4	0,0	-0,2	-0,4	-0,2
Sécurité sociale	1,5	1,8	2,4	2,7	2,3	1,9	2,0

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

e : estimations ;

p : projections.

(1) Exposé introductif du projet de budget 2010, p.26.

Le surplus de l'ensemble des Administrations publiques s'est établi à 2,5% du PIB **en 2008** à la faveur notamment de la conjoncture économique favorable, d'une assez bonne performance du secteur financier ainsi que de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006. L'impact positif a particulièrement affecté les cotisations sociales et l'impôt sur les traitements et salaires, grâce à l'importante hausse de la masse salariale. S'y sont ajoutés des niveaux de recettes extrêmement élevés en provenance de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA).

L'année 2009 se caractériserait quant à elle par un brusque coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005. Le solde des Administrations publiques devrait se détériorer significativement, pour afficher un déficit de 2,6% du PIB en 2009 en lieu et place du surplus de 2,5% du PIB enregistré en 2008. Cela s'explique par l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion des projets de budget 2008²⁹ et 2009³⁰, du plan de conjoncture gouvernemental annoncé le 6 mars 2009 et de manière plus générale par la crise économique et financière. Ces turbulences économiques exerceraient un impact négatif direct sur certaines recettes, entre autres la « taxe d'abonnement » et la taxe sur la valeur ajoutée. La sécurité sociale resterait excédentaire mais ne compenserait qu'en partie le déficit considérable de l'Administration centrale (-4,6% du PIB).

Par ailleurs, il est important d'expliciter les raisons de la différence entre les projections commentées dans ce bulletin et les projections de juin 2009 de la BCL. Pour l'année 2009, l'écart entre les deux exercices de projection s'établit d'environ 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 des données mensuelles concernant ce poste. C'est uniquement à la mi-octobre que le Gouvernement a publié les premiers chiffres concernant certaines recettes pour l'exercice 2009. Il est à noter qu'au cours des 9 premiers mois de 2009, les recettes concernant cet impôt sont de 10% supérieures au total encaissé au cours de la même période de 2008.

29 Pour 2008, il s'agit de l'instauration d'un bonus pour enfants ; de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires et de la diminution de 1% à 0,5% du taux du droit d'apport.

30 Pour 2009, il s'agit de l'indexation partielle, à raison de 9%, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ; de l'introduction de crédits d'impôts pour salariés et pensionnés, et du crédit monoparental ; des mesures fiscales en faveur du logement : TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû ; de l'introduction du système chèques services ; de l'abolition du droit d'apport ; de l'élargissement du cercle des bénéficiaires de l'exonération de la retenue d'impôt sur les dividendes ; et enfin du doublement de l'allocation de chauffage, transformée en allocation de vie chère.

Le Premier ministre a expliqué que cette hausse très surprenante – enregistrée au cours d'une période de crise économique d'une envergure exceptionnelle – est due aux bénéfices des sociétés générés en 2006 – soit en période de haute conjoncture. Une bonne partie de l'IRC est en effet 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, il convient de souligner la nécessité absolue d'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 même, à cette fin, de disposer d'une estimation du « millésime » des revenus générateurs d'IRC au cours d'un mois donné. Il est très difficile pour la BCL et pour nombre d'autres institutions de prévoir les recettes afférentes si elle ne peut déterminer à quelles années se rapportent les recettes récoltées par le Gouvernement. **Une publication régulière (mensuelle) de ces recettes ainsi qu'une plus grande transparence quant à l'année de l'imposition sont d'une nécessité absolue du point de vue de la fiabilité des exercices de projection.** Cela vaut pour les projections de la BCL, des institutions internationales et même des autorités elles-mêmes. Par ailleurs, seule une transparence de ce type permettrait à la Chambre des Députés d'examiner en connaissance de cause l'évolution des finances publiques.

- 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 projections d'automne de la BCL, l'emploi total devrait s'accroître d'environ 1 % en 2009. Or la BCL postulait dans ses projections de juin un léger recul de l'emploi au cours de la même année.

A ce stade, il est important de signaler que sur **l'horizon 2009-2010**, la BCL procède à des estimations propres de recettes, en conformité avec le scénario macroéconomique sous-jacent (voir section précédente). 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 2010. La seule différence significative se rapporte au poste salaires et charges sociales, avec à la clef des estimations officielles supérieures aux projections de la BCL de l'ordre de 110 millions d'euros. Celle-ci est principalement liée à la tranche indiciaire qui, selon les estimations de la BCL, devrait avoir lieu entre l'automne 2010 et février 2011.

La divergence entre le projet de budget et les projections 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 un déclin des recettes totales de l'Administration centrale d'environ 5 % sur la période 2008-2010. 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 baisseraient d'environ 8 % sur le même horizon.

La résultante de ces évolutions de recettes et de dépenses serait un besoin de financement de l'Administration centrale de 6,1 % en 2010 qui reste proche, en termes de pourcentage du PIB, de celui du SEC 95 estimé au projet de budget 2010 mais serait plus élevé à raison de 0,4 % du PIB en niveau absolu. Cette relative dichotomie entre les niveaux absolus du déficit et les mêmes grandeurs exprimées en pourcentages du PIB s'explique par la forte révision à la hausse, par les autorités statistiques, du niveau nominal du PIB depuis l'élaboration du projet de budget 2010. Pour rappel, ce dernier projet a été établi sur la base du PIB tel qu'il résultait des comptes nationaux d'avril. Or ce PIB estimé en avril était bien inférieur au PIB publié récemment et utilisé dans les projections de la BCL.

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 projetés par la BCL. Le tableau précédent offre un aperçu des projections d'automne de la BCL relatives à la situation des finances publiques luxembourgeoises.



Pour 2010, une sensible dégradation du solde de l'ensemble des Administrations publiques se dessine. Le solde passerait d'un déficit de 2,6 % du PIB en 2009 à un déficit de 4,7 % en 2010. Cette dégradation est liée à trois facteurs principaux, à savoir :

1) Faible croissance économique.

Les projections de la BCL laissent augurer un taux de croissance du PIB réel d'environ 2 % en 2010. Il s'agit d'un taux de croissance qui est historiquement très bas pour le Luxembourg. Le fonctionnement des stabilisateurs automatiques occasionnera une dégradation budgétaire dans un tel contexte, surtout en présence de dépenses fondamentalement assez rigides. Par ailleurs, les projections de la BCL permettent d'escompter une évolution moins favorable que celle contenue dans le projet de budget 2010 du marché de l'emploi et de la masse salariale.

2) Mesures supplémentaires adoptées à l'occasion du projet de budget 2010³¹.

Le projet de budget 2010 comporte également les nouvelles mesures présentées le 6 mars 2009 dans le cadre du plan de conjoncture et qui continueront à exercer un impact en 2010. Selon les estimations de la BCL, le coût ex ante de ces nouvelles mesures budgétaires s'élèverait au total à 0,8 % du PIB en 2009. Le Gouvernement n'a depuis lors pas présenté de nouvelles mesures innovatrices par rapport au dernier plan de conjoncture. Il a plutôt choisi d'insister sur deux axes principaux, à savoir (i) un niveau élevé de l'investissement public et (ii) l'introduction des mesures nouvelles de soutien à l'emploi.

3) Impact négatif de la crise financière sur les recettes de l'Etat.

La crise financière qui a fortement touché et continue à toucher les marchés européens depuis septembre 2008, n'a pas épargné le Luxembourg et aura un impact significatif sur les recettes de l'Etat. Des prélèvements tels que la «taxe d'abonnement» ou les impôts directs sur les revenus des ménages seront directement touchés et afficheront une baisse considérable dès 2009. Par contre, l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) ne devrait se contracter significativement qu'à partir de 2010. Comme expliqué plus haut, cet impôt ne connaîtra probablement aucun déclin en 2009 étant donné qu'il serait collecté sur les profits des entreprises réalisés durant une période caractérisée par une bonne conjoncture économique et par un secteur financier toujours très porteur.

Par ailleurs, il est intéressant de constater qu'avec une méthodologie et des données propres la Cour des comptes parvient à des résultats semblables. En effet, dans son récent avis sur le projet de budget 2010, ses projections concernant les recettes de l'Administration publique pour 2009 et 2010 sont très proches des projections de la BCL.

Le graphique suivant met en évidence la détérioration flagrante du solde de l'ensemble des Administrations publiques. Il convient 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 SEC 95. Il est également à constater que les soldes continueraient à se dégrader davantage en 2011 si aucune action de consolidation budgétaire n'est prise de la part du Gouvernement. Dans ce contexte, il s'impose d'annoncer dès que possible un calendrier précis et crédible, mentionnant le solde budgétaire devant être atteint par l'Administration centrale chaque année sur un horizon temporel suffisamment long. La stratégie de sortie devrait également comporter l'annonce de réformes structurelles, notamment dans le domaine de la sécurité sociale et par l'intermédiaire d'une nouvelle norme de croissance des dépenses des Administrations publiques.

31 Pour ses projections, par mesure de prudence, la BCL prend en compte uniquement les mesures qui sont suffisamment détaillées dans les projets de budget 2009 et 2010.

Le solde ajusté de la conjoncture serait quant à lui négatif à raison de 2,6% du PIB en 2009, ce qui consacrerait un recul significatif par rapport aux soldes ajustés des années récentes. Celui-ci se dégraderait davantage en 2010, ce qui met en exergue le caractère structurel de la dégradation des finances publiques luxembourgeoises. Cette évolution reflète également les nouvelles mesures adoptées par le Gouvernement en 2009 et proposées dans le projet de budget 2010.

A ce stade, il est important de souligner que les projections de la BCL pour 2010 ne prennent pas en considération une éventuelle plus ou moins-value qui résulterait des opérations Dexia et Fortis décrites ci-dessous. Cette démarche est justifiée par l'importante incertitude qui prévaut à propos du signe de cette plus-value, de son importance absolue et quant à 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 est estimé en fonction de ces opérations.

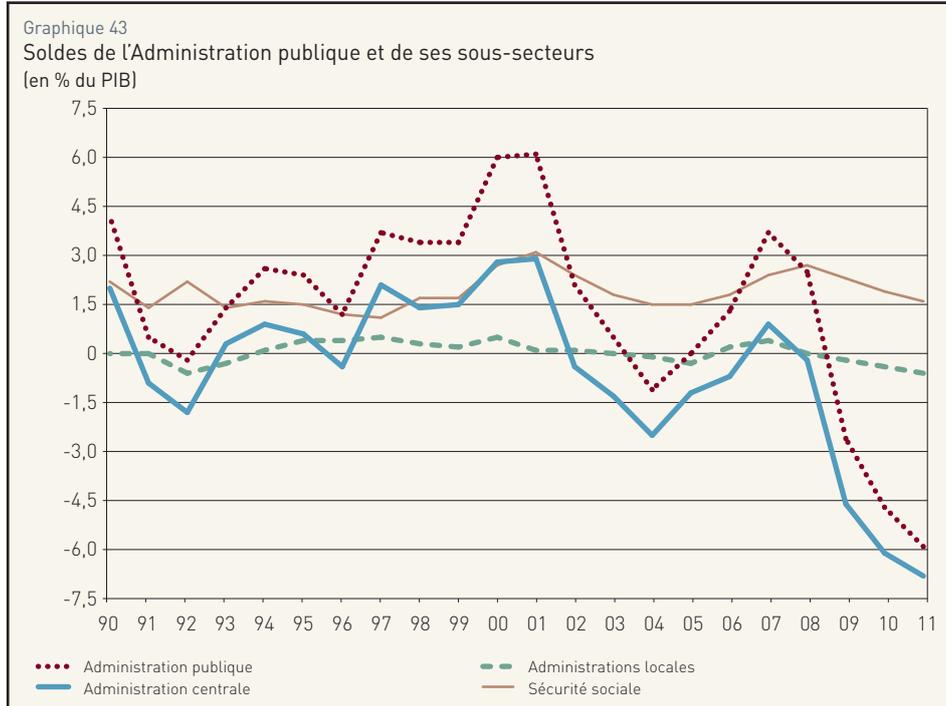
Quant à l'objectif à moyen terme (OMT), celui-ci sera redéfini par le Gouvernement dans la prochaine actualisation du Programme de Stabilité (prévue pour fin janvier 2010) afin d'inclure les coûts liés au vieillissement. L'OMT serait révisé en ligne avec les travaux en cours au niveau du CEF (Comité Economique et Financier) et de la Commission européenne. Il devrait se situer entre 0,75% et 1,5% du PIB. Le niveau choisi au sein de cet intervalle reflétera la politique en termes de finances publiques que le Gouvernement choisira de mettre en place pour les années à venir. La BCL recommande le choix du solde le plus exigeant au sein de l'intervalle, qui permettrait notamment de mieux préfinancer les charges futures de la sécurité sociale.

2.12.3 Croissance économique au Luxembourg :

les conséquences structurelles de la crise du point de vue des finances publiques

Le brusque affaissement de la croissance observé de 2008 à 2010, en particulier le taux négatif estimé pour 2009, se traduirait probablement par un net décrochage du niveau du PIB en volume luxembourgeois. L'écart entre d'une part le niveau effectif du PIB en volume et d'autre part le niveau du PIB résultant d'une croissance de 4% l'an risque même de s'accroître graduellement, en raison de l'impact de la crise non seulement sur le niveau du PIB, mais également sur le taux de croissance tendanciel de ce dernier.

Les deux graphiques ci-dessous illustrent clairement l'intensité de la présente crise économique et financière au Luxembourg. Cette dernière s'est traduite par une brusque rupture, tant en ce qui concerne la croissance économique que le niveau de l'activité économique.



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.*

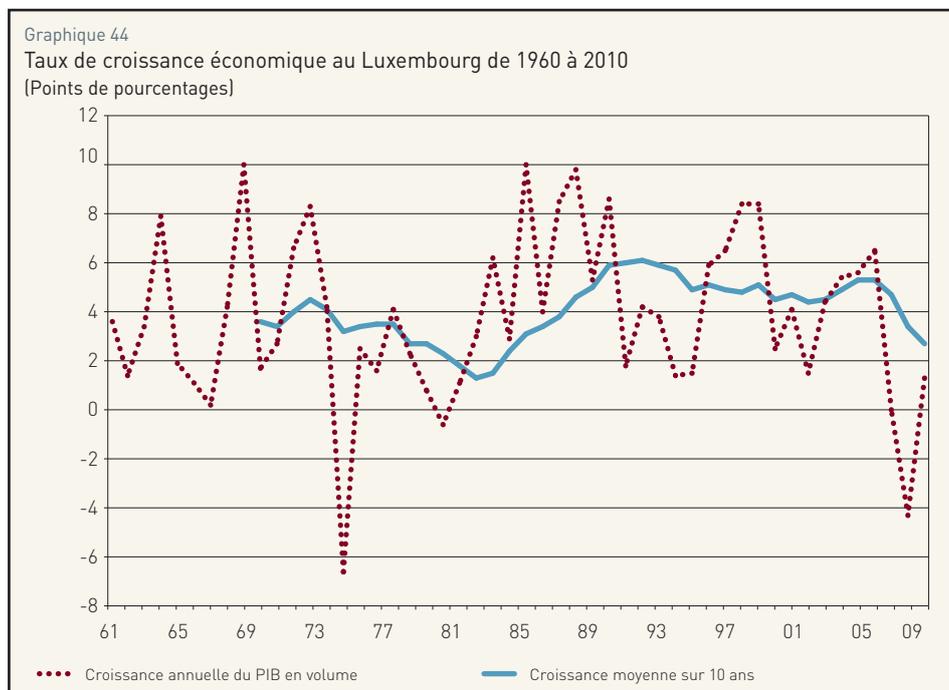
Le graphique suivant renferme les taux de croissance en volume du PIB observés de 1961 à 2008. Le taux estimé pour 2009 et le taux projeté pour 2010 sont directement issus du projet de budget 2010. Le même graphique indique que l'économie luxembourgeoise s'est généralement caractérisée par une croissance élevée au cours de la période sous revue, les années soixante-dix constituant une exception à cet égard. La moyenne sur dix ans (moyenne des 10 années révolues) du taux de croissance a d'ailleurs été remarquablement stable au cours des années 1989 à 2007, période durant laquelle la croissance moyenne sur dix ans a constamment excédé le seuil des 4 %.

Les excellentes performances du Luxembourg au cours de cette période s'inscrivent dans le sillage du début des années quatre-vingt, qui avaient vu la mise en œuvre d'un programme d'ajustement interne et externe (dévaluation). Les conséquences favorables de cet important ajustement de la structure des coûts se sont longtemps manifestées.

La crise économique et financière a mis un terme à cette période de stabilité. Le taux de croissance effectif s'est limité à 0 % en 2008 et il est même devenu significativement négatif en 2009, à raison de 4 % environ selon le projet de budget 2010 mais également selon les projections de la BCL. Le projet de budget 2010 prévoit un retour à une croissance positive en 2010, qui serait cependant bien inférieure au taux généralement observé au Luxembourg. **La moyenne du taux de croissance sur une décennie reviendrait de ce fait à 2,7 % seulement en 2010, soit le taux moyen sur dix ans le plus faible depuis 1985.**

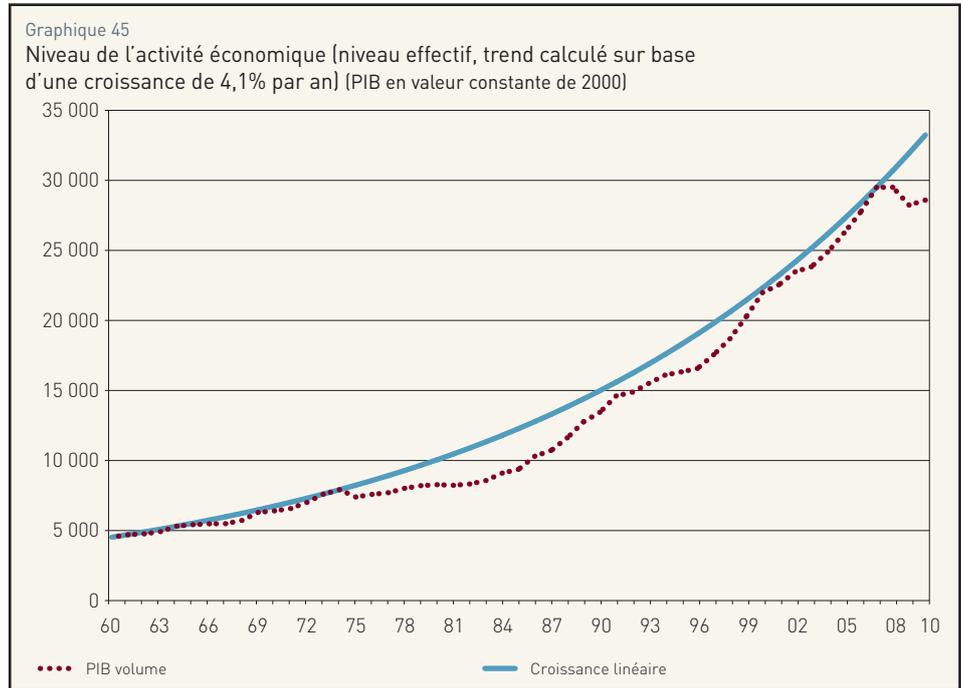
Le brusque affaissement de la croissance observé de 2008 à 2010, en particulier le taux négatif estimé pour 2009, se traduirait par un net décrochage du niveau du PIB en volume, comme l'atteste le graphique 45. Par rapport à une tendance estimée sur la période 1960-2007 (courbe rouge, au graphique sui-

vant ; cette période se caractérise par une croissance en volume moyenne de 4,1 % par an), le décrochage du PIB en termes de niveau serait de l'ordre de 4 % en 2008, de 12 % l'année suivante et de 14 % en 2010. Il est vraisemblable que cet écart va encore s'accroître en 2011, voire au cours des années ultérieures, car il est peu probable que la croissance renoue sur un tel horizon avec le taux de croissance moyen observé de 1961 à 2007, soit 4,1 % par an. Comme indiqué ci-dessus, le taux de croissance moyen enregistré ou escompté sur la décennie 2001-2010 se limiterait d'ailleurs à 2,7 %, ce qui est bien en deçà du seuil des 4 %.



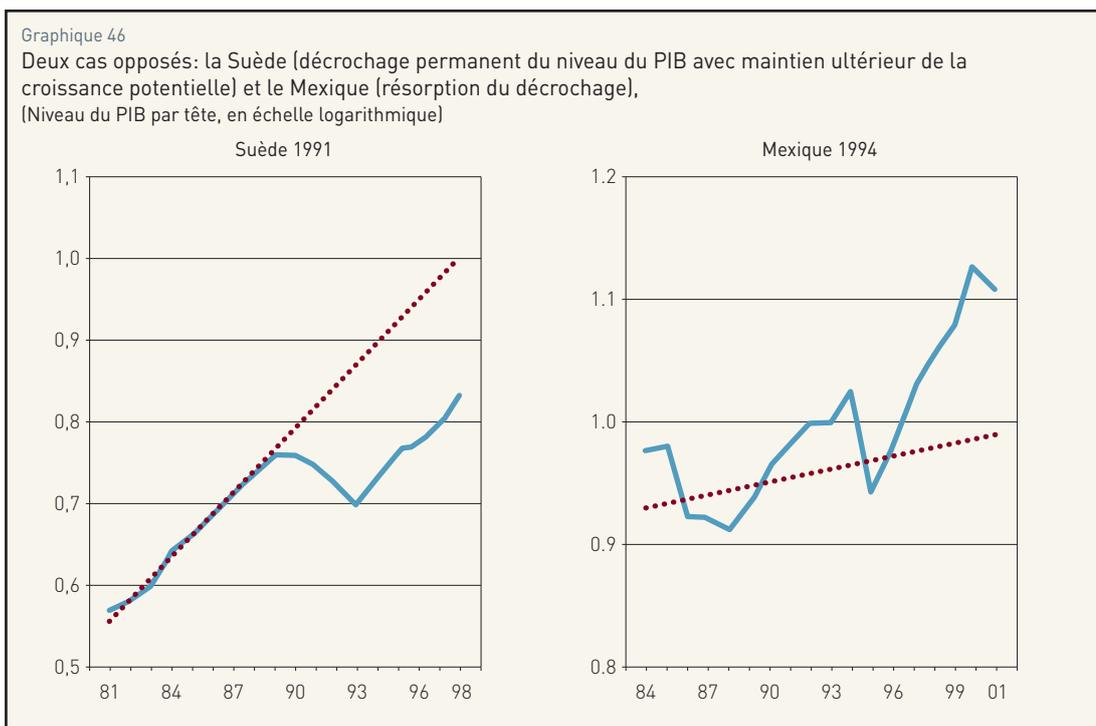
Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne, Stateg, Projet de budget 2010 (estimation 2009 et projections 2010), calculs BCL.

Il est a priori peu probable que l'écart précité de 14 % entre le niveau effectif du PIB et le trend « 4 % » soit comblé dans le futur. Dans son « World Economic Outlook » d'octobre 2009, le FMI a étudié 88 épisodes de crises bancaires. L'une des principales conclusions de l'étude est que l'impact initial des crises bancaires sur le niveau du PIB tend à se perpétuer dans le temps. Un profil différent est certes ponctuellement observé dans certains pays, mais le rattrapage en termes de niveau et par rapport au trend « pré-crise » est assez rare. Le cas de la Suède (crise au début des années 1990) illustre ce phénomène de décrochage permanent du PIB avec retour à une croissance tendancielle inchangée (croissance post-crise équivalente à la croissance pré-crise). A l'inverse, mais cette situation est moins fréquente, le décrochage du PIB en niveau a été résorbé au Mexique.



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne, Statec, Projet de budget 2010 (estimation 2009 et projections 2010), calculs BCL.

Note : Le scénario « croissance linéaire » se base sur un taux de croissance de 4,1%, soit le taux moyen « pré-crise », observé de 1961 à 2007.

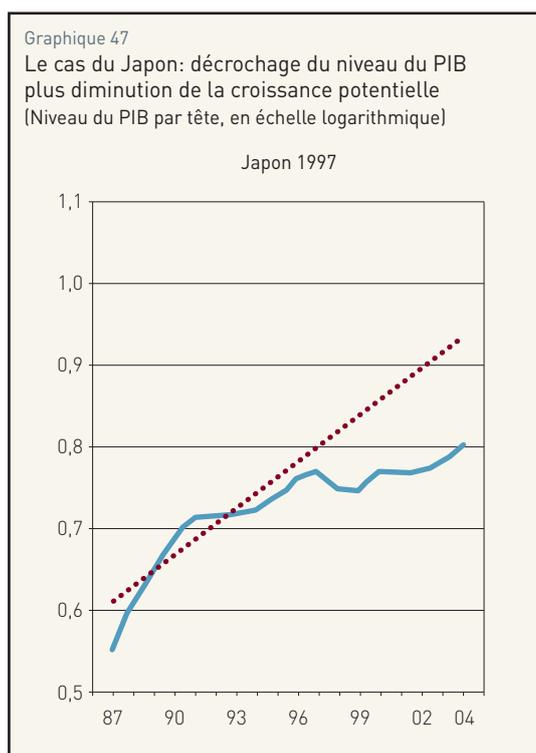


Source : Economic Outlook FMI d'octobre, chapitre 4, p.122.

L'écart entre d'une part le niveau effectif du PIB en volume et d'autre part le niveau du PIB résultant d'une croissance de 4 % l'an risque même de s'accroître graduellement au Luxembourg, en raison de l'impact de la crise non seulement sur le niveau du PIB, mais également sur le taux de croissance tendanciel de ce dernier. Ce profil a en tout cas été observé au Japon, comme l'indique le graphique suivant. Le Japon a en quelque sorte été pénalisé deux fois par la crise financière survenue au cours des années quatre-vingt-dix. A un décrochage du PIB s'est en effet ajouté un déclin de la croissance tendancielle. Diverses explications sont fréquemment avancées pour expliquer un tel déclin du taux tendanciel, à savoir notamment (i) l'input travail connaît une érosion permanente à cause de l'enlisement dans le chômage d'une importante proportion de la population active (perte de qualifications, hystérésis du chômage), (ii) l'input capital souffre quant à lui de l'incidence de la crise sur le niveau des investissements, (iii) la productivité est pénalisée par la diminution des dépenses de recherche & développement, qui sont habituellement très sensibles à la conjoncture.

Au stade actuel, il est extrêmement difficile de savoir quel scénario va prévaloir au Luxembourg. **Quatre éléments suggèrent cependant que le déclin de la croissance potentielle n'est nullement un scénario irréaliste.** En premier lieu, le taux de croissance tendanciel enregistré de 1961 à 2007, de l'ordre de 4 % par an, était très soutenu. Il est plus difficile de maintenir un taux de croissance lorsque ce dernier

est élevé. En second lieu, l'économie luxembourgeoise repose dans une large mesure sur le secteur financier, qui constitue précisément l'un des principaux vecteurs de la crise. Le Luxembourg pourrait subir les conséquences des restructurations de banques étrangères. En outre, la crise a été le catalyseur de nouvelles exigences en termes de régulation et de supervision bancaire. Ces exigences (notamment en ce qui concerne le secret bancaire) sont de nature à affecter négativement le potentiel de croissance du Luxembourg, et il s'ajoutera à cet élément l'incidence de la réduction de l'effet de levier et une diminution de la capacité des banques à générer du profit par unité de capital. En troisième lieu, comme l'illustre le graphique 6, l'important décrochage du PIB en niveau observé vers 1975 dans le contexte de la crise sidérurgique et dans la foulée du premier choc pétrolier semble certes avoir été résorbé avec le temps, mais ce processus a été extrêmement graduel. L'écart par rapport à la «tendance 4 %» n'a en effet été comblé qu'en 2000 et cet écart s'était accru dans un premier temps, de 1975 à 1985. Il convient en outre de noter que ce rattrapage graduel observé à partir de 1985 est lié à un phénomène assez spécifique et difficilement «reproductible», à savoir une forte montée en puissance du secteur financier. En quatrième et dernier lieu, un programme d'ajustement des coûts interne et externe (dévaluation) similaire à celui qui a prévalu au début des années quatre-vingt semble difficile à mettre en œuvre à l'heure actuelle. Dans le cadre de l'UEM, seule une maîtrise interne des coûts est envisageable, mais cette dernière semble toujours très hypothétique à l'heure actuelle.



Source : *Economic Outlook FMI d'octobre*, chapitre 4, p.122.

Le décrochage du PIB en niveau affecte négativement les finances publiques. A terme, un décrochage de l'ordre de 14 % du PIB se traduit peu ou prou par un manque à gagner proportionnel pour l'ensemble des Administrations publiques. Les recettes de ces dernières étant de l'ordre de 40 % du PIB, le manque à gagner induit par le décrochage est d'environ 6 % du PIB.

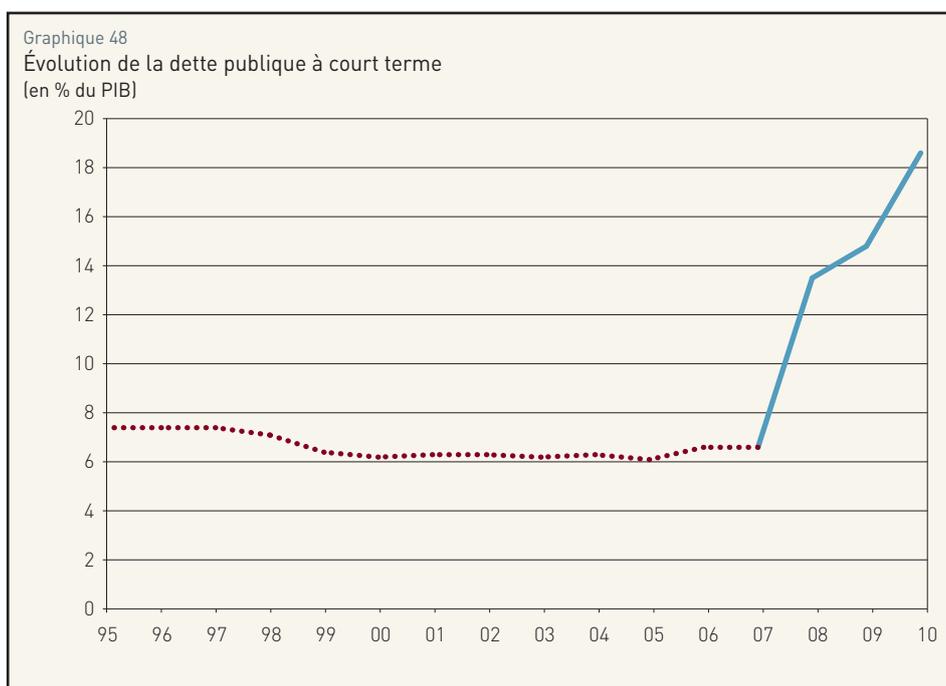
2.12.4 La dette publique

Après avoir été caractérisé par une relative stabilité au cours des dernières années, le ratio de la dette des Administrations publiques a affiché une hausse particulièrement nette, de plus de sept points de pourcentage, **en 2008** pour s'inscrire à 13,5%. Cette évolution reflète pour l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière d'un établissement de crédit (Fortis Banque Luxembourg)³². Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le Gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros pour le financement d'investissements en infrastructures par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes. Finalement, un emprunt supplémentaire à court terme de 100 millions d'euros a également été contracté.

En 2009, deux nouveaux emprunts pour un montant de 200 millions d'euros en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes feront augmenter quelque peu le ratio de la dette, qui passera à 14,8% selon les projections de la BCL. Aucune nouvelle émission obligataire n'a eu lieu en 2009, et pas davantage de nouvelle transaction en rapport avec le secteur financier.

L'année 2010 se caractériserait par une nouvelle augmentation de la dette publique. Suite au déficit projeté dans le projet de budget pour l'exercice 2010, le Gouvernement prévoit de lancer une nouvelle émission obligataire pour un montant de 1 350 millions d'euros. A cette émission se rajouteraient à nouveau deux nouveaux emprunts, pour un montant total de 200 millions, en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes. Le ratio de la dette publique passerait de 14,8% du PIB en 2009 à 18,6% en 2010.

De surcroît, la garantie accordée au groupe Dexia³³ - initialement plafonnée à 4,5 milliards (11% du PIB), arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009 - a été prolongée jusqu'au 31 octobre 2010 mais uniquement pour un montant total de 3 milliards d'euros (8% du PIB). En contrepartie, l'Etat est supposé percevoir une rémunération reflétant l'avantage que la garantie confère au groupe Dexia sur base de conditions de marché normales. Cette garantie devrait être définie d'après des critères comme le type d'instruments à couvrir, la maturité (supérieure à trois mois) et les conditions de rémunération, tels que spécifiés dans les Recommandations de l'Eurosystème sur requête de la Commission européenne.



Sources : STATEC, Ministère des Finances, calculs BCL.

32 La loi du 24 octobre 2008 portant amélioration du cadre législatif de la place financière du Luxembourg a autorisé le Gouvernement à émettre un emprunt pour un montant maximal de trois milliards d'euros. Cette disposition a permis d'émettre des obligations pour un montant total de 2 milliards d'euros au 1^{er} décembre 2008 tout en gardant une marge de manœuvre supplémentaire d'un milliard d'euros pour assurer la stabilité financière.

33 Le règlement grand-ducal du 10 octobre 2008 a autorisé le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia.



Les projections de la BCL n'incluent pas cette garantie dans le total de la dette publique de 2009 ni dans celui de 2010. Aussi longtemps que cette garantie n'est pas amenée à être exécutée, elle n'aura pas d'impact sur la dette publique et pas davantage sur le solde budgétaire. Pourtant, cette garantie représente clairement un risque d'augmentation potentielle de la dette publique en 2010, pouvant aller jusqu'à 7 % du PIB en cas d'exécution intégrale – ce qui constitue un scénario extrême.

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution croissante de la dette publique à partir de 2006, avec un doublement en 2008 et une poursuite de l'augmentation jusqu'en 2010.

D'ailleurs, la BCL regrette qu'aucune mesure n'ait été prise afin d'assurer le préfinancement des conséquences du vieillissement de la population. Ses propres projections, ainsi que celles de la Commission européenne entre autres, montrent qu'il convient de préfinancer sans tarder les engagements futurs de la sécurité sociale. Sans action rapide, le ratio de la dette publique risque de dépasser le seuil de 60 % du PIB dès 2019. L'augmentation récente de la dette publique, décrite plus haut, ne fait qu'accélérer ce pernicieux processus, qui pourrait rapidement échapper au contrôle des autorités en l'absence d'une stratégie claire de consolidation des finances publiques³⁴.

L'encadré présenté dans le présent chapitre, intitulé « Equilibre budgétaire des régimes de pension : approche « consolidée » privilégiée dans l'avis de la BCL sur le projet de budget » met en évidence la problématique de la soutenabilité à terme des régimes de pension qui est réellement présente au Luxembourg.

En effet, l'analyse de soutenabilité à terme des régimes de pension de la BCL montre que ces régimes subiraient une franche dégradation de leur situation financière, à partir il est vrai d'une position de départ bien plus favorable que celle de l'Administration centrale. Les premiers déficits se manifesteraient déjà vers 2015, soit sur un horizon très rapproché. En d'autres termes, le décrochage de la croissance observé dans la foulée de la crise et la possible diminution de la croissance potentielle future auront pour effet un rapprochement dans le temps de la « Rentenmauer », ce qui doit inciter les principaux acteurs à agir sans délai afin de renforcer l'assise financière du régime de pension.

Un important effort de consolidation budgétaire s'impose. Il devrait revêtir une double dimension. Il convient tout d'abord de veiller à réduire les actuels déficits structurels des Administrations publiques, en particulier de l'Administration centrale. La consolidation budgétaire doit débuter dès que la reprise économique sera confirmée. De plus, l'exécution du projet de budget 2010 doit être empreinte de la plus grande prudence. Enfin, comme indiqué ci-dessus, une stratégie de sortie de crise comportant un calendrier précis de réduction du déficit sur un horizon de temps bien défini doit être définie dans les plus brefs délais.

Il s'impose en outre de mettre en œuvre des mesures structurelles dans le domaine de la sécurité sociale. Seule une stratégie jouant simultanément sur ces deux registres (assainissement de l'Etat central et mesures structurelles) permettra au Luxembourg d'assurer la soutenabilité à terme de ses finances publiques.

2.12.5 Conclusions

Au vu de la médiocre situation conjoncturelle et budgétaire du Luxembourg, la BCL appelle les autorités à exécuter le projet de budget 2010 d'une manière extrêmement prudente et responsable. Compte tenu de la gravité de la situation, qui peut être caractérisée par les facteurs suivants :

- forts déficits de l'Administration centrale ;
- détérioration conjoncturelle et structurelle de la situation financière de la Sécurité sociale (moindres contributions et coûts plus importants, notamment dans les domaines de la santé et des régimes de pension) ;

³⁴ Pour plus de détails, voir récent avis de la BCL sur le projet de budget 2010.

- risques pesant sur la soutenabilité des finances publiques ;
- risque de déclin de la croissance potentielle ;
- décrochage du PIB par rapport à une évolution « normale » en 2008-2010,

les autorités devraient exécuter le projet de budget 2010 d'une manière extrêmement prudente. En outre, il s'imposerait que le Gouvernement présente dans les plus brefs délais une stratégie budgétaire de sortie de crise, le tout dans une perspective pluriannuelle. Cette stratégie consisterait à présenter, pour chacune des années relevant de la période considérée, le solde budgétaire qu'il convient d'atteindre. Ces soldes devraient être choisis en fonction du potentiel de croissance et en veillant à assurer la soutenabilité à terme des finances publiques – en particulier de la sécurité sociale. Cette dernière exigerait d'ailleurs l'adoption de réformes structurelles, notamment dans le domaine des pensions et de l'assurance maladie-maternité. Cet engagement importe d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale est compromise.

Les substantiels déficits projetés par la BCL seront dans une large mesure de nature structurelle. En d'autres termes, il serait vain d'escompter une résorption importante de ces déficits à la faveur de la prochaine reprise économique, car comme indiqué ci-dessus il semble peu probable que le décrochage du PIB en niveau (toujours par rapport au trend) se résorbe. Tout assainissement durable des finances publiques devra dès lors reposer sur de nouvelles mesures d'assainissement budgétaire.

Une politique budgétaire insuffisamment rigoureuse porte à terme préjudice à la croissance économique et à l'emploi, tout en altérant la stabilité économique. La mise en œuvre par les Etats membres de politiques budgétaires prudentes revêt une importance cruciale au sein de l'Union économique et monétaire (UEM). En outre, à défaut d'une politique budgétaire prudente et susceptible d'être anticipée par les marchés financiers, une pression à la hausse va s'exercer sur les taux d'intérêt à long terme en raison du traditionnel effet d'éviction (dit de « crowding out ») et sous l'effet d'un accroissement des primes de risque. Une telle évolution pénalise évidemment la croissance économique, en particulier les investissements du secteur privé.

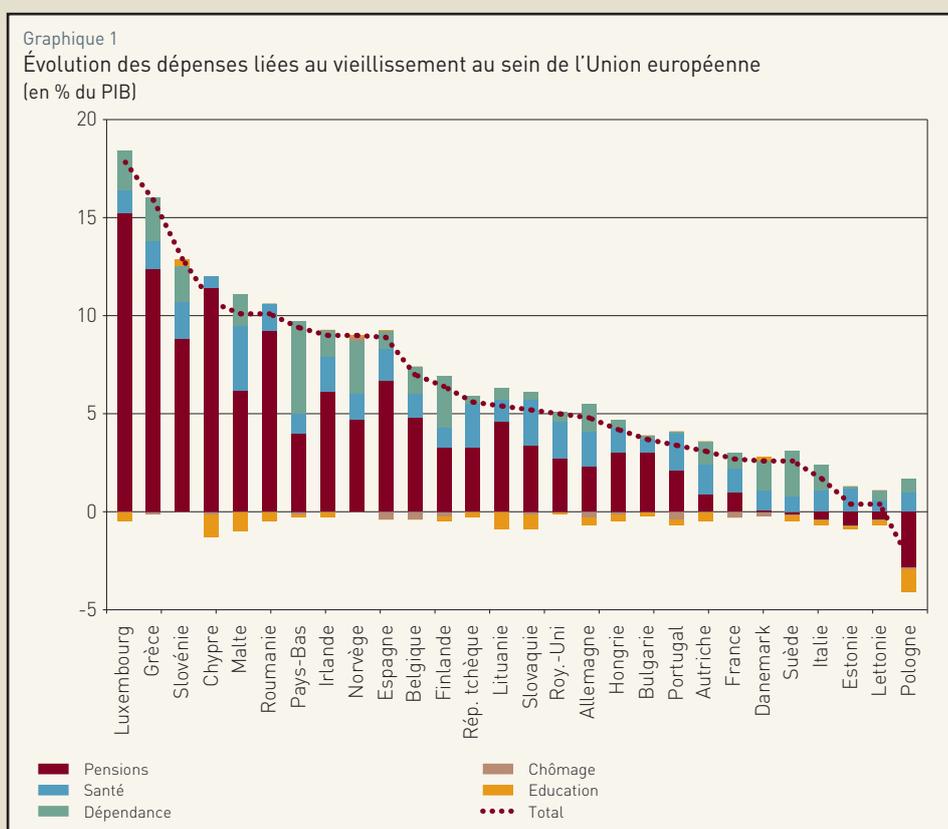
Selon le projet de budget 2010 (volume III), où l'Etat central est considéré selon l'optique SEC 95, les dépenses progresseraient de 15,6% au cours de la période de deux ans 2008-2010. La progression annuelle moyenne des dépenses de l'Administration centrale s'établirait par conséquent à 7,8% sur cette dernière période. Cette progression importante s'inscrirait en outre dans le sillage d'une progression déjà très soutenue au cours de la dernière décennie. A cette croissance soutenue des dépenses publiques s'ajoute le décrochage du niveau du PIB en volume et de la croissance potentielle. L'introduction rapide de normes budgétaires efficaces est d'une grande nécessité dans un tel contexte. Une proposition précise est exposée dans le récent avis de la BCL sur le projet de budget 2010. Elle tient pleinement compte des spécificités du Luxembourg et se déploie sur un horizon pluriannuel.

Aujourd'hui, le Luxembourg compte parmi les pays qui recourent le moins à des normes budgétaires encadrant de façon effective les dépenses publiques. Force est de constater que de plus en plus de pays de l'UEM ont tendance à introduire des normes budgétaires. Selon le récent rapport de la Commission européenne sur les finances publiques, le nombre de normes de ce type s'est fortement accru depuis les années quatre-vingt-dix.

Si une norme budgétaire suffisamment stricte avait déjà été appliquée au cours de cette période, nous disposerions actuellement de moyens financiers importants nous permettant de faire face plus efficacement aux conséquences de la crise. Sans parler du préfinancement des engagements de la sécurité sociale. Une norme de dépenses bien conçue nous permettrait de constituer au cours des phases de forte croissance économique d'importantes réserves budgétaires. Ces dernières amélioreraient singulièrement la capacité de résistance de l'économie luxembourgeoise en période de crise.

EQUILIBRE BUDGÉTAIRE DES RÉGIMES DE PENSION : APPROCHE « CONSOLIDÉE » PRIVILÉGIÉE DANS L'AVIS DE LA BCL SUR LE PROJET DE BUDGET 2010

L'équilibre des régimes de pension revêt une dimension particulièrement stratégique au Luxembourg. Comme l'indique la plus récente étude de l'Ageing Working Group (AWG) de la Commission européenne, le Luxembourg est le pays de l'Union européenne des 27 où l'impact du vieillissement sur les dépenses des Administrations publiques serait le plus marqué. D'ici 2060, les dépenses publiques liées au vieillissement augmenteraient en effet à concurrence de quelque 18% du PIB au Luxembourg. Parmi ces 18%, 15% sont imputables aux régimes de pension. Il convient de signaler que la remarquable étude de l'AWG a bénéficié, pour le Luxembourg, de l'apport de l'IGSS. Ces projections de l'AWG couvrent l'ensemble des régimes de pension, à savoir d'une part le régime général (pensions du secteur privé) et d'autre part les régimes spéciaux pour les agents CFL, les fonctionnaires de l'Etat et des communes.



Source : AWG

Note : les pensions comprennent les régimes spéciaux et le régime général.

Dans son récent avis sur le projet de budget 2010, la BCL a également abordé de concert l'ensemble des régimes de pension. Elle a fait remarquer que du fait notamment de l'impact de la crise économique et financière, les régimes de pension considérés dans leur globalité (approche consolidée) accuseraient un déficit vers 2015. En d'autres mots, c'est aux alentours de 2015 que les pensions, tous régimes confondus, commenceraient à affecter négativement le patrimoine (ou plutôt l'endettement net) de l'ensemble des Administrations publiques. Ce constat s'appuie sur les projections de dépenses précitées de l'AWG d'une part et sur un scénario propre de croissance économique d'autre part. L'AWG supposait que la croissance

en volume du PIB luxembourgeois atteindrait 2,2% en moyenne de 2025 à 2060 et un taux nettement plus élevé d'ici 2025, qui dépasserait même le seuil des 4% avant 2015. Compte tenu de l'intensité de la présente crise économique et financière et dans une démarche prudentielle, la BCL s'est quant à elle appuyée sur le scénario d'une croissance de 2,2% par an dès 2012. En ce qui concerne la période 2009 à 2011, la BCL s'est basée sur la croissance postulée dans le cadre de son exercice de projection d'automne, qui fait d'ailleurs l'objet d'une brève description dans son avis sur le projet de budget 2010.

Juridiquement parlant, il peut sembler surprenant d'appréhender de concert la situation budgétaire du régime général de pension et des régimes spéciaux. D'autant que ces derniers sont, d'un point de vue purement formel, toujours en équilibre. Les dépenses des régimes spéciaux sont en effet financées à tout moment par des recettes spécifiques, à savoir une retenue pour pension (contribution de 8% des assurés), des dotations à charge des établissements publics et une dotation au Fonds des Pensions figurant au budget de l'Etat, ce Fonds étant en charge des dépenses des régimes spéciaux. La dotation de l'Etat au Fonds constitue en quelque sorte une «variable ajustante» ou résiduelle, qui permet de hisser les recettes au niveau des dépenses du Fonds des Pensions. Selon cette acception juridique, les régimes spéciaux présenteront forcément et en toutes circonstances un équilibre budgétaire, même en cas d'augmentation exponentielle des dépenses futures de ces régimes. Une telle vision des choses est justifiée sur un plan institutionnel mais elle paraît étriquée du point de vue économique et contraire d'ailleurs de façon péremptoire toute analyse budgétaire des régimes spéciaux.

Une vision purement institutionnelle, juridique, des pensions n'est pas appropriée d'un point de vue économique. In fine, les charges découlant de la forte augmentation des dépenses des régimes spéciaux devront bien évidemment être financées par l'Etat central, par le biais d'emprunts additionnels ou en puisant dans les réserves, avec à la clef une détérioration du patrimoine de l'Etat. Ou, pour dire l'équivalent en termes de flux, l'apparition de déficits budgétaires. C'est cette réalité économique ultime que vise le calcul précité de la BCL, qui laisse augurer l'apparition d'un déficit des régimes de pension vers 2015.

L'approche économique consolidée s'impose d'autant plus que la dotation de l'Etat au Fonds spécial n'a aucune réalité dans les comptes SEC 95 de l'Administration centrale. Elle est purement et simplement ignorée dans cette présentation statistique conforme à la réglementation européenne. Il en est d'ailleurs de même des autres dotations de l'Etat aux fonds spéciaux, le tout dans une optique de consolidation de l'Etat et des fonds spéciaux.

La BCL évalue l'équilibre des régimes de pension à l'aune de cette approche économique, consolidée. Il en était ainsi dans le rapport annuel 2008 publié en juin 2009, où le modèle d'équilibre général LOLA a permis d'appréhender de façon globale la problématique du financement des pensions. L'avis de la BCL sur le projet de budget reprend à son compte cette approche consolidée des pensions et prend ses distances par rapport à une logique purement institutionnelle, focalisée sur le seul régime général. La BCL cherche à répondre à une question extrêmement limpide dans son avis budgétaire : à partir de quel moment les pensions vont-elles induire une détérioration du patrimoine public ? Il est évident, que d'un point de vue institutionnel, il convient de distinguer le régime général des régimes spéciaux. Le régime général fait l'objet d'une évaluation régulière par l'IGSS, sur des périodes successives de sept ans. L'équilibre budgétaire de ce régime général ne sera, selon les projections de l'IGSS, affecté qu'en 2021. L'approche consolidée (régime général et régimes spéciaux) complète utilement ce message. Cette optique montre que si le régime général continuera à enregistrer de légers excédents d'ici 2021, ces excédents seront contrebalancés vers 2015 par les charges budgétaires induites par les régimes spéciaux de pension. Ces charges budgétaires ne seront pas prises en charge par la sécurité sociale, mais par l'Administration centrale (Fonds des Pensions).

La BCL a dégagé une notion d'équilibre des régimes spéciaux réaliste d'un point de vue économique, qui vise à calculer l'incidence de ces régimes sur le patrimoine des Administrations publiques. Les dépenses totales du Fonds des Pensions telles qu'elles sont prévues pour 2010 au projet de budget se montent à 512 millions d'euros. Une augmentation de ces dépenses en ligne avec le PIB (ou alternativement la masse cotisable) pourrait être considérée comme raisonnable. En revanche, toute augmentation excédant la progression nominale du PIB doit en toute logique être assimilée à une charge pour l'Administration centrale. En cas de croissance nominale limitée à 4% (2,2% en volume plus une inflation de l'ordre de 2%), ce qui correspond à l'hypothèse privilégiée dans l'avis de la BCL, une augmentation de 7% par an pendant 10 ans des dépenses du Fonds des Pensions donnerait lieu à une charge cumulée de plus de 200 millions d'euros à l'issue de ces 10 ans, sans même tenir compte des charges d'intérêt correspondantes (les 7% précités et par conséquent le montant de 200 millions sont purement hypothétiques et illustratifs en l'absence d'informations suffisamment précises sur la dynamique future des pensions des régimes spéciaux. LAWG ne fournit que le total des dépenses de pension). Or, les taux de croissance des dépenses du Fonds devraient s'accélérer dans le futur sous l'effet, notamment, de la forte hausse de la rémunération totale des salariés des Administrations publiques (voir le graphique suivant). Une telle situation n'est budgétairement soutenable que si la croissance économique est durablement soutenue.

Graphique 2
Évolution de la rémunération des salariés publics
(croissance annuelle en pourcentages)



Source : Statec

Comme évoqué plus haut, le régime général de pension continuera selon l'IGSS à enregistrer des surplus jusqu'en 2021, même si ces surplus tendront à s'étioler. Cependant, les charges imputables aux régimes spéciaux de pension contraindront l'Etat central à recourir à un endettement additionnel avant 2021, de sorte que l'ensemble des régimes de pensions, appréhendés de façon consolidée, induiront une détérioration du patrimoine public vers 2015.

Dans son avis sur le projet de budget 2004, la BCL privilégiait une approche consolidée de l'Etat central et des fonds spéciaux (et assimilés). Cette approche

avait dès le départ été en butte à de vifs reproches, s'appuyant sur une vision purement institutionnelle des finances publiques. Or, le projet de budget est désormais assorti d'un volume III, qui consacre, en pleine conformité avec les règles européennes, l'intérêt de cette approche consolidée. De même, la BCL pourrait appeler à la mise en place d'un cadre d'analyse consolidée de l'ensemble des systèmes de pension, voire même des prestations sociales dans leur globalité, qu'elles émanent de la sécurité sociale, comme les dépenses du régime général, ou de l'Administration centrale, comme les dépenses des régimes spéciaux de pension. La mise en place d'une comptabilité intergénérationnelle constituerait un idéal de ce point de vue, bien supérieur à la logique des compartiments. C'est dans cette perspective que s'inscrivent les calculs opérés par la BCL dans son avis sur le projet de budget, effectués notamment sur la base des projections de l'AWG. La BCL a à cette occasion commenté l'évolution non seulement de l'ensemble des régimes de pension, mais également des Administrations publiques considérées dans leur ensemble. C'est d'ailleurs cette optique exhaustive qui excluait un examen limité au seul régime général de pension.

Enfin, il convient de remarquer qu'une bien plus grande transparence des comptes des régimes spéciaux de pension s'impose au Luxembourg. Il n'est pas concevable de se retrancher derrière une réalité purement institutionnelle pour ignorer le dérapage futur des dépenses de ces régimes. L'approche institutionnelle conduit à ignorer un segment essentiel des prestations sociales, ce qui complique l'appréhension par la population et par les principales autorités de contrôle budgétaire de la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises.

1

2 ANALYSES

1	La position extérieure globale du Luxembourg	120
1.1	Introduction	120
1.2	La position nette par catégorie d'actifs : vue d'ensemble	120
1.3	La position d'investissements directs	122
1.3.1	L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger	123
1.3.2	L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg	124
1.4	La position d'investissements de portefeuille	125
1.4.1	La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers	127
1.4.2	La détention par des non-résidents de titres de portefeuille luxembourgeois	132
1.5	Les autres investissements (dépôts et crédits)	132
1.6	Conclusion	133
2	Résumé non technique du cahier d'étude « Baisse du pouvoir de négociation des travailleurs et hausse des préretraites en Europe »	135
3	Résumé non technique du cahier d'étude „Die Auswirkungen der wirtschafts- und Finanzmarktkrise auf luxemburgische Unternehmen : Ergebnisse einer Erhebung“	137
4	Résumé non technique d'un cahier d'étude « Spécialisation, filiales et succursales de banques étrangères au Luxembourg : une analyse des comptes financiers »	139



1 LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG¹

1.1 INTRODUCTION

Dans un contexte de chute des cours boursiers consécutive à la crise financière internationale, les avoirs financiers extérieurs des résidents luxembourgeois ont baissé de 5,44 % pour atteindre 3 920 milliards d'euros à la fin de l'année 2008. La crise financière a eu un triple effet sur l'encours d'avoirs financiers extérieurs : d'une part, l'accroissement de l'incertitude a entraîné une modification de l'allocation de portefeuille au profit d'instruments financiers moins risqués, suivie d'un mouvement de rapatriement des capitaux. D'autre part, la baisse généralisée des cours d'actifs financiers sur les marchés financiers internationaux a généré un important effet négatif de valorisation. Ces trois effets ont également affecté les engagements financiers extérieurs qui se sont contractés de 5,34 % pour s'établir à 3 890 milliards d'euros à la fin de l'année 2008. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, dégage un excédent de 29,6 milliards d'euros en fin d'année 2008, soit 75 % du PIB. Par rapport à fin 2007 où elle atteignait encore 35,7 milliards (95 % du PIB), la position nette s'est nettement détériorée, après avoir subi d'importants effets négatifs de valorisation consécutifs à la crise financière internationale. Ces effets ont davantage affecté les avoirs extérieurs que les engagements.

Les données ne montrent cependant pas toute l'ampleur des effets de la crise sur les encours d'avoirs et d'engagements bruts en raison d'importantes modifications méthodologiques dans les sources des données de base servant à la compilation de certains actifs et passifs (notamment les investissements de portefeuille). Ces modifications ont en effet entraîné une révision à la hausse des encours d'investissements de portefeuille (à la fois pour les avoirs et pour les engagements) et de l'encours d'avoirs en autres investissements. Les nouvelles sources consistent, à partir de décembre 2008, en l'utilisation de la base de données centralisée des titres (Centralised Securities Database ou CSDB en sigle) et du nouveau système de déclaration titre par titre pour les investissements de portefeuille. L'encadré ci-dessous explique en détails les implications de ce nouveau système de collecte. Notons d'emblée que les effets sur la position nette sont quasi-nuls en raison de fortes compensations entre rubriques d'actifs et passifs. A titre d'exemple, la révision à la hausse de 60 milliards dans l'encours d'obligations émises par le Luxembourg est compensée à due concurrence par une révision à la hausse de l'encours d'avoirs en autres investissements (prêts octroyés à des non-résidents).

La présente note analyse d'abord les évolutions récentes de la position extérieure du Luxembourg, dans un contexte de crise financière, en montrant l'ampleur de facteurs (flux financiers et effets de valorisation) qui ont été 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 ventilation par secteur économique et par zone géographique de différents avoirs et engagements financiers y est enfin abordée.

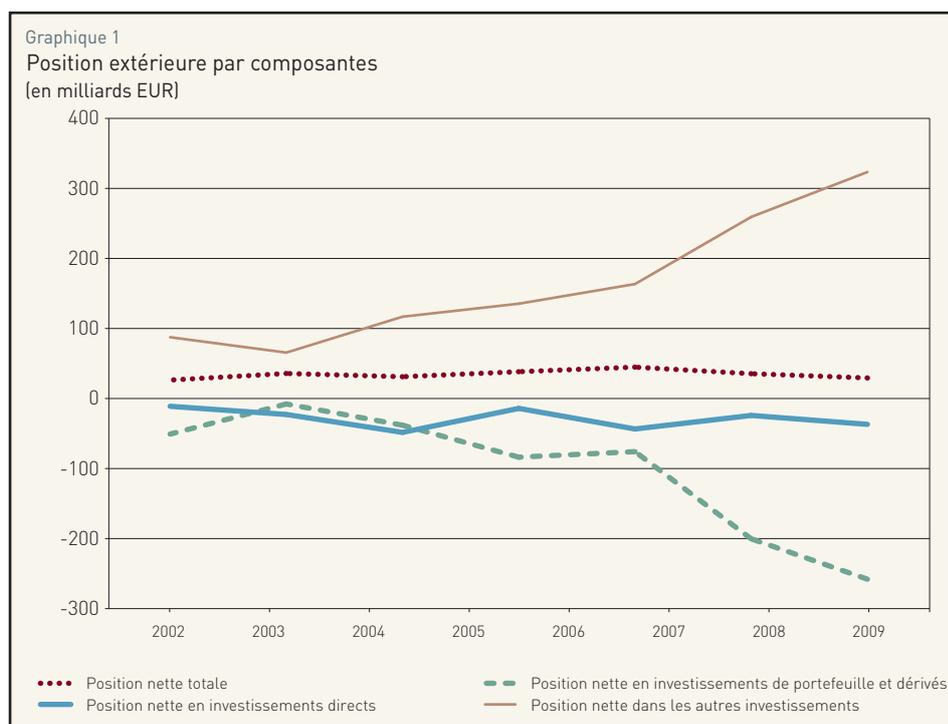
1.2 LA POSITION NETTE PAR CATÉGORIE D'ACTIFS : VUE D'ENSEMBLE

Dans les différentes composantes de la position extérieure, les investissements directs et les investissements de portefeuille ont contribué largement à la détérioration de la position nette, tandis que les autres investissements et les produits financiers dérivés ont apporté une contribution positive.

Le déficit de la position nette en investissements directs s'est accru de 12,7 milliards pour atteindre 36,6 milliards d'euros fin 2008. L'essentiel de cette hausse provient d'un effet de valorisation de 34 milliards qui n'a été compensé que partiellement par un effet flux net positif de 21 milliards d'euros.

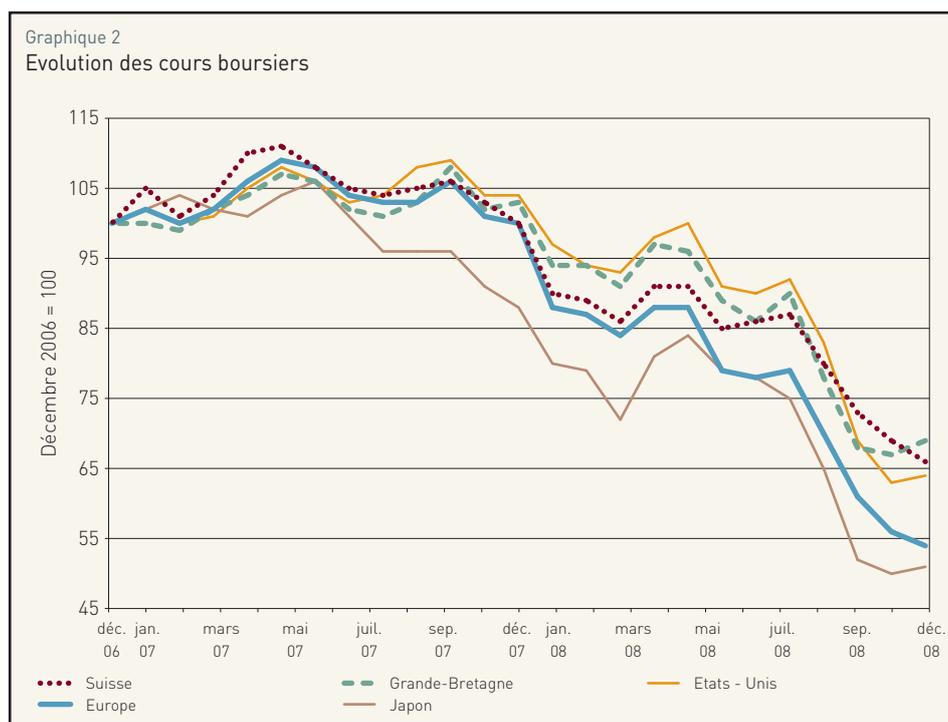
¹ Note rédigée par Albert Lendele - Kola

Les investissements de portefeuille ont affiché une position nette débitrice de 262 milliards fin 2008, en hausse de 69 milliards par rapport à fin 2007. Les effets de valorisation ont pesé pour 45 milliards, soit 24 %, sur la position nette en investissements de portefeuille. Les avoirs et les engagements de portefeuille se sont en effet contractés respectivement de 22 % et de 17 %, à la fois sous l'effet d'une chute des cours boursiers et d'un rapatriement de capitaux.



Source : BCL

Les autres investissements (dépôts et crédits classiques) ont enregistré une position nette créditrice de 323 milliards d'euros fin 2008, en hausse de 64 milliards sur un an. Tant les institutions financières monétaires (BCL incluse) que les autres secteurs ont augmenté leurs avoirs nets (respectivement de 46 milliards et de 18 milliards).



Sources : Bloomberg, calculs BCL

Tableau 1

Evolution de la position extérieure globale du Luxembourg entre fin 2008 et fin 2007 (en milliards EUR)

	Stocks à fin 2007 ¹⁾	Flux de balance de paiement ²⁾	Variations dues aux cours de change et de bourse et autres ajustements ²⁾	Stocks à fin 2008 ¹⁾
Position extérieure nette	35,7	1,8	-7,9	29,6
Avoirs extérieurs bruts	4 145,4	14,3	-239,9	3 919,8
Engagements extérieurs bruts	-4 109,7	-12,5	232,0	-3 890,2
Investissements directs	-23,9	21,4	-34,2	-36,6
Luxembourgeois à l'étranger	995,8	102,8	-45,4	1 053,2
Etrangers au Luxembourg	-1 019,7	-81	11,2	-1 089,8
Investissements de portefeuille	-192,9	-23,4	-45,5	-261,9
Titres étrangers	1 958,2	-120,9	-313,8	1 523,5
Titres luxembourgeois	-2 151,1	97,5	268,3	-1 785,3
Produits dérivés	-7,0	14,2	-2,9	4,3
Créances	9,6	5,0	4,9	19,4
Engagements	-16,6	9,3	-7,8	-15,1
Autres investissements	259,4	-10,5	74,6	323,5
Créances	1 181,8	27,4	114,3	1 323,4
Engagements	-922,4	-37,9	-39,7	-1 000,0
Avoirs de réserve	0,140	0,090	0,057	0,287

Source : BCL

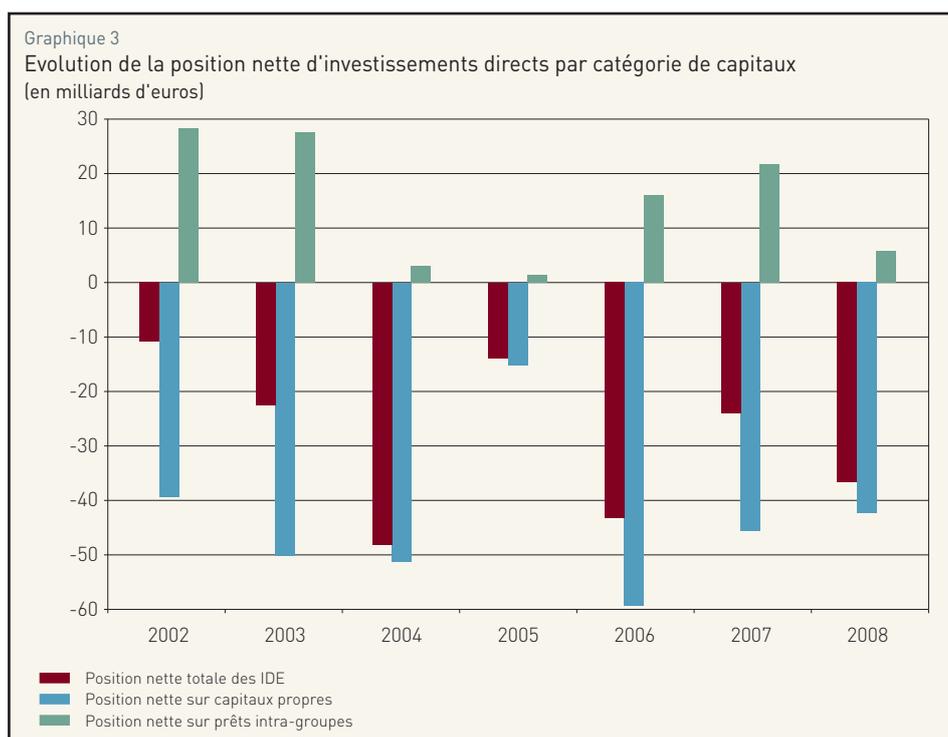
1) Pour les stocks, un signe négatif représente un engagement et un signe positif une créance.

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

A la fin de l'année 2008, la position nette en investissements directs est restée débitrice comme pour les années précédentes. Le déficit atteint 36,6 milliards d'euros fin 2008 contre 23,9 milliards fin 2007. La structure des capitaux d'investissements directs montre que cette position nette négative résulte avant

tout de l'encours de capitaux propres. Sur cette sous-rubrique, la position nette est débitrice de 42 milliards d'euros à fin 2008 contre 45 milliards d'euros à fin 2007. Au niveau des autres capitaux (prêts entre affiliés), la position nette créditrice a fortement chuté à 5,7 milliards d'euros à fin 2008 contre 21 milliards à la fin de l'année 2007. Cette dernière évolution, qui est en partie à la base de l'accroissement de la position débitrice totale en investissements directs, s'explique par une importante hausse de la dette intra-groupe d'une grande entreprise résidente.



Source : BCL/STATEC

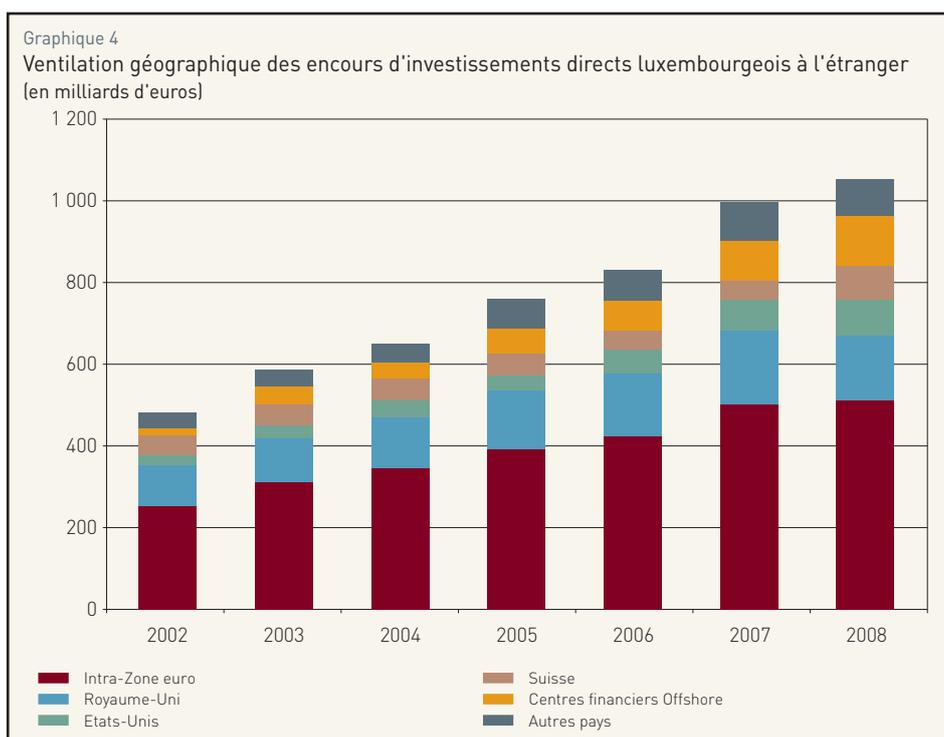
1.3.1 L'encours d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger

L'encours d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger s'est établi à 1 053 milliards d'euros fin 2008, en hausse de 5,8% par rapport à l'année précédente. Cette progression s'explique par les flux de nouveaux investissements réalisés en 2008 (103 milliards) tels que recensés dans la balance des paiements. La progression de l'encours aurait encore été plus forte s'il n'avait pas subi un effet négatif de valorisation à concurrence de 45 milliards (-4,6%) résultant d'une baisse généralisée des cours boursiers en 2008.

La structure du stock d'investissements directs à l'étranger reste, comme les années précédentes, dominée par les capitaux propres qui se chiffrent à 862 milliards d'euros à fin 2008 (soit 82% de l'encours total). Les autres capitaux se sont établis à 178,5 milliards fin 2008 et leur part dans l'encours total (17%) a progressé de 2 points entre fin 2007 et fin 2008. La part des investissements immobiliers reste stable à 1% de l'encours total (soit 12 milliards).

Comme les années précédentes, la ventilation par secteur économique résident de l'encours d'investissements directs à l'étranger confirme la prépondérance des entités financières spécialisées (SPEs ou «Special Purpose Entities»). Ces entités regroupent essentiellement les sociétés holdings et les sociétés de participation financière (SOPARFI). Sur 1 053 milliards d'euros d'encours d'investissements directs à fin 2008, 963 milliards (91%) sont détenus par les SPEs. En dehors de ces entités, l'encours s'établit à 90 milliards d'euros dont 10 milliards proviennent du secteur bancaire, 68 milliards pour les sociétés non financières et 12 milliards pour les placements immobiliers de certains fonds d'investissement.

La répartition par pays de destination des encours d'investissements directs luxembourgeois montre une légère baisse des investissements dans la zone euro dont la part dans les encours totaux est en baisse constante depuis 2005 pour s'établir à 48% fin 2008. La part des encours investis dans les pays «extra-zone euro» est par conséquent en hausse régulière. Parmi ces derniers pays, le Royaume-Uni (15% de l'encours total de fin 2008), les Centres financiers offshore (11%), les Etats-Unis (8%) et la Suisse (8%) sont les principales destinations (voir graphique). La place particulière occupée par les Centres financiers offshore est à mettre en relation avec les SPEs dont les investissements dans ces pays sont motivés par des considérations fiscales et de structuration des groupes. En excluant les SPEs, la part des pays «extra-zone euro» augmente fortement en 2008 (de 52% à 92%) et le classement change: la Suisse devient la première (43%) destination «extra-zone euro», suivie par les Etats-Unis (5,7%), le Royaume-Uni (4,8%), le Canada (3,5%) et le Brésil (2,6%). La place particulièrement importante occupée par la Suisse, dont la quote-part passe de 1,5% en 2007 (1,5 milliard) à 43% en 2008 (38 milliards), est liée en grande partie à la réorganisation du contrôle des participations d'un grand groupe résident.

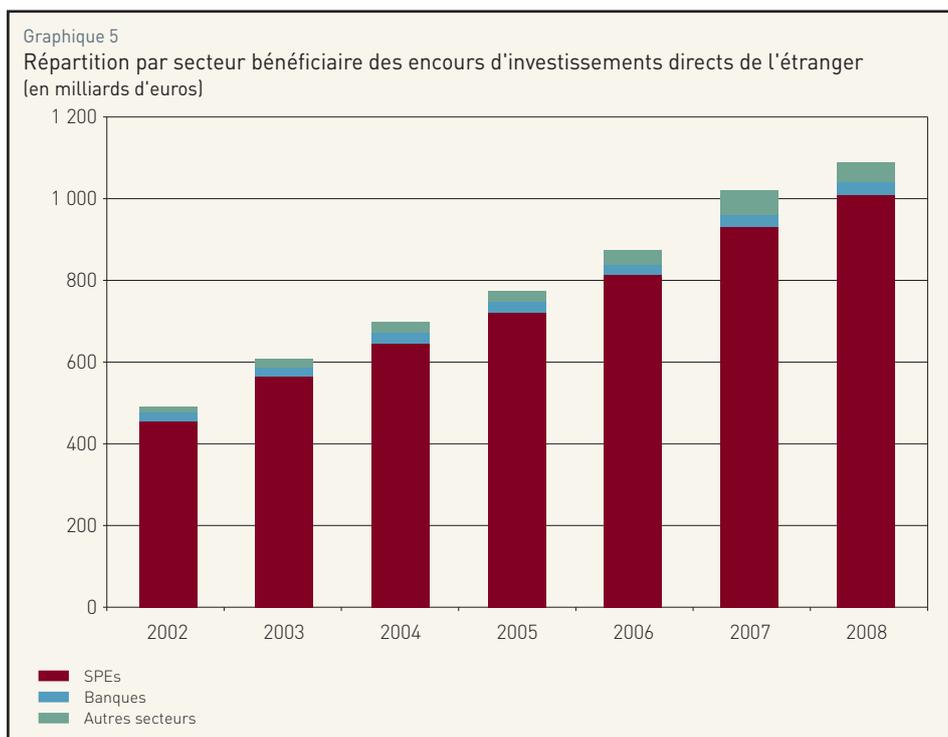


Source : BCL/STATEC

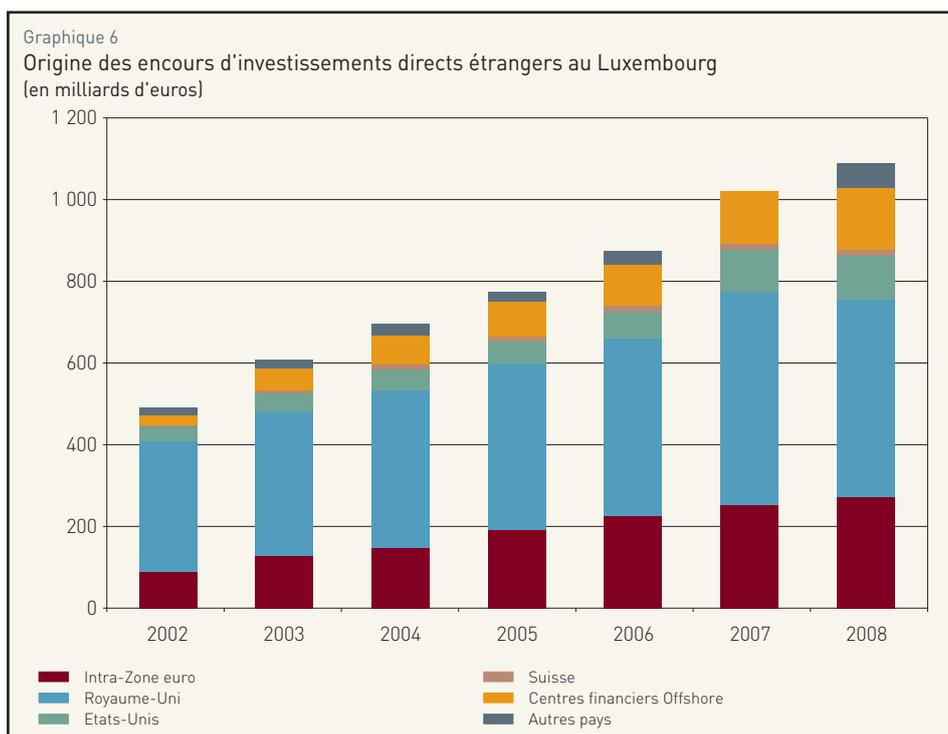
1.3.2 L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg

L'encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg s'est établi à 1 090 milliards d'euros fin 2008 contre 1 020 milliards l'année précédente. Cette hausse de 6,9% est due aux nouveaux flux entrants (81 milliards) recensés en 2008. Les effets de réévaluation ont été négatifs (-11 milliards) suite au recul des cours boursiers en 2008. La répartition par secteur bénéficiaire montre une concentration des investissements dans les SPEs dont l'encours est estimé à 1 009 milliards d'euros (92,6% du total) à la fin de l'année 2008. En dehors des SPEs, le stock d'investissements directs atteint 80 milliards d'euros dont 30 milliards dans le secteur bancaire résident et 50 milliards dans les autres secteurs.

S'agissant de l'origine des investisseurs, les données incluant tous les secteurs résidents laissent apparaître qu'à fin 2008, les encours d'investissements directs étrangers au Luxembourg sont détenus à 25% par les entreprises établies dans la zone euro et à 75% par les non-résidents de la zone euro. Parmi ces derniers, les maisons mères établies au Royaume-Uni, avec 45% de l'encours total, constituent la première source d'investissements directs au Luxembourg, suivi par les Centres financiers offshore (14%), les Etats-Unis (10%) et la Suisse (1%). En excluant les SPEs, les proportions se modifient significativement: sur un total de 80 milliards d'euros du stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg, les entreprises implantées dans la zone euro détiennent 34% (soit 27 milliards). En dehors de la Zone euro, c'est le Royaume-Uni qui reste le premier pays investisseur (mais sa part relative passe à 14,5% soit 11,6 milliards), suivi par les Etats-Unis (8% soit 6,6 milliards), la Suède (3%) et la Suisse (2%).



Source : BCL/STATEC



Source : BCL/STATEC

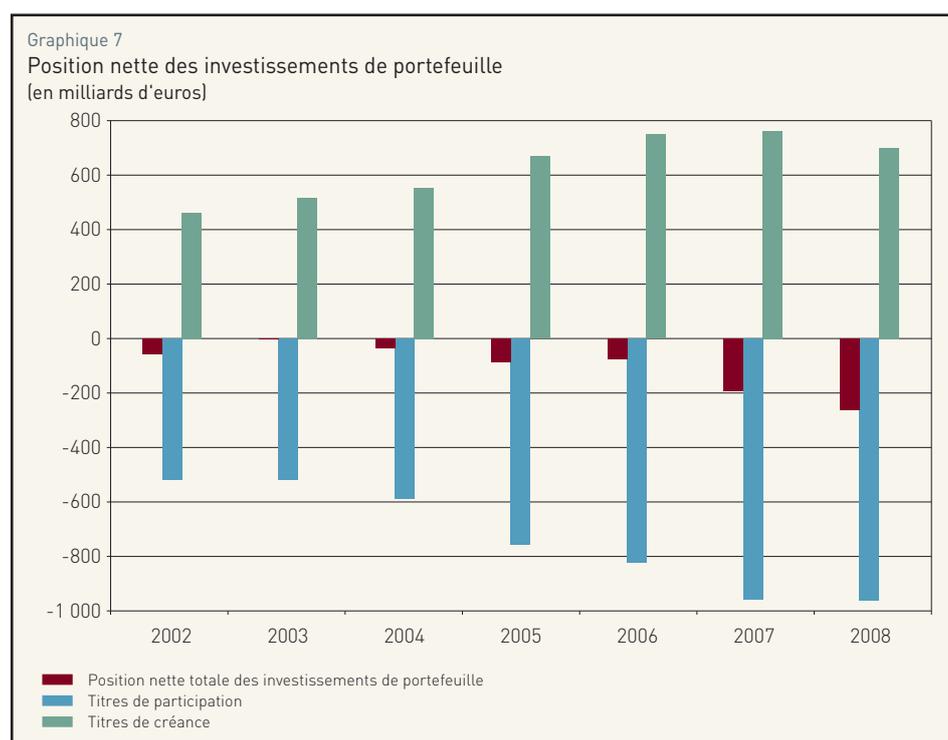
1.4 LA POSITION D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE

A la fin de l'année 2008, la position nette dans les valeurs mobilières accentue son déficit qui atteint 262 milliards d'euros, contre 193 milliards à la fin de 2007. La contribution négative des flux de balance des paiements à cette dégradation s'établit à 23,4 milliards (sur un total de 69 milliards), le montant restant s'expliquant à la fois par des effets négatifs de valorisation et de révision.

L'incertitude provoquée par la crise financière a en effet engendré un comportement de méfiance des investisseurs vis-à-vis des titres étrangers. Les résidents ont rapatrié 120,9 milliards d'euros, dont 59 milliards par la vente nette d'actions étrangères et 61,8 milliards d'euros par la vente de titres de créance. Les non-résidents ont également procédé à d'importants rapatriements des capitaux placés dans les titres luxembourgeois (essentiellement des parts d'OPC), occasionnant des sorties nettes de 97,5 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Comme les rapatriements des capitaux de résidents ont dépassé ceux des non-résidents, les flux de balance des paiements ont creusé davantage (à concurrence de 23 milliards pour rappel) la position nette négative dans les investissements de portefeuille.

La chute des cours de marchés financiers, qui a été particulièrement importante en 2008, a dégradé la position-titres de 60 milliards tandis que les variations des cours de change² ont amélioré la position nette de 15,5 milliards.

La décomposition de la position par type de titres montre que pour les actions, l'impact net des effets de valorisation, de révision et de flux a été quasi-neutre, de sorte que la position nette négative sur actions n'a progressé que de 6 milliards en atteignant 962 milliards à la fin de l'année 2008. En revanche pour les titres de dette, l'impact net des effets de valorisation et des flux s'est quasi-compensé, de sorte que la détérioration de 63 milliards dans la position créditrice (700 milliards à la fin de l'année 2008) s'explique essentiellement par un effet de révision.



Source : BCL

2 Par rapport aux quatre principales devises dans lesquelles sont libellés les avoirs et les engagements financiers extérieurs du Luxembourg, entre fin décembre 2007 et fin décembre 2008, l'euro s'est déprécié de 5,5% par rapport au USD, de 10% par rapport au CHF, et de 23,5% par rapport au JPY. L'euro s'est par contre apprécié de 30% par rapport au GBP. Au total, l'effet positif de la dépréciation a dépassé l'effet négatif de l'appréciation.

Encadré 1

BALANCE DES PAIEMENTS ET POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE : NOUVELLE MÉTHODOLOGIE À PARTIR DE DÉCEMBRE 2008¹

À partir de décembre 2008, une nouvelle méthodologie est mise en œuvre pour produire la position extérieure ainsi que les revenus d'investissements du Luxembourg, ce qui entraîne une rupture de série. Le volet méthodologique de l'opération a été explicité dans le bulletin 2008/1 de la BCL – analyse « Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg » – p. 91.

En bref, avec l'ancienne méthode, la BCL appliquait aux positions d'investissement de portefeuille des « *benchmark yields* » par pays émetteur et type de titre. Avec la nouvelle méthode, les revenus sont directement calculés au niveau du titre. Pour les titres de créance, on utilise le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'émission (approche « débiteur »). La révision des revenus des investissements résulte, d'une part, d'une modification des positions à partir desquelles sont calculés les revenus, d'autre part, du changement de calcul des revenus à partir des positions.

Tableau 1
Position extérieure en investissements de portefeuille au 31/12/2008 (en milliards d'euros)

	Avoirs	révision	Engagements	révision
Investissements de portefeuille	1 523,5	+37,3	1 785,3	+132,2
dont actions	544,5	+11,2	1 506,6	+76,2
dont obligations	752,5	-28,0	266,3	+60,3
dont titre du marché monétaire	226,5	+54,1	12,3	-4,3

Sources : BCL, STATEC

Lecture : les avoirs extérieurs en actions (investissements de portefeuille) s'élèvent à 544,5 milliards d'euros au 31/12/2008. C'est 11,2 milliards de plus que lors de la première estimation (juin 2009).

Tableau 2
Revenus des investissements 2009 S1 (en milliards d'euros)

	Crédit	révision	Débit	révision	Net	révision
Revenus des investissements de portefeuille	28,1	+1,7	33,4	+6,7	-5,3	-5,0
dont actions	10,0	-1,6	26,0	-0,4	-16,0	-1,2
dont obligations	14,3	+1,6	7,1	+6,9	7,2	-5,2
dont titre du marché monétaire	3,7	+1,6	0,3	+0,2	3,4	+1,4
Revenus des autres investissements	13,2	+4,7	7,3	-0,9	5,9	+5,6
Ensemble	41,3	+6,4	40,7	+5,8	0,6	+0,6

Sources : BCL, STATEC

TITRES DE CRÉANCE ÉMIS AU LUXEMBOURG

L'encours des émissions luxembourgeoises de titres de créance a été fortement revu à la hausse grâce à l'utilisation de la base de données centralisée des titres (*Centralised Securities Database*). La CSDB est une base de données qui couvre notamment, à partir de sources commerciales et internes au SEBC, les titres de créance et de participation émis par des résidents de la zone euro. Ainsi la BCL a pu couvrir les titres émis par les résidents luxembourgeois et non cotés à la bourse de Luxembourg. Cette dernière était jusqu'alors la principale source pour estimer les émissions luxembourgeoises. Ces émissions génèrent des revenus d'intérêts (débits) dans la balance des paiements car la plupart des souscripteurs sont non résidents.

¹ Encadré rédigé par Paul Feuvrier.

La contrepartie de ces émissions consiste généralement en des prêts et des dépôts à l'étranger. Ces prêts (qui prennent souvent la forme de prêts intra-groupe) génèrent à leur tour des revenus d'intérêts (crédits) pour un montant équivalent dégageant un solde extérieur négligeable. Les revenus des autres investissements des OPC sont également révisés (à la baisse) si bien que la révision au crédit se limite à +4,7 milliards contre +6,9 au débit des investissements de portefeuille – obligations.

ENGAGEMENT DES OPC RÉSIDENTS

Les engagements luxembourgeois vis-à-vis du reste du monde représentent les émissions luxembourgeoises nettes des détentions résidentes. La majeure partie de ces engagements luxembourgeois en investissements de portefeuille est constituée d'émissions de parts d'OPC. A cet égard, la nouvelle collecte « titre par titre » conduit à une révision à la baisse des avoirs résidents en titres résidents et donc à une révision à la hausse des engagements. Auparavant, l'estimation de la détention résidente de parts d'OPC était réalisée à partir de données agrégées moins précises.

AVOIRS DES BANQUES ET DES OPC

Enfin, à l'actif des OPC et des banques, la part des titres du marché monétaire est également revue à la hausse, ce que compense partiellement une révision à la baisse des obligations (d'une maturité initiale supérieure à un an). Cette révision à la baisse de la position en obligations (avoirs) n'empêche pas les revenus afférents d'être revus (au crédit) à la hausse. Les taux d'intérêt du marché en 2009 (utilisés dans l'ancienne méthode pour l'approche « créateur ») sont en effet historiquement bas, alors que les banques et les OPC gardent en portefeuille des titres anciens pouvant générer des revenus élevés (approche « débiteur »).

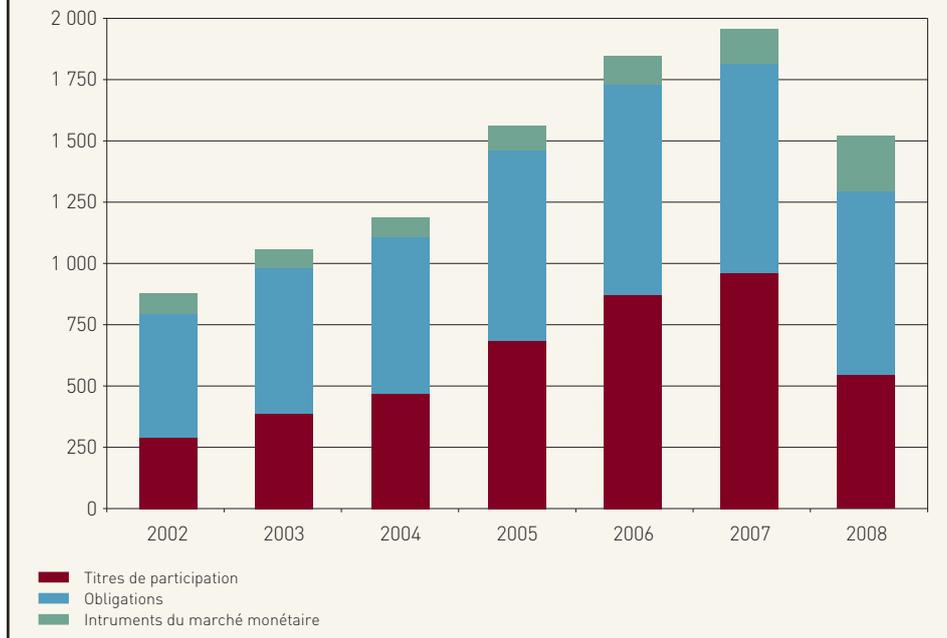
1.4.1 La détention par des résidents de titres de portefeuille étrangers

Le portefeuille de titres étrangers détenus par des résidents atteint 1 523 milliards d'euros fin 2008 contre 1 958 milliards à la fin de 2007. Cette contraction de 434,7 milliards (22%) s'explique surtout par des effets de valorisation fortement négatifs (-351 milliards, soit -18%) mais aussi par des ventes nettes (-120,9 milliards) des résidents au cours de l'année. L'impact négatif sur l'encours total a toutefois été atténué par une révision statistique à la hausse de 37 milliards (voir encadré). Suite à l'incertitude accrue résultant de la crise, les résidents ont modifié l'allocation de leur portefeuille en préférant davantage les instruments financiers les moins risqués. Ainsi ils ont réduit la part d'actions à 35,7% fin 2008 (contre 49% en 2007) tout en augmentant celle des obligations (49% contre 43,6% fin 2007) et celle des instruments du marché monétaire (14,9% fin 2008, contre 8,4% fin 2007).

L'encours d'avoirs en actions étrangères se contracte de 415 milliards (-43%) pour s'établir à 544,5 milliards à la fin de 2008. Cette importante baisse s'explique par des ventes nettes d'actions étrangères (59 milliards) mais aussi et surtout par des effets négatifs de valorisation de 410 milliards d'euros (-42,7%), résultat de la chute marquée des cours boursiers durant l'année 2008. Ces effets négatifs de valorisation ont toutefois été atténués (à concurrence de 11 milliards) par un ajustement statistique positif (voir encadré).

Le stock de titres de créance (obligations et instruments du marché monétaire) atteint 979 milliards d'euros fin 2008, soit une réduction de 19 milliards (-1,9%) par rapport au niveau de 2007. Fin 2008, l'encours d'obligations étrangères s'élève à 752,5 milliards, soit une baisse de 102 milliards (-11,9%) dont 84 milliards s'expliquent par des ventes nettes et 17 milliards (-2,1%) par des effets négatifs de valorisation. L'encours d'instruments du marché monétaire s'établit à 226,5 milliards d'euros fin 2008, soit une progression de 82 milliards (+57,5%) dont 22 milliards de nouveaux achats.

Graphique 8
Encours de titres étrangers détenus par les résidents
(en milliards d'euros)



Source : BCL/STATEC

Finalement, les investissements des résidents restent orientés vers les pays membres de la zone euro qui voit sa part augmenter à 49 % en 2008 (contre 45 % en 2007 cf. encadré ci-dessous). Les Etats-Unis et le Royaume-Uni, avec respectivement 17 % (soit 260 milliards sur un total de 1 523 milliards) et 7 % (114 milliards), constituent la deuxième et la troisième destination des avoirs de portefeuille luxembourgeois. Viennent ensuite les centres financiers offshore (7 %, soit 100 milliards), le Japon (3 %, soit 43 milliards), la Suède (2 %, soit 36 milliards) et la Suisse (2 %, soit 28 milliards).

Encadré 2

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DU LUXEMBOURG¹

LES AVOIRS

Le stock total des investissements de portefeuille du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger est estimé à 1 523 milliards d'euros à fin 2008 (1 958 milliards d'euros en 2007), dont 36 % sont des titres de participation (49 % en 2007) et 64 % sont des titres de créance (51 % en 2007)².

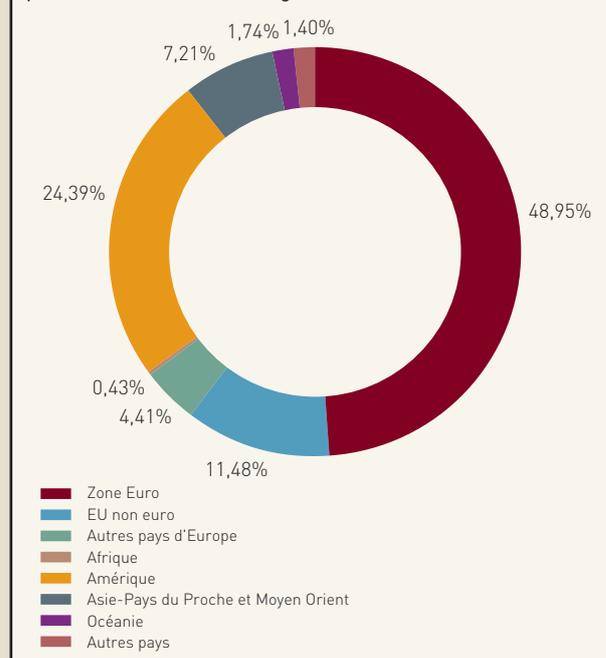
Bien que ces investissements soient répartis dans un grand nombre de pays³, on observe une forte concentration d'actifs dans les pays industrialisés, notamment dans la zone euro. En effet, près de la moitié des titres constituant le portefeuille du Luxembourg sont des titres émis par les pays de la zone euro. Parmi ces titres, 24 % sont des titres de participation (36 % en 2007) et 76 % sont des titres de créance (64 % en 2007).

1 Encadré rédigé par Anh-Tuan BUI.

2 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu): Tableau 11.3 « Position extérieure globale du Luxembourg : Investissements de portefeuille par type d'instruments ».

3 Voir tableau 11.6 sur le site Internet de la BCL « Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois ».

Graphique 2
Répartition géographique des investissements de portefeuille du Luxembourg fin 2008



Source : BCL

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 204 milliards d'euros et représentent 27 % des investissements luxembourgeois dans la zone euro (Tableau 1).

Tableau 1
Investissements de portefeuille du Luxembourg dans la zone euro (en millions d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AT	12 899	14 105	14 920	17 340	22 017	24 988	25 660	23 149
BE	32 227	31 497	30 636	34 578	41 819	44 547	46 281	34 293
CY	167	147	248	383	627	1 022	1 783	849
FI	10 170	7 897	8 464	12 523	11 895	13 250	14 841	11 549
FR	67 159	66 025	94 357	102 521	136 676	167 596	170 571	163 169
DE	170 317	163 309	168 468	169 161	218 898	231 054	250 694	203 805
GR	4 706	5 817	7 918	13 704	13 936	16 616	16 059	13 421
IE	13 572	13 889	19 645	24 346	32 453	47 043	54 780	53 390
IT	53 329	64 046	85 032	95 662	105 881	124 140	128 604	93 416
MT	7	8	10	7	4	93	124	122
NL	61 471	59 997	64 638	64 202	80 708	88 618	90 651	80 130
PT	3 429	3 747	5 386	7 064	8 177	8 870	10 221	9 056
SI	210	219	300	253	413	571	449	331
ES	26 964	22 399	26 592	43 937	63 307	74 346	80 194	59 068
TOTAL ZONE EURO	456 627	453 103	526 613	585 681	736 810	842 755	890 911	745 749
TOTAL INVESTISSEMENT	931 140	880 510	1 055 585	1 186 634	1 560 499	1 846 950	1 958 160	1 523 464

Sources : FMI, BCL

À l'instar des années précédentes, les deux principales destinations des investissements luxembourgeois en 2008, 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, la part détenue en titres américains a diminué de près de 17 %. Elle est estimée à 260 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).

Puisque le ralentissement économique et la crise financière touchent également les pays émergents à forte croissance économique, les investissements du Luxembourg dans le BRIC⁴, estimés à 45 milliards d'euros en 2008, affichent une baisse significative par rapport à l'année précédente. En effet, la valeur des titres détenus et émis par ces pays a accusé une diminution de près de 57 %. La plus forte baisse concerne l'Inde dont la valeur des titres émis et détenus au Luxembourg a diminué de 70 %.

Dans l'ensemble, le Luxembourg investit majoritairement en actions dans la plupart des pays asiatiques, notamment en Chine, en Inde et au Japon, tandis que sur les marchés américains, les investissements sont plutôt orientés vers les titres de créance.

Concernant la Chine en particulier, les investissements du Luxembourg dans ce pays avaient connu une forte progression ces dernières années, Cependant, en 2008, à l'instar des autres places financières internationales, la bourse chinoise est plombée par des inquiétudes sur un ralentissement de la croissance économique. En un an, l'indice SHCOMP (Shanghai Stock

4 BRIC : Brésil, Russie, Inde et Chine.

Exchange Composite Index) avait perdu plus de 65% de sa valeur de fin 2007. La même situation a été également observée dans d'autres pays émergents. Malgré un fléchissement au niveau des investissements luxembourgeois dans l'économie du Japon, observé depuis 2006, ce pays 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 43,6 milliards d'euros, soit une diminution de 26,7% par rapport à 2007. Le Japon est d'ailleurs classé troisième, derrière les États-Unis et les îles Caimans, selon le classement des principaux pays d'investissement hors Union européenne du Luxembourg.

Selon les résultats de l'enquête CPIS⁵ se référant à l'année 2007, le stock mondial d'investissement de portefeuille en actions et titres de créance est estimé à 26 597 milliards d'euros à fin 2007, soit une augmentation de 9% par rapport à fin 2006. Ce stock est composé de 43,8% de titres de participation et de 56,2% de titres de créance dont 86% sont des dettes à long terme.

Tableau 2

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

Rang	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
1	US	2,614	US	2,142	US	2,482	US	2,764	US	3,892	US	4,535	US	4,885
2	GB	1,480	JP	1,330	JP	1,363	GB	1,549	GB	2,012	GB	2,330	GB	2,332
3	JP	1,463	GB	1,297	GB	1,322	JP	1,475	JP	1,793	LU	1,846	FR	2,036
4	LU	931	FR	889	FR	1,084	FR	1,283	FR	1,574	FR	1,844	LU	1,958
5	DE	898	LU	881	LU	1,056	LU	1,187	LU	1,560	JP	1,779	DE	1,791
6	FR	806	DE	856	DE	954	DE	1,113	DE	1,314	DE	1,471	JP	1,714
7	IT	626	IT	568	IE	661	IE	787	IE	1,002	IE	1,210	IE	1,338
8	CH	555	IE	547	IT	626	NL	731	NL	933	NL	959	NL	1,005
9	NL	551	NL	544	NL	624	IT	671	IT	832	IT	866	IT	844
10	IE	491	CH	497	CH	518	CH	557	CH	616	CH	669	CH	719
11	BE	318	BE	304	ES	336	ES	380	ES	493	BE	514	BE	563
12	CA	296	ES	257	BE	328	BE	373	BE	467	ES	506	HK	529
13	HK	233	HK	233	HK	265	HK	294	CA	398	CA	468	CA	526
14	ES	196	CA	228	CA	256	CA	280	HK	370	HK	450	ES	508
15	BM	184	BM	179	BM	201	BM	227	BM	332	BM	341	BM	390
Autres pays		3 152		2 584		2 377		2 504		3 668		3 650		5 460
Total		14 423		13 460		15 080		17 081		21 916		24 595		26 597

Sources : FMI, BCL

Le Luxembourg s'était classé quatrième en termes de volume de titres étrangers détenus, derrière les États-Unis, le Royaume-Uni et la France mais devant l'Allemagne et le Japon. Le Luxembourg détenait des titres étrangers pour une valeur estimée à 1 958 milliards d'euros, soit 7,4% du stock mondial, estimé à 26 597 milliards d'euros (Tableau 2).

En 2007, les pays membres de la zone euro détiennent 40% du stock mondial, ce qui les place au premier rang des créanciers mondiaux en titres d'investissements de portefeuille.

5 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 2007.

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 entre les données nationales et les statistiques « miroir » issues de l'enquête CPIS fait apparaître des écarts non négligeables qui ont notamment pour origine la non-exhaustivité⁶ des participants à cette enquête. Ainsi, les données de l'enquête du FMI de 2007 concernant les engagements du Luxembourg vis-à-vis de l'étranger ont été sous-évaluées de 32 % par rapport aux engagements de même nature recensés dans la position extérieure du Luxembourg estimés à 2 151 milliards d'euros.

Selon les résultats de l'enquête CPIS 2007, le stock des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents a été évalué à 1 455 milliards d'euros, soit une progression de 10 % par rapport à 2006. 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 323 milliards d'euros, suivie de l'Italie (254 milliards d'euros) et de la France (118 milliards d'euros). En dehors de cette zone, la Suisse et le Japon détiennent respectivement 105 et 67 milliards d'euros de titres luxembourgeois (Tableau 3).

A la fin de 2007, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents était composé à 80 % de titres de participation (1 168 milliards d'euros), principalement de parts d'OPC et à 20 % d'obligations (287 milliards d'euros). Le stock de titres de participation détenus par les non-résidents avait augmenté de 148 milliards d'euros en un an. Cette augmentation était due en grande partie aux acquisitions nettes, mais aussi aux effets de valorisation.

Tableau 3

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

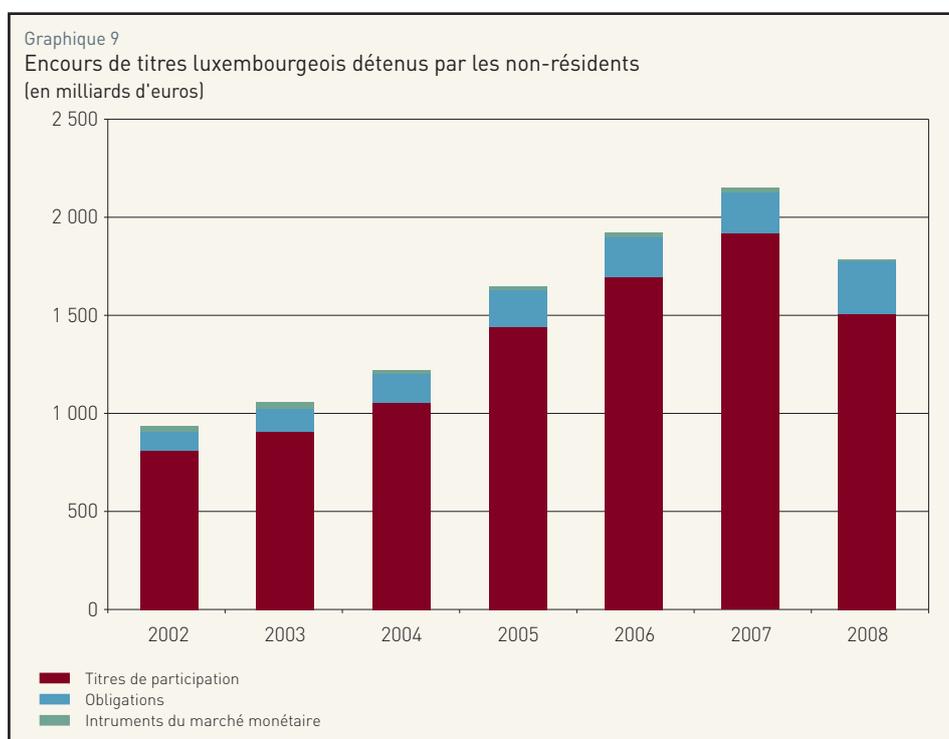
	Classement 2007	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	Part 2007 en %
1	DE	117	118	136	165	209	273	323	22,22
2	IT	120	140	150	158	195	247	254	17,44
3	FR	35	37	40	50	74	94	118	8,12
4	BE	65	59	61	64	88	103	116	7,94
5	CH	83	78	84	88	97	99	105	7,22
6	JP	52	53	43	53	64	68	67	4,60
7	US	15	14	19	28	39	46	65	4,44
8	UK	25	25	31	40	53	67	59	4,04
9	NL	9	8	11	18	27	46	55	3,80
10	ES	8	12	16	27	39	49	45	3,12
	[*]	4	2	2	3	6	3	7	
	Autres pays	62	74	89	123	160	213	242	
	TOTAL	596	619	680	815	1 050	1 307	1 455	

[*] Réserves de change et Organisations internationales

6 La plupart des pays du Moyen-Orient et d'Afrique, ainsi que la Chine, n'ont pas participé à l'enquête. Selon le rapport annuel du Comité de la Balance des Paiements du FMI, il y avait environ 75 participants à l'enquête CPIS 2007.

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 1 785 milliards d'euros fin 2008, après 2 151 milliards d'euros à la fin de l'année 2007. Cette réduction de 365,7 milliards (-17%) intervient à la fois suite au rapatriement de capitaux des non-résidents (-97,5 milliards) et suite aux effets négatifs de valorisation de 400 milliards (-18,6%). Comme pour les avoirs, l'impact négatif total aurait été plus élevé s'il n'y avait pas eu de révision à la hausse (132 milliards, soit +6%) de l'encours total, révision résultant d'un changement méthodologique dans les sources de données. Fin 2008, les engagements de portefeuille du Luxembourg se composent à 84% de titres de participation (contre 89% fin 2007), à 15% d'obligations (contre 9,7% fin 2007) et à 0,7% d'instruments du marché monétaire (contre 1,2% fin 2007).



Comme les années précédentes, le portefeuille des non-résidents en titres de participation émis par le Luxembourg reste dominé par les parts d'OPC qui en représentent 97% (soit 1 461 milliards sur un total de 1 506 milliards fin 2008). Ce portefeuille se contracte de 409,7 milliards en 2008, en partie suite aux rachats nets de parts d'OPC (99 milliards) mais aussi et surtout suite à un effet négatif de valorisation (-386 milliards, soit -20%).

Le portefeuille des non-résidents en titres de créance s'élève à 278,6 milliards fin 2008, en hausse de 44 milliards par rapport à la fin de 2007. L'encours d'obligations a été révisé à la hausse de 60 milliards à 266 milliards fin 2008. L'effet flux positif (10 milliards) s'est compensé dans les mêmes proportions que l'effet négatif de valorisation.

1.5 LES AUTRES INVESTISSEMENTS (DÉPÔTS ET CRÉDITS)

La position nette des autres investissements est excédentaire de 323 milliards d'euros fin 2008, en hausse de 74 milliards par rapport à la fin de l'année précédente. Cette évolution tient en grande partie à la prise en compte des contreparties des « nouvelles » émissions de titres obligataires recensées dans les engagements de portefeuille (voir encadré), et au contexte de crise caractérisée par un rapatriement net de capitaux (10 milliards d'euros) au Luxembourg.

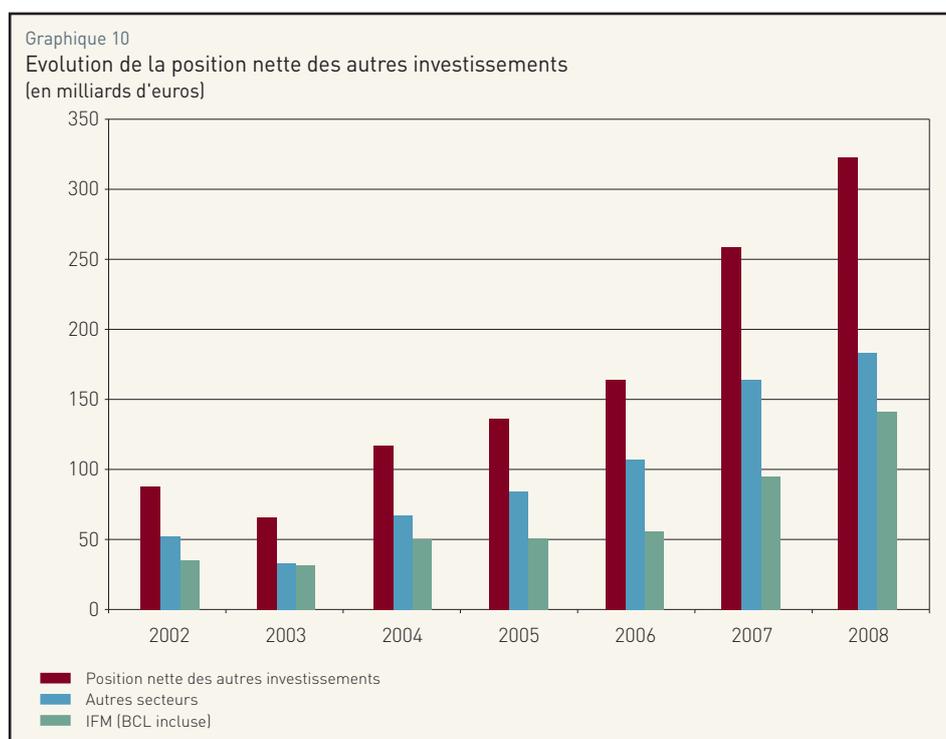
La position créditrice des institutions financières monétaires (IFM, y compris la BCL³) augmente de 46 milliards pour atteindre 141 milliards fin 2008. Les créances sur les non-résidents progressent de

³ La BCL a contribué à concurrence de 41 milliards à la position nette des autres investissements de toutes les IFM résidentes. Cette contribution se compose essentiellement des créances nettes vis-à-vis de l'Eurosystème résultant des opérations de politique monétaire et de la gestion du système des paiements TARGET.

46 milliards (8%) en atteignant 615 milliards fin 2008. Cette progression se partage en un effet flux de 30,7 milliards et un effet de change positif de 15 milliards. Les engagements des IFM restent stables à 474 milliards à la fin de 2008, l'effet flux négatif (rapatriement des capitaux de 12 milliards d'euros) ayant été compensé dans les mêmes proportions par l'effet positif de change.

Les dépôts et crédits des « autres secteurs », essentiellement les entités financières spécialisées et les OPC non monétaires, connaissent une progression très importante en 2008. L'encours de créances accordées aux non-résidents augmente de 95 milliards (15,5%) pour atteindre 708 milliards fin 2008. Cette hausse se partage en un effet flux négatif de 3 milliards d'euros (rapatriement de capitaux) et un effet positif combiné de change (14 milliards) et d'autres ajustements (78 milliards⁴). L'encours d'engagements de ces mêmes secteurs s'accroît de 77 milliards (17%) pour s'établir à 525 milliards à la fin de l'année 2008. Cet accroissement se partage en un effet flux positif de 50 milliards et un effet de change positif de 27 milliards (+6%).

La position nette créditrice des autres secteurs s'accroît de 18 milliards (+11%) en 2008 pour atteindre 183 milliards d'euros à la fin de l'année. Cette évolution est le résultat d'un effet positif de change combiné à un autre ajustement positif en contrepartie des émissions obligataires. Par ailleurs, les données montrent une hausse continue du nombre d'entités financières non-bancaires qui ont pour principal objectif la levée de fonds (sous forme d'émissions de titres de créance ou d'emprunts ordinaires), dont le produit est ensuite prêté à la maison mère ou aux autres entités du groupe. Ce phénomène est à la base de la forte corrélation observée entre l'évolution du déficit d'investissements de portefeuille et celle de l'excédent des autres investissements (voir graphique 1).



1.6 CONCLUSION

Le solde positif de la position extérieure du Luxembourg s'est nettement détérioré en atteignant 29,6 milliards d'euros à la fin de l'année 2008 contre 35,7 milliards à la fin de l'année 2007. Cette détérioration est le résultat d'importants effets négatifs de valorisation consécutifs à la baisse généralisée des cours boursiers dans le contexte de la crise financière internationale. Ces effets négatifs ont affecté davantage les avoirs financiers extérieurs que les engagements.

4 Ce montant correspond pour 60 milliards à la contrepartie de « nouvelles » émissions obligataires (voir encadré).



La valeur des actifs financiers étrangers détenus par les résidents s'est réduite globalement de 5,44 % en s'établissant à 3 920 milliards d'euros à fin décembre 2008. Subissant les mêmes effets négatifs, la valeur des engagements financiers extérieurs s'est contractée de 5,34 % pour s'établir à 3 890 milliards d'euros fin 2008.

La crise financière internationale n'a pas seulement affecté la position extérieure via la baisse généralisée des cours d'actifs qu'elle a induite mais aussi par des mouvements de rapatriement de capitaux dans le chef des investisseurs et par une modification de l'allocation de leurs portefeuilles. Les investisseurs ont ainsi globalement procédé à des ventes d'actions et d'obligations, tout en augmentant leurs placements dans les titres de dette à court terme.

Les effets négatifs de la crise sur les encours d'avoires et d'engagements bruts auraient été d'une ampleur plus importante sans changements méthodologiques dans les sources des données de base servant à la compilation des investissements de portefeuille. Suite à ces changements, les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs ont été revus à la hausse, globalement à concurrence de 3 % (132 milliards d'euros). Les nouvelles sources ont trait à l'utilisation de la base de données centralisées des titres (CSDB) et du nouveau système de déclaration titre par titre (TpT) pour les investissements de portefeuille.

Outre la mise en évidence des facteurs explicatifs de la détérioration de la position nette telle qu'observée à la fin de l'année 2008, la présente analyse a montré la contribution de chaque sous-composante à cette évolution. Les déficits structurels dans les positions d'investissements directs et d'investissements de portefeuille se sont accrus pour atteindre respectivement 36,6 milliards et 262 milliards d'euros fin 2008. Ce sont ces deux composantes qui ont été affectées par la baisse généralisée des cours boursiers durant l'année 2008. Toutefois ces déficits ont été en grande partie compensés par une hausse du surplus dans les autres investissements qui a atteint 323 milliards d'euros.

2 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDE « BAISSÉ DU POUVOIR DE NÉGOCIATION DES TRAVAILLEURS ET HAUSSE DES PRÉRETRAITES EN EUROPE »⁵

Depuis la fin des années 60, le taux de participation des travailleurs âgés est en forte baisse dans la plupart des pays européens.⁶ Dans l'optique du vieillissement de la population et du paiement des pensions, ce faible taux de participation n'est évidemment pas sans risque. Le coupable traditionnellement pointé du doigt pour expliquer ce développement défavorable est la fiscalité qui, en taxant trop les revenus du travail et en les redistribuant généreusement vers les préretraites (et les retraites), n'incite pas les travailleurs à rester sur le marché du travail. Différents modèles, avec marché du travail parfaitement compétitif, ont déjà montré la pertinence de cette explication.

Dans ce papier, une autre explication potentielle est explorée, à savoir la baisse du pouvoir de négociation des travailleurs au cours des vingt ou trente dernières années. Cette baisse du pouvoir de négociation est bien documentée dans la littérature économique et peut être expliquée par l'érosion progressive du rôle des syndicats ou encore l'introduction des nouvelles technologies qui ont réduit l'importance du travail (et donc de son pouvoir de négociation) par rapport au capital.

Afin d'évaluer l'importance de cet argument, un modèle avec marché du travail imparfaitement compétitif (dans le cas d'un marché compétitif, le salaire est uniquement déterminé par l'intersection entre offre et demande de travail) est requis. Pour ce faire, le marché du travail avec 'search friction' de Pissarides (2000) est introduit dans un modèle à générations imbriquées, par ailleurs tout à fait standard à la de la Croix et Michel (2002). Trois générations coexistent («travailleurs juniors», «travailleurs seniors» et «retraités») et allouent leurs ressources entre consommation, épargne et legs. Sur le marché du travail, l'utilisation d'une fonction d'appariement (matching function) entre demandeurs et offreurs d'emplois est une façon simple de prendre en compte les difficultés d'appariement et d'expliquer la présence simultanée sur le marché de chômeurs de longue durée et d'offres d'emploi non satisfaites. Les entreprises et les travailleurs négocient les salaires selon leurs pouvoirs de négociation respectifs. Un autre point crucial du modèle est le choix endogène de participation des travailleurs âgés.

Il est montré qu'une baisse du pouvoir de négociation des travailleurs les incite à se retirer plus rapidement du marché du travail (effet d'offre) mais, d'un autre côté, stimule l'ouverture de nouveaux postes par les entreprises (effet de demande). Si l'effet d'offre est plus important que l'effet de demande, le résultat global est une hausse du taux d'inactivité. Afin de mieux appréhender l'effet total de la baisse du pouvoir de négociation, une simulation numérique est conduite en calibrant le modèle avec respectivement des données françaises et allemandes.⁷ La baisse du pouvoir de négociation explique ainsi 38 % de la hausse du taux d'inactivité en France et 18 % en Allemagne depuis la fin des années 60. Le modèle montre également que sans le vieillissement de la population, qui stimule l'épargne et donc la propension à rester sur le marché du travail, le taux d'activité serait encore plus faible qu'il ne l'est actuellement.

Ce papier (dans sa version Cahier d'Etudes) est purement descriptif et ne contient aucune recommandation de politique économique. Néanmoins, vu le rôle non négligeable de la perte de pouvoir de négociation sur la hausse de l'inactivité, on peut supposer qu'une politique économique visant à contrebalancer cette perte de pouvoir, comme par exemple une baisse du taux de cotisation des travailleurs, stimulerait l'offre de travail. Cette recommandation avait déjà été proposée dans un récent Cahier d'Etudes (Pierrard et

5 Note rédigée par Olivier Pierrard.

6 Cette baisse s'est cependant stabilisée depuis une décennie.

7 L'Allemagne et la France ont été choisies car ce sont les deux plus importants pays en Europe continentale, et également pour une question de disponibilité de données. On peut supposer que les résultats seraient similaires avec des données provenant de pays ayant connu des évolutions similaires, comme le Luxembourg, la Belgique, l'Autriche et l'Italie.



Sneessens, 2009) spécifiquement centré sur le Luxembourg. Il y est montré qu'une baisse immédiate de 10 points de pourcent du taux de cotisation des travailleurs (qui passait de 12 % au total, dont 8 % pour les pensions, à 2 %) de la classe d'âge 55-65 ans coûtait peu à l'Etat et augmentait le taux d'activité de quelque 15 points.⁸

Références

Bouchet M., 2006, "The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective : The case of Luxembourg", Cahier d'Etudes BCL, No. 6.

de la Croix, D., et P. Michel, 2002, "A Theory of Economic Growth : Dynamics and Policy in Overlapping Generations", Cambridge University Press.

Pierrard O. et H. Sneessens, 2009, "LOLA 1.0: Luxembourg Overlapping generation model for policy Analysis", Cahier d'Etudes BCL, No. 36.

Pissarides, C. (2000) "Equilibrium Unemployment Theory", MIT Press.

⁸ Voir également le Cahier d'Etudes de Bouchet (2003) pour une conclusion similaire.

3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDE „DIE AUSWIRKUNGEN DER WIRTSCHAFTS- UND FINANZMARKTKRISE AUF LUXEMBURGISCHE UNTERNEHMEN : ERGEBNISSE EINER ERHEBUNG“⁹

Zahlreiche Arbeiten auf dem Gebiet der theoretischen und empirischen Wirtschaftsforschung belegen die große Bedeutung der Lohn- und Preisbildung für den Inflationsprozess. Die luxemburgische Zentralbank (BCL) hat aus diesem Grund zur Jahresmitte 2008 eine Erhebung zur Lohn- und Preisbildung bei in Luxemburg ansässigen Firmen durchgeführt. Im Rahmen dieser Erhebung wurden Firmen auch nach den grundsätzlichen Maßnahmen zur Anpassung an negative Angebots- und Nachfrageschocks befragt. Um die spezifischen Auswirkungen der aktuellen Wirtschafts- und Finanzmarktkrise und die tatsächliche Reaktion der luxemburgischen Unternehmen am konkreten Beispiel dieser Krise zu untersuchen, hat die BCL zur Jahresmitte 2009 eine kurze Anschlussenerhebung durchgeführt .

Die Antworten der mehr als 400 an beiden Erhebungen teilnehmenden Unternehmen zeigen, dass die aktuelle Wirtschafts- und Finanzmarktkrise für ungefähr 75% der Firmen negative Auswirkungen auf den Umsatz hat.¹⁰ Besonders betroffen sind Firmen in den Bereichen Industrie und Finanzdienstleistungen, wo der Anteil der negativ betroffenen Unternehmen bei mehr als 85% liegt. Im Gegensatz dazu gaben fast 40% der Firmen des Baugewerbes an, sie seien gar nicht betroffen. Der größte Teil der negativ betroffenen Firmen schätzte die Auswirkungen der Krise mit moderat oder stark ein. Betroffene Firmen im Bereich Industrie sowie Sonstige Dienstleistungen schätzten die Auswirkungen der aktuellen Krise deutlich stärker ein als Firmen anderer Sektoren.

Aus theoretischer Sicht stellt die aktuelle Wirtschafts- und Finanzmarktkrise für die Unternehmen in erster Linie einen großen negativen Nachfrageschock dar. Mehr als 80% der befragten Firmen bestätigen einen zumindest moderaten Einbruch der Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen. Zwei von drei Firmen zum Beispiel berichten von moderaten oder großen Zahlungsschwierigkeiten ihrer Kunden. Ungefähr vier von zehn Firmen gaben an, Schwierigkeiten bei der Finanzierung zu haben. Im Gegensatz dazu gaben vier von fünf Firmen an, gar nicht oder nur marginal von Lieferschwierigkeiten betroffen zu sein.

Ein starker Rückgang der Nachfrage erfordert gezielte Anpassungsmaßnahmen bei den betroffenen Unternehmen. Hierzu zählen zum Beispiel i) Preissenkungen, ii) eine Verringerung der Gewinnmarge, iii) eine Verringerung der Produktion, der Aktivität oder des Angebotes und/oder iv) Maßnahmen zur Kostensenkung. Neun von zehn Firmen gaben an, Kostensenkungen seien wichtig oder sehr wichtig, um auf einen Nachfrageeinbruch zu reagieren. Damit ist sie die weitaus wichtigste Anpassungsmaßnahme. Zudem geht die Bedeutung der Kostensenkungen einher mit der Stärke des Nachfrageeinbruchs; Firmen, die einen starken Nachfragerückgang verzeichnen, legen mehr Wert auf Kostensenkung. Maßnahmen der Preissenkung, Senkung der Gewinnmargen oder Reduktion der Produktion sind dagegen im Vergleich zur Kostensenkung weniger wichtig. Der Anteil der Firmen, die diese Maßnahmen als wichtig oder sehr wichtig einstufen, liegt zwischen 25% und 33%. Diesen drei zuletzt genannten Maßnahmen wird zudem weniger Bedeutung beigemessen als in der ursprünglichen Erhebung im Jahr 2008, als Fragen zu den Anpassungsmaßnahmen in Folge eines Nachfrageeinbruchs eher hypothetischer Natur waren. Nur die Bedeutung der Kostensenkung wird in der Befragung von 2008 und von 2009 ähnlich hoch angesehen.

9 Von Patrick Lünemann und Thomas Mathä.

10 Alle Firmenangaben wurden entsprechend der Zahl der Beschäftigten in der Grundgesamtheit gewichtet. Die genannten Resultate sind damit repräsentativ für die Struktur der Beschäftigten der Gesamtheit der Firmen.



Grundsätzlich haben Firmen die Möglichkeit, sowohl arbeitsbezogene Kosten als auch nichtarbeitsbezogene Kosten zu senken. Mit fast 90 % ist die Verringerung der nichtarbeitsbezogenen Kosten die bei weitem wichtigste Maßnahme. Bei den Maßnahmen zur Verringerung der arbeitsbezogenen Kosten scheuen die Firmen davor, ihre Stammebelegschaft zu verringern und besonders davor, das Grundgehalt zu kürzen. 30 % der Firmen gaben an, die Reduktion der Stammebelegschaft sei wichtig oder sehr wichtig, während weniger als 5 % angaben, die Kürzung des Grundgehalts sei wichtig oder sehr wichtig. Im Gegensatz dazu fällt es Firmen leichter, befristete Arbeitsverträge nicht zu verlängern, variable Lohn- und Gehaltsbestandteile abzubauen oder Arbeitszeitanpassungen vorzunehmen. Diese Maßnahmen werden von ungefähr 60 % der Firmen als wichtig oder sehr wichtig erachtet. Arbeitszeitanpassungen werden vorwiegend über den Abbau von Überstunden vorgenommen (mehr als neun von zehn Firmen erachten diese Maßnahme als wichtig oder sehr wichtig), während die Einführung von Kurzarbeit nur von ungefähr 10 Prozent der Firmen als wichtig oder sehr wichtig angesehen wird. Für ungefähr die Hälfte der Firmen sind andere Maßnahmen, wie zum Beispiel die Einführung von flexiblen (Lebens-)arbeitszeitkonten von Bedeutung.

Trotz der jetzigen Wirtschaftskrise sehen Firmen im Allgemeinen davon ab, das Grundgehalt zu kürzen. Ein Großteil der Firmen versucht jedoch, das Grundgehalt zumindest einzufrieren (abgesehen von Gehaltsänderungen, die durch automatische Lohn-Indexierung ausgelöst werden). Ungefähr die Hälfte der Firmen gab an, dies sei bereits geschehen oder noch geplant. Die wichtigsten Gründe, warum selbst in der jetzigen Wirtschaftskrise von der Senkung des Grundgehalts abgesehen wird, sind vor allem bestehende Arbeitsmarktbestimmungen/ Tariflohnverträge, sowie die Befürchtung einer schlechten Stimmung und eines geringeren Arbeitseinsatzes der Belegschaft. Ein weiterer wichtiger Grund ist die Befürchtung, die besten Arbeitskräfte könnten das Unternehmen verlassen. Jeder dieser Gründe wird von mehr als sieben von zehn Firmen als wichtig oder sehr wichtig erachtet, um von Senkungen des Grundgehalts abzusehen.

Befragt nach der Inanspruchnahme staatlicher Maßnahmen, um einen Stellenabbau oder Gehaltskürzungen zu vermeiden, gab die überwältigende Mehrheit der Firmen an, staatliche Maßnahmen nicht in Anspruch zu nehmen oder nehmen zu wollen.

4 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE D'UN CAHIER D'ÉTUDE « SPÉCIALISATION, FILIALES ET SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES AU LUXEMBOURG : UNE ANALYSE DES COMPTES FINANCIERS »¹¹

Cette étude analyse les comptes financiers des banques luxembourgeoises afin de répondre à différentes questions. Est-ce que les banques luxembourgeoises se spécialisent dans différents domaines d'activité? Est-ce que la structure de spécialisation a changé à travers le temps? Considérant la présence importante de banques étrangères au Luxembourg, est-ce que les filiales et les succursales ont choisi une forme de spécialisation différente? A travers le temps, est-ce que la différence entre filiales et succursales a diminué ou augmenté?

En 1995, au début de notre échantillon, il y avait 220 banques au Luxembourg dont 146 étaient des filiales de banques étrangères, 70 étaient des succursales et 4 étaient des banques domestiques. Les filiales représentaient 78,95% de la somme des bilans, les succursales 15,70% et les banques domestiques seulement 5,35%. En 2007, le nombre de banques a diminué de 156, dont 43 filiales, 108 succursales et 5 banques domestiques. La somme des bilans a augmenté à un rythme annuel moyen de 6,34% pour la période sous revue et en 2007 les filiales représentaient 80,56% de la somme des bilans, les succursales 14,2% et les banques domestiques 5,24%.

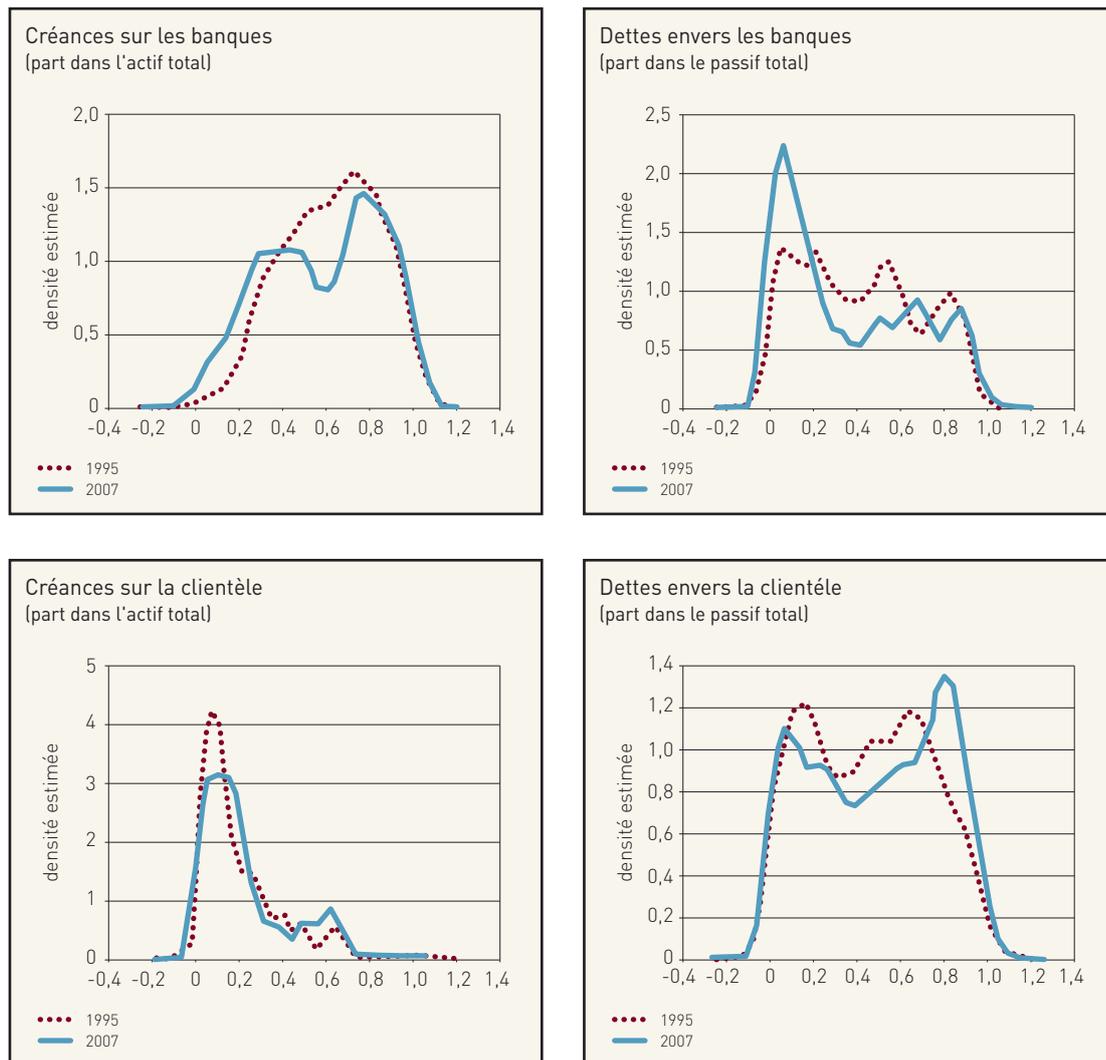
La présence de banques étrangères au Luxembourg s'explique par différents développements historiques. La place financière a connu un essor initial avec l'activité de syndication de prêts internationaux, ensuite la création des marchés euro-obligataires et en eurodevises ont fourni un élan supplémentaire (OECD, 2008). Plus tard, la place financière a développé son expertise dans la gestion de patrimoine. Enfin, elle est à présent le plus grand centre en Europe pour la domiciliation des fonds d'investissement (IMF, 2009). A l'image de plusieurs autres centres financiers, elle donne un rôle important au marché interbancaire. Ceci est en partie le reflet d'opérations intra-groupe, vu que des banques étrangères utilisent leurs filiales et succursales au Luxembourg pour gérer leurs liquidités. Plus généralement, le Luxembourg a attiré des banques étrangères qui cherchent à tirer profit d'une structure de régulation adaptée, d'une stabilité politique, du multilinguisme de la main-d'œuvre locale et de l'agglomération d'expertise spécialisée dans la comptabilité et les services juridiques. Cependant, le « modèle » bancaire luxembourgeois se trouve actuellement face au défi lancé par l'harmonisation croissante de la régulation au niveau européen (et international) et par la pression visant à rétrécir les niches de souveraineté. Les banques luxembourgeoises ont réagi à ce défi en encourageant l'innovation afin d'améliorer la qualité de la gamme de produits et services financiers qu'elles offrent. Ces changements pourraient conduire à des ajustements de la structure des bilans et des comptes de profits et pertes des banques de la place.

La distribution à travers les banques de différentes composantes des comptes financiers est analysée. L'hétérogénéité de la population des banques peut engendrer des distributions asymétriques ou caractérisées par plusieurs pics. Il est donc nécessaire d'avoir recours à des estimateurs non-paramétriques appropriés pour évaluer ces distributions. D'ailleurs, pour permettre une comparaison valable de telles distributions entre différentes années (ou différents sous-échantillons à un moment donné), il faut également s'appuyer sur des tests non-paramétriques adaptés qui se basent sur la technique du « bootstrap » (Silverman, 1986, Sheather and Jones, 1991, Li, 1996, Simar and Zelenyuk, 2006). Des tests inspirés par les techniques appliquées dans la littérature étudiant la croissance économique, sont mis en place pour identifier la convergence ou la divergence, en appliquant les méthodes de Quah (1996). Les résultats suggèrent que la structure de spécialisation des succursales a convergé vers celle des filiales pour ce qui est des créances interbancaires mais pas pour les prêts

11 Note rédigée par Claudia Curi, Paolo Guarda, Valentin Zelenyuk.

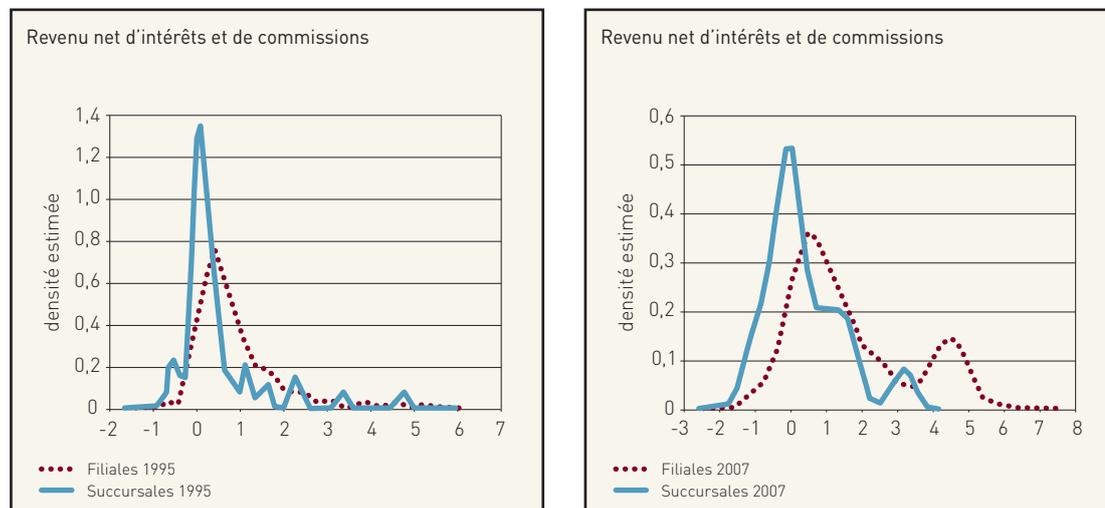
interbancaires. Dans la suite, l'analyse est centrée sur quatre domaines d'activité bancaire : créances/prêts interbancaires, créances/prêts avec la clientèle, obligations détenues et revenus des commissions. Les deux premiers domaines (marché interbancaire et activité avec la clientèle) représentent le noyau des activités bancaires traditionnelles. Pour ces variables, les distributions estimées à travers les banques apparaissent au graphique suivant.

Graphique 11
 Activités traditionnelles - distributions estimées en 1995 (lignes en pointillé) et en 2007 (lignes continues).



Graphique 12

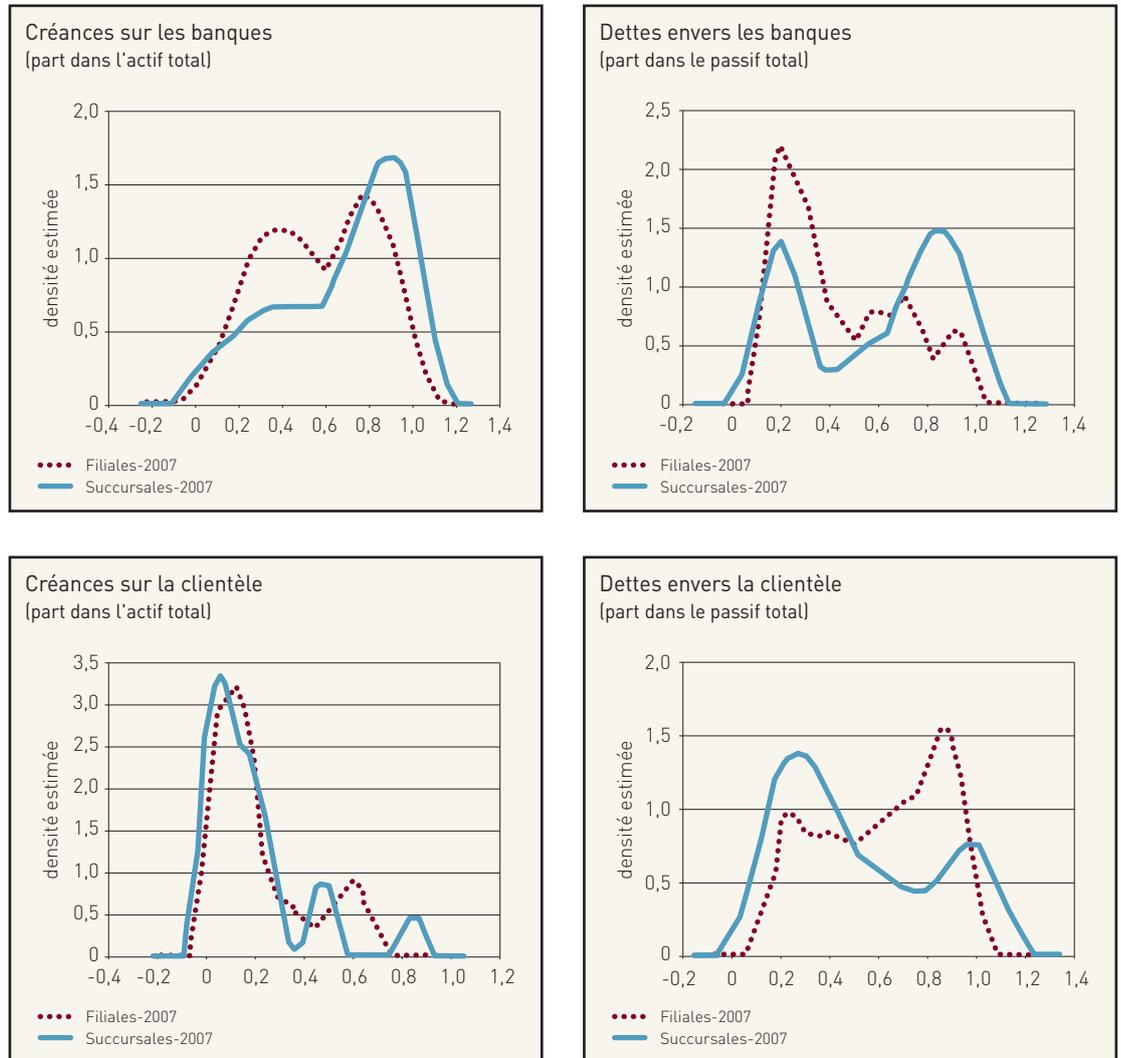
Revenu net d'intérêts et de commissions - distributions estimées pour les filiales (lignes en pointillé) et les succursales (lignes continues)



- Activité interbancaire :** Entre 1995 et 2007, les banques ont maintenu une forte activité dans le marché interbancaire, même si la distribution semble s'être étalée vers la gauche. Selon le test de Li (1996), la distribution des créances aux établissements de crédit n'a pas changé significativement, tandis que des changements significatifs sont détectés pour la distribution des dépôts interbancaires (Graphique 11). Quand la même analyse est appliquée séparément aux filiales et succursales, aucun changement significatif n'apparaît pour les succursales, mais pour les filiales il y a un changement significatif à travers le temps dans la distribution des dépôts interbancaires. La distribution initiale des prêts aux établissements de crédit est différente entre les filiales et succursales, mais les deux deviennent plus semblables à travers le temps, suggérant une forme de convergence. Ceci pourrait signifier que les banques étrangères utilisent le marché interbancaire au Luxembourg afin de gérer la liquidité des maisons mères.
- Activité avec la clientèle :** Par rapport à 1995, à la fin de l'échantillon, les banques ont augmenté leurs activités avec la clientèle aussi bien en termes de dépôts qu'en termes de créances, étant donné qu'il y a un mouvement statistiquement significatif vers la droite des deux distributions (Graphique 11). Pour les filiales, les deux distributions ont changé entre 1995 et 2007, mais pour les succursales le changement a été significatif seulement pour la distribution des créances vers la clientèle. Ceci fournit des indications de divergence entre filiales et succursales du côté des prêts.
- Obligations :** Entre 1995 et 2007, la distribution des obligations détenues à travers les banques s'est déplacée significativement vers la droite, notamment dû à une augmentation des obligations publiques. Celle-ci pourrait être destinée à compenser l'exposition au risque et augmenter la liquidité. Les filiales détiennent significativement plus d'obligations publiques par rapport aux succursales d'une taille comparable. Leur distribution a changé significativement entre 1995 et 2007, tandis qu'aucun changement n'est détectable pour les succursales.
- Revenus des commissions :** Entre le début et la fin de l'échantillon, des changements statistiquement significatifs sont intervenus pour les filiales, tandis que pour les succursales les changements ont été plus contenus (Graphique 12). Les filiales semblent avoir augmenté fortement leur activité dans ce domaine, étant donné le déplacement vers la gauche de la distribution. Les différences par rapport à la distribution des succursales ont augmenté significativement à travers le temps, indiquant une forme de divergence.

Graphique 13

Distributions estimées de l'activité interbancaire et avec la clientèle en 2007 pour les filiales (rouge) et les succursales (bleu)



En somme, le plus important glissement vers la droite des distributions pour les filiales indique qu'elles ont peut-être adopté une stratégie de diversification plus accentuée que celle des succursales. En effet, les succursales semblent avoir limité leur activité principalement à la récolte de fonds à travers le marché interbancaire. Seulement pour l'activité bancaire traditionnelle (créances vers la clientèle et dépôts de la clientèle), la distinction entre filiale et succursale semble s'estomper. Ainsi, il y a indication de divergence entre filiales et succursales pour les distributions des dépôts interbancaires et des dépôts de la clientèle (Graphique 13).

Une possible explication réside dans la plus grande intensité du facteur emploi nécessité par l'activité avec la clientèle par rapport à l'activité interbancaire. Etant donné que les succursales ont généralement moins de personnel (et ont souvent recours à l'achat de services des filiales avec plus de personnel), ceci pourrait expliquer l'apparente divergence. Cette différence pourrait également expliquer pourquoi le niveau d'obligations détenues et les revenus de commissions sont moins importants pour les succursales.

Références:

Cerruti, E., Dell’Ariccia, G., Peria M.S.M. (2007) How banks go abroad : Branches or subsidiaries? *Journal of Banking and Finance*, 31, 1669-1692.

IMF (2009), Luxembourg : Staff Report for the 2009 Article IV Consultation.

Li, Q. (1996). Nonparametric testing of closeness between two unknown distribution functions, *Econometric Reviews*, 15, 261-274.

OECD (2008) Luxembourg, *OECD Economic Surveys*, volume 2008/12.

Quah, D.T. (1996), Twin peaks growth and convergence in models of distribution dynamics, *The Economic Journal*, 106, 1045-1055.

Sheather SJ, Jones MC (1991), A reliable data based bandwidth selection method for Kernel density estimation. *Journal of the Royal Statistical Society*, 3, 683-690

Schich S. (2008), *Financial Turbulence : Some Lessons Regarding Deposit Insurance*, OECD.

Simar L, Zelenyuk V. (2006), On testing equality of distributions of technical efficiency scores. *Econometric Reviews*, 25(4), 497-522.

Silverman BW (1986), *Density estimation for statistics and data analysis*. Chapman and Hall, London.

3 ACTUALITÉS

- 1 Financial Stability and Banking regulation in Germany and Turkey 146
Conference held at the Banque centrale du Luxembourg on Tuesday, 3 November 2009
under the chairmanship of Yves Mersch,
President of the Banque centrale du Luxembourg
 - 1.1 Introductory remarks by Prof. Dr. Axel A. Weber,
President of the Deutsche Bundesbank 146
 - 1.2 Introductory remarks by Durmus Yilmaz,
President of the Central Bank of the Republic of Turkey 149
2. 5th Economic Forum Belgium-Luxembourg-Arab Countries 153
Speech given by Mr. Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg,
on the occasion of the 5th Economic Forum Belgium-Luxembourg-Arab Countries,
Brussels, 17th November 2009
3. Credit developments in Luxembourg 156
Speech by Mr. Yves Mersch, Governor of the Banque centrale du Luxembourg,
on the occasion of the Gala CFO World 2009, Luxembourg, 25 November 2009



1 FINANCIAL STABILITY AND BANKING REGULATION IN GERMANY AND TURKEY

Conference held at the Banque centrale du Luxembourg
on Tuesday, 3 November 2009

under the chairmanship of Yves Mersch,
President of the Banque centrale du Luxembourg

1.1 INTRODUCTORY REMARKS BY PROF. DR. AXEL A. WEBER, PRESIDENT OF THE DEUTSCHE BUNDESBANK

Financial Stability and Banking Regulation in Germany

Introduction

President Mersch

President Yilmaz

Ladies and Gentlemen

First of all, I would like to thank you for the opportunity to speak to you here today on financial stability and banking regulation from both a German and a euro-area perspective. I would like to focus on two issues. First, the institutional responses to the crisis, especially from a central banker's perspective, and second some thoughts on the regulatory issues currently being debated, in particular capital requirements.

Institutional implications of the financial crisis

One of the lessons of the financial crisis is that a more systemic approach to financial markets is needed. But what does that mean for central banks? I would like to raise three topics.

Firstly, the pursuit of financial stability will have to be taken into greater consideration in the operation of monetary policy. The mandate of central banks is usually to maintain price stability. In the case of the Eurosystem, this is our primary objective. The same applies to the Central Bank of the Republic of Turkey. However, price stability and financial stability are interconnected. Disruptions to the financial markets have negative implications for price stability as they have adverse effects on the economic cycle and distort the monetary transmission mechanism.

That is not to say that financial stability should become an explicit target of monetary policy. It is still true that monetary policy is a rather blunt tool when it comes to combating asset price bubbles. Furthermore, one should not over-estimate central bankers' ability to identify asset price bubbles in advance and to determine whether asset price booms have benign or malign reasons. However, financial market developments should be given greater weight when assessing risks to price stability. Financial crises

increase the volatility of macro-economic variables such as inflation and growth. For this reason, it is of the essence to use a suitable analytical framework. The two-pillar strategy of the Eurosystem's monetary policy with its prominent role for long-term-oriented monetary analysis is certainly a good basis. Especially during the financial crisis the often-criticised and sometimes ridiculed monetary and credit analysis has proved valuable in monetary policy analysis.

Nevertheless, the analysis of monetary and credit aggregates must be developed further in order to identify undesirable developments on financial markets. Eurosystem staff are currently working towards this goal. Recent IMF research, for example, has shown that, since 1985, house price busts have typically been preceded by significant upward deviations of the credit-to-GDP ratio from its long-term moving average.

Monetary policymakers should also consider the impact their actions have on financial market participants' appetite for risk. This is why I have repeatedly called for a more symmetrical approach that would treat boom and bust episodes not as isolated events but would try to look through the financial cycle in order to steady policy.

While I am opposed to enhancing the mandate of monetary policy and setting financial stability as an additional and independent target, I am in favour of strengthening the role of central banks in this area. This is the second topic I would like to raise. Calls for a more systemic approach are mainly addressed to central banks. Taking into account the wide range of information and data central banks collect in fulfilling their mandate, no other institution is better suited for taking the systemic macro-prudential view. Central banks combine macroeconomic analysis with deep insights into the financial markets stemming from monetary policy as well as payment operations and – in many cases – data from banking supervision. It is therefore obvious that central banks are key when it comes to macro-prudential supervision.

In the Bundesbank, we have decided – as have many other central banks – to establish a financial stability department in order to give this area of increased importance an organisational home. The new department commenced its work in the middle of this year.

Reflecting the pivotal part central banks play in macro-prudential supervision, the ESCB, consisting of the ECB and the national central banks, will play a leading role in the European Systemic Risk Board (ESRB), which is to be established in the next few weeks. The ESRB will be responsible for the macro-prudential oversight of the financial system of the European Union in order to prevent or to mitigate systemic risks to financial stability.

Thirdly, as I mentioned earlier, central banks are partly or fully in charge of banking supervision in many countries. The central banks of Luxembourg and Turkey do not have responsibility for banking supervision. However, in Germany the responsibility for banking supervision has traditionally been shared by the Bundesbank and the Federal Financial Supervisory Authority, or BaFin for short. BaFin was created some years ago by the merger of the federal offices responsible for the supervision of banking, securities trading and insurance. The operational tasks have mostly lain within the Bundesbank's remit, while BaFin is responsible for all sovereign measures.

As you probably know, the new coalition of Christian Democrats and Liberals recently decided to entrust the Bundesbank with banking supervision. Incidentally, giving central banks more responsibility for banking supervision is currently being debated in other countries, too. I would like to take this opportunity to make some remarks on this issue in the German context:

Firstly, collaboration between the Bundesbank and BaFin has worked well, both before and during the crisis. Secondly, the Bundesbank did not ask to be given full responsibility for banking supervision. Rather it was an objective of the political parties that have won the federal elections.



However, the Bundesbank recently declared its readiness to take on more responsibility for financial supervision if this is politically desired. Still, it is of the essence that the future system be compatible with the independence of the Bundesbank, which is laid down by the EU treaty. We believe this is possible. Nevertheless, in our opinion, the new German government would be well advised to closely consult the Bundesbank in the decision-making process at an early stage. In any case, the Eurosystem will have to be consulted before the law is changed.

Supervision of the financial system will have to become more systemically-oriented in the future. This implies that the interconnectedness of financial institutions must be taken into consideration.

Regulatory issues

Institutions matter. However, it would be very unwise to believe that the creation of new bodies at the European or global level and some institutional reform alone will prevent the re-occurrence of a similar crisis. Ultimately, it is the regulation of financial markets that matters when it comes to creating a more resilient financial system.

Basically, making the financial system more stable is a manageable task. The real challenge is to make it more stable without significantly hurting economic productivity. Remuneration schemes, currently a hot topic among the public, are a good example. The disincentive effects of bonuses in terms of short-termism and excessive risk-taking might be prevented by imposing statutory caps on salaries or limiting tax deductibility. However, if interventions are too far-reaching, they may have other disincentive and adverse effects. Therefore it is important to find the right balance. The principles of sound compensation, which were formulated by the Financial Stability Board (FSB) and are now being transposed into national legislation in the G20 and other countries, strike this balance, in my opinion.

Creating level playing fields is another important demand when it comes to seriously improving regulation. Therefore, it is of the utmost importance to further promote the convergence of international and US accounting standards, unless we want to continue to compare apples and oranges. However, in this context I appreciate that the IASB (International Accounting Standards Board) has recently agreed to refrain from broadening the Fair value principle in the IFRS.

Strengthening banks' capital base is certainly the most important, but also the most difficult, task on the regulatory reform agenda. Being involved in the processes of the Basel Committee and the FSB, the Bundesbank appreciates the decision by the G20 to improve the quality and quantity of banks' capital once the financial system has stabilised on a sustainable basis and the economy has recovered. However, we should refrain from unsettling the markets with precise schedules. Getting it right is important.

The impact study of the new capital measures of the Basel Committee on Banking Supervision, which is planned for 2010, should provide some enlightening information. As regards the introduction of a leverage ratio, we are afraid of competitive distortions, in particular owing to differences in accounting standards. We therefore welcome the plan to apply this risk-insensitive measure (at least temporarily) under pillar 2 of Basel II. Basically, we are against deviating from the principle of risk-sensitivity in the Basel framework. In this regard, the commitment of all G20 financial centres to adopt Basel II by 2011 has been a very positive outcome of the Pittsburgh summit.

The implementation of a high level, and better quality, of capital requirements in the long run, counter-cyclical capital buffers and higher capital requirements for risky products and off-balance sheet activities are not only in the interest of the public, they should also be in the interest of the banks themselves. On top of that, banks should make greater use of the options they already have to strengthen their capital base, be it by withholding profits or raising private or sovereign capital.

Conclusions

Let me conclude.

Financial stability is not just a buzzword as some critics suggested a few years ago. The financial crisis has proven them wrong. Policymakers have shown their commitment to take decisive steps in order to make the financial system more stable. Now it is up to the central banks and the other players in macro-prudential supervision to enhance the analytical instruments needed to recognise risks to financial stability earlier and more accurately.

Thank you for your attention.

1.2 INTRODUCTORY REMARKS BY DURMUS YILMAZ, PRESIDENT OF THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY

Financial Stability and Banking Regulation in Turkey

Esteemed Governors and Distinguished Guests,

It is a great pleasure to be here in Luxembourg to address such a distinguished audience. I would like to thank the Central Bank of Luxembourg for organizing this special event. First I want to share my experiences on the financial stability and banking regulatory developments in Turkey. Then I will present my views on the future of the global financial architecture.

At the outset, let me touch upon the ongoing global financial crisis briefly. In September 2008, the global economy has plunged into the deepest crisis we have witnessed since the Great depression upon the bankruptcy of Lehman Brothers. Just a few months later, almost all economies around the world were in the midst of a full-blown recession due to the massive spillover effects of the liquidity problems and credit crunch.

The sharp increase in risk perceptions resulted in a significant deterioration in short-term credit and money markets - leading to a major liquidity squeeze. Liquidity problems, coupled with solvency crisis, have tested the resilience of the global financial system. Major financial institutions reported huge losses, reputable institutions announced their bankruptcy or rescued by other market participants and governments. Multi-trillion dollars worth of rescue packages were put into effect to prevent a complete meltdown in financial markets.

The global turmoil coupled with credit crunch triggered by the sub-prime meltdown has revealed fundamental weaknesses in the operation, supervision and regulation of the global financial system. In retrospect, it is clear that accommodative monetary policies implemented in developed economies played a major role in the build up of current crisis. Risks were hidden in the system but accumulated continuously, thanks to access to cheap money and use of excess leverage in complex financial instruments. Many thought that the use of such instruments would eliminate the risk factor in their portfolios. But unfortunately, the result was just the opposite. Risks were just mounting up for a massive implosion.

Nonetheless, thanks to the coordinated measures taken by governments and central banks, fears of system wide collapse have dissipated. Recent data displays some signs of recovery in the economic activity and normalization in the global financial markets. However, there are still some risks involved in the global



financial system, especially in the Western Banking system. New bout of risk aversion may deteriorate the already fragile banks' balance sheets and feed into the overall banking system. Moreover, as IMF highlighted, not all anticipated write-downs were realized, which in turn imply further potential erosion in the capital structure of the banking system.

It remains to be seen whether recent improvements in the leading indicators will translate into a long lasting and durable recovery, since part of the rebound reflects the impact of the fiscal stimulus packages. Extraordinary policy measures taken since the last quarter of 2008 make it harder to interpret the underlying trends and put us in a cautious stance in extrapolating past patterns into the future.

Esteemed Participants,

At this point let me turn your attention to the developments in Turkey. Turkish economy, which grew for 27 quarters in a row, experienced severe contraction during the last quarter of 2008 and the first half of 2009. The higher share of cyclically sensitive exports, firms' dependence on external financing, and elevated level of production capacity were the factors that exacerbated the severity of the contraction.

Turkey used to be one of the emerging economies with historically high volatility and particular sensitivity to global risk perceptions throughout the 90s. However, this time the impacts of the crisis have remained relatively limited. Sound financial system, low level of household indebtedness and assertive monetary policy stance were the main factors that prevented an outright depression in Turkey.

Our financial system proved to be resilient during the crisis relative to many other emerging economies. Unlike most of its peers, the Turkish banking system did not require any rescue packages or other forms of government support throughout the crisis. In retrospect, the restructuring plans along with the regulatory and supervisory reforms were already put into effect in the wake of 2001 crisis. Banking sector-restructuring efforts, at the cost of imposing a heavy burden on the public budget, enhanced our banking system's resilience to shocks. In some sense, we had already gone through in 2001 what the world has been experiencing today. These regulations have provided our banks with high level of capital adequacy, liquidity and deposit to loan ratios with mild leverage. Balance sheets free of toxic assets and significantly low levels of FX short positions supported the resilience of Turkish banks. In short, the banking sector restructuring program in Turkey paved the way for reaching financial stability and the formation of a sound financial sector.

From a broader perspective, restructuring of the Turkish banking system in the post-2001 period was not a story in itself. On the contrary, there was an array of other provisions that made economic agents to adopt new behavioral norms. Among these, the maintenance of ambitious primary surplus targets should be mentioned first. This not only put fiscal accounts on more rational grounds, but also triggered the banks to resume their traditional role in the economy, -financial intermediary-.

The fundamental change in the monetary policy framework also deserves special attention. The Central Bank of Turkey started implementing inflation targeting regime and it was given independence with the official mandate of price stability. "Financial stability" was set as an auxiliary objective of the Central Bank and the short-term advance channel from the Central Bank to the Treasury was abolished. These developments, coupled with a successful floatation of the national currency, internalized risks to the markets. Potential adverse selection and moral hazard problems, hence, could be effectively avoided. I believe all these helped the banking system and the financial markets as a whole to maintain a resilient and healthy structure.

As of today, the capital adequacy ratio (CAR) of our banking system is close to 20 percent. In the first nine months of this year, the banking sector profit was up more than 30 percent from the same period of last year. Non-performing loans (NPL) constitute about 6 percent of total loans, up 3 percentage points since

last September 2008. According to sensitivity analysis conducted by the Central Bank, even if the NPL ratio increases by 15 percentage points to 21 percent, the CAR would remain well above the target limit 12 percent. In this sense, we are confident that Turkey's well-capitalized and sound financial system is capable of supporting the economic activity along the recovery.

Dear Guests,

In addition to the sound structure of the financial system, low level of household indebtedness relative to other emerging economies was another factor that contributed to the resilience of the Turkish economy during the crisis. Monetary tightening implemented by the Central Bank between 2006 and 2008 played a critical role in curbing the lending growth and thus the rise in the household indebtedness. Prudent and preemptive measures taken by the Banking Regulation and Supervision Agency in the last seven years prevented the spread of exchange rate risk among households. The share of foreign currency-denominated loans in the current debt stock of households is rather small compared to other emerging economies, especially those in Central and Eastern Europe. Financial markets seemed to have appropriately appraised these factors, as the risk premium in Turkey deteriorated by a smaller extent during the peak of the crisis.

Parallel to the contraction in the aggregate demand and sharp drop in commodity prices, inflation in Turkey plummeted markedly. With the reversal of global developments fueling inflation in the last quarter of 2008, the Central Bank took prompt action to cut interest rates and adopted a pioneer role among emerging markets. The analysis conducted by the CBT indicates that policy rate cuts totaling 10 percentage points (1000 basis points) have alleviated the severity of the decline in economic activity. In this respect, we focused on containing potential adverse effects of global financial turmoil on the domestic economy without compromising our price stability objective. Additionally, borrowing and lending rate band has been gradually decreased in order to reduce fluctuations in the overnight interest rates. Also, liquidity need of the market in local currency has been provided in a timely fashion and at the required amount.

We used our foreign exchange reserves primarily to support our banking system. We acted as a blind broker in the FX Market between the financial institutions and shouldered the counterparty risk to facilitate the flow of FX liquidity in the system. Moreover, the maturity of the foreign exchange deposits borrowed by banks from the Central Bank in the FX Deposit Markets was extended and the lending rates were slashed.

Additional FX liquidity in the amount of USD 2.5 billion was provided to the banking system through a 200 basis points reduction in the FX required reserves ratio. And lastly a couple of weeks ago, the required reserve ratio for Turkish Lira was reduced from 6 percent to 5 percent. By this cutback, a permanent liquidity that is equivalent to approximately TL 3.3 billion has been provided to the banking system.

As a consequence of the measures taken by monetary and fiscal authorities, market interest rates today is below the pre-global crisis level in both nominal and real terms. Having neutral interest rates at lower levels during economic recessions is an expected development in well-functioning economies, but it has never been experienced in Turkey before. This development should be perceived as an indicator of the normalization of the Turkish economy.

Distinguished Participants,

Following the developments in the Turkish economy and the banking system, now I want to continue with my views on the future of the global financial architecture. In order to prevent future crises, we definitely need a reformulation of international standards and rules in order to reform the global regulatory infrastructure. Thanks to the global efforts, lessons derived from the crisis have already started to initiate dramatic



changes in the global financial architecture. In the recent G-20 meetings in Pittsburgh and the World Bank-IMF Annual Meetings which took place in Istanbul, member countries confirmed their commitments to the principles of strengthening transparency and accountability, enhancing sound regulation, promoting integrity in financial markets, and reinforcing international cooperation.

In this context the Financial Stability Board (FSB) has been established to address systemic vulnerabilities and to develop and implement strong regulatory and supervisory policies on a global scale. Stronger capital structure, fair compensation schemes, improved accounting standards, revitalizing the securitization markets and broadening supervisory and regulatory base to include shadow banking system are the hot topics for the policy makers.

We strongly support the promotion of the standards that will enhance financial stability through reducing the likelihood of banks getting into difficulties and improving the resilience of the financial sector. We must lay the foundations for a solid infrastructure to ensure that a global crisis of this scale will never happen again. Crisis prevention should be given utmost importance since the next step would be crisis resolution where the public authorities might have to intervene into the markets. These interventions have become less preferred due to the concerns about long-term outcomes such as creating moral hazard among financial institutions. As an example, a capital surcharge for systemically important banks is an option to tackle systematic risk and limit the market advantages that intermediaries derive from being too-big-to-fail or too-connected-to-fail. But the role of such large institutions in supporting the global economy via presenting the benefits of diversification should not be overlooked. Therefore, it is crucial that the effects of reform should be consistent with market efficiency and avoid rigidities that could impair growth, job creation and financial innovation or increase the cost of financial services for customers.

I think that regulators and supervisors should develop effective risk-based supervision systems and continuously analyze the dynamics in the global financial system cautiously in order to prepare their contingency plans. The ongoing crisis has revealed that preventive measures put in place at the local level are not capable of effectively addressing the global problems. Close collaboration among supervisors and regulators at home and in host countries of financial institutions is critical. Central banks and other regulatory institutions should make their findings public through regular reports to increase the risk awareness in the financial markets. As the Central Bank of Turkey, we publish semiannual financial stability reports for this purpose.

All in all, we all agree on the necessity that global supervisory and regulatory architecture should be sustained all around the world without any black holes like tax havens and countries with lax regulations in order to prevent regulatory arbitrage. All these reforms are easier said than done. So it is yet to be seen whether we will be successful on implementing these measures and achieve our goal of sound and stable global financial system.

In conclusion, central banks and other policy makers should identify the risks to the financial stability and manage the crises in coordination with other related parties. The relative calm in global financial markets in recent months should not lead to indolence. Cooperation between regulatory institutions should not be only limited to times of financial distress. Policy makers should focus on creating action plans in good times to better cope with problems should they arise.

As I conclude my speech, I would like to extend my gratitude to the Central Bank of Luxembourg for organizing this pleasant event.

Thank you for your attention.

2. 5TH ECONOMIC FORUM BELGIUM-LUXEMBOURG-ARAB COUNTRIES

Speech given by
Mr. Yves Mersch,
Governor of the Banque centrale du Luxembourg,

on the occasion of the 5th Economic Forum Belgium-Luxembourg-Arab Countries,
Brussels, 17th November 2009

Excellencies, Governor, ladies and gentlemen, good morning,

I am very pleased to be here today, and I would like to thank the *Arab-Belgium-Luxembourg Chamber of Commerce* for inviting me and especially its general secretary Mr. Hijazin.

Based on the agenda of this 5th Economic Forum, I am looking forward to hearing and learning and to explore potential partnerships opportunities between Luxembourg and the Arab countries in the field of Islamic finance, which receives an increasing attention.

In this perspective, I welcome and consider as essential such conferences that promote greater awareness of important developments within international banking. Despite its traditional approach, Islamic finance is a key “innovation” in the financial area since the seventies and I expect that today’s conference will provide an excellent opportunity to exchange information and ideas on current issues relating to this important sector.

While efficient reactions to the global financial and economic crisis have been taken by government and central banks worldwide to stabilise the financial conditions of banks and reduce funding pressures, this unprecedented turmoil reinforces the need to revisit our economic and financial paradigm. The crisis suggests to some to deviate from markets driven economies and behaviours and to explore more ethical and humanistic values to drive sustainable value creation.

One stream in this context is Islamic finance promoting an alignment with the real economy. Based on its prohibition of leverage activities, its principles of justice and participation, Islamic finance is said to contribute to the reduction of the risk perception in the economy and hence its safe recovery¹.

Specialists estimate the volume of Islamic investments to exceed USD 750 billions and the pool of investible assets in the countries of the Persian Gulf and South East Asia to reach USD 5,000 billions².

In this part of the world, a non negligible part of the European population has ethical investment and placement needs based on the Shari’ah that have, so far, not yet appropriately been addressed by the conventional banking offering. As of today, more than 38 millions Muslims live in Europe, representing more than 5% of the population³. Government and financial institutions alike try to cater for these needs.

Intrinsic difficulties for Islamic financial institutions remain however related to the management of their liquidity and I will review how central banks have engaged into different initiatives to solve these issues so far. I will also share with you some considerations on the challenges that may arise when introducing Islamic financial services into the European framework.

1 Chris Morris (2009) *et al.*, “Has the crisis shown the strengths or the weaknesses of Islamic finance?”, IFM Global Market Monitor, 21 October.

2 Gilles Saint Marc (2008), “*Finance islamique et droit français*”, presentation to the Finance Commission of the French Senate, 14 May, page 3.

3 Luis Lugo (2009) *et al.*, “*Mapping the Global Muslim Population*”, Pew Forum on Religion & Public Life, October.



As central bankers in Europe, we welcome a wide variety of banking approaches such as the Islamic one⁴. Our purpose is to focus on the implications for safety and soundness of institutions engaging in Islamic finance and ultimately their potential risk for the banking system. As a result, while banking authorities are committed to adapt and to be accommodating for Islamic finance within the European regulatory framework, it is crucial to continuously ensure a level playing field, requiring from Islamic financial institutions the same high licensing and supervision standards to those expected from conventional ones.

Although banking authorities in Europe are certainly not competent in religious issues and do not intend to replace the official Muslim scholars to take a position and interpret *Shari'ah* precepts, it is important that the banking and financial authorities become more familiar with the principles and practices specific to Islamic finance in order to make appropriate supervisory and regulatory judgments.

As early as 2005, the Banque centrale du Luxembourg was the host of an awareness programme co-organised in Luxembourg with the Islamic Financial Services Board. This was followed by various efforts, supported notably by the Luxembourg government, the fund administrators, the University in order to identify obstacles to solve and opportunities to enhance for the development of Islamic Finance in Luxembourg.

The Government has instructed the tax authorities to come up with proposals in order to have a level playing field and ensure tax neutrality for *Shari'ah*-compliant transactions (essentially Sukuk and Murabaha).

I have participated, along with a number of my colleagues of other central banks, in several conferences both in Europe, the Gulf region and South East Asia, in an effort to stay abreast of developments in this market and to emphasize our continuing interest in this⁵.

This flexible approach for Islamic investment products and services out of Luxembourg originated in the late seventies, when the *Islamic Banking System Holdings Limited Luxembourg* was established as first Islamic financial institution in Europe. This was followed by the establishment of *Takafol S.A.*⁶, a life insurance company in December 1982⁷. Those initiatives paved the way for future successful Islamic development which was continuous since then. According to the most recent statistics, there are today 15 Sukuk listed in Luxembourg for a combined value of EUR 5 billions⁸. Luxembourg is the first jurisdiction in a non Muslim country⁹ for the domicile of *Shari'ah*-compliant funds with nearly 40 funds managed and promoted by leading global investment companies¹. Earlier this year, a major German bank launched its new platform, domiciled in Luxembourg, called *Al Mi'yar* to facilitate the issuance of *Shari'ah*-compliant securities.

Some of the features of *Shari'ah*-compliant investment are designed to attract Western investors looking for socially responsible investment schemes and who are not only interested in the risk/reward relationship of their investment, but who are also concerned with issues of accountability and social responsibility. As you all know, based on the precepts of the *Shari'ah*, Islamic funds invest in ethical and non leveraged enterprises which for those reasons have a low risk profile.

4 Christian Noyer (2009), "Global stability, the future of capital markets and Islamic Finance in France", Euromoney Seminars, Islamic Paris Conference, Paris, 29 September;

5 "3rd Islamic Financial Services Forum: The European Challenge", jointly organised with the Financial Stability Institute and hosted by Banque de France on Islamic liquidity management, Paris, 3 March 2009;

6 Now denominated *Solidarity Takafol S.A.*, based in Luxembourg;

7 Parker (2009), "Luxembourg promotes as domicile of choice for funds", Arab News, 18 May;

8 Amount and number as of 28 October 2009, source Bourse de Luxembourg. For information, on 12 August 2009, the Luxembourg stock exchange has listed a €1.5 billion Sukuk issued by Petroliam Nasional, Malaysian state owned Oil Company.

9 Luxembourg is the 4th domicile for *Shari'ah*-compliant funds in the world with 7% of them following Malaysia (23%), Saudi Arabia (19%) and Kuwait (9%) – see Ernst & Young's *Islamic Funds & Investment Report 2009*, page 72.

Despite the relative success of Islamic financial services in Luxembourg regarding notably the investment funds and the Sukuk, not all of the regulatory challenges raised by these Islamic institutions have been resolved — challenges that arise from looking to introduce Islamic financial principles into a regulatory framework that was structured without these principles in mind. However, these issues are not specific to Luxembourg only and exist in the whole western countries¹⁰.

One example of issues that precisely fits into the role of a central bank is the absence of an appropriate market of *Shari'ah* instruments to facilitate the management of the liquidity needs of Islamic banks or Islamic financial institutions and funds.

The prohibitions of interest rate as well as the lack of a dedicated infrastructure and adequate instruments prevent the Islamic banks from developing a viable value proposition: rejecting leverage and speculative transactions, Islamic banks need to have greater amount of capital and to sustain a higher liquidity ratio than their conventional counterparts. As a result, their activities turn to be less profitable and less competitive compared to those of their conventional counterparts when addressing the same customer segment. The structural obstacles together with the lack of technical and contract standardization ultimately prohibit Islamic financial institutions from succeeding in the competitive financial landscape where consumers make rational choice not only driven by religious principles.

In order to facilitate the emergence of a resilient Islamic financial market in Europe, we have to adapt and shape the infrastructure and supervisory environment to allow efficient and cost effective trading and clearing for a significant number of investment-grade Islamic financial papers across the whole maturity spectrum. In this perspective, it is worth noting that in the current turbulent period, raising finance through Sukuk issuance appears to be cheaper than recurring to conventional bonds due to the burgeoning demand for Islamic instruments¹¹.

To reflect the specific needs of *Shari'ah*-compliant finance, the AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*) and the IFSB (*Islamic Financial Services Board*) are working on developing international supervisory standards for instance to improve the corporate governance frameworks or implement capital adequacy and risk management standards for Islamic financial institutions¹².

In closing, let me emphasize that the Banque centrale du Luxembourg has applied for membership to the Islamic Financial Service Board and would be the first central bank in Europe to participate to this international standard setting organisation. We also second staff to become familiar with Islamic finance and study the before mentioned issues, notably liquidity management.

Despite the lack of detailed and scientific studies about the potential effect of Islamic finance on the price and financial stability, the resilience of Islamic banks to the recent crisis¹³ practically demonstrates the positive diversification effect they could play, contributing therewith to a systemic equilibrium. Moreover, Islamic finance acts as a natural hedging scheme restricting excessive credit boom in so far as it links the supply of financing (what would conventional banks call credit) to the growth rate of the economic activity.

Thank you very much.

10 Cf. Gilles Saint Marc (2008), "*Finance islamique et droit français*", presentation to the Finance Commission of the French Senate, 14 May, page 3. Cf. "*3rd Islamic Financial Services Forum: The European Challenge*", jointly organised with the *Financial Stability Institute* and hosted by Banque de France on Islamic liquidity management, Paris, 3 March 2009;

11 Robin Wigglesworth (2009), "*Islamic bonds spark rush of international interest*", *Financial Times*, 10 November; "Has the crisis shown the strengths or the weaknesses of Islamic finance?", *Global Market Monitor*, 21 October.

12 Norbert Hellmann (2009), "*Finanzkrise taucht Islamic Banking in ein neues Licht*", *Frankfurt Börsen-Zeitung*, 10 November.

13 13 Durmus Yilmaz (2009), "*Islamic Finance: During and after the global financial crisis*", Istanbul, 5 October.

3. CREDIT DEVELOPMENTS IN LUXEMBOURG

Speech by
Mr. Yves Mersch,
Governor of the Banque centrale du Luxembourg,

on the occasion of the Gala CFO World 2009,
Luxembourg, 25 November 2009

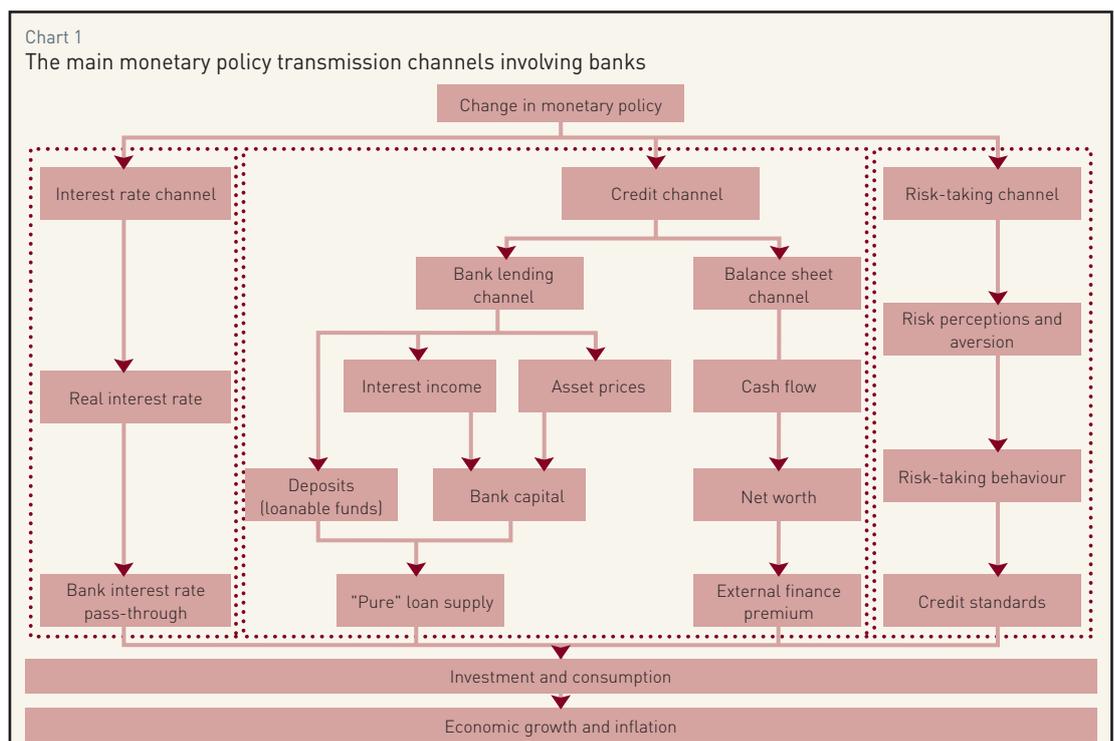
Introduction

Ladies and Gentlemen,

It is a great pleasure for me to be here today and I very much appreciate the opportunity to talk about credit developments in Luxembourg. In times like these the issue could not be more pertinent. Bank lending constitutes one of the most important sources of external financing. To many small- or medium-sized enterprises (SMEs) in particular, bank loans are the only means of external financing available; rather than raising funds directly, for instance through the issuance of bonds or shares, they have to go through a bank to obtain the necessary funds to finance their activities. The importance of credit intermediation cannot be overstated, and a healthy and well-functioning financial sector is therefore part and parcel of a healthy and well-functioning economy.

It goes without saying that a central bank, or a system of central banks, has a keen interest in credit developments. Indeed, credit growth is tightly interlinked with economic activity and inflation developments. Before I talk about actual credit developments in Luxembourg, let me say a few words about the main monetary policy transmission channels involving banks.

Monetary policy transmission channels involving banks



Source: ECB

While most monetary policy transmission channels go through the banking sector, either through the price of credit or through credit volumes, central banks can affect the supply of loans as well as the demand side.

Take the traditional interest rate channel. Cuts in the policy rate affect the investment and consumption decisions of businesses and households only to the extent that they are actually passed on through the banking sector. Banks determine the extent of the pass-through and their lending rates in turn impinge on the demand for loans from firms and households. Note that it is the real rather than the nominal interest rate which matters in this decision-making process. The underlying assumption is that some prices and wages are inflexible (or “sticky”) in the short run. This implies that the aggregate price level adjusts slowly over time, entailing that falls in the nominal interest rate also lead to falls in the real interest rate. This is an important distinction, as it provides a mechanism that enables monetary policy to stimulate the economy even if nominal interest rates hit their zero lower bound. Indeed, an expansion in the money supply can raise expected inflation, thus lowering the real interest rate and providing further stimulus to the economy through the interest rate channel.

Adjustments in short-term interest rates are also transmitted to long-term rates, which ultimately determine investment decisions and decisions about durable consumer expenditure. The expectations hypothesis of the term structure of interest rates is but one mechanism which explains how short-term interest rates may affect long-term rates, namely through an average of expected future short-term rates.

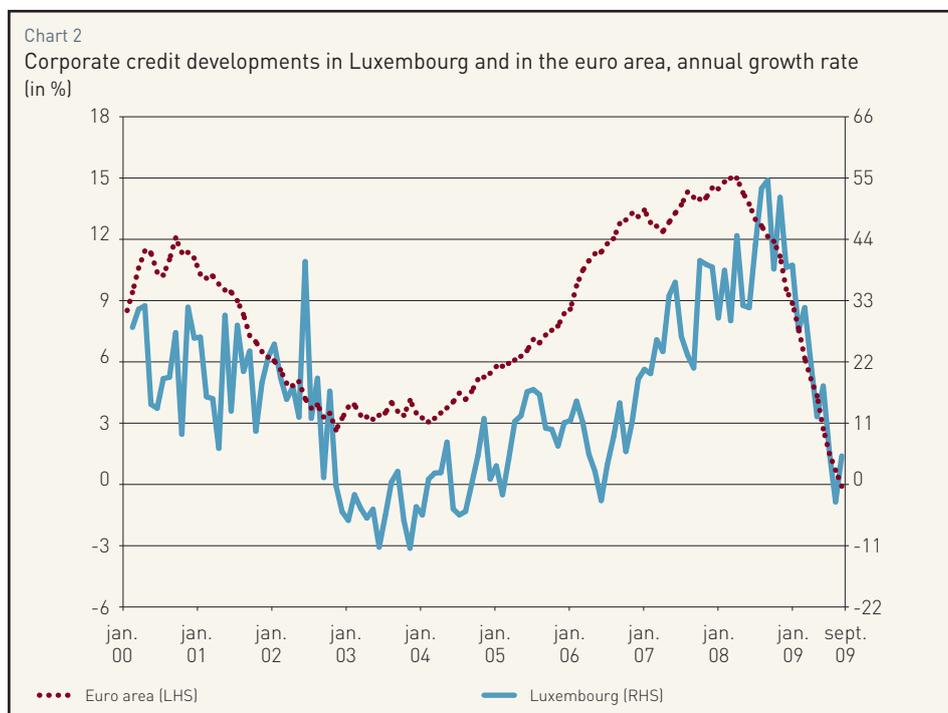
While the interest rate channel largely affects loan demand through the price of credit, monetary policy can also influence loan supply through the so-called credit channel. The credit channel proceeds from the assumption that there are frictions in financial markets, such as asymmetric information and moral hazard. A key function of banks is to overcome such information and incentive problems by screening and monitoring borrowers. The credit channel is made up of two sub-channels. The first is the bank lending channel and works through the liability side of banks’ balance sheets, which in turn triggers certain adjustments on the asset side. Thus, an expansionary monetary policy tends to increase loan supply by raising the availability of funds for banks. The empirical evidence on the existence of a bank lending channel in the euro area is rather mixed though.

However, the bank lending channel can also work through banks’ capital positions. Cuts to the policy rate and a steepening yield curve can raise banks’ net interest income, which in turn affects profitability and hence bank capital. The available evidence indicates that this only holds for countries where banks lend predominantly at fixed long-term rates, however. In fact, the opposite effect is found in countries where banks lend largely at floating or short-term rates. In this context, it should be mentioned that corporate loans in Luxembourg are by and large floating rate loans (or loans with an interest fixation period up to one year), as are mortgage loans; only consumer loans are primarily granted at fixed rates. However, asset price rises following a reduction in policy rates may also raise bank capital through positive valuation effects on banks’ trading books.

The second sub-channel of the credit channel is called the balance sheet channel and works through changes in the quality of the borrower. Through its impact on cash flows and collateral values, monetary policy can affect borrowers’ net worth, which is inversely related to their external finance premium. Owing to the procyclicality of net worth, the external finance premium is thus counter-cyclical and therefore magnifies the impact of changes in short-term rates on credit availability. This spills over into consumption and investment, and finally into economic growth. This mechanism is also known as the “financial accelerator”.

A final monetary policy transmission channel involving banks I wish to allude to is the risk-taking channel. Low interest rates and abundant liquidity may decrease risk aversion and encourage risky investments, as well as leading to laxer credit standards. This raises the supply of bank loans and can have a significant impact on credit growth.

The evolution of credit volumes

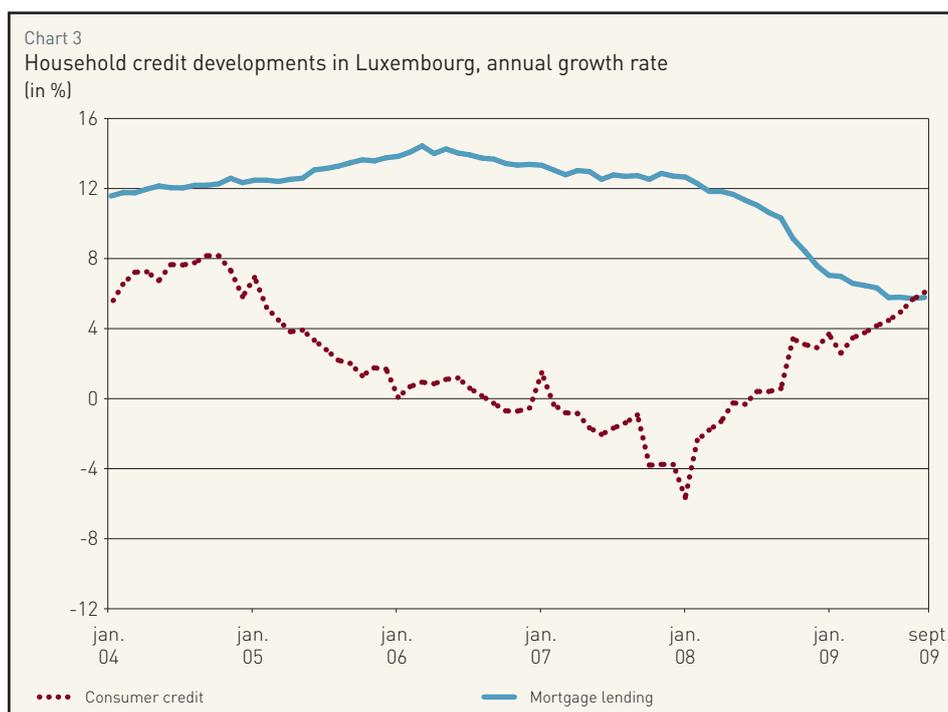


Sources : BCL, ECB

Most notably, corporate credit dynamics rose continuously up until 2008, when they began to unwind rather rapidly, first in the euro area at large and shortly thereafter also in Luxembourg. The pace and magnitude of the decline in the loan dynamics are particularly worrying, with below or near zero growth rates in the third quarter 2009. It is worth emphasising that roughly one year ago, in September 2008, the annual progression of corporate loan volumes in Luxembourg peaked at 54%!

So much for the theoretical background. Let me now move on to how corporate credit volumes have actually evolved in Luxembourg, and how those developments tie in with those at the euro area level. My intention is not to identify the workings of the different monetary policy transmission channels in Luxembourg – this would be a Herculean undertaking! However, it is helpful to keep the theoretical underpinnings in mind when looking at the actual credit developments and the potential underlying explanatory factors.

As you can see in the chart, the underlying trend developments in Luxembourg and at the euro area level coincide, despite the higher volatility in the Luxembourg data.



Source : BCL

As for credit to households, the annual progression of mortgage lending has been on a downward trend since 2006, long before the crisis. However, this downward trend accelerated considerably and the annual growth rate recently stabilised just under 6%. Consumer credit has been progressing steadily since 2008, which represents a trend inversion compared to the preceding years. All in all, household loan dynamics have been much more benign than corporate credit developments.

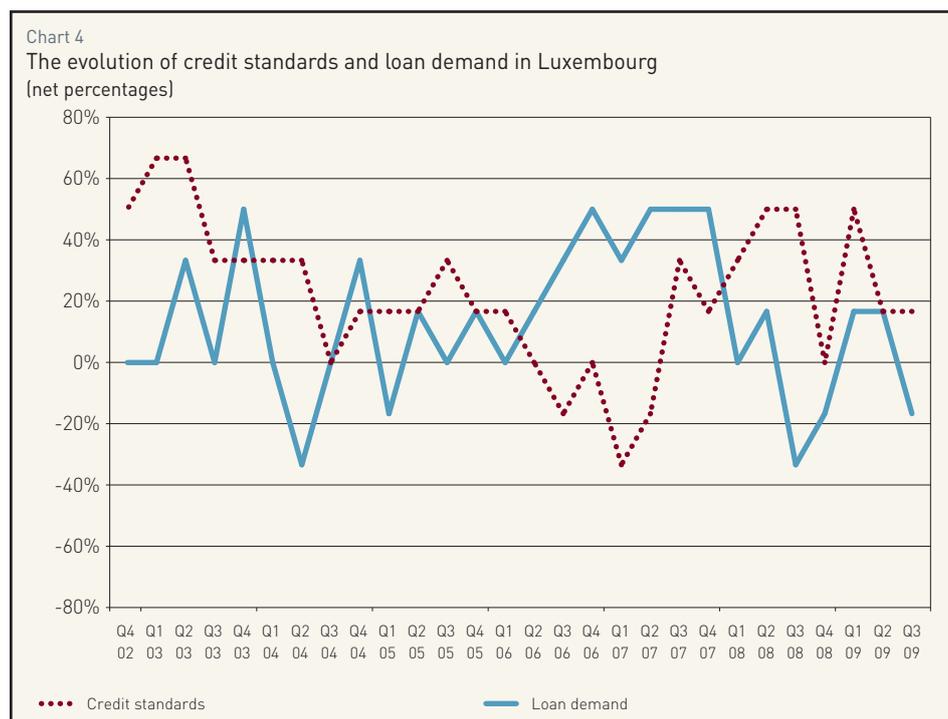
This raises the question as to how and why the corporate credit cycle could take such a rapid U-turn. While the obvious answer is that banks refuse to grant loans in the wake of the financial crisis, this is but one side of the coin.

Disentangling demand and supply

Indeed, the Bank Lending Survey or BLS – a euro area-wide bank survey on quarterly credit developments – strongly indicates that the sharp slowdown in corporate credit expansion is owing to both supply- and demand-side factors.

The graph plots the net unweighted responses provided by the participating banks from the Luxembourg BLS sample. A positive “net percentage” indicates that, relative to the preceding quarter, banks have tightened their credit standards or reported higher loan demand by firms. Conversely, if the respective line is below zero, this points to an easing of banks’ credit standards or a fall in loan demand.

As you can see in the chart, the survey results suggest that banks have been tightening credit standards since the onset of the financial crisis, making it more difficult for companies to finance their activities; lending standards have been tightened in particular for large enterprises. At the same time, however, the period of high loan demand ended shortly after the onset of the financial crisis, and net demand even turned negative on several occasions. The slowdown in loan dynamics is therefore owing to the combined impact of tighter credit standards on the one hand and a deceleration or fall in loan demand on the other.

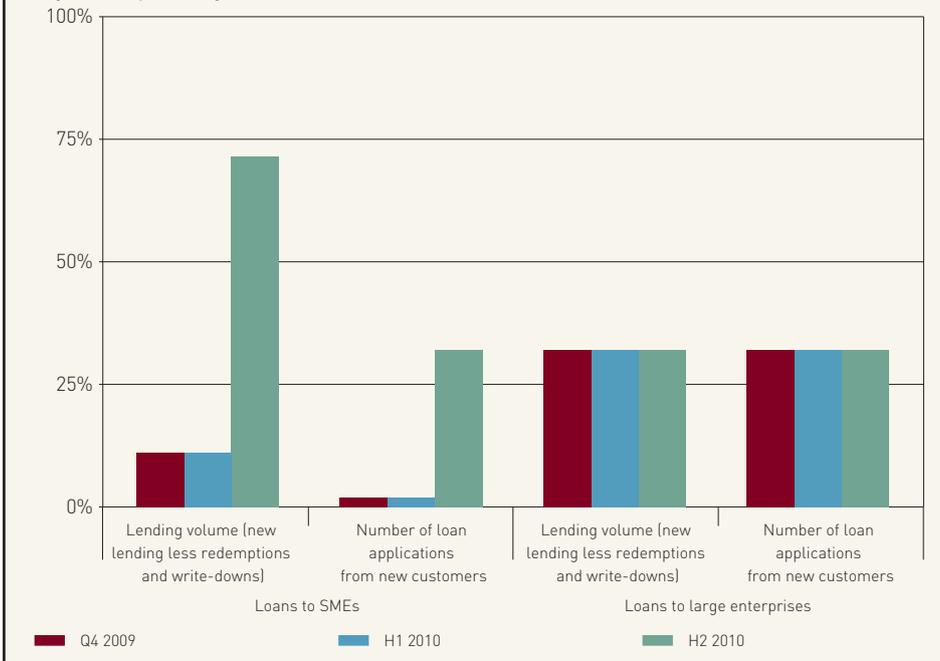


Source : BCL

You may have noticed that the slowdown in loan dynamics is lagging the tightening cycle: while the progression of loans to companies peaked in the third quarter 2008 before it slowed down rather rapidly, the BLS suggests that banks were already tightening credit standards since the early stage of the crisis in the second half of 2007. In other words, the information on credit standards from the BLS serves as a lead indicator. While the correlation between loan growth and credit standards is not perfect, the available evidence suggests that loan growth will stabilise shortly and subsequently pick up in the course of 2010.

This prediction is in line with an ad hoc survey we carried out very recently. The survey questionnaire was sent to four banks with a combined share of roughly 50% of the corporate credit market in Luxembourg. In one of the questions, the four participating banks were asked how they expect corporate lending volumes to evolve. For consistency, the BLS methodology has been used and the results are thus expressed as net percentages. However, the results of the ad hoc survey have been weighted according to the sample shares of the individual banks, while the BLS results are unweighted owing to methodological reasons.

Chart 5
 Expectations regarding lending volumes and loan applications from new customers
 (weighted net percentages)



Source : BCL

As you can see in the chart, the survey results point to a moderate pickup in lending volumes, while lending to SMEs is even likely to accelerate considerably in the second half of 2010. New lending is expected to be the main driver behind the pickup in overall lending volumes, which also encompass loan repayments and write-downs. Banks do not expect a substantial change in loan redemptions over the forecast horizon. As for write-downs on loan portfolios, they do anticipate a rise in write-downs in Q4 2009 and H1 2010, but their mitigating impact on loan dynamics is expected to dissolve entirely in the second half of 2010. Of course, given that banks' expectations pertain to lending volumes rather than credit standards per se, the expected rise in corporate lending should be seen as the interplay of demand and supply.

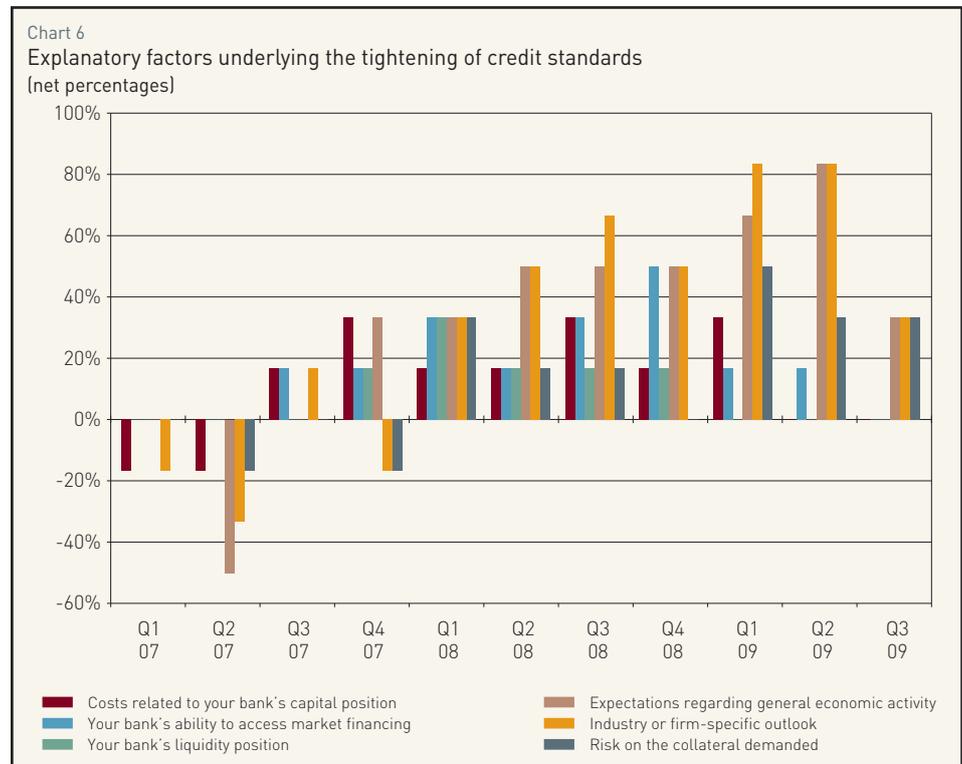
Some information on the demand side more specifically is also available from this ad hoc survey, though. It should be borne in mind that demand is rather difficult to predict, however; moreover, it is worth emphasising that the survey was addressed to loan officers and therefore naturally reflects the assessment of the lender rather than the borrower's point of view. Be that as it may, as you can see in that same chart the four sample banks also expect the number of loan applications from new customers to rise, in particular as regards large enterprises. Loan applications from new SME customers, however, are not expected to rise significantly until the second half of 2010.

There is little doubt that the corporate credit outlook is improving. Nevertheless, it remains legitimate to ask why banks have tightened their credit standards in the first place. First of all, not all banks have. In the BLS, the highest net percentages recorded in one single quarter have not exceeded 50%, the equivalent of 3 banks. Second, the results from the BLS are not weighted by bank size – in line with the methodology applied at the euro area level – otherwise you would see that the tightening is in fact not nearly as broad-based as it seems. But of course the question remains as to why some banks are tightening their lending standards, thereby reducing the supply of loans to enterprises. It is tempting to blame the tightening entirely on the financial crisis. In a way, this is also correct. However, the impact of “pure” supply-side constraints is not nearly as large as one would think. In other words, while it is true that a number of banks are more reluctant to grant loans to companies, this is not solely attributable to market access or to the cost of funds and balance sheet constraints. Indeed, as the next slide shows, the major reason banks have become more reluctant to grant loans to firms is that their risk perceptions have risen sharply.

Since the onset of the financial crisis in 2007, the various explanatory elements pertaining to the banks' cost of funds and balance sheet constraints have indeed contributed to tighter lending standards. However, it is obvious from the chart that the role of these explanatory factors is secondary, while it is banks' risk perceptions that have played a key role. Risk perceptions pertaining to the industry- or firm-specific outlook in particular have contributed to more stringent lending standards. If banks have chosen to restrict lending, it is therefore largely because of the economic downturn; admittedly, "pure" supply-side elements which constrain banks and thereby leave them no choice but to decrease lending volumes also played a role, but a much smaller one than is commonly believed. This evidence can easily be linked up to the theoretical background on monetary policy transmission channels expounded earlier: "pure" supply-side factors pertain to banks' availability of funds, i.e. to the bank lending channel, whereas risk perceptions relate to the quality of the borrower, i.e. to the balance sheet channel.

How have banks implemented their tighter credit standards? The available evidence indicates that banks have strongly cut their lending rates, seemingly suggesting that tighter credit standards have been implemented through an adjustment of non-price rather than price conditions.

The chart plots the evolution of lending rates in Luxembourg, available through the Eurosystem reporting framework since 2003. The data indicate that loans to enterprises are usually floating rate loans (or loans with an interest fixation period up to one year); the chart therefore plots flexible (or short-term) lending rates on new business. Moreover, interest rates may differ substantially



Source : BCL



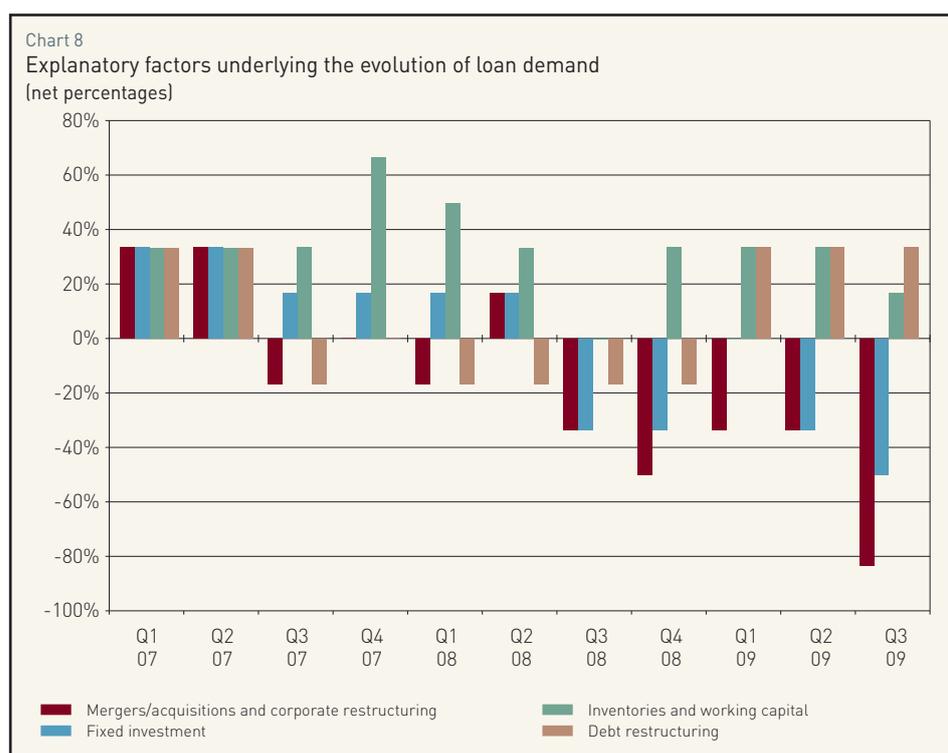
Source : BCL

depending on the size of the underlying loan granted to the counterparty, which is why the reporting framework requires banks to distinguish between small and large loans. As you can see in the chart, there was a substantial reduction in corporate lending rates – for both small and large loans – in line with the monetary policy easing in the euro area. Peak-to-trough, lending rates on small loans have fallen from 6.24% to 2.42% in the twelve months up to September 2009; lending rates on large loans have fallen from 5.55% in September 2008 to 1.93% in September 2009.

However, the reporting framework provides no breakdown by geographical origin of the counterparty; this is unfortunate given that the lending rates are volume-weighted and that about three quarters of outstanding corporate loan amounts granted to companies in the euro area are actually granted to non-domestic enterprises.

The available information does suggest, however, that corporate lending rates have come down sharply, while banks have at the same time reported tighter credit standards. How can this information be reconciled? Were the stricter lending standards implemented through non-price factors, such as loan covenants or collateral requirements? Once again, the answer comes from the BLS. The survey does not point to a substantial tightening of non-price lending conditions, but rather to higher margins. Most notably, banks have signalled higher margins on riskier loans. This scores well with the rise in risk perceptions already noted earlier in the context of explanatory factors underlying the tightening of lending standards. Moreover, it is consistent with non-survey data: margins, as given by the difference between lending rates and three-month EURIBOR rates, have risen since late-2008.

I have talked extensively about the supply of loans. This is because central banks collect a lot of information from the banking sector, either through statistical reporting requirements or in the framework of voluntary surveys banks participate in. Information on the demand side is sparse, which is why I have only mentioned it cursorily, in the context of the BLS and the ad hoc survey we carried out. The BLS does encompass further demand-side questions which are worth looking at in more detail though. Further to this, the next chart plots the key explanatory factors underlying the evolution of loan demand.



Source : BCL

You will remember that loan demand began to slow down in 2008. The chart shows that there are various elements pulling loan demand in opposite directions. Financing needs pertaining to fixed investment and, most notably, to mergers and acquisitions and corporate restructuring, have exerted strong downward pressure on loan demand. At the same time, financing needs pertaining to inventories and debt restructuring have pulled loan demand in the opposite direction. Because there are countervailing factors, the evolution of loan demand is somewhat volatile; however, there is no questioning the fact that generally loan demand has come down since the onset of the financial crisis, in spite of some quarter-on-quarter fluctuations.

Conclusion

To conclude, let me emphasise that the slowdown in corporate loan dynamics is at this stage not fully demystified. What we know for a fact is that loan volumes have ceased to expand at double-digit rates. Although the pace at which loan growth rates have come down is startling, the annual progression of corporate credit has mostly remained positive for now. Moreover, the available information suggests that corporate lending should recover soon and pick up pace in the course of 2010.

I have focused on the supply side because, as a matter of fact, central banks have much more information on lenders than on their counterparties. However, I also underscored that the tightening in credit standards is not as broad-based as the underlying data would suggest. This leaves the demand side, but comprehensive and reliable information on the borrower is notoriously difficult to come by. Perhaps this gap can to some extent be filled at today's conference.

Thank you for your attention.

**4 ANNEXES**

1 Règlements de la BCL	166
2 Circulaires de la BCL	167
3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu)	172
1 Statistiques de politique monétaire	172
2 Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	172
3 Marchés de capitaux et taux d'intérêt	172
4 Données générales sur le système financier au Luxembourg	172
5 Activité bancaire internationale	173
6 Développements des prix et des coûts au Luxembourg	173
7 Indicateurs de l'économie réelle luxembourgeoise	174
8 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	174
9 Balance commerciale du Luxembourg	174
10 Balance des paiements du Luxembourg	174
11 Position extérieure globale	174
4 Publications de la BCL	175
4.1 Bulletin de la BCL	175
4.2 Rapport Annuel de la BCL	175
4.3 Cahier d'études de la BCL	176
4.4 Brochures de la BCL	179
4.5 Matériel d'information de la BCL sur l'euro	179
4.6 Publications et présentations externes du personnel de la BCL	179
4.6.1 Publications de la BCL	179
4.6.2 Présentations externes	180
5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	182
5.1 Rapport Annuel de la BCE / <i>ECB Annual Report</i>	182
5.2 Bulletin mensuel de la BCE / <i>ECB Monthly Bulletin</i>	182
5.3 Etudes ad hoc / <i>Occasional Paper Series</i>	183
5.4 Etudes / <i>Working Paper Series</i>	183
5.5 Brochures d'information / <i>Information brochures</i>	183
6 Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	184



1 RÈGLEMENTS DE LA BCL

RÈGLEMENT BCL 2008/1

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.
(Mémorial A n° 173 du 1.12.2008, p. 2398)

Domaine : Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro

RÈGLEMENT BCL 2008/2

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°2 du 27 janvier 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.
(Mémorial A n° 11 du 30.12.2009, p. 114)

Domaine : Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro

RÈGLEMENT BCL 2009/3

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°3 du 19 février 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.
(Mémorial A n° 34 du 27.2.2009, p. 438)

Domaine : Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro

RÈGLEMENT BCL 2009/4

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N°4 du 29 avril 2009 relatif à la surveillance de la liquidité.
(Mémorial A n° 112 du 18.5.2009, p. 1527)

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

- **Circulaire BCL 98/151 du 24 septembre 1998:** Aspects comptables du basculement vers l'euro
- **Circulaire BCL 98/152 du 6 novembre 1998:** Introduction d'un système de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/155 du 9 décembre 1998:** Rappel des obligations en matière de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/156 du 21 décembre 1998:** Décomposition des corrections de valeur constituées par les établissements de crédit au 31.12.1998
- **Circulaire BCL 99/157 du 17 décembre 1999:** Révision du pourcentage de déduction uniforme de la base de réserve
- **Circulaire BCL 2000/158 du 25 février 2000:** Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié»
- **Circulaire BCL 2000/159 du 11 août 2000:** Application de quotités de valorisation de titres applicables aux titres éligibles «Eligibilité des créances privées néerlandaises»
- **Circulaire BCL 2000/160 du 13 novembre 2000:** à tous les OPC monétaires concernant l'adhésion de la Grèce à l'UEM
- **Circulaire BCL 2000/161 du 13 novembre 2000:** Date de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2000/162 du 13 novembre 2000:** à tous les établissements de crédit concernant l'adhésion de la Grèce à l'UEM
- **Circulaire BCL 2001/163 du 23 février 2001:** La surveillance par la Banque centrale des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2001/164 du 28 mars 2001:** Recensement du marché global des changes et des produits dérivés
- **Circulaire BCL 2001/165 du 5 mai 2001:** Reprise des activités de l'Institut belgo-luxembourgeois du change par la Banque centrale du Luxembourg et le Service Central de la Statistique et des Etudes Economiques
- **Circulaire BCL 2001/166 du 5 juillet 2001:** Instructions concernant les modifications de la collecte de données relative à la balance des paiements
- **Circulaire BCL 2001/167 du 19 novembre 2001:** Dates de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2001/168 du 5 décembre 2001:** Politique et procédures en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2002/169 du 30 mai 2002:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger
- **Circulaire BCL 2002/170 du 5 juin 2002:** à tous les établissements de crédit – Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 2.5 «Bilan statistique trimestriel» et abolition des tableaux statistiques S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié» et S 2.6 «Détail des créances sur la clientèle»
- **Circulaire BCL 2002/171 du 5 juin 2002:** à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois – Modification des tableaux statistiques S 1.3 «Bilan statistique mensuel des OPC», S 2.10 «Ventilation par pays», S 2.11 «Ventilation par devises» et S 2.12 «Détail sur les titres détenus par les OPC»
- **Circulaire BCL 2002/172 du 28 juin 2002:** Protection des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres contre le crime et le terrorisme – aux opérateurs et agents techniques de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
- **Circulaire BCL 2002/173 du 3 juillet 2002:** Modification des Conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit

- **Circulaire BCL 2002/174 du 17 juillet 2002:** Modification de la collecte statistique relative aux taux d'intérêt – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/175 du 17 juillet 2002:** Nouvelle collecte de données statistiques en vue de l'Union économique et monétaire – à tous les établissements de crédit – Modification du tableau statistique S 1. 4 «Ajustements liés aux effets de valorisation»
- **Circulaire BCL 2002/176 du 20 décembre 2002:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/177 du 20 décembre 2002:** Liste de codes-pays pour les déclarations statistiques du répertoire de la balance des paiements et du rapport statistique trimestriel S 2.5 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/178 du 20 décembre 2002:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire BCL 2003/179 du 8 mai 2003:** Obligations de retrait et de transmission de signes monétaires en euros faux ou présumés tels – à tous les établissements de crédit, aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications et aux établissements participant à la manipulation et à la délivrance au public de signes monétaires
- **Circulaire 2003/180 du 11 juin 2003:** 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 2003/181 du 17 novembre 2003:** Modification du système de réserves obligatoires – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2003/182 du 19 décembre 2003:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2003/183 du 19 décembre 2003:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire BCL 2004/184 du 5 mars 2004:** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2004/185 du 10 mai 2004:** 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 2004/186 du 5 novembre 2004:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg
- **Circulaire BCL 2004/187 du 5 novembre 2004:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2005
- **Circulaire BCL 2005/188 du 13 mai 2005:** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2005/189 du 13 mai 2005:** 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 et chèques postaux)
- **Circulaire 2005/190 du 11 juillet 2005:** Collecte des données balance des paiements – Fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts. Traitement particulier en matière de balance des paiements – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)

- **Circulaire 2005/191 du 19 octobre 2005** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire 2005/192 du 19 octobre 2005** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2006 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/193 du 21 mars 2006** : Modification des Conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/194 du 18 avril 2006** : Modification des Conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/195 du 2 mai 2006** : Enquêtes sur l'investissement direct étranger – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/196 du 14 juillet 2006** : Collecte Balance des paiements – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2006/197 du 7 août 2006** : Adoption par la Slovénie de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1^{er} janvier 2007 – Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/198 du 7 août 2006** : Adoption de l'euro par la Slovénie – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/199 du 7 août 2006** : Adoption de l'euro par la Slovénie – A tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2006/200 du 25 octobre 2006** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2007 – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/201 du 25 octobre 2006** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg en 2007 – A tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- **Circulaire 2006/202 du 19 décembre 2006** : Collecte Balance des paiements – Date de mise en place du module de collecte pour les investissements de portefeuille – Modification de la circulaire BCL 2006/196 – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2007/203 du 2 mai 2007** : Enquêtes sur l'investissement direct étranger – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/204 du 20 août 2007** : Adoption de l'euro par Chypre et Malte – A tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2007/205 du 20 août 2007** : Adoption de l'euro par Chypre et Malte – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/206 du 20 août 2007** : Adoption par Chypre et Malte de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1^{er} janvier 2008 – Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)

- **Circulaire 2007/207 du 1^{er} octobre 2007:** Modification des conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/208 du 8 octobre 2007:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2008 – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/209 du 8 octobre 2007:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg en 2008 – A tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- **Circulaire 2007/210 du 16 octobre 2007:** Collecte Balance des paiements – Modification des instructions – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2007/211 du 15 octobre 2007:** Nouvelle collecte statistique auprès des OPC non monétaires – Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires – A tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire 2007/212 du 7 novembre 2007:** Mise à jour des instructions pour la collecte statistique de la BCL – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/213 du 7 novembre 2007:** Collecte balance des paiements – Nouveau module de collecte titre par titre pour les investissements de portefeuille – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/214 du 16 novembre 2007:** Modification des conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2007/215 du 14 décembre 2007:** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2007/216 du 28 décembre 2007:** Transmission des données statistiques par voie de télécommunication – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2008/217 du 21 avril 2008:** 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 2008/218 du 5 septembre 2008:** Adoption de l'euro par la Slovaquie – à tous les organismes de placement collectif
- **Circulaire 2008/219 du 5 septembre 2008:** Adoption de l'euro par la Slovaquie – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2008/220 du 5 septembre 2008:** Adoption de l'euro par la Slovaquie – Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2008/221 du 8 octobre 2008:** Sursis de paiement – Landsbanki Luxembourg S.A. et Glitnir Bank Luxembourg S.A. – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2008/222 du 9 octobre 2008:** Sursis de paiement – Kaupthing Bank Luxembourg S.A. – à tous les établissements de crédit
- **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



3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière consolidée de l'Eurosystème
- 1.2 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.3 Taux directeurs de la Banque centrale européenne
- 1.4 Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres
- 1.5 Statistiques de réserves obligatoires de la zone euro
- 1.6 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg
- 1.7 Position de liquidité du système bancaire

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM de la zone euro (hors Eurosystème)
- 2.2 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.3 Agrégats monétaires de la zone euro
- 2.4 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les IFM de la zone euro aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro – encours
- 3.3 Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats
- 3.4 Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours
- 3.5 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.6 Rendements d'emprunts publics
- 3.7 Indices boursiers
- 3.8 Taux de change

4 DONNÉES GÉNÉRALES SUR LE SYSTÈME FINANCIER AU LUXEMBOURG

- 4.1 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois
- 4.3 Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 4.4 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.5 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois

- 4.6 Evolution de long terme du compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.7 Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois
- 4.8 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois, par contreparties et durées initiales
- 4.9 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois aux ménages et ISBLM de la zone euro, par types et durées initiales
- 4.10 Crédits accordés par les établissements de crédit luxembourgeois, par devises
- 4.11 Crédits immobiliers consentis pour des immeubles situés au Luxembourg
- 4.12 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit luxembourgeois, par contreparties et durées initiales
- 4.13 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les établissements de crédit luxembourgeois, par devises
- 4.14 Evolution du nombre des OPC luxembourgeois
- 4.15 Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois
- 4.16 Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois
- 4.17 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires, par contreparties et durées initiales
- 4.18 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois par devises
- 4.19 Evolution de l'emploi dans les professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.20 Evolution du nombre des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.21 Résultat net agrégé des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.22 Bilan agrégé des professionnels du secteur financier luxembourgeois
- 4.23 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion luxembourgeoises

5 ACTIVITÉ BANCAIRE INTERNATIONALE

- 5.1 Activité bancaire internationale: ventilation géographique
- 5.2 Activité bancaire internationale: ventilation par devises
- 5.3 Activité bancaire internationale: part du Luxembourg

6 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

- 6.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 6.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 6.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange



7 INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE RÉELLE LUXEMBOURGEOISE

- 7.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 7.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 7.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 7.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 7.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

8 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

- 8.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

9 BALANCE COMMERCIALE DU LUXEMBOURG

- 9.1 Balance commerciale du Luxembourg

10 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 10.1 Balance des paiements du Luxembourg: résumé
- 10.2 Balance des paiements du Luxembourg: compte des transactions courantes
- 10.3 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs
 - 10.3.1 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
 - 10.3.2 Balance des paiements du Luxembourg: investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 10.4 Balance des paiements du Luxembourg: investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 10.5 Balance des paiements du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 10.6 Les avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.7 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg: modèle élargi du Fonds Monétaire International

11 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 11.1 Position extérieure globale du Luxembourg: résumé
- 11.2 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements directs
- 11.3 Position extérieure globale du Luxembourg: investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 11.4 Position extérieure globale du Luxembourg: autres investissements - par secteur
- 11.5 Position extérieure globale du Luxembourg: dette extérieure brute
- 11.6 Position extérieure globale du Luxembourg: ventilation géographique des avoirs de portefeuille en titres de participation détenus par les résidents luxembourgeois

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 1999/1, novembre 1999
- Bulletin BCL 1999/2, janvier 2000
- Bulletin BCL 2000/1, juin 2000
- Bulletin BCL 2000/2, septembre 2000
- Bulletin BCL 2000/3, décembre 2000
- Bulletin BCL 2001/1, juin 2001
- Bulletin BCL 2001/2, septembre 2001
- Bulletin BCL 2001/3, décembre 2001
- Bulletin BCL 2002/1, juin 2002
- Bulletin BCL 2002/2 Spécial : stabilité financière, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/3, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/4, décembre 2002
- Bulletin BCL 2003/1, juin 2003
- Bulletin BCL 2003/2, septembre 2003
- Bulletin BCL 2003/3, décembre 2003
- Bulletin BCL 2004/1 Spécial : stabilité financière, avril 2004
- Bulletin BCL 2004/2, juin 2004
- Bulletin BCL 2004/3, septembre 2004
- Bulletin BCL 2004/4, décembre 2004
- Bulletin BCL 2005/1, Spécial : stabilité financière, avril 2005
- Bulletin BCL 2005/2, septembre 2005
- Revue de stabilité financière, avril 2006
- Bulletin BCL 2006/1, septembre 2006
- Bulletin BCL 2006/2, décembre 2006
- Revue de stabilité financière, avril 2007
- Bulletin BCL 2007/1, septembre 2007
- Bulletin BCL 2007/2, décembre 2007
- Revue de stabilité financière, avril 2008
- Bulletin BCL 2008/1, septembre 2008
- Bulletin BCL 2008/2, décembre 2008
- Bulletin BCL 2009/1, mars 2009
- Revue de stabilité financière, avril 2009
- Bulletin BCL 2009/2, septembre 2009

4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport Annuel 1998, avril 1999
- Rapport Annuel 1999, avril 2000
- Rapport Annuel 2000, avril 2001
- Annual Report 2000 – Summary, July 2001
- Rapport Annuel 2001, avril 2002
- Annual Report 2001 – Summary, June 2002
- Rapport Annuel 2002, avril 2003
- Annual Report 2002, June 2003
- Rapport Annuel 2003, avril 2004
- Annual Report 2003, May 2004
- Rapport Annuel 2004, juin 2005

- Annual Report 2004, July 2005
- Rapport Annuel 2005, juin 2006
- Annual Report 2005, August 2006
- Rapport Annuel 2006, juin 2007
- Annual Report 2006, August 2007
- Rapport Annuel 2007, juin 2008
- Annual Report 2007, August 2008
- Rapport Annuel 2008, juin 2009
- Annual Report 2008, August 2009

4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Working Paper N° 1, April 2001
An assessment of the national labour market – On employment, unemployment and their link to the price level in Luxembourg, by Erik Walch
- Working Paper N° 2, November 2001
Stock market valuation of old and new economy firms, by Patrick Lünemann
- Cahier d'études N° 3, Mars 2002
Economies d'échelle, économies de diversification et efficacité productive des banques luxembourgeoises : une analyse comparative des frontières stochastiques sur données en panel, par Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 4, June 2002
Potential output and the output gap in Luxembourg some alternative methods, by Paolo Guarda
- Working Paper N° 5, October 2002
Monetary Transmission : Empirical Evidence from Luxembourg Firm-Level Data, by Patrick Lünemann and Thomas Mathä
- Working Paper N° 6, January 2003
The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective : the case of Luxembourg, by Muriel Bouchet
- Working Paper N° 7, February 2003
The analysis of risk and risk mitigation techniques in payment and securities settlement systems and the impact on central bank's oversight, by Simona Amati
- Working Paper N° 8, April 2003
What to expect of the euro ? Analysing price differences of individual products in Luxembourg and its surrounding regions, by Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N° 9, Octobre 2003
Règle de Taylor : estimation et interprétation pour la zone euro et pour le Luxembourg, par Patrick Lünemann et Abdelaziz Rouabah
- Cahier d'études N° 10, Novembre 2003
Nouveaux instruments de paiement : une analyse du point de vue de la Banque centrale, par Li-Chun Yuan
- Cahier d'études N° 11, June 2004
The New Keynesian Phillips curve : empirical results for Luxembourg, by Ieva Rubene and Paolo Guarda

- Working Paper N° 12, November 2004
Inflation Persistence in Luxembourg : a comparison with EU 15 countries at the disaggregate level, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N° 13, février 2005
Les déterminants du solde de la balance des transactions courantes au Luxembourg, par Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 14, April 2005
Nominal rigidities and inflation persistence in Luxembourg : a comparison with EU 15 member countries with particular focus on services and regulated prices, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Working Paper N° 15, June 2005
Estimating the natural interest rate for the euro area and Luxembourg, by Ladislav Wintr, Paolo Guarda and Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 16, October 2005
Cape Verde's exchange rate policy and its alternatives, by Romain Weber
- Working Paper N° 17, November 2005
Consumer price behaviour in Luxembourg : evidence from micro CPI data, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N° 18, janvier 2006
L'identité de Fischer et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions : l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 19, May 2006
New survey evidence on the pricing behavior of Luxembourg firms, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N° 20, mai 2006
Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg ?, by Christophe Blot
- Cahier d'études N° 21, mai 2006
La sensibilité de l'activité bancaire aux chocs macroéconomiques : une analyse en panel sur des données de banques luxembourgeoises, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N° 22, June 2006
Are Internet prices sticky ?, by Patrick Lünemann and Ladislav Wintr
- Working Paper N° 23, July 2006
The transition from paying to funding : Application to the Luxembourg private sector pension system, by Muriel Bouchet
- Cahier d'études N° 24, avril 2007
Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois, par Abdelaziz Rouabah

- 
- Cahier d'études N° 25, avril 2007
Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg : l'apport des corrélations conditionnelles dynamiques, par Abdelaziz Rouabah,
 - Working Paper N° 26, May 2007
Commuters, residents and job competition in Luxembourg, by Olivier Pierrard
 - Working Paper N° 27, June 2007
Banking output and price indicators from quarterly reporting data, by Abdelaziz Rouabah and Paolo Guarda
 - Working Paper N° 28, November 2007
An analysis of regional commuting flows in the European Union, by Jordan Marvakov and Thomas Y. Mathä
 - Cahier d'études N° 29, février 2008
Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises : une étude sur base agrégée et individuelle, par Yann Wicky
 - Working Paper N° 30, March 2008
Eurosystem Communication and Financial Market Expectations, by Patrick Lünemann and Dirk Mevis
 - Working Paper N° 31, March 2008
A Monthly Indicator of Economic Activity for Luxembourg, by Muriel Nguiffo-Boyom
 - Working Paper N° 32, March 2008
Search in the Product Market and the Real Business Cycle, by Thomas Y. Mathä and Olivier Pierrard
 - Working Paper N° 33, July 2008
Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation, by Gergory de Walque, Olivier Pierrard, Henri Sneessens and Raf Wouters
 - Working Paper N° 34, September 2008
Regional Mc Parity : do common pricing points reduce deviations from the law of one price?
by Thomas Y. Mathä
 - Working Paper N° 35, October 2008
Financial (in)stability, supervision and liquidity injections : a dynamic general equilibrium approach, by Gregory de Walque, Olivier Pierrard, Abdelaziz Rouabah
 - Working Paper N° 36, March 2009
LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis, by Olivier Pierrard and Henri R. Sneessens
 - Working Paper N° 37, April 2009
Regional wages and market potential in the enlarged EU: An empirical investigation, by Thomas Y. Mathä and Allison Shwachman
 - Working Paper N° 38, May 2009
Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications, by Kai Christoffel, James Costain, Gregory de Walque, Keith Kuester, Tobias Linzert, Stephen Millard, and Olivier Pierrard

- Working Paper N° 39, June 2009
Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data, by Patrick Lünemann and Ladislav Wintř
- Working Paper N° 40, September 2009
Pros and Cons of various fiscal measures to stimulate the economy, by Carine Bouthevillain, John Caruana, Cristina Checherita, Jorge Cunha, Esther Gordo, Stephan Haroutunian, Geert Langenus, Amela Hubic, Bernhard Manzke, Javier J. Pérez and Pietro Tommasino
- Working Paper N° 41, September 2009
Liquidity scenario analysis in the Luxembourg banking sector, by Štefan Rychtárik

4.4 BROCHURES DE LA BCL

- "The Banque centrale du Luxembourg in the European System of Central Banks", by Michael Palmer, May 2001
- "In Memoriam Pierre Werner, 1913 – 2002. Un hommage", by Michael Palmer, August 2002
- Brochure de présentation « Banque centrale du Luxembourg » (en français, en anglais et en allemand), juin 2003
- « Chronique de l'immeuble Monterey », par René Link, janvier 2007
- « Exposition Monnaies grecques – Monnaies celtes », janvier 2007
- 1998-2008 – Emergence d'une banque centrale au Luxembourg (brochure publiée à l'occasion du 10^e anniversaire de la BCL), juin 2008
- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2009

4.5 MATÉRIEL D'INFORMATION DE LA BCL SUR L'EURO

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications de la BCL

G. de Walque, **O. Pierrard**, H. Sneessens et R. Wouters. (2009).

"Sequential bargaining in a New Keynesian Model with frictional unemployment and wage-staggering"
Annals of Economics and Statistics. forthcoming.

P. Fegatelli (2009)

"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"
Journal of Financial Stability, forthcoming.

P. Guarda and **A. Rouabah** (2009)

"Bank productivity and efficiency in Luxembourg: Malmquist indices from a parametric output distance function"
in M. Balling, E. Gnan, F. Lierman and J-P. Schoder (eds.) Productivity in the Financial Services Sector, SUERF Studies 2009/4



P. Lünneemann and T. Mathä. (2009).
"Mean reversion and sales"
Applied Economics Letters. 16(12): 1271-1275.

P. Lünneemann and T. Mathä. (2009).
"Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data"
Managerial and Decision Economics. forthcoming.

P. Lünneemann and T. Mathä. (2009).
"Rigidities and inflation persistence of services and regulated prices"
Managerial and Decision Economics. forthcoming.

T. Mathä. (2009).
"Regional mc parity: do common pricing points reduce deviations from the law one price?"
Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv. 145(1): 155-166.

T. Mathä and L. Wintr (2009).
"Commuting flows across bordering regions: a note"
Applied Economics Letters. 16(7): 735-738.

4.6.2 Présentations externes

Seminar at UvA, Amsterdam, March 2009;

4th European Workshop on Labour Markets, Vienna, May 2009;

STATEC seminar, "Le secteur immobilier: Etat des lieux statistique et économique", June 2009.

CESifo Summer Workshop on European Unemployment, Venice, Italy, June 2009;

EALE congress, Tallinn, September 2009;

ICABE (International Conference on Applied Business and Economics), Kavala, Greece, September 2009;

Eurosystem Wage Dynamic Network meeting, European Central Bank, October 2009

DNB seminar, Amsterdam, November 2009;

Technical seminar on labour market issues, Luxembourg, November 2009;

ECB Workshop on "Challenges to monetary policy implementation beyond the financial market turbulence", Frankfurt, November 2009

BoE seminar, London, December 2009;

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

EUROSYSTEME

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

ANNEXES

4

5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site www.ecb.int

5.1 RAPPORT ANNUEL DE LA BCE / ECB ANNUAL REPORT

- Rapport Annuel 2008 / *Annual Report 2008, April 2009*

Les Rapports annuels de la BCE (disponibles en français, anglais et allemand) sont diffusés gratuitement aux abonnés des publications de la BCL.

The ECB Annual Reports (available in French, English and German) are distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.

5.2 BULLETIN MENSUEL DE LA BCE / ECB MONTHLY BULLETIN

Articles parus depuis 2009 / Articles published from 2009 onwards :

- "Housing wealth and private consumption in the euro area", January 2009.
- "Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets", January 2009.
- "New survey evidence on wage setting in Europe", February 2009.
- "Assessing global trends in protectionism", February 2009.
- "The external financing of households and non-financial corporations: a comparison of the euro area and the United States", April 2009.
- "Revisions to GDP estimates in the euro area", April 2009.
- "The functional composition of government spending in the European Union", April 2009.
- "Expectations and the conduct of monetary policy", May 2009.
- "Five years of EU membership", May 2009.
- "Credit rating agencies: developments and policy issues", May 2009.
- "The impact of government support to the banking sector on euro area public finances", July 2009.
- "The implementation of monetary policy since August 2007", July 2009.
- "Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB", July 2009.
- "Housing finance in the euro area", August 2009.
- "Recent developments in the retail bank interest rate pass-through in the euro area", August 2009.
- "Monetary policy and loan supply in the euro area", October 2009.
- "Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of Japan", October 2009.
- "Financial development in emerging economies – stock-taking and policy implications", October 2009.
- "Central bank communication in periods of heightened uncertainty", November 2009.
- "Monetary analysis in an environment of financial turmoil", November 2009.
- "The latest euro area recession in a historical context", November 2009.

La version anglaise du Bulletin mensuel de la BCE est diffusée gratuitement aux abonnés des publications de la BCL.

The English version of the ECB Monthly Bulletin is distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.

5.3 ETUDES AD HOC / OCCASIONAL PAPER SERIES

Depuis 2009 / from 2009 onwards :

- "Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use" by the Eurosystem Household Finance and Consumption Network, January 2009.
- "Housing finance in the euro area" by the Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, March 2009.
- "Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications" by E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel and D. Santabárbara, April 2009.
- "Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets" by R. Ritter, April 2009.
- "Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues" by M. Sturm, F. Gurtner and J. González Alegre, June 2009.
- "Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications" by L. Bê Duc and G. Le Breton, August 2009.
- "Monetary policy strategy in a global environment" by P. Moutot and G. Vitale, August 2009.

5.4 ETUDES / WORKING PAPER SERIES

La liste exhaustive des articles est disponible sur le site de la BCE, www.ecb.int.

A complete list of articles published is available on the ECB website, www.ecb.int.

5.5 BROCHURES D'INFORMATION / INFORMATION BROCHURES

- "The European Central Bank – History, role and functions", 2007
- "How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins", 2007
- "A single currency: an integrated market infrastructure", September 2007.
- "The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", 2nd edition, May 2008.
- "Price Stability – why is it important for you?", June 2008.
- "A single currency – an integrated market infrastructure", September 2008.
- "The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", April 2009.
- "Price stability – why is it important for you?", April 2009.
- "The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market", July 2009.

COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB
 Postfach 160319
 D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
AFN	Avoirs financiers nets	DTS	Droits de tirage spéciaux
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	ECB	European Central Bank
BCE	Banque centrale européenne	ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
BCL	Banque centrale du Luxembourg	EIB	European Investment Bank
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)	EMI	European Monetary Institute (1994-1998)
BEI	Banque européenne d'investissement	EMS	European Monetary System
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	EMU	Economic and Monetary Union
BIS	Bank for International Settlements	ESCB	European System of Central Banks
BNB	Banque Nationale de Belgique	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
		GDP	Gross domestic product
		HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
		IADB	Inter American Development Bank

IGF	Inspection générale des finances	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
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		
OPC	Organisme de placement collectif		



TARGET system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
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

4



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