

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

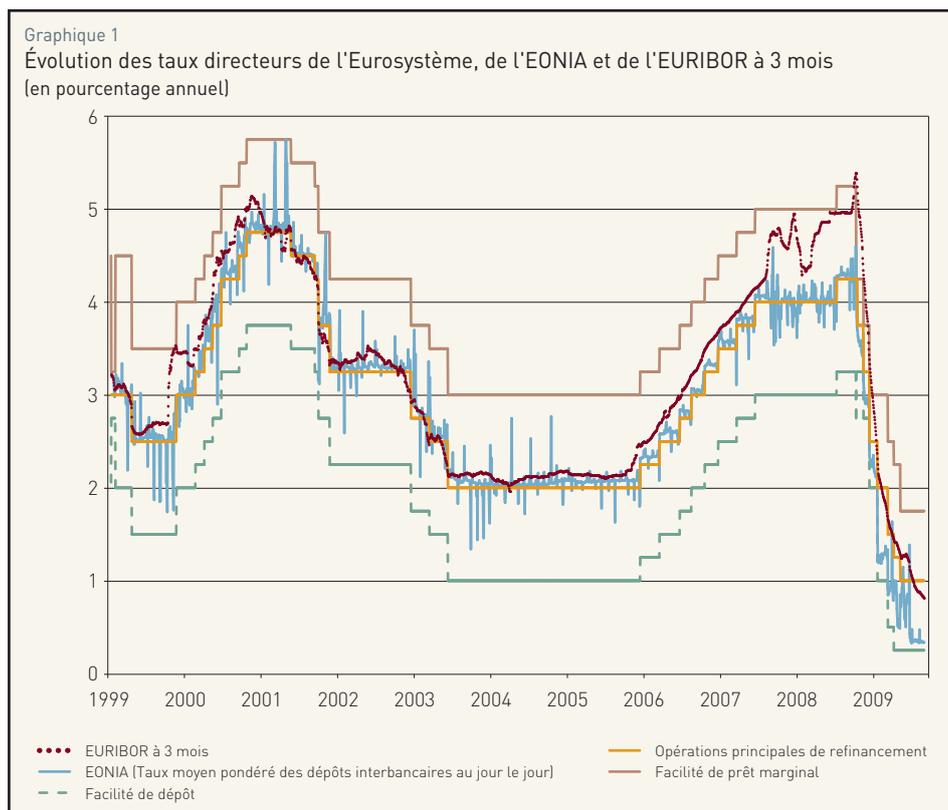
1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	14
1.2	Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro	16
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	17
1.4	Les marchés boursiers	18
1.5	Les taux de change de l'euro	19
1.6	L'évolution des prix à la consommation	20
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	21
1.8	Les projections pour la zone euro	23
1.9	Le commerce extérieur	25
1.10	La balance des paiements	26
2	La situation économique au sein de la Grande Région	29
3	La situation économique au Luxembourg	32
3.1	L'évolution des prix et des coûts	32
3.1.1	Les prix à la consommation et les projections d'inflation	32
3.1.2	Les prix à la production industrielle	37
3.2	L'industrie	38
3.3	La construction	40
3.4	Le commerce et les autres secteurs	40
3.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	42
3.6	Le marché du travail	44
3.7	Le secteur financier	47
3.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	48
3.7.2	L'effectif dans le secteur financier (ou établissements de crédit)	49
3.7.3	Le bilan des établissements de crédit	49
3.7.4	Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les banques luxembourgeoises	57
3.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	59
3.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	66
3.7.7	Les organismes de placement collectif	67
3.8	Le commerce extérieur	71
3.9	La balance des paiements	74
3.9.1	Le compte courant	74
3.9.2	Le compte financier	75
3.10	La croissance économique	79
3.11	Retour sur les projections macroéconomiques de l'été 2009	80
3.12	Les finances publiques	82

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 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, mais en tout cas au-delà de fin 2009.

Outre les décisions sur la fixation des taux directeurs, le Conseil des gouverneurs a prévu trois opérations de refinancement à 12 mois, dont la première a été réalisée en juin ; la prochaine opération est prévue pour le 30 septembre. 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 28 août, l'Eurosystème a acheté des obligations d'achat d'une valeur nominale de 9 482 millions d'euros.



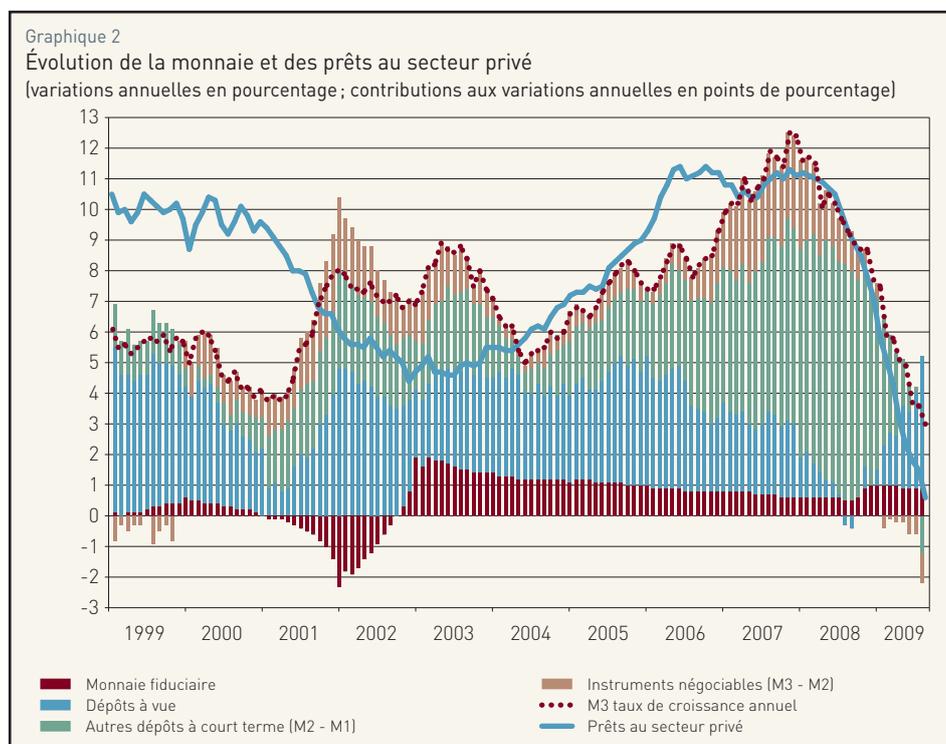
La progression annuelle moyenne de l'IPCH est négative depuis juin, lorsqu'elle s'est inscrite à -0,1%. En juillet, le taux d'inflation annuel s'est élevé à -0,7%; selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH a reculé, en rythme annuel, de -0,2% en août. Ces taux d'inflation temporairement négatifs sont 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, les taux annuels d'inflation devraient redevenir positifs au cours des prochains mois. 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 septembre 2009 établies par les services

de l'Eurosystème prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 0,2% et 0,6% en 2009 et entre 0,8% et 1,6% en 2010. Par rapport à juin, les fourchettes des projections relatives à l'IPCH pour 2009 et 2010 ont été légèrement révisées à la hausse, essentiellement en raison des révisions des prix de l'énergie.

Les dernières informations confortent l'opinion selon laquelle il existe des signes croissants de stabilisation de l'activité économique dans la zone euro et ailleurs. Si au premier trimestre l'activité économique s'est encore contractée de -4,9 %, selon la première estimation d'Eurostat, cette contraction est passée à -4,7 % au deuxième trimestre, alors qu'en rythme trimestriel elle s'est réduite de -2,5 % à -0,1 %. Globalement, la reprise devrait être assez inégalement répartie, compte tenu de la nature temporaire de certains facteurs. Selon les projections macroéconomiques de septembre 2009 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro devrait se situer entre -4,4 % et -3,8 % en 2009, et entre -0,5 % et +0,9 % en 2010. Par rapport à juin, les fourchettes des projections ont été revues à la hausse. Le degré d'incertitude demeure toutefois relativement élevé et le Conseil des gouverneurs s'attend à une volatilité persistante des données disponibles.

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 juillet, soit 3,0 % et 0,6 %, respectivement, sont les plus bas enregistrés depuis le début de la phase III de l'UEM.

L'évolution des différentes sous-composantes de l'agrégat large demeure volatile, notamment en raison des arbitrages de portefeuille liés aux évolutions respectives des taux d'intérêt. Ainsi, c'est surtout l'agrégat étroit (M1) qui affiche une croissance annuelle substantielle (+12,2 % en juillet), en raison des arbitrages opérés en faveur des dépôts à vue et au détriment des dépôts à court terme; ainsi, en juillet, M1 a contribué 5,2 points de pourcentage à la progression annuelle de M3, tandis que la contribution des «autres dépôts à court terme» (M2-M1) est devenue négative (-1,2 points). La contribution des «instruments négociables» (M3-M2) est négative depuis le début de l'année, en raison du recul d'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 -39,5 % en juillet.



Source : BCE

Quant aux contreparties de M3, les taux de croissance annuels des crédits ont largement poursuivi leur tendance baissière. Les prêts aux sociétés non-financières ne se sont accrus que de 1,6 % sur base annuelle en juillet. La progression annuelle des crédits à la consommation est légèrement négative les quatre derniers mois, période lors de laquelle celle des crédits à l'habitat fut négative ou proche de zéro.

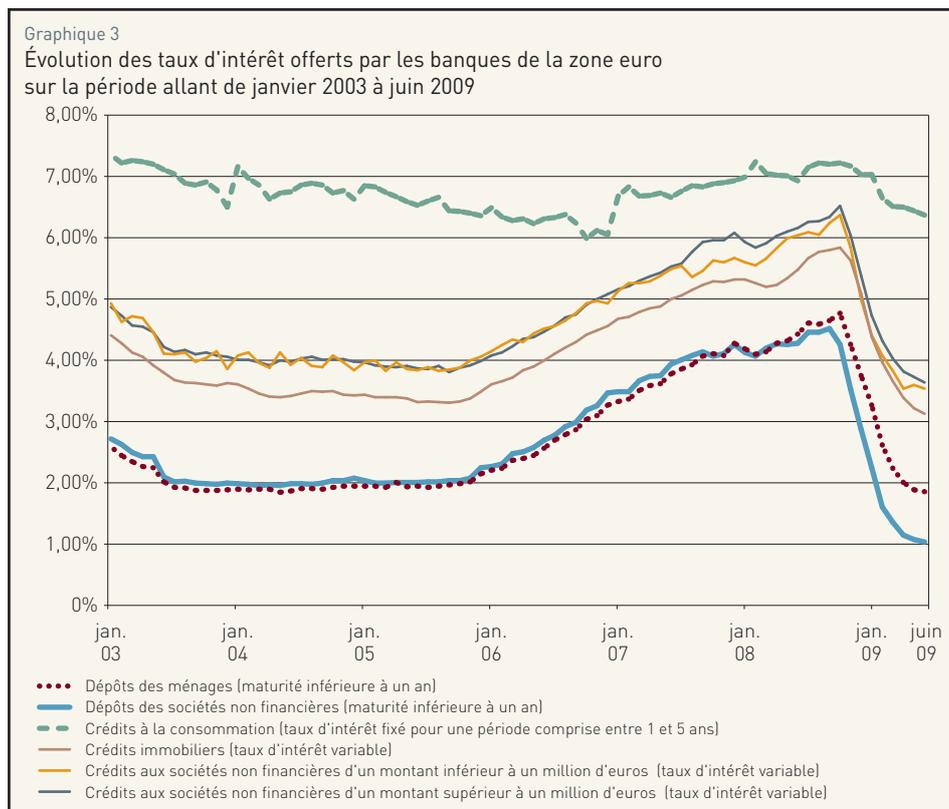
1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT DES IFM DE LA ZONE EURO

Entre décembre 2008 et juin 2009, le taux de refinancement de l'Eurosystème est passé de 2,50 % à 1,00 %, soit une diminution de 150 points de base.

Durant cette période, les nouveaux crédits immobiliers à taux variable proposés par les banques de la zone euro ont vu leur coût passer de 5,09 % à 3,13 %, soit une baisse de 196 points de base. Au cours de la même période, le coût des nouveaux contrats de crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, a diminué de 66 points de base, passant de 7,03 % en décembre 2008 à 6,37 % en juin 2009.

Le coût des crédits à taux variable, destinés aux sociétés non financières, pour des contrats inférieurs à un million d'euros, était en baisse de 174 points de base sur le premier semestre 2009 passant de 5,38 % en décembre 2008 à 3,64 % en juin 2009. Pour les contrats d'un montant supérieur à un million d'euros, la baisse a atteint 172 points de base, de 4,28 % en décembre 2008 à 2,56 % en juin 2009.

Finalement, la rémunération des dépôts à moins d'un an, effectués par les ménages de la zone euro, a baissé de 189 points de base entre décembre 2008 (3,75 %) et juin 2009 (1,86 %); celle des dépôts des sociétés non financières reculait de 183 points de base sur cette période (1,04 % en juin 2009 contre 2,87 % en décembre 2008).



Source : BCL

Sur la période allant de juillet 2003 à novembre 2005, le taux de refinancement de l'Eurosystème a été fixé à 2 %. L'écart entre ce taux et le taux des nouveaux contrats de crédits immobiliers était alors de 131 points de base (en septembre 2005). Cet écart atteignait 181 points de base (en septembre 2005) avec le taux d'intérêt proposé aux sociétés non financières pour des contrats supérieurs à un million d'euros. En juin 2009, avec un taux de refinancement de l'Eurosystème fixé à 1 %, les écarts respectifs de ces deux catégories étaient de 123 et 264 points de base.

1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Depuis la mi-mai 2009, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont affiché une évolution divergente. Entre le 15 mai et le 30 août 2009, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a baissé de 26 points de base dans la zone euro pour augmenter de 31 points de base aux Etats-Unis, s'établissant ainsi respectivement à 3,66 % et 3,44 %. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est nettement resserré pour avoisiner les 22 points de base en fin de période. L'écart de rendement dans la zone euro entre les obligations à dix ans et celles à deux ans s'est, quant à lui, réduit depuis la mi-mai pour retrouver son niveau du premier trimestre 2009.

Au cours de la période étudiée, les rendements obligataires dans la zone euro et aux Etats-Unis ont tout d'abord poursuivi leur mouvement de hausse jusqu'à la fin du mois de mai sous l'effet de l'émission de titres de dette publique de part et d'autre de l'Atlantique. Cette tendance s'est toutefois interrompue au début du mois de juin, période à partir de laquelle les taux à long terme se sont de nouveau détendus, traduisant ainsi un mouvement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs. Cependant, alors que le rendement des titres publics à long terme dans la zone euro s'est par la suite caractérisé par une tendance à la baisse, celui des Etats-Unis a de nouveau augmenté en affichant par ailleurs une volatilité prononcée au gré de l'aversion au risque des opérateurs et des nouvelles émissions obligataires effectuées par le gouvernement américain.

Le programme d'achat de 300 milliards de dollars de bons du Trésor par la Fed a certes permis de contenir cette augmentation, mais l'impact sur l'évolution des rendements de long terme et, ce faisant, sur la courbe de rendements, est demeuré relativement mitigé jusqu'à présent.

L'écart de rendement entre les obligations à deux ans et à dix ans dans la zone euro a, quant à lui, connu une réduction depuis la mi-mai sous l'effet de la détente des rendements de long terme favorisée notamment par la hausse de la demande de titres envers les émetteurs souverains les plus risqués tels que l'Italie, l'Irlande, le Portugal et la Grèce. De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro a poursuivi de manière significative son mouvement de repli entamé depuis le début de l'année 2009, pour revenir à un niveau proche et légèrement inférieur à sa moyenne de 2008. Les écarts de rendement des différents pays de la zone euro ont également continué de se résorber depuis le point culminant atteint au mois de janvier 2009 même s'ils demeurent, au 30 août 2009, à des niveaux historiquement élevés, notamment pour la Grèce et l'Irlande. Dans un contexte marqué par la baisse des primes de liquidité sur les marchés obligataires, ces écarts de rendement persistants reflètent essentiellement les primes de risque relatives à la qualité de la signature des émetteurs souverains. Cette problématique s'illustre par exemple au niveau de l'évolution du rendement sur les titres de dette à 5 ans émis par l'Etat luxembourgeois. L'écart

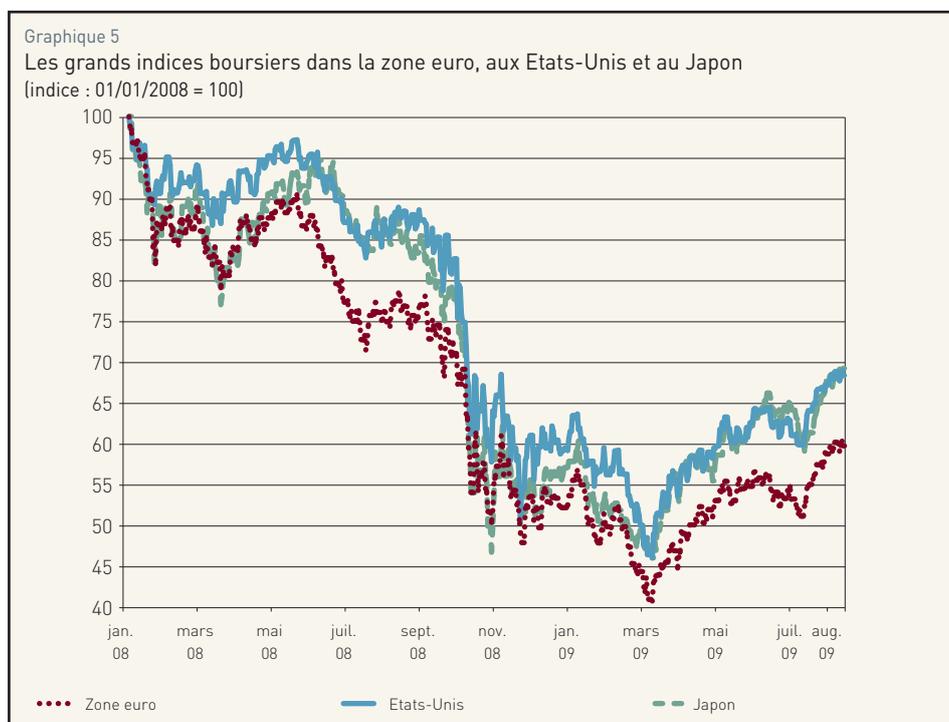


Source : BCE, Bloomberg

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 seulement 10 points de base au 30 août 2009. Le Luxembourg se situe ainsi désormais, au 30 août 2009, en deuxième position des pays de la zone euro, avec un rendement de 2,49% contre 2,39% pour l'Allemagne, 2,61% pour la France et 2,96% pour la Belgique.

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Après avoir observé une pause au cours du mois de mai et du mois de juin, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont globalement poursuivi leur tendance à la hausse à partir du mois de juillet. Entre le 15 mai et le 30 août 2009, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement affiché des gains de 18,3%, 16,5% et 13,7%. Cette progression substantielle, qui s'est par ailleurs accompagnée d'une baisse de la volatilité sur les marchés boursiers, a permis de poursuivre le mouvement de reprise qui avait été amorcé depuis le creux atteint au début du mois de mars, ramenant ainsi les indices à leur niveau d'octobre 2008.



Après la forte hausse enregistrée depuis le début du mois de mars, les principaux indices boursiers internationaux se sont tout d'abord stabilisés au cours du mois de mai, reflétant ainsi l'attente des opérateurs de marché quant aux signes de confirmation d'une éventuelle sortie de crise aux Etats-Unis. Ce *statu quo* a cependant ensuite cédé la place, à partir du mois de juin, à un léger mouvement de correction alimenté par des prises de bénéfices, mouvement qui s'est prolongé au début du mois de juillet, les mauvais chiffres du chômage américain ayant ravivé les incertitudes relatives à l'ampleur et à la durée de la récession et son corollaire, le retour de l'aversion au risque.

A partir de la mi-juillet, les principaux indices boursiers ont nettement rebondi, soutenus par des publications de résultats trimestriels des sociétés supérieurs aux attentes et des indicateurs macroéconomiques globalement rassurants sur le front de l'activité économique et de l'emploi. Au cours de cette période, les gains substantiels engrangés par les marchés d'actions ont concerné l'ensemble des secteurs économiques, mais le secteur financier s'est de nouveau distingué en surperformant les indices de référence. Cette tendance à la hausse s'est poursuivie jusqu'à la fin de la période sous revue, les marchés accompagnant le redressement perceptible de l'économie, soutenu notamment par les perspectives d'amélioration dans le secteur de la construction et de l'immobilier aux Etats-Unis et le dynamisme économique des pays émergents. Cette transition vers un sentiment de sortie de crise a ainsi permis aux investisseurs de renouer avec la confiance en adoptant une attitude favorable à la prise de risque. Dans ces circonstances, la poursuite de la progression des indices boursiers au cours des prochains mois devrait être largement tributaire du caractère soutenable de la reprise économique.

1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre le 15 mai et le 30 août 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, s'est globalement stabilisé autour de sa moyenne de 2008. 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, du yen, du franc suisse et du yuan, mais a en revanche connu une dépréciation face à la livre sterling, à la couronne tchèque, au zloty polonais et au forint hongrois.

Depuis la mi-mai 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 à son niveau d'août-septembre 2008. La crise économique et financière avait redonné une certaine vigueur au dollar américain en tant que monnaie de réserve internationale. La montée de l'aversion au risque avait en effet amené les investisseurs à accorder une préférence pour les actifs libellés en dollars, considérés comme des valeurs refuges, ce qui s'était traduit par des mouvements de capitaux vers les États-Unis, notamment en provenance des bourses des pays émergents. Depuis lors, le mouvement inverse s'est amorcé sous l'effet du regain

d'optimisme suscité par les perspectives de sortie de crise aux États-Unis. Le maintien des taux d'intérêt américains à un niveau proche de zéro pendant une période prolongée, la remontée du prix du baril de pétrole, les mesures non conventionnelles de la Fed marquées, à la mi-mars, par l'annonce du programme d'achat de 300 milliards de dollars 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 largement par le recul de l'aversion au risque et son corollaire, le retour des flux de capitaux vers les pays émergents. Au 30 août 2009, l'euro s'échangeait ainsi contre 1,43 USD, à un niveau inférieur de près de 3% par rapport à sa moyenne de 2008.

Au cours de la période étudiée, l'euro a également poursuivi son mouvement d'appréciation vis-à-vis du yen et du franc suisse. La monnaie japonaise et la monnaie suisse ont ainsi respectivement perdu 4,22% et 0,15% face à la monnaie unique entre le 15 mai et le 30 août 2009. De son côté, la livre sterling s'est fortement appréciée par rapport à l'euro, notamment au cours du mois de mai, à la faveur d'une amélioration du sentiment des opérateurs de marché concernant la situation du secteur financier et les perspectives économiques 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



Source : BCE, Bloomberg



à 175 milliards de livres sterling depuis la décision du 6 août) ne se sont ainsi pas traduites par un affaiblissement significatif de la monnaie britannique. Au 30 août 2009, l'euro s'échangeait tout de même contre 0,88 livre sterling, à un niveau supérieur de 10,3% 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. 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), qui avaient été fortement affectées par la crise financière internationale, ont pour leur part bénéficié 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 appréciés de 8,8%, 5,6%, et 5,4% par rapport à l'euro entre le 15 mai et le 30 août 2009. Les mesures de soutien apportées par les institutions internationales pour éviter que ne survienne une crise de balance de paiements ont contribué à améliorer le sentiment des investisseurs vis-à-vis de ces pays qui pourraient bénéficier, dans un contexte de baisse de l'aversion au risque et de moindre volatilité du marché des changes, d'un retour des opérations de portage au cours des prochains mois.

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 0,2% au deuxième trimestre 2009. Au mois de juin 2009, le taux d'inflation, à -0,1%, est même devenu négatif, une première depuis la compilation de la série de l'IPCH. La désinflation s'est encore accentuée au mois de juillet avec un taux annuel qui est tombé à -0,7%. 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 10,7% au deuxième 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 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 1,1% au deuxième trimestre 2009 pour s'établir à 0,8% en juillet 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 pour devenir négatif en juillet 2009 avec un taux de -1,1%.

Pour ce qui concerne les autres biens, l'inflation des prix des produits manufacturés hors énergie s'est avérée résiliente. La désinflation n'est en effet pas très prononcée puisque le taux annuel n'a baissé que de 0,3pp, passant de 1,0% en octobre 2008 à 0,7% au premier semestre 2009. Ceci s'explique par les effets indirects des fortes hausses des prix de l'énergie intervenues antérieurement et ayant une incidence différée sur les coûts de production. Le rythme annuel des prix des services a baissé plus fortement, passant de 2,6% au cours du deuxième semestre 2008 à 2,2% au premier semestre 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	juillet-09
IPCH global	2,1	3,3	1,0	0,2	-0,7
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	2,8	0,9	-1,1
Produits alimentaires transformés	2,8	6,1	2,1	1,1	0,8
Produits manufacturés hors énergie	1,0	0,8	0,7	0,7	0,5
Energie	2,6	10,3	-6,1	-10,7	-14,4
Services	2,5	2,6	2,2	2,2	1,9
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,4	1,6	1,5	1,2

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 tomber au mois de juillet 2009 à un niveau à peine supérieur au plus bas observé depuis la compilation de la série. 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 de juillet lorsque les anticipations ont atteint un nouveau creux historique.

Pourtant, ces craintes de déflation, qui s'avèrent plus intenses que lors du ralentissement conjoncturel précédent, seront sans doute de courte durée. Si l'inflation a reculé fortement 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 en août s'établit à -0,2%. 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 70\$/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. Désormais, ces effets vont 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'inscrirait dans une fourchette allant de 0,2% à 0,6% en 2009, contre 3,3% en 2008. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir respectivement entre 0,8% et 1,6%. Comparé à l'exercice de juin 2009, les projections ont été légèrement revues à la hausse. Une inflation faible mais toujours positive à un horizon de deux ans demeure compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de la BCE qui vise à maintenir, à moyen terme, les taux d'inflation à un niveau inférieur mais proche de 2%.

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

Au cours du deuxième trimestre 2009, le recul de l'activité économique au sein de la zone euro s'est fortement modéré. Après une baisse de la production de 1,8% au dernier trimestre de l'année passée et de 2,5% au premier trimestre de cette année-ci, la contraction du PIB réel ne se chiffrait plus qu'à 0,1% par rapport au trimestre précédent. En termes annuels, ceci revient à une réduction de 4,7% du PIB réel par rapport au deuxième trimestre 2008, en légère amélioration par rapport à la contraction de 4,9% observée au trimestre précédent.

Le deuxième trimestre de l'année 2009 pourrait donc marquer l'amorce d'une stabilisation de l'environnement macroéconomique. Ce résultat est d'autant plus réconfortant que la performance est supérieure à celle des Etats-Unis, où l'on a observé au deuxième trimestre une contraction du PIB réel

de l'ordre de 0,3% en données non-annualisées. Les deux plus grandes économies de la zone euro, l'Allemagne et la France, ont même affiché des taux de progression trimestriels de 0,3% au cours du même trimestre.

Sur base trimestrielle, la consommation privée s'est stabilisée et a même connu une très légère reprise, ce qui semble en ligne avec le frémissement observé du côté des indicateurs de confiance des ménages en Europe. Le recul de l'inflation des prix à la consommation a pu contribuer à l'évolution de la confiance des ménages.

Les investissements ont quant à eux continué à baisser au second trimestre, mais dans une bien moindre mesure que lors des deux trimestres précédents ; ce constat vaut également pour les exportations. La contribution positive des exportations nettes à la croissance (+0,7 pp) résulte exclusivement du fait que les importations ont davantage baissé que les exportations, signe aussi de la faiblesse de la demande interne.

L'évolution du PIB a par ailleurs bénéficié de la croissance ininterrompue de la consommation publique, qui, dans ces temps de crise, a joué le rôle d'un élément stabilisateur. Il convient de garder à l'esprit que d'autres composantes du PIB, notamment la consommation privée, ont été influencées par les mesures gouvernementales destinées à amoindrir l'impact de la crise, telles que les primes à la casse ou encore les réductions de l'imposition des ménages dans divers pays. La quasi-stabilisation du PIB au cours du deuxième trimestre pourrait en partie ne constituer que le reflet de ces politiques contra-cycliques qui, d'une part, ne peuvent être que temporaires et qui, d'autre part, pèseront sur la soutenabilité des finances publiques en Europe si elles ne sont pas suivies par des stratégies de sortie de crise appropriées.

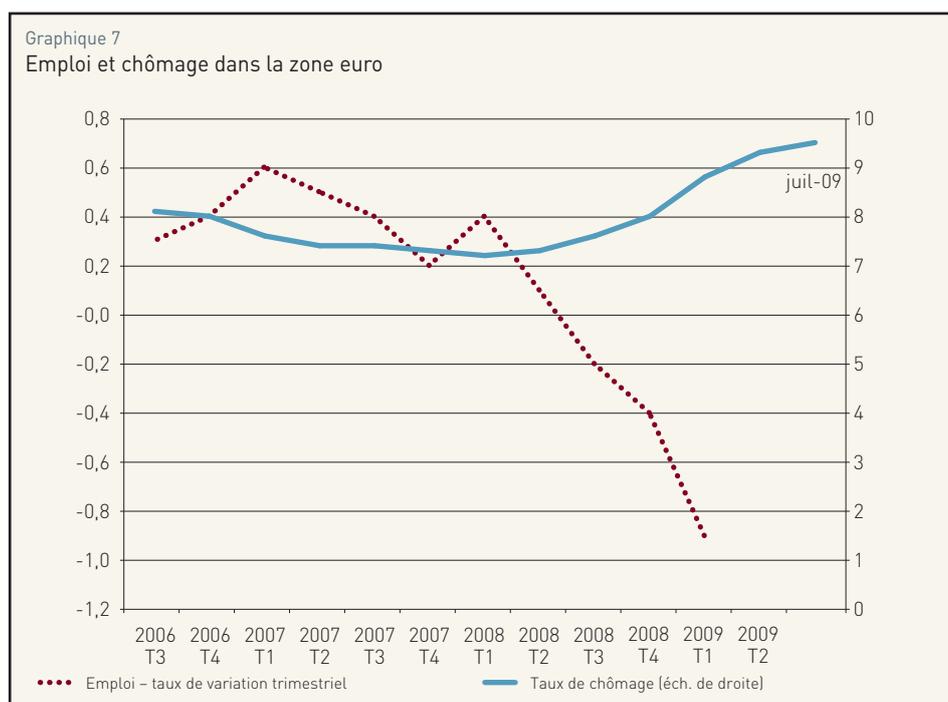
Tableau 2
Croissance du PIB réel et contributions à la croissance
(variations trimestrielles, resp. en points de pourcentage)

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

Source : Eurostat

Si les premiers signes d'une stabilisation de la production ont émergé, la situation sur le marché de l'emploi continue par contre à se dégrader. La croissance de l'emploi a ralenti à partir du deuxième trimestre 2008 et a même affiché des valeurs négatives dès le trimestre suivant. La dégradation s'est accentuée en 2009. Ainsi, au premier trimestre, le repli s'est chiffré à 0,9% ce qui a porté la variation annuelle des pertes d'emplois à -1,3%. L'affaissement de l'emploi s'annonce pire que le recul observé lors de la récession de 1992-1993 et ceci en dépit du recours massif au « chômage partiel ».

La hausse concomitante du chômage est un autre reflet de la dégradation conjoncturelle. 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 à partir du deuxième trimestre 2008 et il s'est établi à 8,2% en fin d'année 2008. Cette ascension s'est poursuivie en 2009. Selon les dernières données disponibles, le chômage se serait hissé à 9,5% en juillet 2009, soit 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, les heures prestées et le chômage d'autre part, la situation morose sur le marché de l'emploi pourrait persister, voire même s'aggraver au cours des prochains trimestres, avant que les premières lueurs d'une stabilisation n'émergent. Il convient également de garder à l'esprit que moyennant le recours à l'instrument du « chômage partiel », bien connu au Luxembourg, mais aussi ailleurs, l'impact de la crise sur l'emploi et le chômage a été (temporairement) atténué. L'expiration de ces instruments risque de mener à une aggravation additionnelle de la situation sur le marché de l'emploi telle qu'elle est reflétée dans les statistiques.



1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Les dernières projections macroéconomiques des organisations internationales se caractérisent par un revirement de tendance. Alors que depuis plusieurs trimestres, les révisions sur la croissance économique étaient à la baisse, aussi bien pour l'environnement international que pour la zone euro, les exercices les plus récents font état d'une stabilisation des anticipations, voire d'une amélioration des perspectives de croissance. Ainsi, en juillet 2009, le FMI tablait sur une amélioration des perspectives de la croissance mondiale. Par contre, pour la zone euro, son scénario de base escomptait un fléchissement de 4,8% du PIB en 2009 suivi d'une baisse de 0,3% en 2010, soit moins favorable que son scénario pour 2009 datant d'avril, mais proche du scénario de l'Eurosystème publié en juin 2009. Plus récemment, la BCE, dans une mise à jour des projections de l'Eurosystème, vient de publier un scénario plus favorable. La variation moyenne du PIB réel se situerait entre -4,4 et -3,8% en 2009 et entre -0,5% et +0,9% en 2010. Par rapport à l'exercice de juin, les révisions à la hausse de la moyenne des fourchettes de croissance sont de l'ordre de 0,5 pp pour 2009 et 2010. Ces ajustements reflètent surtout l'impact mécanique des chiffres publiés récemment par Eurostat concernant la variation du PIB au cours du deuxième trimestre 2009 (-0,1% en variation trimestrielle, après -2,5% au premier trimestre 2009) ainsi que le rebond des indicateurs de confiance depuis leurs creux de mars 2009.

Une stabilisation du PIB réel est attendue pour la seconde moitié de l'année 2009, avant un retour progressif vers des taux de croissance trimestriels positifs au cours de l'année 2010. La fin de la récession n'impliquera pas nécessairement un retour rapide à une croissance soutenue et auto-entretenu. En effet, le redressement sera vraisemblablement marqué par la faiblesse de l'activité mondiale et une incertitude élevée. Pour 2009, la BCE projette, comme d'ailleurs déjà en juin, une variation négative pour toutes les composantes du PIB, hormis la consommation publique. La situation se redresserait graduellement au cours de 2010, pourvu que les politiques fiscales et monétaires expansionnistes, aussi bien dans la zone euro que dans le reste du monde, aient les effets attendus. Ce redressement serait porté par une reprise des exportations, le rétablissement du bon fonctionnement du système financier ainsi que la stabilisation des marchés immobiliers. Néanmoins, le point central des fourchettes de projections resterait négatif en 2010 pour toutes les autres composantes que les exportations à l'exception de la consommation publique.

Tableau 3
Projections macroéconomiques pour la zone euro

	2008	2009	2010
PIB réel - FMI	0,8	-4,8	-0,3
PIB réel - OCDE	0,5	-3,9	
Projections de la BCE			
PIB réel	0,6	-4,4 - -3,8	-0,5 - +0,9
Consommation privée	0,3	-1,3 - -0,5	-0,8 - +0,6
Consommation publique	1,9	1,4 - 2,0	1,0 - 1,8
Investissements	-0,2	-12,1 - -9,9	-5,2 - -1,2
Exportations	0,9	-16,2 - -13,6	-0,6 - 2,4
Importations	1,0	-13,6 - -11,0	-2,3 - 2,1

Sources : BCE et FMI

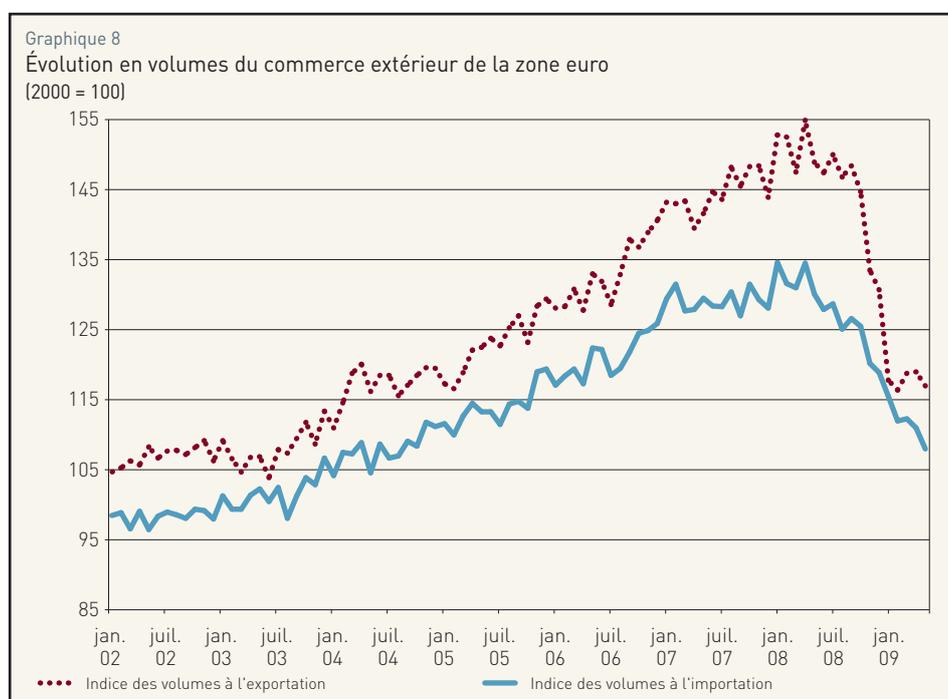
Ainsi, il faut s'attendre à ce que la plupart des composantes du PIB fléchissent sur deux années consécutives. La consommation privée enregistrerait une baisse en glissement annuel comprise entre -1,3% et -0,5% en 2009 et une variation entre -0,8% et 0,6% en 2010. La consommation publique se placerait, quant à elle, sur un sentier de croissance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,4% et 2,0% en 2009 et entre 1,0% et 1,8% en 2010. Enfin, la formation brute de capital fixe exercerait un effet pénalisant sur l'activité économique, avec un taux de variation annuel compris dans un intervalle de -12,1% à -9,9% en 2009 et de -5,2% à -1,2% en 2010. Cette évolution nettement défavorable proviendrait de la faiblesse de la demande mondiale, de l'utilisation particulièrement basse des capacités de production et des perspectives marquées par une incertitude élevée. A cela s'ajoute la baisse de l'investissement résidentiel dans certains pays de la zone euro confrontés à un ajustement du marché de l'immobilier. Sous l'effet de la chute du commerce international, les exportations afficheraient le recul le plus conséquent en 2009. Leur taux de variation s'établirait entre -16,2% et -13,6%, pour se stabiliser graduellement avant de redémarrer modérément au cours de l'année 2010. Néanmoins, en moyenne annuelle, leur évolution resterait modeste en 2010.

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 découlant des importants plans de relance macroéconomiques en cours ainsi que d'autres mesures prises par les autorités pourraient être plus importants que prévu. La confiance pourrait également s'améliorer plus rapidement qu'on ne le prévoit actuellement. En revanche, des inquiétudes subsistent en ce qui concerne les facteurs potentiels suivants : une incidence plus forte des perturbations affectant les marchés financiers sur l'économie réelle, une évolution plus défavorable du marché du travail, l'intensification de pressions protectionnistes et, enfin, une évolution négative de l'économie mondiale sous l'effet d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Au premier semestre 2009, le commerce extérieur de la zone euro a continué à se détériorer sous les effets négatifs de la crise économique internationale. Les exportations de biens se sont ainsi contractées successivement de 21 % et de 24 % aux premier et deuxième trimestres 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 des indices de volume montre que cette baisse a débuté au second trimestre 2008 et qu'elle s'est intensifiée particulièrement entre octobre 2008 et février 2009, dans le sillage de la crise financière internationale (voir graphique). Depuis mars 2009, on constate toutefois une relative stabilisation de l'indice des volumes à l'exportation. En ce qui concerne l'indice des prix à l'exportation, sur les cinq¹ premiers mois de 2009, il affiche une baisse moins marquée que l'indice des prix à l'importation, contribuant ainsi à l'amélioration des termes de l'échange.

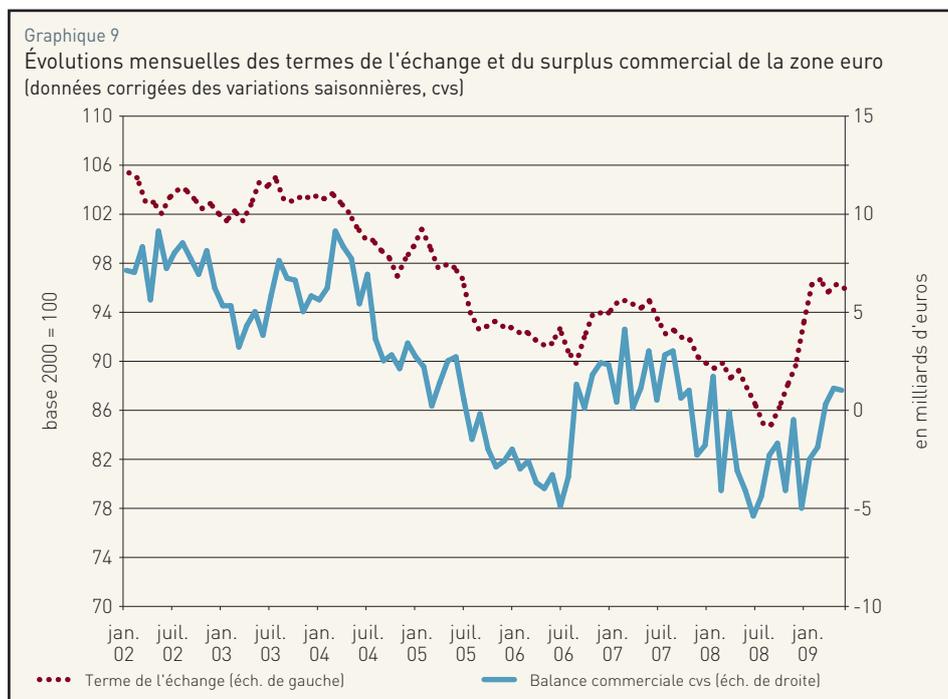
S'agissant des importations de la zone euro, leur recul en termes nominaux intervenu depuis le dernier trimestre 2008 (-2,3 % en rythme annuel) s'est intensifié au premier (-20,8 %) et au deuxième (-26,5 %) trimestre 2009. L'évolution des indices de volume indique également une baisse régulière des importations à partir du deuxième trimestre de 2008 (-1,28 %). Cette baisse atteint successivement -3 %, -4 % et -7 % au quatrième trimestre de 2008, aux premier et deuxième trimestres de 2009. Si l'indice des valeurs unitaires à l'importation était en hausse régulière sur les trois premiers trimestres 2008 (+3 % en moyenne), il s'est contracté successivement de 5,5 % au dernier trimestre de 2008 et de 7,8 % au premier trimestre 2009. Ce développement reflète essentiellement l'évolution du prix du pétrole sur cette période.



Compte tenu des évolutions dans les exportations et dans les importations de biens, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un faible déficit de 1,2 milliard d'euros sur les deux premiers trimestres de 2009 comparé à un déficit de 13 milliards sur la même période de 2008. Par ailleurs, après cinq trimestres successifs (depuis le premier trimestre 2008) où la zone euro a enregistré un solde négatif de son commerce extérieur, le solde commercial s'est à nouveau retourné pour devenir positif depuis le second trimestre 2009. Cette évolution 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 principales catégories de biens montre

1 A la date d'arrêt de ce bulletin, les données de juin 2009 relatives aux indices du commerce et à la ventilation par pays partenaire n'étaient pas disponibles.

d'ailleurs une forte réduction (-37%) du déficit dans les produits énergétiques qui atteint 95 milliards d'euros sur le premier semestre 2009. Le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est lui aussi fortement contracté au premier semestre 2009 (-48% à 9 milliards d'euros).



Source : Eurostat

Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules s'est contracté de 44% à 54 milliards d'euros au premier semestre 2009. Le surplus sur les produits chimiques s'est également réduit de 7% à 43 milliards. En revanche, l'excédent sur les produits manufacturés classés d'après la matière première a progressé de 34% à 18 milliards d'euros au premier semestre 2009.

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

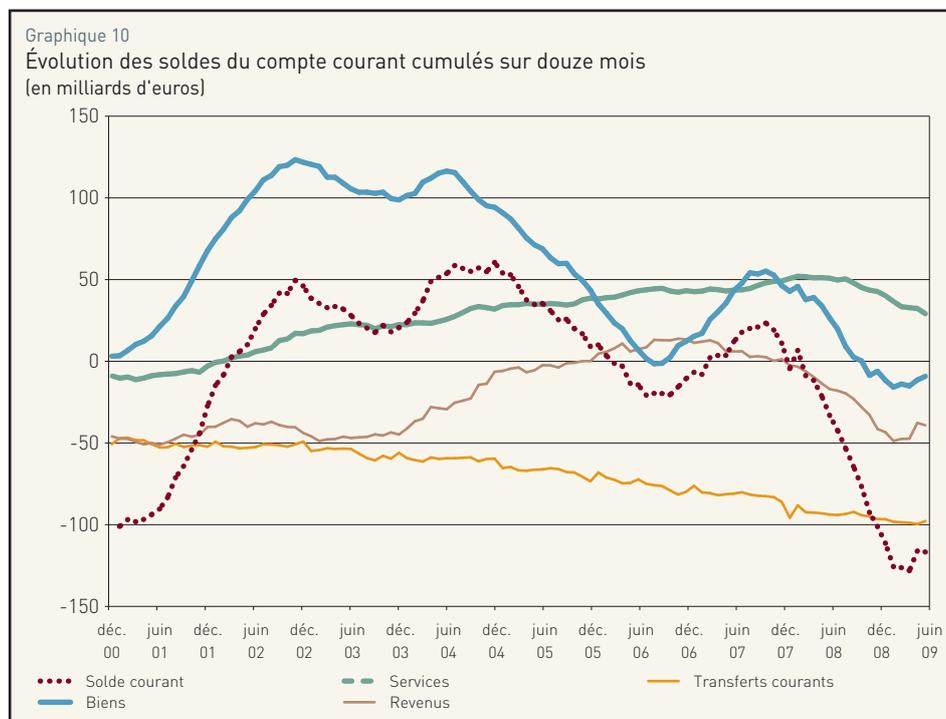
(-21% à 20 milliards d'euros sur les cinq premiers mois de 2009), les États-Unis (-55% à 10 milliards), la Suisse (-37% à 5 milliards), la Pologne (-40% à 6,5 milliards), la Roumanie (-59% à 2 milliards) et la Turquie (-59% à 2 milliards d'euros). Les déficits commerciaux se sont réduits également dans les échanges avec la Chine (-10% à 39 milliards sur les cinq premiers mois de 2009), la Russie (-50% à 9,6 milliards), la Norvège (-19% à 9,6 milliards) ainsi que le Japon (-36% à 6,8 milliards). Finalement, suite à la forte réduction du prix du pétrole, le solde des échanges avec les pays membres de l'OPEP s'est retourné en dégageant un excédent de 2 milliards d'euros sur les cinq premiers mois de 2009 comparé à un déficit de 23 milliards sur la période correspondante de 2008.

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Après avoir enregistré un solde négatif pour chacun des quatre trimestres de 2008, la balance courante de la zone euro a poursuivi sa détérioration sur les deux premiers trimestres de 2009, avec des déficits respectifs de 42 milliards et de 21,5 milliards d'euros. Le déficit cumulé sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009 atteint ainsi 116 milliards d'euros (soit 1,3% du PIB) contre 33 milliards en juin 2008 (voir graphique). Cette dégradation est consécutive à une détérioration de tous les principaux soldes de la balance courante. Le solde des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, s'est retourné au second semestre de 2008, avec l'apparition d'un déficit de 9,6 milliards d'euros, comparé à un excédent de 23 milliards au même semestre de 2007. Au premier semestre 2009, la contribution des marchandises s'est ainsi avérée trop modeste, le surplus s'étant établi à 0,5 milliard d'euros sur fond d'une détérioration marquée des échanges de biens suite à la crise économique mondiale (cf. section 1.9 ci-dessus). La balance courante de la zone euro a également subi une évolution défavorable dans le solde des services dont le surplus s'est contracté de plus de 40% pour s'établir à 29 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009, contre

51 milliards sur la période correspondante de 2008. Cette dégradation s'explique également par la crise économique mondiale dont les effets négatifs sur les exportations de services se sont amplifiés sur les deux premiers trimestres 2009 avec des baisses successives de 7% et 10% en rythme annuel.

S'agissant du solde des revenus, jusqu'en juin 2009 les taux de rendement dans la zone euro étaient relativement élevés (Cf. section 1.3 ci-dessus) occasionnant une hausse des revenus versés au reste du monde. En conséquence, le solde des revenus qui s'était déjà retourné dès le début de l'année 2008 a poursuivi sa détérioration au premier semestre 2009, avec un déficit cumulé de 39 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009, contre 17 milliards sur la période correspondante de 2008. La hausse de 4% dans le déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 98 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009, s'explique en grande partie par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales.



Source : BCE

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 353 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009 contre 137 milliards sur la période correspondante de 2008. Cette évolution positive résulte essentiellement des transactions sur investissements de portefeuille qui se sont caractérisées, d'une part, par des ventes nettes de titres étrangers par les résidents de la zone euro et, d'autre part, par des achats massifs des titres de dette de la zone euro par les non-résidents.

S'agissant des transactions sur titres de participations, dans un contexte d'incertitude accrue sur les marchés boursiers suite à la crise financière, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard de titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en actions étrangères. Ainsi les résidents ont vendu les actions étrangères, surtout à partir du troisième trimestre 2008, occasionnant des entrées de 130 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009. Sur cette même période, les non-résidents ont également désinvesti dans les actions de la zone euro, à concurrence de 132 milliards d'euros. Au total, les rapatriements des fonds par les non-résidents ont légèrement dépassé ceux des résidents, occasionnant des sorties nettes de 1,8 milliard sur actions.

Dans les titres de dette, les résidents ont rapatrié leurs fonds placés à la fois dans les obligations étrangères et dans les instruments du marché monétaire, occasionnant des entrées nettes de 153 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009 (essentiellement entre septembre 2008 et mars 2009, au plus fort de la crise). Sur la même période, en raison des taux de rendement relativement élevés dans la zone euro, les non-résidents ont en revanche manifesté une forte préférence pour les titres de dette



émis par la zone euro, ce qui s'est traduit par des entrées en hausse à 226 milliards pour les instruments du marché monétaire (contre 30 milliards sur la même période de 2008) et des entrées de 222 milliards pour les obligations. Au total, les entrées nettes sur investissements de portefeuille se sont donc établies à 599 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009 contre 89 milliards sur la même période de 2008.

Les entrées nettes ci-dessus ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'autres investissements et d'investissements directs. La progression des sorties nettes d'investissements directs (160 milliards sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009 contre 140 milliards sur la même période de 2008) s'explique par une forte hausse des prêts consentis par les entreprises résidentes à leurs filiales étrangères. Les flux d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) se sont caractérisés par des sorties nettes cumulées de 107 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2009. Cette évolution s'explique par une réduction des engagements des autres institutions financières monétaires et des autres secteurs dans une moindre mesure.

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU SEIN DE LA GRANDE RÉGION

La présente contribution fournit un examen succinct de l'évolution économique au sein de la Grande Région, qui est composée de la Wallonie, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Lorraine et du Luxembourg. Il s'agit d'une mise à jour de contributions déjà parues dans les Bulletins successifs de la BCL.² L'importance accordée aux évolutions économiques dans la Grande Région est liée au degré d'ouverture considérable de l'économie luxembourgeoise, notamment envers les régions limitrophes. On trouvera une description détaillée de la situation économique au Luxembourg au point suivant du présent Bulletin.

Des projections macroéconomiques intégrées, qui reposent sur les « Perspectives économiques 2009-2014 » du Bureau Fédéral du Plan, ont été publiées en juillet par l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS) et par ses homologues de la région de Bruxelles-Capitale et de Flandre. Ces projections laissent augurer une diminution du PIB wallon en volume de 3,8 % en 2009, après une croissance de 1,3 % en 2008. La **Wallonie**³ ne renouerait que de justesse avec une croissance économique positive en 2010, la progression du PIB en volume se limitant à 0,2 %. La formation brute de capital fixe – y compris les investissements publics – connaîtrait un basculement particulièrement sensible en 2009. Alors qu'elle s'accroissait encore de façon soutenue en 2008, à raison de 5,9 %, elle accuserait en effet un recul de près de 5 % en 2009. L'ensemble de la structure de production wallonne serait touchée par la récession économique en 2009 et 2010. La forte contraction des échanges internationaux enregistrée dès la fin de 2008 devrait d'abord affecter les branches de l'industrie manufacturière. Les services marchands ne tarderaient toutefois pas à être rattrapés par le fort ralentissement économique global.

L'emploi wallon subirait avec un certain décalage dans le temps l'impact de la récession. L'emploi total reculerait en effet de 1,1 % en 2009 et davantage encore, à raison de 1,4 %, en 2010. Ce n'est qu'en 2013 que l'emploi retrouverait son niveau de 2008. Dans ce contexte, le taux de chômage « concept Bureau du Plan », qui inclut les chômeurs âgés non demandeurs d'emplois, passerait de 17,1 % en 2008 à 18,3 % l'année suivante, avant de passer le cap des 20 % (soit 20,3 %) en 2010.

Ce climat maussade est confirmé par l'évolution de l'indicateur de confiance des consommateurs wallons, établi en commun par l'IWEPS et par la BNB. Cet indicateur s'est établi en juillet au niveau particulièrement bas de -26, comme en juin, soit bien en deçà du niveau atteint avant la survenance de la crise économique et financière. Il convient toutefois de noter que l'indicateur s'est quelque peu amélioré par rapport au creux d'avril [-32].

Selon des statistiques présentées le 29 juin 2009, le PIB de la **Rhénanie-Palatinat**⁴ aurait progressé de 1,2 % en 2008, soit un taux légèrement en retrait de la croissance enregistrée par l'Allemagne dans son ensemble (+1,3 %). La construction a fait preuve d'un assez grand dynamisme, sa valeur ajoutée brute en volume ayant augmenté de quelque 3,6 % par rapport à 2007. En revanche, la progression de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière hors construction s'est limitée à 0,7 %. Cette situation pourrait être imputable aux premiers effets de la crise économique et financière sur l'industrie manufacturière du Land. Ce dernier se caractérise en effet par un degré d'ouverture (exportations à l'étranger sur chiffre d'affaires) particulièrement élevé, ce qui a accentué sa vulnérabilité à la nette décrue du commerce mondial. Seuls les Länder de Brême et du Bade-Wurtemberg présentent un degré d'ouverture plus élevé que la Rhénanie-Palatinat.

2 Cf. Bulletins 2002/1, 2003/1, 2004/2, 2005/2 et 2006/1, 2007/1 et 2008/1 de la BCL.

3 Les commentaires relatifs à la Wallonie sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS) et de la Banque nationale de Belgique.

4 Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz).



Le retournement de l'activité s'est confirmé au cours du premier trimestre de 2009. Par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente, l'industrie a en effet accusé une diminution de quelque 20,3 % de son chiffre d'affaires, contre 20,6 % pour l'Allemagne dans son ensemble. Les exportations de biens de la Rhénanie-Palatinat se sont, quant à elles, effondrées de 22,9 % par rapport au premier trimestre de 2008. Elles ont cependant été beaucoup mieux orientées en avril 2009 (+15,3 % par rapport à mars mais toujours -14,2 % par rapport à avril 2008).

L'emploi subit l'incidence de ce climat morose. Alors qu'il s'était accru de 1,3 % en 2008, il a en effet enregistré une croissance strictement nulle au cours du premier trimestre de 2009 (par rapport au premier trimestre de 2008). Le recours à la « Kurzarbeit » aurait littéralement explosé, environ 50 000 personnes étant concernées par ce dispositif en mars 2009 contre moins de 5 000 en moyenne en 2008.

En 2008, l'inflation a atteint 2,5 % en Rhénanie-Palatinat, soit 0,1 % de moins que la moyenne nationale. L'inflation s'est sensiblement ralentie au cours des cinq premiers mois de 2009, le taux mensuel de mai étant même négatif.

La **Sarre**⁵ a vu son PIB s'accroître de 1,6 % en 2008, soit davantage que la moyenne nationale (+1,3 %) ou que le Land voisin de Rhénanie-Palatinat (+1,2 %). Les résultats de 2009 seront bien entendu largement en retrait, comme l'indiquent d'ailleurs diverses données relatives aux cinq premiers mois de 2009. Ainsi, le chiffre d'affaires de l'industrie manufacturière aurait décliné de quelque 30,4 % au cours des cinq premiers mois de 2009 par rapport à la période correspondante de 2008, sous l'effet notamment d'une diminution de 33,2 % du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger. Ce contexte a pesé sur l'emploi manufacturier, qui s'est replié de 3 % par rapport aux cinq mois correspondants de 2008. La construction a affiché une bien meilleure résistance à la crise, dont témoigne un recul du chiffre d'affaires limité à 3,6 % (toujours janvier-mai 2009 par rapport aux mêmes mois de 2008) et un emploi ne fléchissant que de 0,4 %. Le commerce s'est pour sa part caractérisé par un fort recul de l'emploi (-1,8 %) et par une légère augmentation du chiffre d'affaires. Enfin, l'inflation moyenne par rapport à l'année précédente s'est limitée à 0,7 %, toujours au cours des cinq premiers mois de l'année.

En ce qui concerne la **Lorraine**⁶, l'enquête annuelle de la Banque de France auprès des entreprises, dont les résultats ont été publiés en février 2009, fait état d'une légère augmentation de l'activité économique en 2008. Cependant, l'activité a été négativement affectée par les turbulences sur les marchés financiers, qui se sont intensifiées en automne. La progression du chiffre d'affaires de l'industrie s'est élevée à 1,3 %, ce qui dénote un ralentissement par rapport au taux observé en 2007. Les industries de biens d'équipement, épargnées par la dégradation de l'environnement économique jusqu'en septembre, ont pour leur part enregistré de bonnes performances, tandis qu'une augmentation globale de l'activité a été constatée pour les biens intermédiaires, fortement représentés en Lorraine. En revanche, un ralentissement est survenu dans les secteurs de la chimie-caoutchouc-plastiques et du textile.

La demande étrangère a été globalement moins dynamique qu'en 2007, même si elle s'est maintenue à un niveau satisfaisant dans les secteurs des biens intermédiaires et de l'industrie agroalimentaire. Par ailleurs, l'érosion des effectifs s'est accentuée, surtout dans les industries automobiles et des biens de consommation. Le recours au personnel intérimaire s'est replié dès l'automne du fait de l'affaiblissement de l'activité économique. Enfin, la progression de l'activité dans les services marchands a été moins marquée que l'année précédente.

5 Les commentaires relatifs à la Sarre sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Sarre (Statistisches Landesamt Saarland).

6 Les commentaires relatifs à la Lorraine sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE) et de la Banque de France.

Pour l'année 2009, les industriels interrogés escomptent un recul des chiffres d'affaires, une dégradation de l'emploi et un report des programmes d'investissement. L'activité devrait également être en recul dans les autres secteurs de l'économie.

Selon l'INSEE, l'emploi salarié hors intérim du secteur privé a reculé de 1% en Lorraine au premier trimestre 2009 par rapport au trimestre précédent, la baisse correspondante ayant atteint 0,7% dans l'ensemble de la France. L'industrie et la construction, secteurs très touchés, ont chacun perdu plus de 1,5% de leurs effectifs. Le secteur tertiaire n'a pas été épargné, puisque l'emploi a diminué de 0,8% dans le commerce et de 0,2% dans les services. Par ailleurs, le recours au travail temporaire a reculé de 37% au cours du premier trimestre de 2009 par rapport au trimestre correspondant de 2008. Pour une majorité des chefs d'entreprise ayant répondu à l'enquête de l'INSEE, le premier trimestre 2009 a été exécrable tant en termes de production que de demande, du fait notamment de la contraction de la demande étrangère. Au cours du premier trimestre 2009, les exportations lorraines ont d'ailleurs chuté de quelque 28,8% par rapport au premier trimestre de l'année précédente. La production lors du deuxième trimestre 2009 semble, cependant, avoir été mieux orientée, comme l'atteste une remontée du solde d'opinions.

Au cours du premier trimestre 2009, le taux de chômage s'est accru de 1,3 point de pourcentage par rapport au dernier trimestre de 2008. Le chômage touche 9,2% de la population active régionale, soit 0,5% de plus que la moyenne nationale.

L'enquête mensuelle la plus récente de la Banque de France, relative au mois de juillet 2009, fait ressortir une progression d'ensemble de la production industrielle lorraine. Cette augmentation d'ensemble a cependant masqué des évolutions sectorielles disparates. Ainsi, l'activité s'est redressée dans l'industrie automobile et des biens d'équipement. En revanche, l'évolution baissière s'est poursuivie au sein de l'industrie agroalimentaire. Peu de changements ont été observés dans le secteur des biens de consommation. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est accru de près de 3 points de pourcentage en juillet pour atteindre 72,7% selon les résultats de l'enquête. Son niveau demeure toutefois inférieur à la moyenne de longue période, qui excède 80%. Les entrées de commandes nouvelles dans l'industrie ont davantage progressé qu'en juin à la faveur d'une demande domestique plus dynamique. En dépit de ces développements favorables, les industriels interrogés par la Banque de France ont toujours une appréciation globalement négative des carnets de commande, qui représentaient en juillet un peu moins de 8 semaines d'activité. Après plusieurs mois de recul, les effectifs industriels se sont globalement maintenus mais des mesures de chômage partiel sont toujours appliquées sur une série de sites.

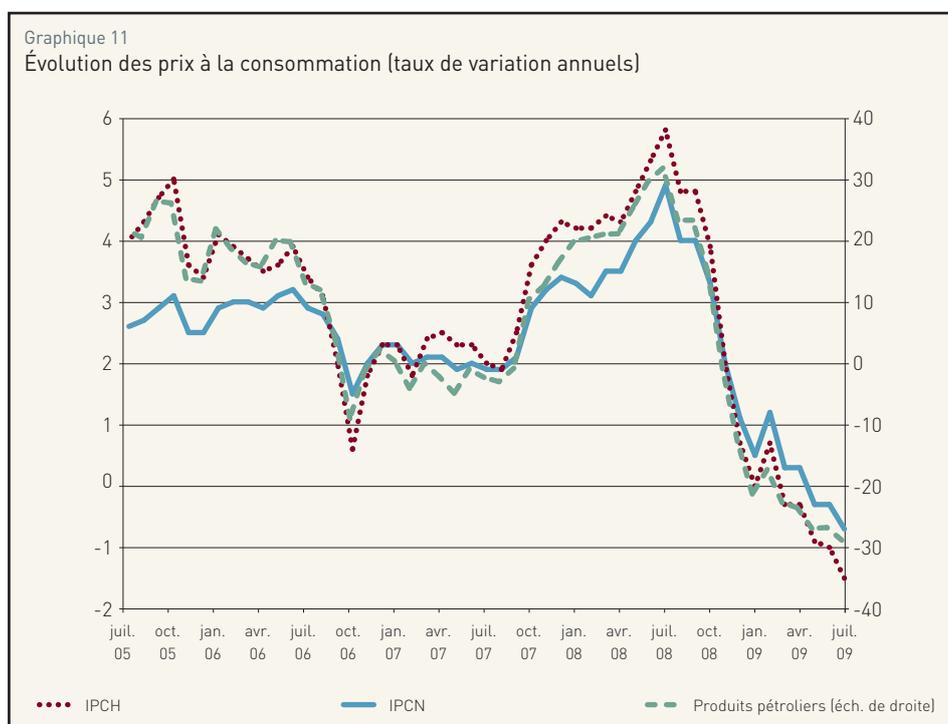
L'activité des services marchands lorrains s'est globalement maintenue en juillet. Si une progression est notée pour les secteurs du transport, du conseil, de l'hôtellerie et de la publicité, un nouveau recul est enregistré dans le travail temporaire et le nettoyage. L'activité devrait, selon les chefs d'entreprise interrogés, reculer de façon modérée à court terme.

3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

3.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

3.1.1 Les prix à la consommation et les 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 0,3% en avril 2009. Par la suite, les taux d'inflation sont devenus négatifs et en juillet 2009, le taux annuel a atteint avec -0,7% son niveau le plus bas depuis 1987.



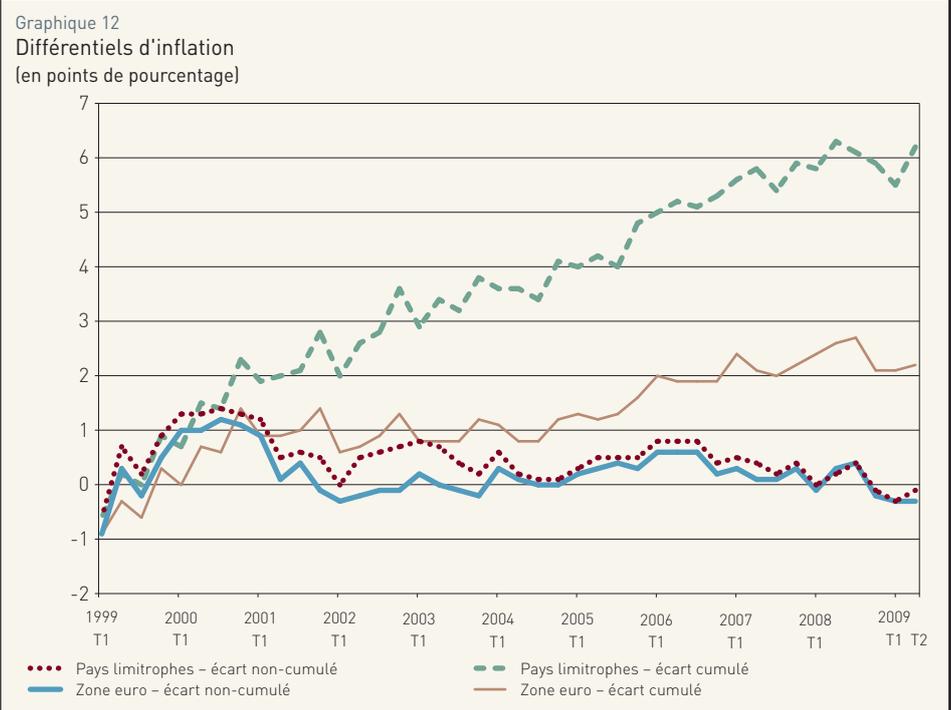
Source : Statec

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 0,7% en février 2009 pour virer ensuite dans le négatif. La désinflation s'est accélérée de -0,3% en mars à -1,5% au mois de juillet 2009. Depuis décembre 2008, ces taux de variation sont aussi inférieurs à ceux recensés par l'IPCN.

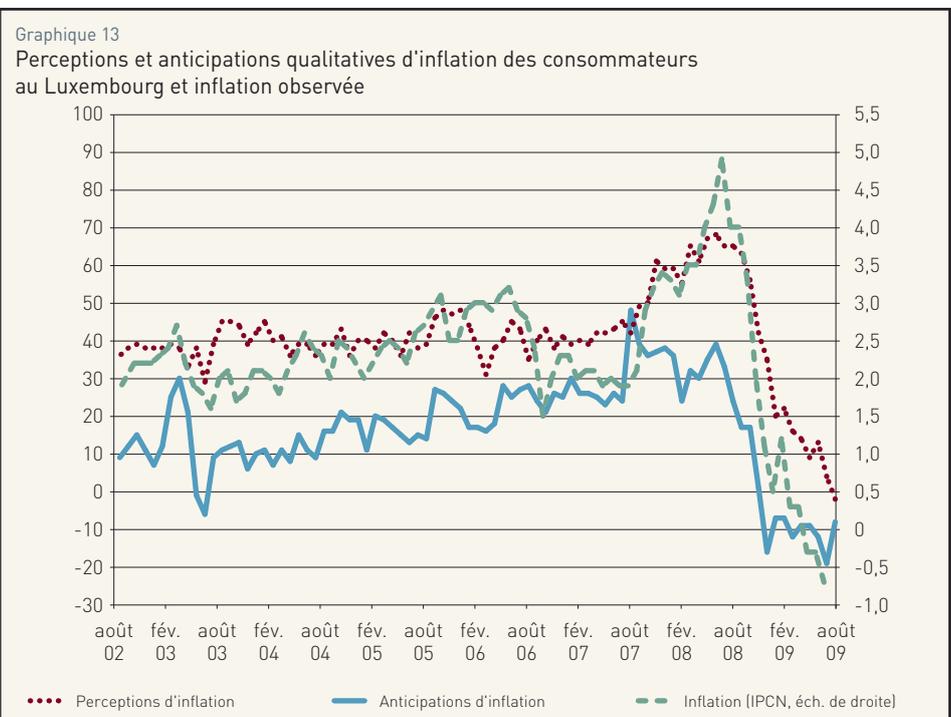
Le renversement de la tendance des prix à la consommation, tant pour l'IPCN comme pour l'IPCH, a résulté d'une variation annuelle négative des prix des produits pétroliers et d'une baisse de l'inflation des autres prix et services. En effet, alors que la variation annuelle des prix des produits pétroliers était de 30% vers la mi-2008, elle est devenue négative à partir de novembre 2008 pour tomber à -29% en juillet 2009. Parallèlement, la hausse en rythme annuel des prix des autres biens et services a reculé et s'est fixé à 2,0% en juillet 2009 contre 2,7% en août 2008.

7 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.

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁸ ont fortement diminué depuis la mi-2008 pour atteindre au mois de juillet 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. 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 décembre 2008, se sont à nouveau repliées et, au mois de juillet 2009, elles ont également atteint leur niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. La situation s'est en revanche quelque peu redressée au mois d'août. 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 pourrait prochainement redevenir positif. La période caractérisée par des taux de variation annuels négatifs serait donc assez courte et ne dépasserait probablement pas trois mois, évitant ainsi un ancrage de déflation dans les attentes des consommateurs et les conséquences néfastes qui en découlent.



Source : Statec, Eurostat, calculs BCL



Source : BCL, Statec

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

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,43 USD/EUR, soit à un niveau légèrement plus élevé que lors des projections datant de juin 2009⁹. Le prix du Brent s'est, quant à lui, établi au même moment autour de 73\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération supplémentaire du prix à un niveau proche de 80\$/bl jusque septembre 2010. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar baisserait de 36 % en 2009 par rapport à 2008. En revanche, en raison de la dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la baisse du prix exprimé en euros est ramenée à 31 %. Par rapport à l'exercice de juin, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la hausse, en moyenne de 14 %. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 4
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2008	2009	2010	09-T2	09-T3	09-T4	10-T1	10-T2	10-T3
Prix du pétrole (Brent) en \$	98	62	79	59	71	75	77	78	80
Taux de change \$/€	1,47	1,38	1,43	1,36	1,42	1,43	1,43	1,43	1,43
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	24,0	-31,3	22,6	-44,8	-35,0	23,1	55,5	26,7	11,8

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 trois trimestres précédents. Certes, un indice composite des prix des matières premières agricoles, reprenant entre autres le blé et le lait, indique que le niveau des prix s'est mis à remonter 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. En revanche, les niveaux projetés ne dépasseraient pas leurs maxima de début 2008, en l'occurrence le sommet du choc alimentaire, impliquant que l'effet sur les prix à la consommation pourrait être limité. En effet, au Luxembourg, 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. Par ricochet, une nouvelle remontée des prix agricoles pourrait d'abord résulter en un rétrécissement ou une normalisation de cette marge de profit avant qu'une nouvelle poussée à la hausse des prix à la consommation ne s'installe.

Au cours des prochains trimestres, le recul de l'inflation se généraliserait et engloberait 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 la remontée de 75 % du prix du pétrole depuis la fin 2008. A terme, les prix à la production pourraient à nouveau s'accélérer, engendrant des pressions à la hausse sur les prix à la consommation. Par contre, la demande demeure fortement déprimée. 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 d'aucuns prévoient déjà une sortie de la récession pour la zone euro au troisième trimestre 2009, il est tout de même à craindre que la situation sur le marché de l'emploi au Luxembourg ne se corrigera pas de sitôt. 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 entre 0,2 et 0,6 % en 2009 et entre 0,8 et 1,6 % en 2010 contre 3,3 % en 2008. Par rapport à l'exercice de juin, ces projections ont été légèrement ajustées à la hausse.

⁹ Voir BCL, Rapport Annuel 2009, pp.35-39

L'inflation des services au Luxembourg a ralenti à 2,4 % en juillet, contre 3,3 % il y a un an. Une décélération supplémentaire dans le courant de l'année 2009 n'est par contre guère probable. En effet, en dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois à un taux annuel de 2,5 %, ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services¹⁰. En 2010 cependant, cette situation pourrait se renverser et la détente gagnerait en ampleur. D'une part, les effets sur les prix des services liés au paiement de la tranche indiciaire de mars 2009 devraient se dissiper. D'autre part, le salaire minimum ne serait pas ajusté. Ces deux facteurs pourraient alors 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

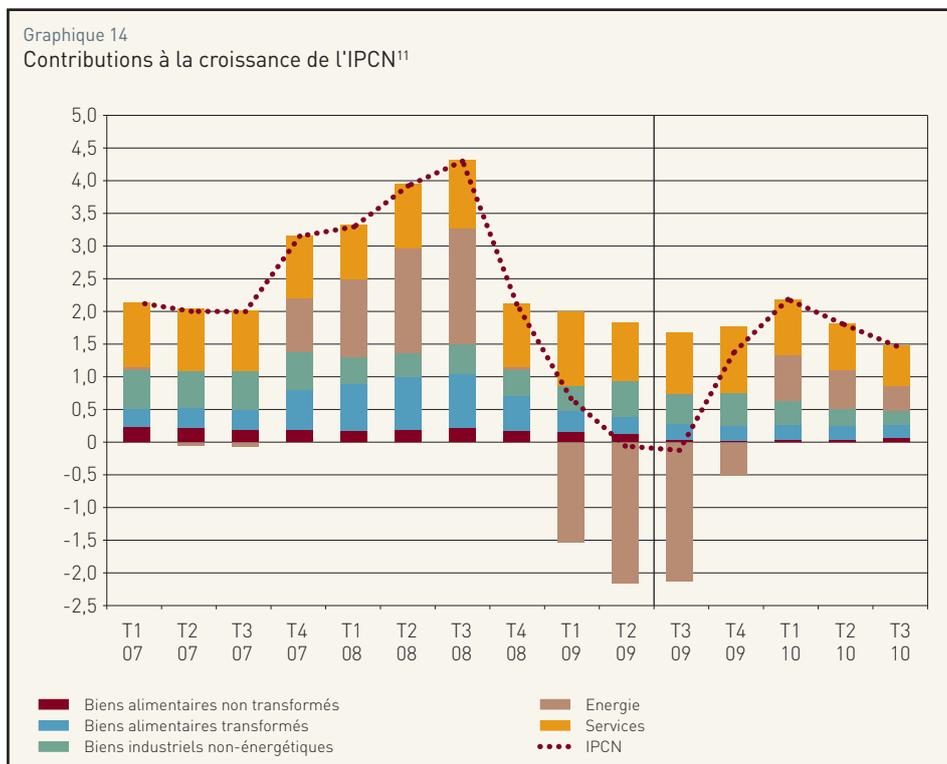
Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, la désinflation des produits énergétiques est venue à son terme. Les prix des produits pétroliers avaient déjà atteint leur niveau plancher en janvier 2009. Avec la dissipation des effets de base favorables – les sommets des prix étaient observés en juillet 2008 – l'inflation des produits énergétiques a aussi atteint son creux et elle s'accéléra à partir du mois d'août 2009. La remontée des taux d'inflation sera également très rapide et, fin 2009, l'inflation pourrait à nouveau être positive dans le sillage de la hausse du prix du pétrole telle qu'anticipée. 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 +10 % au premier semestre 2010. Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement revues à la hausse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures demeure quasi-inchangé, même si à moyen terme l'inflation pourrait ralentir moins qu'anticipé, en raison essentiellement d'une inflation importée plus élevée. En moyenne, le taux d'inflation pourrait baisser de 2,1 % au premier semestre 2009 à 1,9 % au deuxième semestre 2009 pour tomber autour de 1,5 % en début d'année 2010. Le recul plus prononcé en 2010 résulte de la baisse de l'inflation des services, liée à une évolution très modérée des salaires nominaux et de la baisse de l'inflation des biens industriels non-énergétiques, liée à une inflation importée très faible.

Après un taux de -0,7 % en juillet 2009, l'inflation mesurée par l'IPC global a été négative pour le troisième mois consécutif. Par contre, ceci constitue vraisemblablement le creux du cycle et la situation se renverserait par la suite. L'inflation globale redeviendrait aussi positive à partir du mois d'août pour s'accélérer autour de 2 % fin 2009 et même au-delà au premier trimestre 2010. Par après, il s'ensuivrait une détente graduelle à des taux proches de 1,5 % au troisième trimestre 2010. Ce rebond de l'inflation, tout comme la baisse qui le précède, sont toutefois à relativiser puisqu'ils résultent largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profil de l'IPC énergie. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines dans un ralentissement général des prix liés à deux facteurs. D'une part, on assiste à la dissipation simultanée des deux chocs qui ont nourri l'inflation au cours de l'année précédente, en l'occurrence les prix des biens alimentaires et le prix du pétrole. D'autre part, le scénario conjoncturel s'est dégradé au point qu'il est de nature à favoriser une évolution plus clémente des coûts salariaux et, partant, des prix à la consommation.

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

Graphique 14
Contributions à la croissance de l'IPCN¹¹



Source : Statec, projections BCL

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

	2008	2009	2009-1 ^{er} sem	2009-2 ^e sem	2010-1 ^{er} sem
IPCN	3,4	0,4 (0,3)	0,3 (0,1)	0,6 (0,5)	2,0 (0,5)
IPCN hors énergie	2,5	2,0 (-)	2,1 (-)	1,9 (-)	1,5 (0,2)
IPCH	4,1	0,1 (0,3)	-0,3 (0,1)	0,5 (0,5)	2,7 (0,6)
IPCH énergie	12,4	-15,5 (2,7)	-19,2 (0,8)	-11,7 (4,5)	9,7 (4,4)
IPCH hors énergie	3,0	2,4 (-0,1)	2,5 (-)	2,2 (-0,1)	1,8 (0,1)
Impact des mesures gouvernementales ¹² sur l'IPCN, en pp	0,4	0,3			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9	0,6			

Source : BCL

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait reculer 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. D'une part, le Gouvernement a contenu les ajustements de la taxation indirecte et les hausses des prix administrés. L'introduction de la nouvelle tarification relative aux « chèques-services d'accueil » pour les crèches et les foyers de jour, qui a entraîné une baisse du prix payé par le consommateur pour ces services, s'est répercutée en une baisse de l'indice des prix administrés, un phénomène assez rare depuis la compilation de la série. Ainsi, en juillet 2009, le taux d'inflation annuel des prix administrés à l'exclusion de l'électricité a même été négatif, de l'ordre de -0,2%. Mais, d'autre part, la contribution des

En moyenne, l'inflation globale baisserait fortement en 2009 pour s'établir à respectivement 0,4% pour l'IPCN et 0,1% pour l'IPCH. En raison des pondérations différentes, ce dernier réagit en effet davantage à la forte désinflation des produits énergétiques. La situation de très faible inflation semble comparable à celle des années 1986 et 1987 lorsque, dans le contexte du contre-choc pétrolier, l'inflation avait avoisiné des taux annuels moyens de respectivement 0,3 et -0,1%.

11 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.

12 Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés 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).

mesures gouvernementales reste positive et résulte de la hausse d'environ 10% des prix de l'électricité telle qu'observée au début de l'année 2009, et des ajustements du prix du tabac. Ceux-ci ne sont en effet guère sensibles à la dégradation conjoncturelle.

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. Lors des élections législatives de juin 2009, le gouvernement précédent, composé des partis chrétien-démocrate et socialiste, a été reconduit pour une nouvelle période législative de cinq ans. A l'heure actuelle, le nouveau gouvernement n'a pas prévu de nouvelles mesures qui pourraient retarder la réintroduction du mécanisme automatique ou modifier davantage le mécanisme en vigueur. Ainsi, sur base de nos projections d'inflation, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire, initialement anticipée pour le début de l'année 2011, serait avancée au troisième trimestre 2010. Les révisions à la hausse de l'inflation, en raison d'une remontée du prix du pétrole, impliquent donc une révision à la hausse de l'évolution des coûts salariaux.

3.1.2 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. Depuis le dernier trimestre de l'année 2008, les prix à la production sont retournés à la baisse, 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)

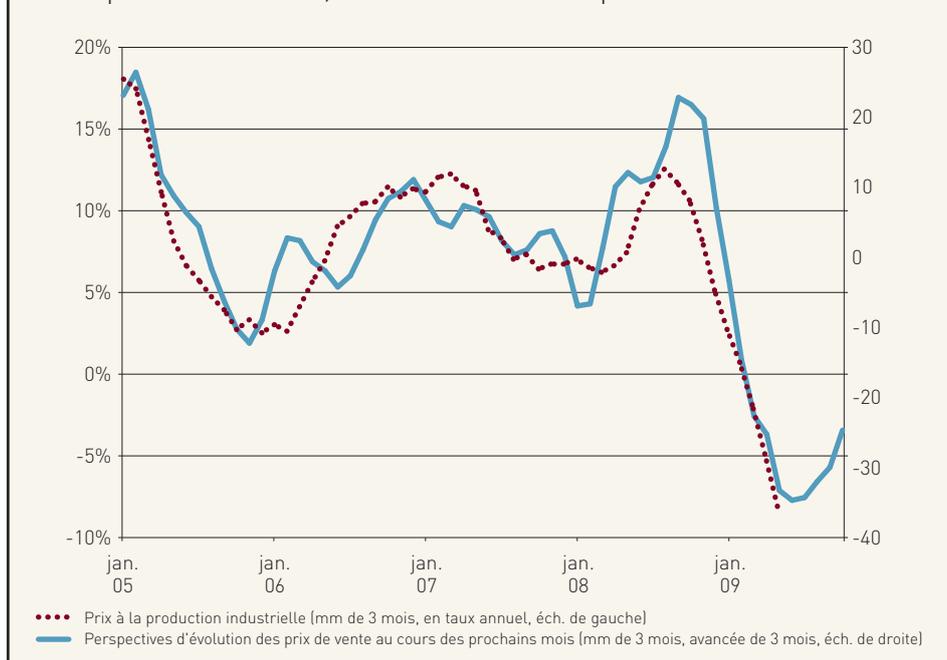
	2007	2008	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2
Ensemble des produits Industriels	9,1	8,7	3,3	4,6	-2,2	-4,7	-5,8
Biens intermédiaires	12,5	9,2	4,3	5,0	-3,9	-7,0	-9,9
Biens d'équipement	5,0	5,1	1,1	0,3	1,0	-0,2	0,0
Biens de consommation	0,5	2,1	0,8	1,0	0,5	1,6	-0,3
Biens énergétiques	0,1	17,2	3,2	8,6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

Source: STATEC

Les derniers chiffres font état d'une nouvelle baisse des prix à la production au second trimestre 2009 (-5,8%). Au niveau sectoriel, les évolutions des prix apparaissent diversifiées. Les prix à la production accusent une nouvelle baisse dans le secteur des biens intermédiaires et se stabilisent pour les biens d'équipement, tandis que dans les autres secteurs, les évolutions – à la hausse comme à la baisse – restent modérées.

Les enquêtes de conjoncture harmonisées indiquent en revanche une pause dans l'évolution à la baisse du taux de variation annuel de l'indice global des prix au Luxembourg (voir graphique). Le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution des prix, lissé sur trois mois, s'est redressé en avril 2009 et n'a cessé de progresser depuis lors.

Graphique 15

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée¹³

Source : Statec, calculs BCL

3.2 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 (ppjo) au cours du quatrième trimestre de l'année 2008 explique en grande partie cette évolution (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. La ventilation sectorielle de la ppjo indique sur l'ensemble de l'année 2008, des évolutions très hétérogènes par rapport à l'année précédente. 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 ppjo 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.

Sur les deux premiers trimestres de l'année 2009, il apparaît que toutes les branches de l'industrie ont poursuivi leur déclin. Les baisses enregistrées ont été particulièrement fortes dans les secteurs de la sidérurgie, des biens intermédiaires et d'équipement. Au total, sur les six premiers mois de l'année, la baisse de la ppjo dans l'industrie totale atteint -22,4%.

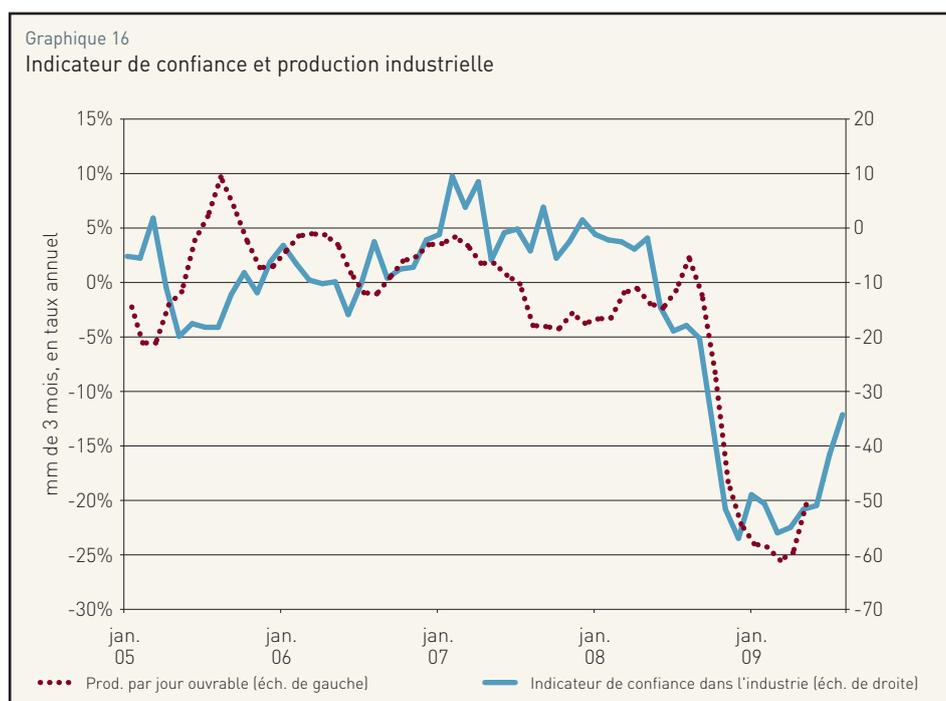
¹³ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières [Eurostat]. A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

L'indicateur de confiance, issu de ces enquêtes de conjoncture auprès des industriels, s'est détérioré tout au long de l'année 2008 pour atteindre en décembre un niveau historiquement faible. Depuis avril de cette année, il a fait une pause dans sa dégradation et il enregistre en août son cinquième mois consécutif de hausse. Notons aussi que le taux d'utilisation des capacités de production (tuc), qui se situait en avril 2009 à un niveau jamais atteint auparavant, s'est redressé en juillet. Selon l'enquête trimestrielle dans l'industrie, le tuc se situe désormais à 67,4% en juillet 2009 (après 65,2% en avril). Ce résultat peut sembler encourageant, compte tenu de la baisse ininterrompue des capacités de production dans l'industrie depuis octobre 2008. Il convient cependant de rester prudent, car le tuc reste très en deçà de sa moyenne historique (83,4%) et du niveau qu'il affichait un an plus tôt en juillet 2008 (85,9%). Il faut aussi garder à l'esprit que les heures travaillées enregistrent une diminution (sur un an) ininterrompue depuis octobre dernier. En moyenne sur les six premiers mois de l'année, le volume des heures prestées s'est incliné de 11,8% environ par rapport à la même période de l'année précédente (après -1,1% en moyenne annuelle en 2008).

Tableau 7
Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)

	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2
Production par jour ouvrable -Industrie y.c. sidérurgie	-0,3	-5,3	-3,3	-2,0	2,1	-17,9	-24,3	-20,5
Biens intermédiaires (ppjo)	0,7	-7,0	-5,4	-2,2	1,7	-22,7	-29,1	-24,4
Biens d'équipement (ppjo)	5,9	-0,4	2,8	6,3	3,7	-13,1	-30,4	-33,0
Biens de consommation (ppjo)	-7,9	-6,2	-3,3	-6,6	-0,2	-14,4	-13,7	-3,0
Energie (ppjo)	-3,2	-5,9	-1,5	-12,9	2,1	-10,7	-8,2	0,0
Sidérurgie (ppjo)	-0,2	-3,0	0,3	4,3	33,0	-44,1	-44,4	-37,5
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	-0,3	-5,8	-4,3	-2,8	-0,9	-15,0	-21,0	-18,1

Source : STATEC



Source : Statec, calculs BCL

3.3 LA CONSTRUCTION

L'activité dans le secteur de la construction a fait preuve de plus de résistance que dans l'industrie en 2008 et au début de l'année 2009, comme en témoignent les variations annuelles des principaux indicateurs mensuels. En 2008, le chiffre d'affaires a progressé de 2,3% puis, il a enregistré une baisse de 3,5% au premier trimestre 2009. 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. Les heures travaillées ont, quant à elles, quelque peu reculé au premier trimestre 2009, après avoir légèrement diminué en 2008. Les informations les plus récentes, qui intègrent les statistiques de juin 2009, sont encourageantes. Ainsi, le chiffre d'affaires total a progressé de 14,4% par rapport à la même période de l'année précédente et ce, en dépit d'un léger recul des heures travaillées (-2,6%) sur la même période.

Dans le secteur résidentiel, les indicateurs envoient des messages quelque peu mitigés et ce, en dépit de la détente observée sur les taux hypothécaires. Les permis de construire ont enregistré une baisse de 18,6% en 2008 et de 36,7% au premier trimestre 2009. Au deuxième trimestre 2009, ils ont en revanche progressé grâce au dynamisme des appartements (+19% sur un an contre -15% pour les maisons individuelles). 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 2008 (+13,8%, après +19,4% en 2007). Les statistiques montrent que ces nouveaux contrats ont progressé de manière extrêmement dynamique sur les trois premiers trimestres de l'année 2008, avant de s'infléchir. Depuis le début de l'année 2009, ils se sont inscrits en nette progression par rapport au nombre de nouveaux contrats qui avaient été signés en 2008 sur la même période (voir tableau).

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
Chiffre d'affaires - Total	-0,5	2,3	4,2	-1,7	4,2	2,9	-3,5	14,4
Production par jour ouvrable - Total	2,7	-2,0	-4,5	1,2	-1,0	-3,8	0,8	-2,6
Heures travaillées	2,2	-1,2	-3,4	1,2	0,5	-3,0	-1,7	-5,2
Permis de bâtir	12,1	-18,6	-7,9	-31,8	2,6	-26,7	-36,7	6,7
crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	22,1	10,7	12,2	11,6	10,6	8,4	6,9	6,2
crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	19,4	13,8	16,7	21,5	43,1	-13,4	7,6	16,8
Taux hypothécaires	4,7	4,9	4,9	4,9	5,1	4,6	3,1	2,3

Sources: STATEC, calculs BCL

3.4 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, suite à 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 impacte fortement le résultat du commerce de détail. De manière beaucoup plus modérée, le commerce et la réparation automobile a également vu son chiffre d'affaires progresser en 2008. Ces évolutions ne sont guère surprenantes puisque la croissance de l'emploi a continué à un rythme élevé et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation

automatique des salaires. Le chiffre d'affaires dans les autres secteurs des services a globalement continué d'évoluer favorablement au cours de l'année 2008. Le secteur des activités informatiques fait figure d'exception, compte tenu de l'érosion continue de son chiffre d'affaires en 2007 et tout au long de l'année 2008.

Les perspectives d'évolution du chiffre d'affaires dans le commerce de détail en 2009 sont peu réconfortantes, même si l'ajustement des barèmes fiscaux à l'inflation passée fera augmenter le pouvoir d'achat. La dégradation de la conjoncture, dans la zone euro comme au Luxembourg, semble d'ores et déjà avoir pesé sur les dépenses de consommation des ménages. Dans le contexte de la crise actuelle, ces derniers devraient par ailleurs continuer d'adopter un comportement prudent et reporter leurs achats majeurs à une date ultérieure. Le chiffre d'affaires dans le commerce de gros a ainsi nettement reculé au premier trimestre 2009, après une quasi-stabilisation au quatrième trimestre 2008. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail, quant à lui, enregistre une progression sur les trois premiers mois de l'année qui reste – une fois de plus – imputable au commerce électronique.

Dans le secteur des transports, la croissance du chiffre d'affaires a accéléré en 2008. Au premier trimestre 2009, elle a été en revanche largement négative. Si tous les moyens de transport ont montré des signes de croissance négatifs au premier trimestre, la baisse du chiffre d'affaires dans le transport aérien a été particulièrement marquée (-23 %, après +2,6 % au quatrième trimestre 2008).

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 accentuée au premier trimestre 2009. Les immatriculations automobiles reculent fortement depuis le quatrième trimestre 2008. Sur les sept premiers mois de l'année 2009, elles se sont réduites de 11,3 % par rapport à la même période de l'année précédente.

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

	2007	2008	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4	2009-T1	2009-T2
Immatriculations de voitures	1,0	2,0	-6,5	10,7	10,7	-6,7	-10,4	-12,4
Commerce - total	7,4	29,9	22,6	38,1	65,1	0,7	-7,9	-10,9 (*)
Commerce et réparation automobile	-1,6	3,6	-0,2	9,8	7,2	-2,9	-9,2	-10,2 (*)
Commerce de gros	6,1	46,9	34,6	59,9	106,2	-0,3	-12,0	-16,4 (*)
Commerce de détail	19,1	8,9	13,1	10,8	7,8	5,2	4,4	4,4 (*)
Commerce de détail (corrigé de l'effet VPC)	3,7	2,9	4,5	4,8	3,7	-0,6	-1,7	-1,1 (*)
Hôtels et restaurants	3,3	3,6	4,5	6,5	3,0	0,6	-0,5	-1,8 (*)
Transport	6,4	8,1	13,2	4,1	10,4	5,5	-11,9	-18,5 (*)
Postes et télécommunications	7,5	5,1	1,1	13,7	1,9	6,2	24,3	18,4 (*)
Activités informatiques	-59,5	-31,9	-53,4	-22,8	-9,8	-23,7	-1,2	-0,1 (*)
Services fournis principalement aux entreprises	13,6	10,4	19,2	12,6	6,7	5,1	7,2	2,8 (*)

Source : STATEC

(*) Sur quatre mois

3.5 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 dernier à l'exception 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.

La dernière enquête auprès des consommateurs du Luxembourg date du mois d'août. L'indicateur de confiance a augmenté, pour le cinquième mois consécutif. Il demeure cependant à un niveau moins élevé qu'avant la survenance de la crise économique et financière.

Toutes les composantes de l'indicateur de confiance, à l'exception de la capacité d'épargner des ménages, ont poursuivi leur évolution favorable en août. L'inquiétude à l'égard du chômage s'est de nouveau sensiblement réduite et la composante relative à la situation économique générale au Luxembourg a atteint son meilleur niveau depuis avril 2008. Les anticipations des ménages quant à leur situation financière ont aussi nettement progressé en août 2009 et se situent désormais à un niveau proche de celui observé avant le début des turbulences financières. Les anticipations des ménages sur leur capacité d'épargner, qui apparaissent quelque peu volatiles depuis le début de l'année, ont reculé en août.



Source : 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.

Tableau 10
Indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg et ses composantes
(données corrigées des variations saisonnières)

	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 juillet	10	0	12	4	47
août	8	-3	15	2	48
septembre	5	-10	18	-3	50
octobre	9	2	20	4	49
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

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.

3.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Après plusieurs années caractérisées par un grand dynamisme, le marché du travail a connu un retournement de situation à partir de l'automne 2008. La progression annuelle de l'emploi total atteignait encore plus de 5% en septembre 2008. Ce taux a cependant décru sans discontinuer depuis lors, dans le sillage de la crise économique et financière, de sorte que le taux annuel de progression s'est limité à 0,9% en juillet 2009.

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	0,6	4,4	7,9	2,3	2,2	4,4%	4,4%	6,1%
2008	5,0	2,4	4,8	7,2	3,2	3,1	4,4%	4,4%	5,7%
2008T3	5,1	2,6	4,9	7,2	3,3	3,3	4,2%	4,4%	5,5%
2008T4	4,2	2,0	4,1	5,7	2,9	3,3	4,7%	4,6%	6,0%
2009T1	2,7	0,8	2,6	3,5	2,0	3,2	5,6%	5,2%	6,8%
2009T2	1,5	1,0	1,5	1,8	1,3	2,7	5,4%	5,7%	6,8%
sep-08	5,3	2,6	5,2	7,4	3,6	3,7	4,3%	4,4%	5,6%
oct-08	4,7	2,2	4,6	6,5	3,1	3,4	4,5%	4,5%	5,8%
nov-08	3,9	1,9	3,8	5,3	2,7	3,0	4,7%	4,6%	6,0%
déc-08	4,0	1,8	3,9	5,3	2,8	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	2,5	3,4	1,8	3,0	5,6%	5,2%	6,9%
mars-09	2,2	0,7	2,1	2,7	1,7	3,2	5,5%	5,4%	6,8%
avr-09	1,9	1,1	1,8	2,1	1,6	3,0	5,5%	5,5%	6,8%
mai-09	1,5	1,1	1,5	1,8	1,3	2,7	5,4%	5,7%	6,7%
juin-09	1,2	0,9	1,2	1,5	1,0	2,5	5,4%	5,8%	6,7%
juil-09	0,9	0,6	0,9	1,2	0,7	2,2	5,5%	5,9%	6,9%

Sources : IGSS, STATEC et calculs BCL

* Les données en gris sont des estimations

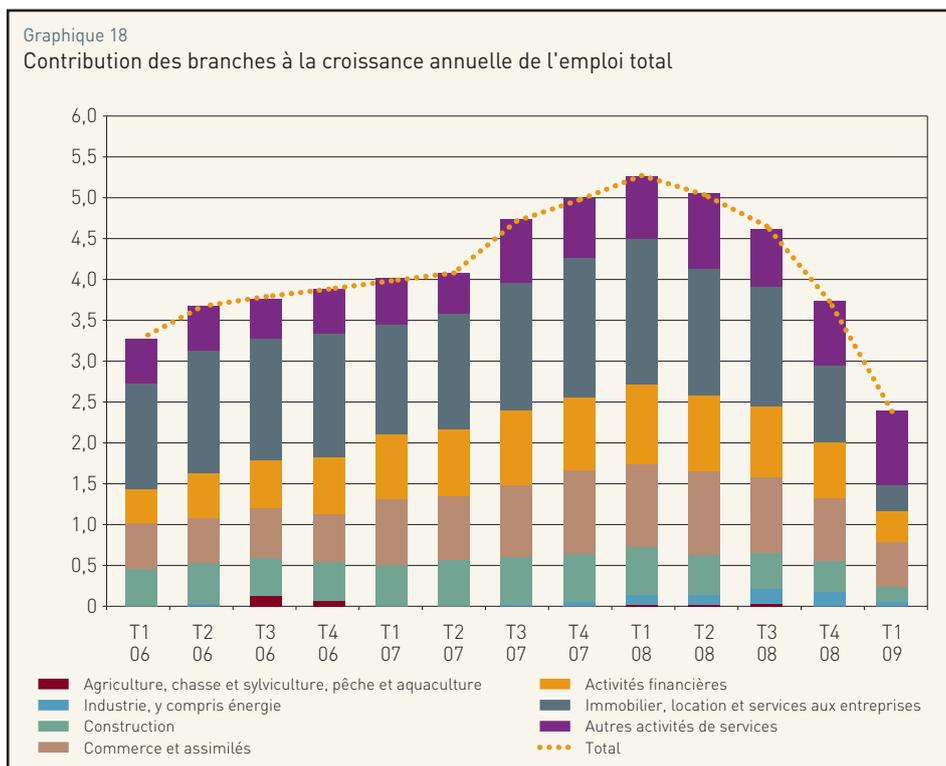
Comme l'indique le graphique suivant, issu des comptes nationaux trimestriels et qui reproduit la composition par branche de la croissance annualisée de l'emploi, l'apport à la création d'emplois de pratiquement toutes les branches a décliné depuis le début de 2008. Il en est ainsi des activités financières et davantage encore des services aux entreprises, dont la contribution s'est réduite à la portion congrue au premier trimestre de 2009. Le commerce et les activités assimilées (réparations automobiles et d'articles domestiques, hôtels et restaurants, transports et communications) affichent une meilleure résistance à la crise, ce constat prévalant davantage encore pour les « autres activités de services ». Cette branche, qui inclut notamment la fonction publique, s'est même caractérisée par la stabilité de son apport à la création d'emplois au cours des récents trimestres, à rebours de l'évolution observée dans les autres branches. Il convient également de noter qu'aucune branche n'a apporté une contribution négative à l'évolution de l'emploi, du moins en glissement annuel.

La décre de du taux de croissance de l'emploi total a été particulièrement sensible en ce qui concerne les travailleurs frontaliers. En juillet 2009, le nombre de frontaliers employés au Luxembourg n'a progressé que de 1,2% sur un an, alors que le taux correspondant dépassait encore les 7% en septembre 2008. L'emploi national a subi une moindre décélération, de sorte qu'il affichait en juillet une hausse annuelle (relativement) plus proche de celle de la composante frontalière qu'en septembre 2008.

La décélération sans précédent de l'accroissement du nombre de frontaliers est la résultante de deux facteurs. D'une part, les frontaliers présentent une ancienneté moyenne plus faible que les résidents, ce qui reflète la rapide augmentation du nombre de travailleurs non résidents au cours des années antérieures à la crise. D'autre part, les frontaliers sont davantage que les salariés résidents concentrés dans les secteurs plus particulièrement exposés au retournement conjoncturel. Cet état de fait est confirmé par le graphique suivant, qui établit l'existence d'une relation claire entre, d'une part, la décélération de la croissance de l'emploi observée dans une branche et, d'autre part, la proportion de travailleurs frontaliers occupés au sein de cette branche. Les « autres services », la seule

branche où aucune décélération de la croissance de l'emploi n'a été observée du troisième trimestre de 2008 au premier trimestre de 2009, se caractérisent par la plus faible proportion de travailleurs non résidents. A l'inverse, les deux branches les plus affectées par la décélération de l'emploi, à savoir les activités financières et les services aux entreprises, se caractérisent toutes deux par un taux de frontaliers supérieur à 50%. Les autres branches sont dans une situation intermédiaire tant du point de vue de la décélération que du nombre de frontaliers. Les frontaliers employés dans l'industrie ont certes été moins confrontés au phénomène de la décélération de l'emploi que les autres branches employant une forte proportion de non résidents, mais cette relative résilience s'explique sans doute par le fort recours à des dispositifs tels que le chômage partiel dans l'industrie. La neutralisation de ce phénomène améliorerait donc vraisemblablement la corrélation illustrée au graphique.

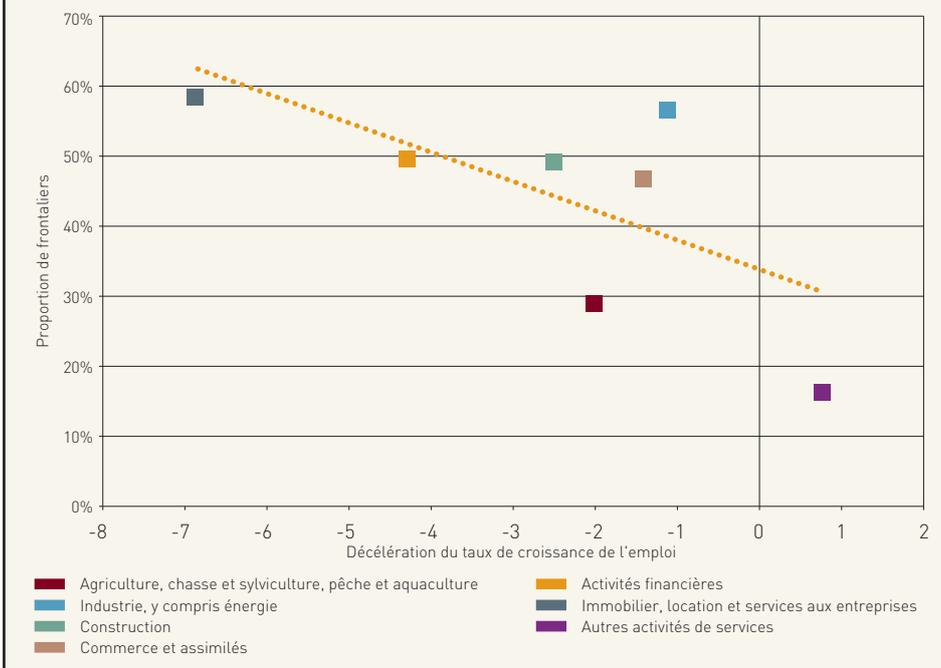
Le taux de chômage au sens « strict » non-ajusté pour les variations saisonnières a atteint 5,5% en juillet 2009, soit une légère augmentation par rapport au mois précédent. Le nombre de personnes au chômage s'est établi à 12 787, soit 3 517 de plus qu'en juillet 2008 (+38%). Soulignons que le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières a quant à lui augmenté, passant de 5,8% à 5,9% entre juin et juillet 2009. Cette évolution dénote une détérioration de la situation fondamentale.



Source : Statec (comptes nationaux trimestriels)

Graphique 19

Relation entre la décélération du taux de croissance de l'emploi et la proportion de frontaliers



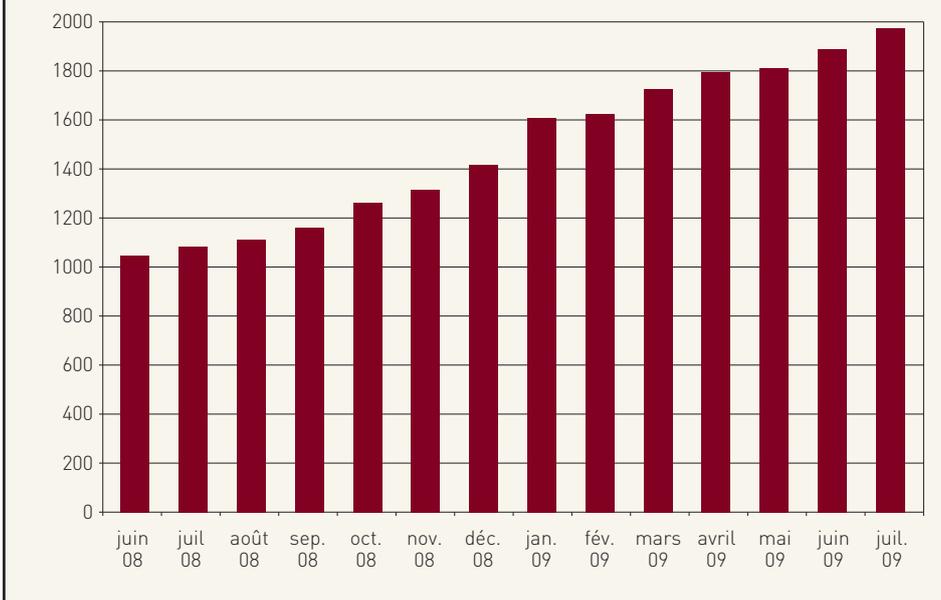
Source : Adem (proportions de frontaliers au 31 mars 2008), Statec, calculs BCL

le chômage affecte de plus en plus 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 82 % en un an (contre +38 % pour le total des DENS).

Les offres d'emplois non satisfaites diminuent de plus en plus fortement (-50 % en juillet 2009 par rapport à juillet 2008), ce qui témoigne du fait que les entreprises réduisent fortement leurs embauches. L'augmentation du chômage reflète ainsi non seulement le fait que les licenciements s'accroissent, 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 15,4 % du nombre total de DENS (1 974 personnes), contre 11,7 % en juillet 2008 (1 084 personnes). Il s'agit là d'un indicateur additionnel de l'intensité de la crise :

Graphique 20

Nombre de demandeurs d'emploi résidents issus de l'enseignement supérieur



Source : Adem

Un autre fait marquant de l'année 2008 et du début de 2009 restera l'augmentation très sensible du nombre de salariés affectés à une mesure de chômage partiel à partir de l'automne 2008. 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 11 000 en mai 2009. Fin août, le comité de conjoncture a avisé favorablement les demandes de 129 entreprises (refus : 4) demandant des autorisations pour chômage partiel concernant 9 944 salariés.

Selon des statistiques mises à la disposition du Comité de conjoncture fin juillet 2009, un nombre significatif d'entreprises renoncent à utiliser complètement ces autorisations, comme l'atteste le graphique ci-joint. On observe en tout cas entre février et avril 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 pendant le mois en question, d'autre part.

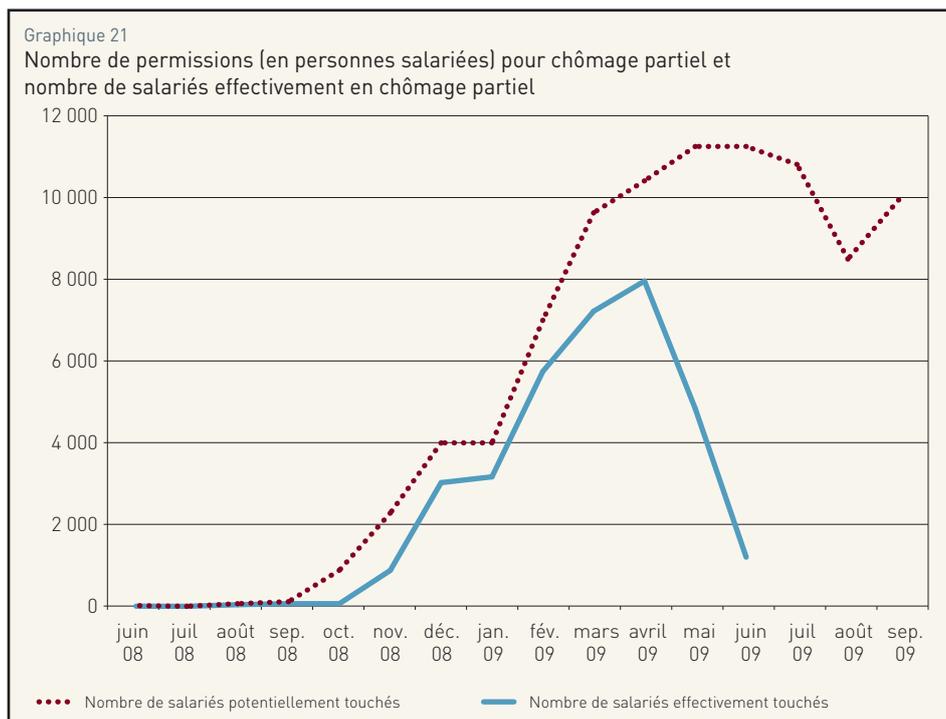
Ainsi, les entreprises ont apparemment tendance à faire autoriser un volume de chômage partiel plus important que nécessaire, ceci dans le souci de disposer d'une plus grande marge de manœuvre dans un environnement très incertain.

Tout en gardant ces remarques à l'esprit, il convient de noter que l'évolution du chômage partiel témoigne bel et bien de l'impact particulièrement important de la crise dans le secteur de la sidérurgie, de l'industrie, et plus particulièrement dans celui des sous-traitants de l'industrie automobile et de l'artisanat. Bien que le Gouvernement ait récemment pris des mesures d'assouplissement dans l'implémentation du chômage partiel en vue de limiter les licenciements, la question reste posée de savoir si la possibilité de ventiler les heures chômées sur une période de 12 mois sera suffisante pour éviter que les personnes qui sont actuellement en chômage partiel ne se retrouvent en situation de chômage complet d'ici la fin de l'année 2009 ou le début de 2010.

3.7 LE SECTEUR FINANCIER

Au cours du premier semestre de l'année 2009, le secteur financier luxembourgeois a connu une évolution très contrastée ; en effet, face à la stabilisation de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif on remarquera notamment la baisse du volume des activités des banques et surtout la diminution de l'effectif.

La confirmation au cours du deuxième trimestre de la tendance haussière des principaux indices boursiers, observée au cours du premier trimestre de l'année 2009, a donné lieu à une légère reprise de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif et permis aux établissements de crédit d'augmenter leurs revenus nets hors intérêts. Toutefois, cette évolution réjouissante ne peut que partiellement cacher des développements plus inquiétants tels que la réduction du volume d'activité des banques ainsi que la perte nette d'emplois dans le secteur financier luxembourgeois. De plus, d'autres réductions d'emploi sont à craindre dans la mesure où le secteur bancaire luxembourgeois devra sans doute faire face à une nouvelle phase de restructurations.



Les données concernant les salariés effectivement en chômage partiel en mai et en juin sont provisoires.
Source : Comité de conjoncture

3.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

Le premier semestre 2009 a été caractérisé par une diminution nette de 4 unités du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise ; ainsi, au 30 juin 2009, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 148 contre 152 à la fin de l'année 2008. Dans le détail, le recensement fait état de deux fusions et de deux retraits.

Tableau 12
L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

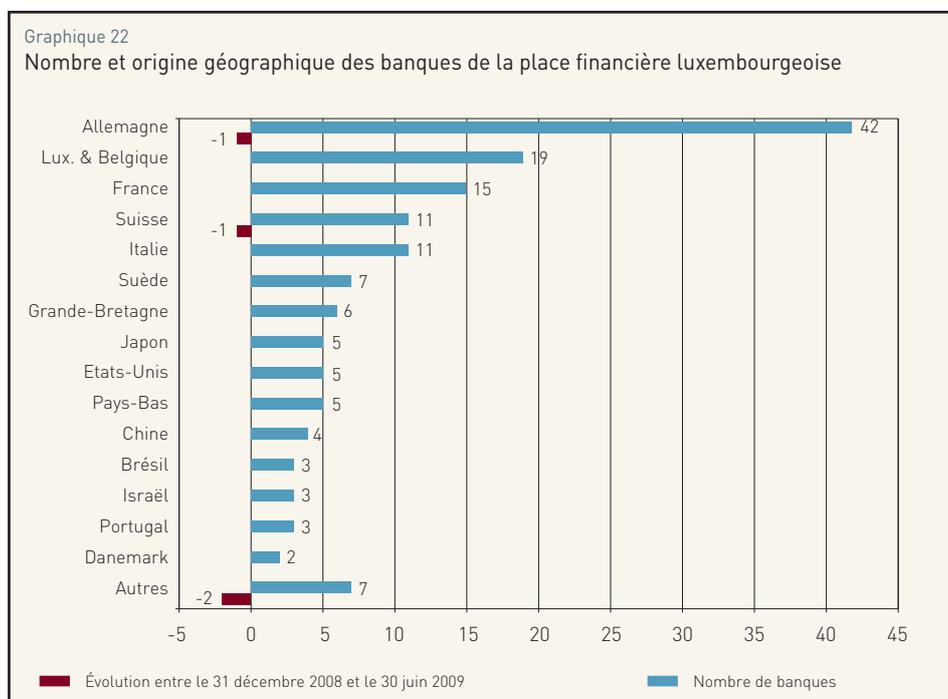
Banque	Constitution	Retrait	Remarques
BSI Niederlassung Luxemburg		30.04.2009	Fusion avec BSI Luxembourg S.A.
Dresdner Bank Aktiengesellschaft, succursale de Luxembourg		11.05.2009	Fusion avec Commerzbank AG, Zweigniederlassung Luxemburg.
Evli Bank Plc, Helsinki (Finland), succursale de Luxembourg		29.05.2009	
Glitnir Bank Luxembourg S.A.		25.06.2009	

Source : BCL

Les deux 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 fusionnait avec la Commerzbank AG, Zweigniederlassung Luxemburg. L'Evli Bank Plc, Helsinki (Finland), succursale de Luxembourg et la Glitnir Bank Luxembourg S.A. ont cessé leurs activités au Luxembourg.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 42 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité de la place bancaire luxembourgeoise. Par ailleurs, au 30 juin 2009, on dénombrait 19 banques luxembourgeoises et belges, 15 banques françaises, 11 suisses et 11 italiennes. Ajoutées aux 42 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 66,2% du nombre total des banques actives sur la place luxembourgeoise.

Finalement, il y a lieu de noter la reprise de Kaupthing Bank Luxembourg S.A. par un investisseur anglais ; ainsi, à la suite de la scission de Kaupthing Bank Luxembourg S.A. en deux entités, à savoir une société financière (Pilar Securitisation s.à.r.l.) et la Banque Havilland S.A., les activités bancaires de cette dernière ont pu commencer le 8 juillet 2009.



Sources : BCL

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

L'effectif des banques, qui avait atteint un pic historique de 27 269 unités au 30 septembre 2008, n'a cessé de reculer depuis lors pour atteindre 26 867 unités au 30 juin 2009. Cette perte nette de 402 emplois, soit 1,47%, au cours des trois derniers trimestres est bien entendu liée à la dégradation de l'environnement macroéconomique sur cette période.

Le rapprochement de ces chiffres collectés par la Banque centrale du Luxembourg avec le tableau des signatures de plans sociaux publié par l'ALEBA dans son rapport 2009 montre que le potentiel de pertes d'emplois demeure important.

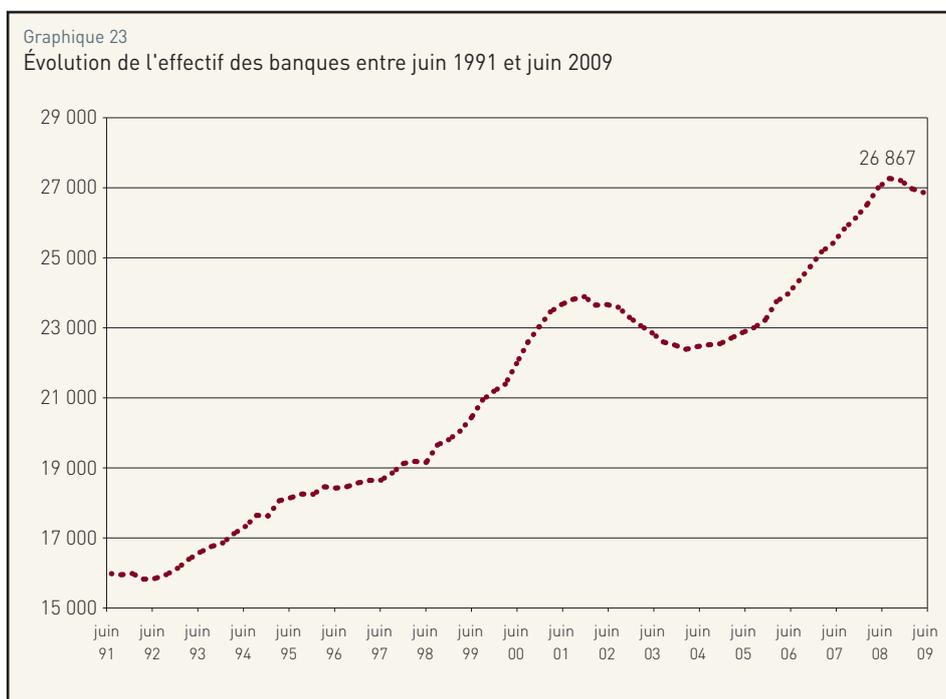
A terme, c'est-à-dire lorsque ces différents plans sociaux signés entre avril 2008 et juin 2009 auront produit l'intégralité de leurs effets, l'emploi bancaire devrait encore se contracter d'environ 150 postes (ce chiffre correspond à la différence entre la réduction d'effectif prévue par les plans sociaux et la réduction observée de l'emploi dans les banques concernées). A ce chiffre risquent de s'ajouter les diminutions d'effectifs hors plans sociaux ainsi que les plans sociaux non encore signés.

Dans ce contexte, il y a lieu de rappeler que lors de la crise de 2001-2002, 1 494 emplois, soit 6,2% du pic atteint en décembre 2001 (23 879), avaient été supprimés au cours des neuf trimestres suivant l'éclatement de la crise.

Si l'on considère qu'une proportion identique de réduction d'effectifs devait se réaliser dans le cadre de la crise actuelle, ce qui paraît une hypothèse prudente, le secteur bancaire luxembourgeois pourrait perdre jusqu'à 1 600 postes de travail.

3.7.3 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 de juin 2008 à juin 2009, la somme de bilan agrégée s'est contractée de 9,6%. Au cours du deuxième trimestre 2009, la somme de bilan était en baisse de 3,2%, pour atteindre un encours total de 852 416 millions d'euros en fin de période. Néanmoins, l'évolution observée au cours des trois derniers trimestres laisse entrevoir une tendance à l'amélioration. En effet, tandis que la somme de bilan affichait une baisse de 6,2% au cours du quatrième trimestre 2008, celle-ci n'était plus que de 5,4% au cours du premier trimestre 2009, puis de 3,2% au cours du deuxième trimestre 2009.



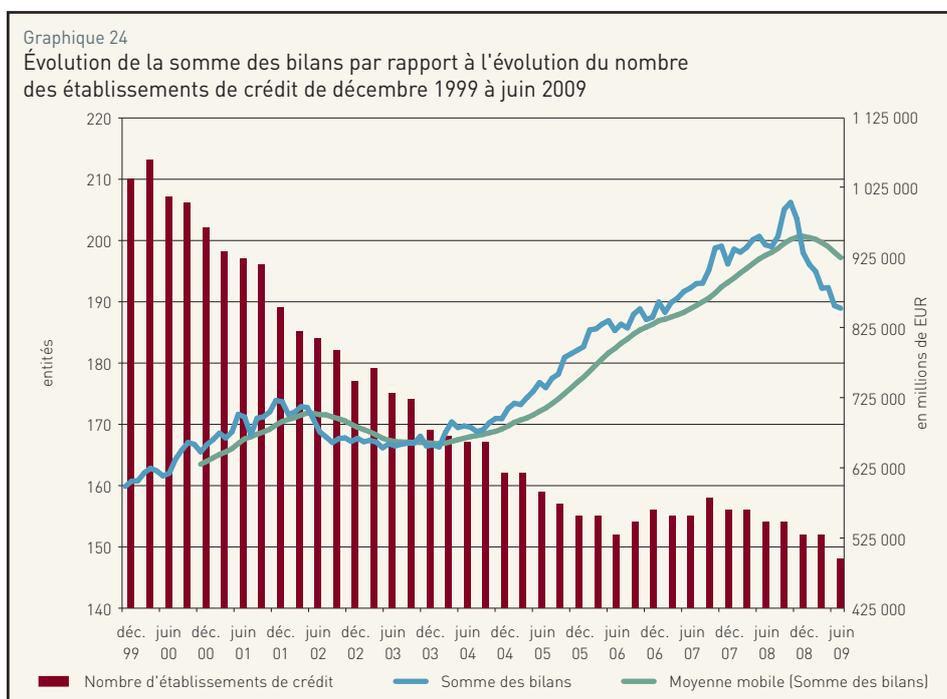
Source : BCL

Une grande partie de ces baisses s'explique par la diminution des positions interbancaires. Ainsi, sur un an, les activités interbancaires se sont contractées de 75 430 millions d'euros (-15,8%) pour les crédits et de 58 974 millions d'euros (-12,5%) pour les dépôts. Le deuxième trimestre 2009 a accusé un recul de 23 772 millions d'euros (-5,6%) pour les crédits interbancaires et de 23 929 millions d'euros (-5,5%) pour les dépôts.

Dans ce contexte, on notera que depuis le début de la crise financière, les opérations entre l'Eurosystème et les établissements de crédit ont fortement gagné en importance. En effet, les opérations interbancaires auraient chuté de manière plus brutale sans l'apport des instruments de la politique monétaire de l'Eurosystème. Ainsi, à fin décembre 2008, la Banque centrale du Luxembourg présentait un encours de prêts aux banques luxembourgeoises de 40 081 millions d'euros. Cet encours était de 24 059 millions d'euros à la fin du premier trimestre 2009 et de 30 470 millions d'euros à la fin du deuxième trimestre 2009. Il est important 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 45 532 millions d'euros fin décembre 2008 pour retomber à 15 954 millions d'euros fin juin 2009.

La diminution des dettes envers la clientèle, quant à elle, s'explique par la recherche de placements alternatifs plus rémunérateurs ainsi que par un possible phénomène de désépargne de la part de ménages désireux de maintenir leurs niveaux de consommation.

Le graphique qui suit montre le recul du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003, puis la hausse observée entre fin 2004 et le point haut d'octobre 2008, suivi de la baisse observée jusqu'à juin 2009.



Source : BCL

La structure et les composantes des bilans agrégés

A l'actif, on notera surtout la diminution de 15,8% (75 430 millions d'euros) des créances interbancaires, dont l'essentiel est survenu après le troisième trimestre 2008. Ce dernier affichait encore une progression de 31 808 millions d'euros au cours du troisième trimestre 2008. La diminution de l'actif, mesurée sur un an, s'est répercutée sur toutes les catégories de l'actif, mais dans des proportions inégales. Les créances sur la clientèle ont ainsi reculé de 7 163 millions d'euros (-3,4%) sur base annuelle, avec un rebond de 290 millions d'euros (0,1%) entre mars et juin 2009. Celles-ci s'élevaient à 204 011 millions d'euros au 30 juin 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⁾
	2008/06	2009/03	2009/06	2008/06 - 2009/06		2009/03 - 2009/06		2009/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	477 313	425 655	401 882	-75 430	-15,8	-23 772	-5,6	47,1
Créances sur la clientèle	211 174	203 721	204 011	-7 163	-3,4	290	0,1	23,9
Portefeuille-titres	226 370	223 095	221 048	-5 322	-2,4	-2 047	-0,9	25,9
Autres actifs	27 852	28 500	25 475	-2 377	-8,5	-3 025	-10,6	3,0
Total de l'actif	942 709	880 970	852 416	-90 293	-9,6	-28 554	-3,2	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

La valeur du portefeuille de titres des banques luxembourgeoises a baissé de 5 322 millions d'euros (-2,4 %) entre juin 2008 et juin 2009 pour atteindre un encours de 221 048 millions d'euros à la fin du mois de juin 2009. Au deuxième trimestre 2009, la baisse n'était que de 0,9 %. Cette baisse relativement modérée est due à la composition du portefeuille-titres investi à 90,5 % (200 148 millions d'euros) en valeurs mobilières à revenu fixe, dont la volatilité est assez faible et à hauteur de 9,5 % (20 900 millions d'euros) en valeurs mobilières à revenu variable (actions et participations).

Les autres actifs, quant à eux, ont diminué de 2 377 millions d'euros (-8,5 %) sur un an et de -3 025 millions d'euros (-10,6 %) entre mars et juin 2009. Soulignons que depuis le début de l'année 2008 et la mise en place des normes comptables IFRS, 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.

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⁾
	2008/06	2009/03	2009/06	2008/06 - 2009/06		2009/03 - 2009/06		2009/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	471 231	436 186	412 257	-58 974	-12,5	-23 929	-5,5	48,4
Dettes envers la clientèle	308 199	276 779	279 510	-28 689	-9,3	2 731	1,0	32,8
Dettes représentées par un titre	85 146	85 123	80 102	-5 043	-5,9	-5 021	-5,9	9,4
Autres passifs	78 134	82 882	80 547	2 414	3,1	-2 335	-2,8	9,4
Total du passif	942 709	880 970	852 416	-90 293	-9,6	-28 554	-3,2	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 être transposées à l'analyse du passif. Sur base annuelle, leurs encours de dettes interbancaires ont diminué de 58 974 millions d'euros, atteignant ainsi 412 257 millions d'euros au 30 juin 2009, soit -12,5 %. Au deuxième trimestre 2009, la baisse était de l'ordre de 23 929 millions d'euros (-5,5 %). Il importe de mentionner deux éléments d'explication ; d'une part, les positions interbancaires reflètent aussi les positions vis-à-vis de la Banque centrale du Luxembourg qui a pu réduire son apport de liquidités aux banques au cours du premier semestre. D'autre part, les opérations interbancaires des banques luxembourgeoises se font très souvent avec leurs maisons mères, c'est-à-dire avec des contreparties pour lesquelles la méfiance est un facteur moins important. Sachant que ces maisons mères ont transféré moins de liquidité à leurs filiales luxembourgeoises, ceci a sans doute pesé lourdement sur les dépôts interbancaires. Malgré tout, ces derniers représentaient toujours près de la moitié du bilan des banques.



Les dettes envers la clientèle non-bancaire ont diminué de 28 689 millions d'euros (-9,3%) entre juin 2008 et juin 2009, pour atteindre 279 510 millions d'euros. Cette position s'est nettement améliorée au cours du deuxième trimestre 2009, augmentant de 2 731 millions d'euros (1,0%). Quoi qu'il en soit, le refinancement des banques reste fortement axé sur les dettes envers la clientèle non-bancaire, qui représentaient un poids relatif de 32,8% de la somme de bilan au 30 juin 2009.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre était en recul de 5,9% (5 043 millions d'euros) sur un an et reste volatil. Seul le deuxième trimestre 2009 a affiché un recul de 5,9% (5 021 millions d'euros). Ce phénomène n'est pas étonnant, compte tenu des événements survenus en septembre 2008. Le refinancement par émission de titres reste timide, même si l'évolution de 825 millions d'euros (+1,0%) observée au mois de juin 2009 laisse entrevoir un regain de confiance des investisseurs dans les émissions bancaires.

Au 30 juin 2009, 80 547 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 une augmentation de 2 414 millions d'euros entre juin 2008 et juin 2009, malgré un tassement de 2,8%, soit 2 335 millions d'euros, entre mars et juin 2009.

Finalement, on remarque à la fin du mois de juillet 2009 une baisse de 20 913 millions d'euros (-2,5%) de la somme de bilan par rapport au 30 juin 2009. La diminution observée pour le mois de juillet 2009 confirme la tendance négative du deuxième trimestre 2009.

Les crédits à la clientèle non-bancaire

A la fin du premier semestre 2009, l'encours de crédits envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 204 011 millions d'euros, en baisse de 7 163 millions d'euros (-3,4%) par rapport à la même date de l'année précédente. Néanmoins, de mars à juin 2009, l'encours de crédits s'est très légèrement renforcé de 290 millions d'euros, soit 0,1%.

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 66 784 millions d'euros au 30 juin 2009, contre 68 489 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une diminution de 2,5% (-1 704 millions d'euros) sur un an. Le deuxième trimestre 2009 a laissé apparaître un retournement de tendance, avec une hausse de 9,0% (5 509 millions d'euros), principalement due à la forte demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers. Sur base annuelle, les crédits à destination de cette catégorie affichaient cependant une baisse de 5 629 millions d'euros (-15,7%). Avec une augmentation remarquable de 22,9% (5 655 millions d'euros) au cours du deuxième trimestre 2009 qui s'est en grande partie concentrée sur le mois de juin, la baisse annuelle s'est trouvée contrebalancée. Les autres intermédiaires financiers disposaient d'un encours de crédit de 30 321 millions d'euros et d'un poids relatif de 45,4% à la fin du premier semestre 2009.

Avec un encours total de 18 320 millions d'euros au 30 juin 2009, les crédits aux ménages représentaient 27,4% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché une progression de 6,3% (1 090 millions d'euros) entre le 30 juin 2008 et le 30 juin 2009, dont 2,8% (507 millions d'euros) au cours du seul deuxième trimestre 2009. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être principalement orientés vers les besoins de financement de projets immobiliers; en effet, en juin 2009, 83,4% des crédits accordés aux ménages résidents étaient destinés à cette fin.

Tableau 15
Crédits au secteur privé non-bancaire (encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾ 2009/06
	2008/06	2009/03	2009/06	2008/06 - 2009/06		2009/03 - 2009/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Luxembourg	68 489	61 276	66 784	-1 704	-2,5	5 509	9,0	100,0
Administrations publiques	1 792	2 496	2 461	670	37,4	- 35	-1,4	3,7
Autres intermédiaires financiers	35 950	24 666	30 321	-5 629	-15,7	5 655	22,9	45,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	206	250	121	- 84	-41,0	- 128	-51,4	0,2
Sociétés non financières	13 311	16 050	15 560	2 250	16,9	- 490	-3,1	23,3
Ménages & ISBLM	17 231	17 814	18 320	1 090	6,3	507	2,8	27,4
Crédits à la consommation	1 228	1 250	1 282	54	4,4	32	2,6	7,0
Crédits immobiliers	14 446	15 008	15 280	834	5,8	273	1,8	83,4
Autres crédits	1 556	1 556	1 758	202	13,0	202	13,0	9,6
Autres pays de la zone euro	83 212	88 047	85 143	1 931	2,3	-2 904	-3,3	100,0
Administrations publiques	3 191	2 428	2 500	- 691	-21,7	73	3,0	2,9
Autres intermédiaires financiers	22 578	19 018	17 994	-4 584	-20,3	-1 024	-5,4	21,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	2 730	2 356	2 258	- 472	-17,3	- 98	-4,2	2,7
Sociétés non financières	44 040	53 721	51 724	7 684	17,4	-1 997	-3,7	60,7
Ménages & ISBLM	10 672	10 524	10 667	- 5	0,0	142	1,4	12,5
Crédits à la consommation	302	339	349	47	15,5	11	3,2	3,3
Crédits immobiliers	971	1 086	1 141	171	17,6	55	5,1	10,7
Autres crédits	9 399	9 100	9 176	- 223	-2,4	76	0,8	86,0
Reste du monde	59 473	54 398	52 084	-7 390	-12,4	-2 314	-4,3	100,0
Administrations publiques	5 310	5 427	5 153	- 157	-3,0	- 274	-5,1	9,9
Autres intermédiaires financiers	21 411	17 462	17 728	-3 684	-17,2	266	1,5	34,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	828	712	638	- 190	-22,9	- 74	-10,4	1,2
Sociétés non financières	25 838	26 207	22 198	-3 640	-14,1	-4 010	-15,3	42,6
Ménages & ISBLM	6 087	4 589	6 367	281	4,6	1 778	38,7	12,2

Source : BCL

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

Le volume de crédits immobiliers est resté élevé notamment en raison de l'étalement sur une longue période des tranches de financement des constructions neuves. Ces derniers ont atteint 15 280 millions d'euros à la fin du mois de juin 2009. Au premier trimestre 2009, le volume à bâtir du secteur résidentiel était en baisse d'environ 30% par rapport à l'année passée, en raison d'une baisse de la demande en maisons individuelles au profit des appartements. Aussi, le taux de croissance des crédits immobiliers accordés aux ménages résidents s'est encore réduit. Ainsi, de juin 2008 à juin 2009, le taux de croissance ressortait à 5,8%, à comparer avec un niveau de 7,6% au cours de l'année 2008.

Le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 16,9% (2 250 millions d'euros) sur base annuelle, portant leur encours à 15 560 millions d'euros à la fin de juin 2009. Cette hausse a été marquée par un léger retournement en fin de période, entre mars et juin 2009 (-490 millions d'euros). La part relative des crédits aux sociétés non financières a atteint 23,3% de l'ensemble des crédits aux résidents au 30 juin 2009.

Les administrations publiques, quant à elles, affichaient un endettement bancaire de l'ordre de 2 461 millions d'euros au 30 juin 2009, fruit d'une progression de 37,4% (670 millions d'euros) par rapport à juin 2008. Cet endettement s'est légèrement tassé au cours du deuxième trimestre 2009 (-1,4%). L'encours de cette catégorie demeurerait très modeste avec un poids relatif de 3,7% mais est appelé à croître compte tenu des besoins de financement des pouvoirs publics.



On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeuraient très peu importants en volume et extrêmement volatils, les encours étant de 121 millions d'euros au 30 juin 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 85 143 millions d'euros au 30 juin 2008, contre 83 212 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une progression de 2,3%. Cette tendance s'est inversée au cours du deuxième trimestre de 2009 en affichant une baisse de 2 904 millions d'euros (-3,3%), principalement due aux sociétés non financières et des autres intermédiaires financiers.

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 60,7% au 30 juin avec un encours de 51 724 millions d'euros. Le volume d'activité affichait une tendance favorable (17,4%, 7 684 millions d'euros) sur un an, malgré un tassement de 3,7% au deuxième trimestre 2009. Par ailleurs, les douze derniers mois écoulés ont été marqués par une baisse de 20,3% (4 584 millions d'euros) des crédits aux autres intermédiaires financiers. Cette tendance s'est trouvée confirmée au deuxième trimestre 2009, avec un recul de 5,4% (1 024 millions d'euros).

Quant aux crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro, ils sont restés quasiment inchangés. Entre mars et juin 2009, une légère hausse de 1,4% était toutefois observable (142 millions d'euros). Ces derniers représentaient un poids relatif de 12,5% et un encours de 10 667 millions d'euros.

Les autres crédits sont souvent utilisés pour le financement d'achat de valeurs mobilières. Ainsi, il n'est pas surprenant que cette catégorie de crédits n'ait été en baisse que de 2,4% compte tenu de l'amélioration de la situation au niveau des marchés boursiers qui se sont améliorés au deuxième trimestre 2009. Soulignons dans ce contexte la bonne tenue des crédits immobiliers (+17,6% sur un an) qui sont en grande partie utilisés pour le financement de biens situés dans la Grande Région, au-delà des frontières du Luxembourg. Le rythme de croissance de ces crédits était de 5,1% (55 millions d'euros) entre mars et juin 2009. A la mi-2009, ces crédits restaient encore relativement modestes avec un encours de 1 141 millions d'euros.

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde ont connu la plus forte baisse annuelle, principalement en raison de la mauvaise tenue de la catégorie des autres intermédiaires financières et d'un repli de la demande des sociétés non financières. Ainsi, la réduction des encours de crédits aux résidents du reste du monde s'est chiffrée à 7 390 millions d'euros (-12,4%) entre juin 2008 et juin 2009. Le deuxième trimestre de 2009 s'est caractérisé par une baisse de 2 314 millions d'euros (-4,3%) qui a poussé l'encours à 52 084 millions d'euros au 30 juin 2009.

Les autres intermédiaires financiers ont réduit leurs financements par le biais du crédit bancaire de 3 684 millions d'euros (-17,2%) au cours des douze derniers mois écoulés. Ce n'est qu'au deuxième trimestre 2009, c'est-à-dire à un moment où une certaine accalmie, voire un regain de confiance, était observée sur les marchés financiers, que les encours sous cette catégorie ont prudemment augmenté de 266 millions d'euros (1,5%). Notons encore qu'au 30 juin 2009, l'encours de crédits aux autres intermédiaires financiers représentait 34,0% (17 728 millions d'euros) de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

L'encours de crédits aux sociétés non financières a également contribué à une baisse annuelle considérable, avec une correction de 14,1%. C'est au deuxième trimestre 2009, période durant laquelle la baisse globale atteignait 15,3% (-4 010 millions d'euros), que cette légère croissance a été observée.

En fin de période, ces derniers représentaient un encours de 22 198 millions d'euros pour un poids relatif de 42,6 % de l'ensemble de crédits aux résidents du reste du monde.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

A la fin du premier semestre 2009, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 279 510 millions d'euros, en baisse de 28 689 millions d'euros (-9,3%) par rapport à la même date de l'année précédente. Néanmoins, de mars 2009 à juin 2009, l'encours de dépôts se renforçait de 2 731 millions d'euros, soit 1,0%.

Les dépôts des résidents

Fin juin 2009, l'encours de dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 154 904 millions d'euros, soit 55,4% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. La baisse entre juin 2008 et juin 2009 a atteint 13 171 millions d'euros, soit -7,8%. Une amélioration s'est toutefois manifestée au cours du deuxième trimestre 2009 puisqu'une progression de 6 346 millions d'euros (4,3%), due aux activités des autres intermédiaires financiers, a été observée.

Tableau 16

Dépôts du secteur privé non-bancaire (encours en fin de période)

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 1)
	2008/06	2009/03	2009/06	2008/06 - 2009/06		2009/03 - 2009/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Luxembourg	168 075	148 557	154 904	-13 171	-7,8	6 346	4,3	100,0
Administrations publiques	4 857	4 396	4 192	- 664	-13,7	- 204	-4,6	2,7
Autres intermédiaires financiers	117 969	101 328	107 709	-10 260	-8,7	6 382	6,3	69,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 942	5 200	5 086	144	2,9	- 114	-2,2	3,3
Sociétés non financières	17 839	14 483	14 857	-2 982	-16,7	374	2,6	9,6
Ménages & ISBLM	22 468	23 151	23 060	591	2,6	- 91	-0,4	14,9
Autres pays de la zone euro	75 270	72 254	68 552	-6 719	-8,9	-3 703	-5,1	100,0
Administrations publiques	405	412	474	69	17,0	62	15,1	0,7
Autres intermédiaires financiers	19 092	16 749	14 992	-4 100	-21,5	-1 757	-10,5	21,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	6 189	6 178	6 126	- 62	-1,0	- 52	-0,8	8,9
Sociétés non financières	23 546	24 347	23 572	26	0,1	- 775	-3,2	34,4
Ménages & ISBLM	26 038	24 569	23 388	-2 651	-10,2	-1 181	-4,8	34,1
Reste du monde	64 854	55 967	56 055	-8 800	-13,6	87	0,2	100,0
Administrations publiques	2 459	4 372	3 778	1 319	53,6	- 594	-13,6	6,7
Autres intermédiaires financiers	32 008	25 209	27 403	-4 604	-14,4	2 195	8,7	48,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 943	725	913	-1 030	-53,0	188	25,9	1,6
Sociétés non financières	11 226	10 693	8 997	-2 229	-19,9	-1 696	-15,9	16,1
Ménages & ISBLM	17 218	14 968	14 963	-2 255	-13,1	- 6	0,0	26,7

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts des ventilations géographiques

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, on constate qu'une majeure partie de l'encours provenait des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) ; leur encours total était de 107 709 millions d'euros au 30 juin 2009, contre 117 969 millions d'euros en juin 2008 (-8,7%). Ceux-ci représentaient 69,5% de l'ensemble des dettes envers la clientèle résidente. Au deuxième trimestre 2009, les dépôts ont néanmoins augmenté de 6 382 millions d'euros, soit 6,3%. L'importance de cette catégorie est indissociable de celle de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, ces derniers déposant souvent leurs excédents de trésorerie auprès de leurs banques depositaires. Ainsi, la diminution annuelle de 14,2% de la VNI (valeur net d'inventaire) des OPC luxembourgeois a nettement pesé



sur la tendance, en particulier au quatrième trimestre 2008 et au début de l'année 2009. Depuis le mois de mars 2009, et jusqu'à la fin du mois de juin 2009, leur VNI a augmenté de 6,9%. Dans le sillage de ce rebond, les dépôts des autres intermédiaires financiers ont augmenté au deuxième trimestre 2009.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupaient 14,9% du total des dépôts (23 060 millions d'euros) effectués par les résidents en juin 2009, soit 591 millions d'euros de plus qu'au 30 juin 2008. La modeste croissance annuelle de 2,6% obtenue sur cette période, est très en deçà de celles observées en 2008 (9,1%) ou en 2007 (26,0%).

Les dépôts des sociétés non financières ont diminué de 16,7% (-2 982 millions d'euros) au cours des douze derniers mois écoulés, ce qui porte leurs encours à 14 857 millions d'euros au 30 juin 2009. Soulignons que les dépôts des administrations publiques ont diminué de 13,7% sur un an (-664 millions d'euros), ce qui n'est guère surprenant dans cette période de crise financière et de déficits budgétaires. Finalement, au 30 juin 2009, les administrations publiques nationales détenaient 4 192 millions d'euros auprès des banques de la place financière.

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 8,9%, soit 6 719 millions d'euros, entre fin juin 2008 et juin 2009, portant l'encours à 68 552 millions d'euros, soit 24,5% 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, avec un recul de 13,6% (10 559 millions d'euros). Finalement, le volume de dépôts a continué de fléchir entre fin mars et fin juin 2009 (-5,1%).

L'encours des sociétés non financières en dépôts bancaires, qui atteignaient 23 572 millions d'euros en juin 2008, sont demeurés quasiment inchangés depuis lors (+0,1%). En fin de période, entre mars et juin 2009, un recul de 775 millions d'euros, soit -3,2%, a néanmoins été observé. Cette rubrique pesait 34,4% du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro au 30 juin 2009.

La principale diminution est due à la catégorie des autres intermédiaires financiers. Ils représentaient 21,9% de l'encours à la fin du mois de juin 2009. Leurs dépôts ont diminué de 21,5% au cours des douze mois écoulés. Au cours du seul deuxième trimestre 2009, la baisse atteignait même 10,5%.

Avec 8,9% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, le poids relatif des sociétés d'assurances et fonds de pension affichait un léger recul de 1,0% (-62 millions d'euros) entre juin 2008 et juin 2009.

Ce sont les administrations publiques, dont le poids relatif était de 0,7% en fin de période, qui ont augmenté leur encours de dépôts de la manière la plus significative avec une hausse de 17,0% sur cette période. Sur ces 17,0% de croissance, 15,1% (62 millions d'euros) ont été acquis entre mars et juin 2009.

Les ménages des autres pays membres de la zone euro, quant à eux, ont déposé 2 651 millions d'euros en moins sur un an, soit une réduction de 10,2% de leurs encours; ces derniers atteignaient 23 388 millions d'euros au 30 juin 2009. Ce recul d'activité sur base annuelle peut être, au moins en partie, mis en relation avec la crise financière qui a incité les ménages à retirer une partie de leur épargne. Cette tendance était encore assez perceptible au cours du deuxième trimestre 2009, puisqu'une baisse de 4,8% (-1 181 millions d'euros) était observable. Par ailleurs, la mise en place de la retenue à la source dans le cadre de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne a pu avoir un impact sur un recul des fonds déposés auprès des banques. En effet, le taux d'imposition prévu par la directive est passé de 15% à 20% au 1^{er} juillet 2008.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts émanant des résidents du reste du monde se sont contractés de 13,6% (8 800 millions d'euros) entre juin 2008 et juin 2009, pour atteindre 56 055 millions d'euros, soit 20,1% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Les trois positions les plus importantes sous cette catégorie sont : les autres intermédiaires financiers, avec un poids de 48,9% au 30 juin 2009, les ménages (26,7%) et les sociétés non financières (16,1%). Leurs encours demeurent très volatils. Le recul le plus remarquable de l'encours de dépôts a été observé sous la rubrique des autres intermédiaires financiers (-14,4% ; -4 604 millions d'euros). Néanmoins, une inversion de tendance, marquée par une progression de l'ordre de 8,7% (2 195 millions d'euros), s'est manifestée au cours du deuxième trimestre 2009, dans le sillage de la reprise des indices boursiers mondiaux.

Notons le recul des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours était en baisse de 19,9%, soit 2 229 millions d'euros, au cours des douze derniers mois. Malgré des progressions au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009, le deuxième trimestre 2009 a confirmé la tendance globale négative en affichant un recul de 1 696 millions d'euros (-15,9%). Les montants déposés atteignaient 8 997 millions d'euros en fin de période.

Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 14 963 millions d'euros à la fin du mois de juin 2009, en baisse de 2 255 millions d'euros (-13,1%) sur un an. Le deuxième trimestre 2009 a néanmoins été marqué par une pause dans ce mouvement de désépargne.

Les dépôts des administrations publiques ont progressé de 53,6% au cours de la période allant de juin 2008 à juin 2009 dont une baisse de 13,6% au deuxième trimestre 2009, ces derniers affichaient un poids relatif de 6,7%, et l'encours en fin de période était de 3 778 millions d'euros. Les dépôts des sociétés d'assurances et des fonds de pension ont évolué de manière très défavorable, voyant leurs encours divisés par deux (-53,0% sur un an). Seul le deuxième trimestre s'est traduit par une progression de l'encours de ces catégories ; elle a atteint 25,9% (188 millions d'euros). Les dépôts sous cette catégorie demeurent très volatils, mais représentaient un poids relativement faible dans l'ensemble des dépôts (1,6%).

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

Le coût des nouveaux contrats

Dans le sillage des quatre assouplissements du taux de refinancement de l'Eurosystème, observés au cours du premier semestre 2009, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les banques luxembourgeoises pour des nouveaux contrats de crédits ou de dépôts était en net recul sur cette période.

Le coût des nouveaux contrats de crédits immobiliers à taux variable a connu une décruce ininterrompue au cours des sept premiers mois de l'année 2009, passant de 4,22% en décembre 2008 à 2,11% en juillet 2009.

Le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, était en baisse de 105 points de base entre décembre 2008 (6,20%) et juillet 2009 (5,15%).

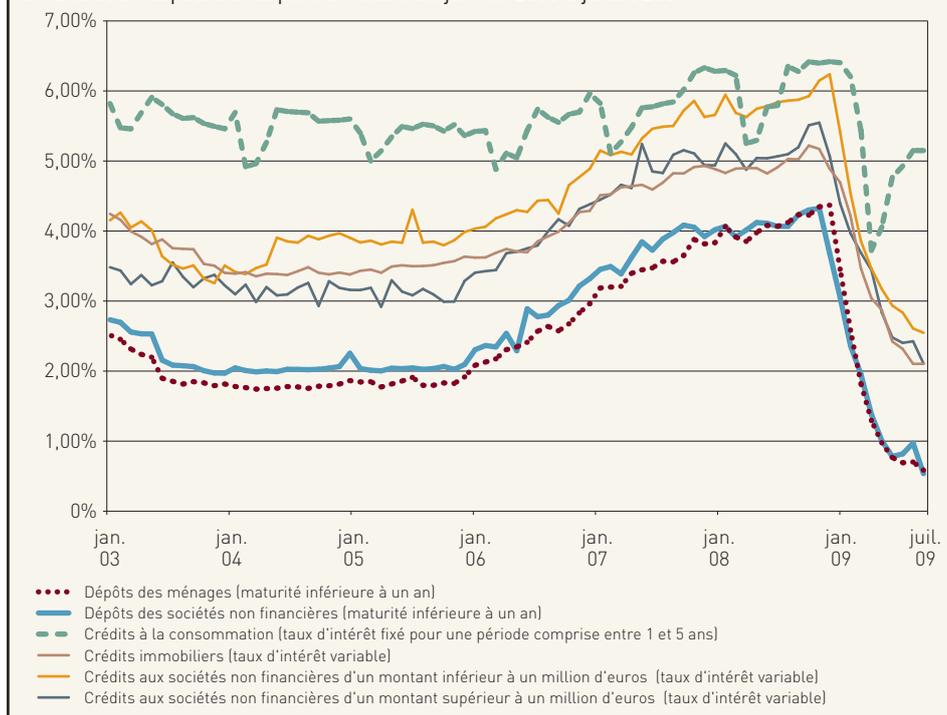
Celui des crédits à la consommation dont la période de fixation du taux d'intérêt est supérieure à 5 ans était en baisse de 164 points de base, de 6,24% en décembre 2008 à 4,60% en juillet 2009. Les crédits qui ne sont destinés ni à la consommation ni au financement immobilier sont comptabilisés dans la catégorie des autres crédits. Le coût de ces derniers était en baisse de 150 points de base ; ainsi, le taux variable correspondant à cette catégorie est ainsi passé de 3,39% en décembre 2008 à 1,90% en juillet 2009.

Le taux variable offert aux sociétés non financières pour des crédits d'un montant inférieur à un million d'euros est passé de 4,54 % à 2,55 % entre décembre 2008 et juillet 2009 alors que le taux variable offert pour des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros est passé de 3,97 % à 2,11 % au cours de la même période.

Les dépôts à moins d'un an des ménages ont vu leur rémunération diminuer de 200 points de base entre décembre 2008 (2,59 %) et juillet 2009 (0,59 %). Quant à la rémunération des dépôts à moins d'un an des sociétés non financières, elle était en baisse de 182 points de base sur la même période (de 2,36 % à 0,54 %).

Graphique 25

Évolution des taux d'intérêt offerts par les banques pour les nouveaux contrats de crédits et de dépôts sur la période allant de janvier 2003 à juillet 2009



Source : BCL

D'une manière générale, à la fin du premier semestre 2009, les taux d'intérêt observés sur les nouveaux contrats de crédits ou de dépôts atteignaient leurs plus bas niveaux depuis janvier 2003, date de la mise en place de la statistique sur les taux d'intérêt. Sur la période allant de juillet 2003 à novembre 2005, le taux de refinancement de l'Eurosystème était demeuré stable à 2,00 %. Les écarts entre ce taux et les taux des nouveaux contrats de crédits immobiliers d'une part et de crédits aux sociétés non financières (contrats d'un montant supérieur à un million d'euros) d'autre part, avaient atteint des minima respectifs de 135 points de base (en mars 2004) et de 92 points de base (en mars 2005). En juillet 2009, avec un taux de refinancement de l'Eurosystème tombé à 1,00 %, ces écarts étaient de 111 points de base pour les crédits immobiliers comme pour les crédits aux sociétés non financières. L'augmentation de l'écart

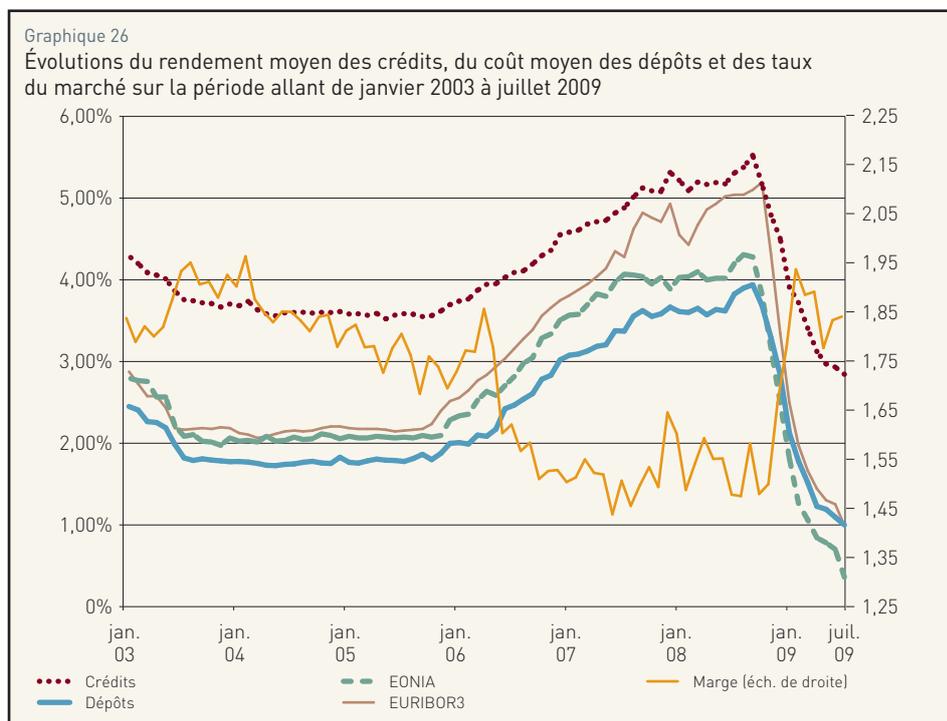
observé au niveau des sociétés non financières correspond à une hausse de la prime de risque liée à la dégradation de l'environnement économique. En revanche, en raison de l'existence de prises de sûretés réelles dans le cas des crédits immobiliers, ces derniers ne voient pas leur prime de risque augmenter.

Le coût moyen de l'encours

A l'actif, le rendement moyen des crédits à destination des ménages et des sociétés non financières de la zone euro ressortait à 2,84 % en juillet 2009 contre 4,49 % en décembre 2008. Au passif, le coût moyen des dépôts était de 0,99 % en juillet 2009 contre 2,83 % en décembre 2008.

L'analyse du graphique ci-dessous montre qu'en période de hausse des taux du marché, l'écart entre le rendement moyen des crédits (ligne rouge) et le coût moyen des dépôts (ligne bleue) a tendance à diminuer alors qu'en période de baisse des taux du marché, cet écart augmente.

Ce constat suggère non seulement que l'adaptation des taux d'intérêt n'est pas la même à l'actif et au passif, mais qu'elle diffère également suivant l'évolution de la direction imposée par les taux de marché.



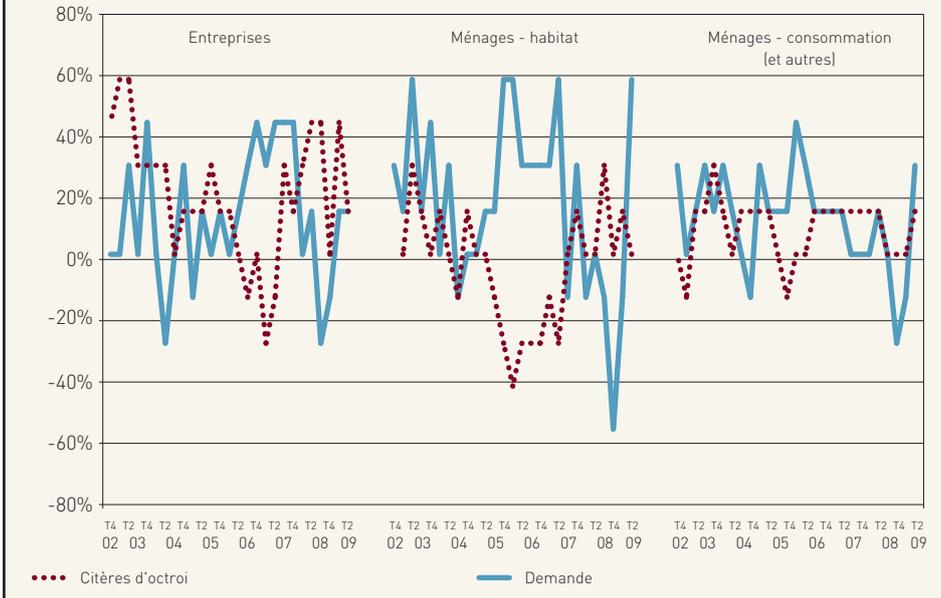
3.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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.

Les données les plus récentes datent du deuxième trimestre 2009. Les résultats luxembourgeois relatifs au secteur des ménages sont en général plus favorables par rapport aux résultats de la zone euro, notamment en ce qui concerne l'évolution des critères d'attribution de crédits. Néanmoins, 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 les banques de l'échantillon luxembourgeois ainsi que celles de l'échantillon de la zone euro continuent à rencontrer certaines difficultés à lever des fonds.

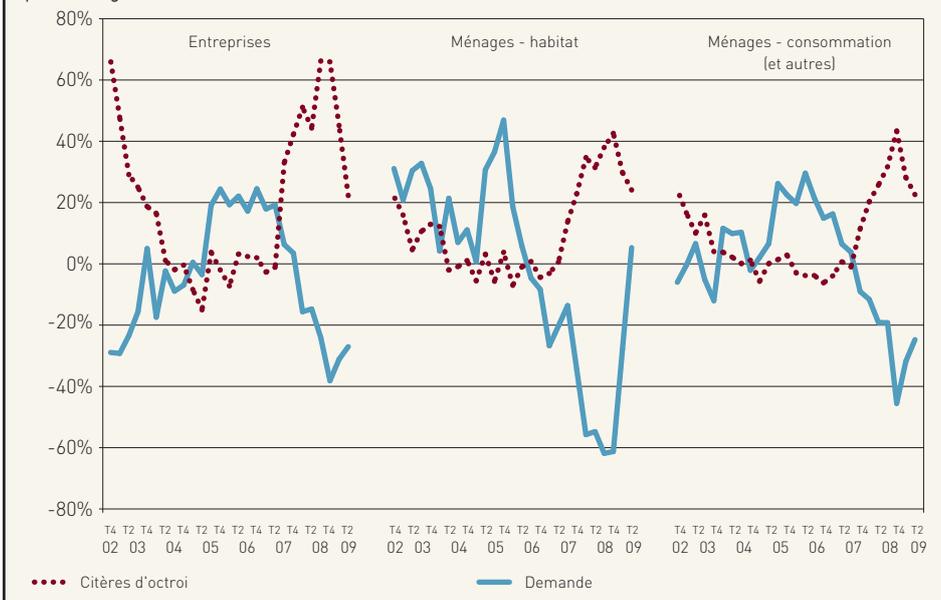
Graphique 27
Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg
(pourcentages nets)



Source : BCL

cités par les banques des deux échantillons sont les perceptions de risques qui découlent, notamment, des prévisions concernant l'activité économique générale et des perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises. Le durcissement des critères d'octroi s'est également traduit sur les conditions d'octroi, notamment sur les marges des banques.

Graphique 28
Évolution des critères d'octroi et de la demande dans la zone euro
(pourcentages nets)



Source : BCE

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 deuxième 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 niveaux élevés des trimestres précédents, soutenant ainsi la thèse selon laquelle le cycle de crédit pourrait avoir atteint son point d'inflexion. Les principaux éléments explicatifs

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg ne fut que légèrement positive au deuxième trimestre 2009. La situation est cependant toujours plus favorable que dans la zone euro dans son ensemble, où la demande nette demeura négative tout en ayant rebondi légèrement. 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 la zone euro. La hausse de la demande au Luxembourg est attribuable à un besoin de financement accru lié à la restructuration de dettes ainsi qu'à la gestion des stocks et aux fonds de roulement.

Ménages pour habitat : En ce qui concerne l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits à l'habitat octroyés aux ménages, les développements sont toujours beaucoup 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 au deuxième 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 a rebondi dans les deux échantillons. Au Luxembourg, quatre banques ont signalé une hausse de la demande, alors qu'au niveau de la zone euro les pourcentages nets sont passés de -29,5% à +3,6%. Néanmoins, les banques continuent à signaler des perceptions de risques accrues.

Ménages pour consommation (et autres) : Les banques ont signalé un faible durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres crédits) au deuxième trimestre ; à rappeler que les résultats de l'enquête ne sont pas pondérés par la part de marché des banques. 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) au Luxembourg a rebondi au deuxième trimestre, tout comme la demande pour les crédits à l'habitat. Dans la zone euro dans son ensemble, la demande nette a également rebondi tout en demeurant 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 par les banques. En cette matière, les 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 disposés à prêter, mais surtout sur les marges appliquées.

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

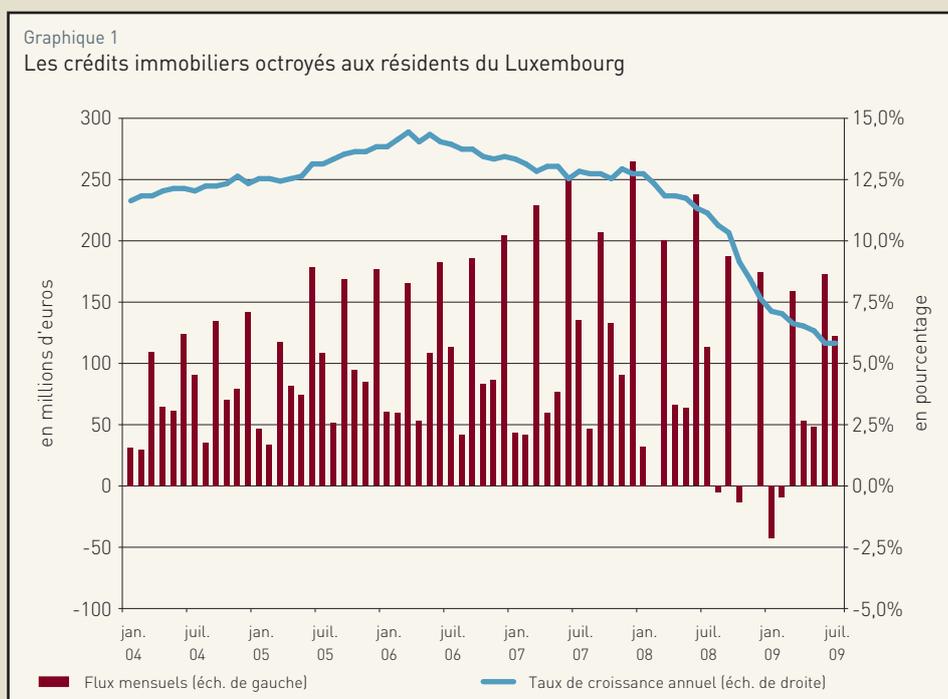
Depuis l'émergence des turbulences financières, plusieurs analyses ou encadrés sur l'évolution des crédits au Luxembourg ont été publiés. L'analyse intitulée « *L'impact des turbulences financières sur les crédits* », publiée dans le *Bulletin BCL 2008/2*, a examiné l'impact des tensions financières sur l'octroi de crédits aux ménages et aux entreprises. Un encadré intitulé « *L'évolution des crédits aux ménages et aux entreprises* », publié dans le *Bulletin BCL 2009/01*, a présenté une mise à jour succincte des principaux résultats de cette analyse, alors qu'un deuxième encadré paru dans le cadre du *Rapport Annuel 2008* s'est concentré sur le financement du logement ainsi que sur les développements du crédit y relatifs.

Cet encadré se place donc dans une série d'analyses, l'objectif principal étant de présenter une mise à jour des publications antérieures afin d'évaluer si les conclusions qui ont été tirées sont toujours valables.

A rappeler que les données présentées dans cet encadré proviennent essentiellement du recensement statistique des bilans agrégés des banques (données *BSI* sur les encours) et de la collecte sur les taux d'intérêt et les nouveaux crédits accordés (données *MIR*). Les derniers résultats de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*) sont également évoqués. Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les dernières données disponibles datent de juillet 2009, alors que les derniers résultats *BLS* couvrent le deuxième trimestre 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 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



Source : BCL

Le graphique 1 présente l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages du Luxembourg en termes de flux mensuels¹ (calculés à partir des données *BSI*) ainsi qu'en termes de taux de croissance annuels.

Le graphique montre que les flux de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidant au Luxembourg ont repris vigueur courant 2009, notamment en juin et en juillet; ces développements font suite à une période plus volatile et généralement moins favorable, période qui s'étend d'août 2008 à février 2009. Si cette période d'atonie est marquée par une volatilité accrue, elle est sur-

¹ Pour rappel, les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.

tout marquée par les flux négatifs enregistrés en août et en octobre 2008, ainsi qu'en janvier 2009. Sur base annuelle, le taux de croissance des crédits immobiliers suit toujours la tendance baissière entamée en 2006. Néanmoins, la chute du taux de croissance de la série s'est ralentie : si en 2008 la progression annuelle des crédits immobiliers est passée de 12,7% en début d'année à 7,6% en décembre, elle est tombée nettement moins rapidement depuis lors pour s'inscrire à 5,8% en juin et en juillet 2009.

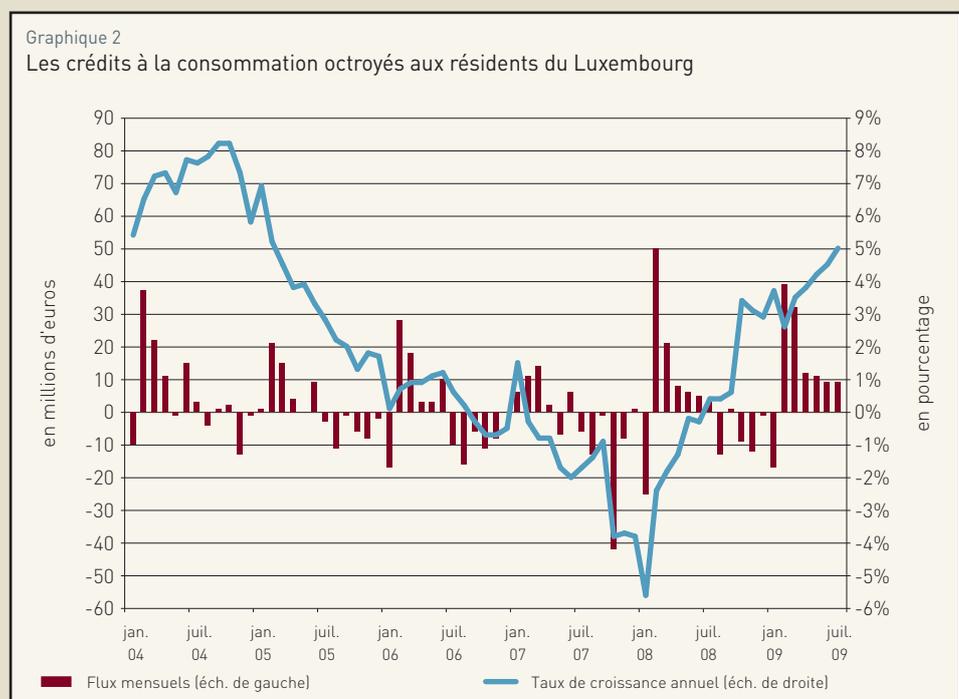
Les données *MIR* fournissent également des indications sur l'évolution des crédits ; à rappeler que certaines différences méthodologiques existent par rapport aux flux mensuels représentés dans les graphiques². Les nouveaux crédits immobiliers accordés aux ménages ont fortement progressé en 2009, notamment 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*. 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 2,11% en juillet de cette année³.

La progression des crédits aux ménages notée ci-dessus est tout à fait en ligne avec les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, dont les dernières données font référence au deuxième trimestre 2009. Effectivement, pour ce trimestre, l'enquête signale un rebond substantiel de la demande des ménages pour les crédits immobiliers, alors que la politique de crédit des banques de la Place financière est restée inchangée.

S'agissant des crédits à la consommation, le graphique 2 montre que les flux des crédits octroyés aux ménages du Luxembourg se sont inscrits en hausse courant 2009. Par rapport aux années passées, les flux mensuels demeurent relativement élevés, même après le festival de l'automobile. Sur base annuelle, le taux de croissance se trouve toujours sur une trajectoire haussière, atteignant même son sommet de plus de 4 ans en juillet (à 5,0%).

Du côté des données *MIR*, les crédits à la consommation nouvellement accordés demeurent également importants : sur les sept premiers mois de l'année, 522 millions d'euros ont été accordés, dont 70 millions en juillet. En guise de comparaison, la somme des crédits à la consommation accordés sur les sept premiers mois de l'année passée s'élevait à 386 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 5,15% en juillet 2009.

A noter que les crédits à la consommation sont marqués par une forte saisonnalité.

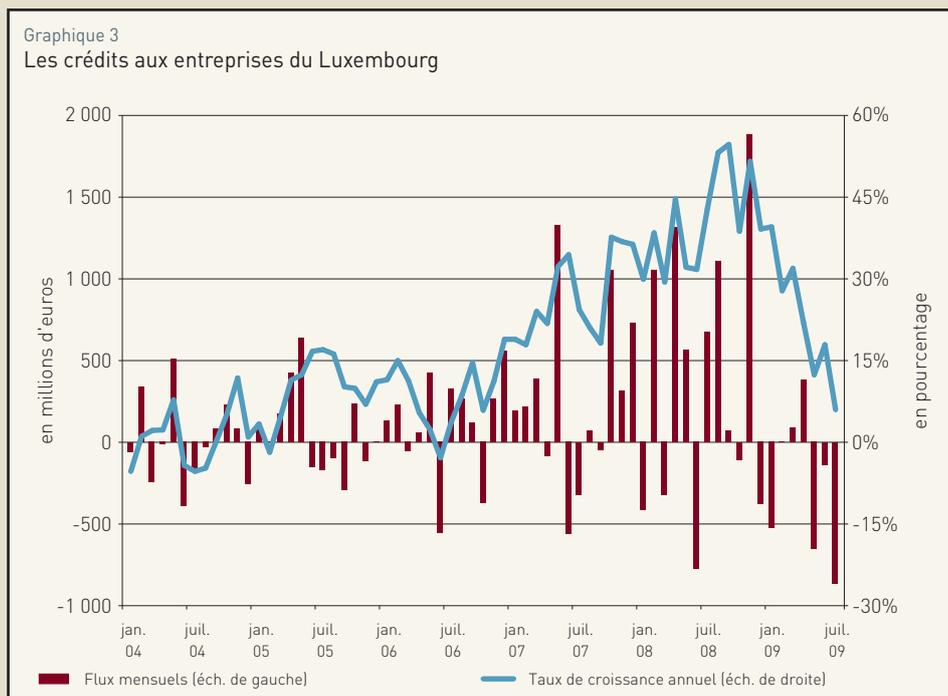


Source : BCL

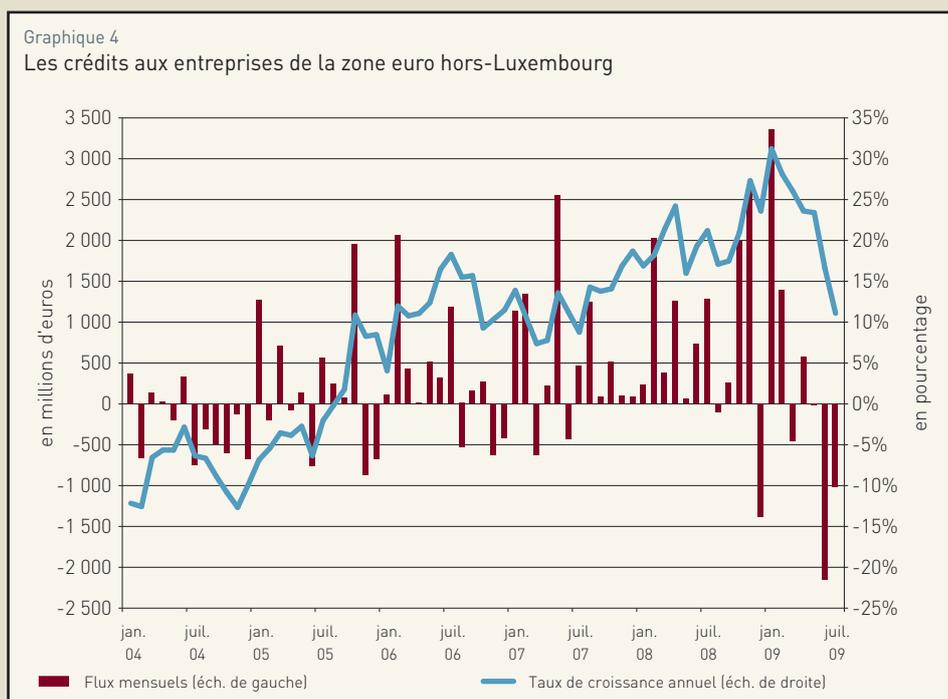
- Par exemple, pour la collecte *MIR* il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données *BSI* les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte *MIR* comprennent toutes les renégociations des crédits existants et ne sont pas ventilés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

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la demande pour les crédits à la consommation a rebondi au deuxième trimestre – bien que dans une moindre mesure que celle pour les crédits immobiliers – malgré un très faible durcissement des critères d'octroi.

LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES



Source : BCL



Source : BCL

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).

Entre mai et juillet 2009, les flux des crédits aux entreprises résidentes et non-résidentes étaient négatifs. 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, à l'exception du mois de novembre, 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 juillet fut particulièrement défavorable pour les deux séries représentées dans les graphiques. Sur base annuelle, les dernières données *BSI* signalent une inversion de tendance des développements du crédit octroyé aux SNF. L'encadré intitulé «*L'évolution des cré-*

dits aux ménages et aux entreprises», publié dans le *Bulletin BCL 2009/01*, avait noté que « la trajectoire haussière des taux de croissance annuels s'est toutefois stabilisée (entre fin 2008 et janvier 2009), mais à un niveau très élevé ». La tendance à la hausse s'est inversée depuis lors et le taux de croissance annuel des crédits octroyés aux SNF implantées au Luxembourg a chuté, passant de son sommet de +54,5% en septembre 2008 à seulement +5,9% en juillet 2009. Depuis début 2009, la progression annuelle des crédits octroyés aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg suit également une tendance négative : le taux de croissance annuel de ces crédits est passé de +31,1% en janvier à +11,0% en juillet.

Pourtant, en ce qui concerne la collecte *MIR*, les crédits nouvellement accordés aux SNF de la zone euro continuent à progresser vigoureusement. Si cette évolution n'est pas en ligne avec celle des données *BSI*, ceci est sans doute attribuable à des différences méthodologiques des deux collectes. Les taux appliqués aux crédits accordés aux entreprises se sont sensiblement repliés depuis fin 2008 ; le taux variable offert aux SNF pour des crédits d'un montant inférieur à un million d'euros s'est inscrit à 2,55% en juillet, alors que le taux variable offert pour des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros s'éleva à 2,11%.

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 relatifs au deuxième trimestre 2009 indiquent que la demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises fut toujours positive, tout comme au trimestre précédent. Une seule banque a signalé un durcissement des critères d'octroi. Néanmoins, dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé, ce sont les durcissements des trimestres précédents qui ont conduit au ralentissement de l'octroi de crédits aux SNF. Effectivement, la première analyse sur les développements du crédit, parue fin 2008, notait déjà que « les taux de croissance annuels relatifs aux crédits envers les SNF devraient s'inscrire en baisse dans les trimestres à venir »⁴.

CONCLUSIONS

Cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

1. En ce qui concerne les crédits immobiliers, les données récentes indiquent que – par rapport à la période d'atonie qui précède – les développements du crédit ont repris vigueur courant 2009 ; sur base annuelle, la tendance à la baisse du taux de croissance s'est ralentie par rapport à l'année passée et s'élève à 5,8% en juillet 2009.
2. S'agissant des crédits à la consommation, les dernières informations disponibles vont dans le sens d'un renforcement de la dynamique des crédits, tant sur base mensuelle que sur base annuelle.
3. Pour ce qui est des crédits octroyés aux SNF, les développements sont plus contrastés, une phase de forte hausse étant suivie depuis fin 2008 par une croissance moins forte. Les dernières données confirment l'inversion de tendance de l'évolution des taux de croissance annuels vers le tournant de l'année et l'évolution des flux est également nettement moins favorable par rapport aux mois précédents.
4. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent qu'au deuxième trimestre 2009 les banques ont laissé inchangés leurs critères d'attribution appliqués aux crédits immobiliers, alors qu'un faible durcissement net fut enregistré pour les crédits à la consommation et pour les crédits octroyés aux SNF. 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 octroyés aux ménages, notamment pour ce qui est des crédits immobiliers ; la demande nette pour les crédits octroyés aux entreprises fut faible mais demeura toutefois positive au deuxième trimestre.

4 « L'impact des turbulences financières sur les crédits », *Bulletin BCL 2008/2*, p.95.

3.7.6 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Dans un environnement caractérisé par de nouvelles baisses des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème et la stabilisation, voire la reprise, des principaux indices boursiers, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat avant provisions de 3 585 millions d'euros au 30 juin 2009. Ceci représente une hausse 11,7% par rapport à fin juin 2008 où le résultat avant provisions s'était élevé à 3 209 millions d'euros.

Tableau 17

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

Résultat 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	2008/06	2009/06	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts perçus	29 885	16 799	-43,8	-13 086
2 Dividendes perçus	1 139	407	-64,3	- 732
3 Intérêts bonifiés	27 529	13 528	-50,9	-14 001
4 Marge sur intérêts	3 495	3 678	5,2	183
5 Revenus nets sur commissions	1 985	1 634	-17,7	- 351
6 Revenus nets sur opérations de change	74	- 33	-144,6	- 107
7 Autres revenus nets	- 111	478	530,6	589
8 Revenus hors intérêts	1 948	2 079	6,7	131
9 Produit bancaire	5 443	5 757	5,8	314
10 Frais de personnel	1 233	1 217	-1,3	- 16
11 Frais d'exploitation	879	831	-5,5	- 48
12 Frais de personnel et d'exploitation	2 112	2 048	-3,0	- 64
13 Amortissements sur immobilisé non financier	122	124	1,6	2
14 Résultats avant dépréciations, provisions et impôts	3 209	3 585	11,7	376

Source : BCL

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

Du côté des revenus, les tendances observées au premier trimestre 2009 se sont confirmées ; en effet, les revenus sur commissions sont encore en baisse, la marge sur intérêts poursuit sa progression et les autres revenus nets affichent une hausse importante puisque l'évaluation des titres détenus par les banques est même redevenue excédentaire au cours du second trimestre 2009.

Au niveau des revenus sur intérêts, les banques luxembourgeoises continuent de tirer avantage des possibilités de transformation d'échéances qui se présentent à elles à la suite des baisses des taux directeurs de l'Eurosystème. De plus, les conditions de financement observées sur les marchés leur permettent également de profiter pleinement de leur situation excédentaire en liquidités pour générer des revenus d'intérêts. Ainsi, fin juin 2009, la marge sur intérêts s'est élevé à 3 678 millions d'euros, en hausse de 5,2%, soit 183 millions d'euros, par rapport au premier semestre 2008. Dans ce contexte, il importe de noter que le recul des dividendes perçus pèse sur la progression de la marge sur intérêts. En effet, ceux-ci ont reculé de 64,3% sur la période considérée pour s'élever à 407 millions d'euros, ce qui implique que leur poids dans la marge sur intérêts est tombé à 11,1% contre 32,6% un an plus tôt. Cette évolution s'explique évidemment en premier lieu par les performances moindres des filiales des banques luxembourgeoises, ce qui entraîne une forte baisse des dividendes perçus. Ainsi, si l'on neutralise les revenus sur dividendes, la marge sur intérêts est en progression de 38,3% par rapport à juin 2008.

De plus, pour les trimestres à venir, il importe également de noter que l'effet des transformations d'échéances diminuera au cours des trimestres au fur et à mesure de l'ajustement des taux d'intérêts débiteurs et créditeurs. Dans ce contexte, le niveau historiquement faible des taux d'intérêt suggère que des baisses additionnelles des taux directeurs de l'Eurosystème, si elles ont lieu, n'auront ni la même fréquence ni la même ampleur que celles connues au cours des derniers mois. Finalement, on notera

encore que les volumes des intérêts perçus (-43,8%) et des intérêts bonifiés (-50,9%) affichent des baisses très importantes mesurés sur un an; 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 hors intérêts, quant à eux, étaient en hausse de 6,7%, soit 131 millions entre juin 2008 et juin 2009. Cette hausse a essentiellement été générée par les autres revenus nets qui reflètent la valorisation des titres détenus par les banques.

En ce qui concerne les revenus sur commissions, la persistance de la moindre évaluation des actifs financiers sur les principaux marchés boursiers a donné lieu à un net recul de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif luxembourgeois, ainsi qu'à une diminution du nombre de transactions effectuées. Tout cela a conduit à un recul prononcé du solde net sur commissions. Ainsi, les revenus sur commissions ont diminué de 351 millions d'euros, soit 17,7% pour s'élever à 1 634 millions d'euros au 30 juin 2009.

Les autres revenus nets, qui comprennent notamment les résultats relatifs aux portefeuilles propres des banques, affichent un gain net de 478 millions d'euros, soit une hausse importante par rapport à la même période de l'année précédente où ces revenus affichaient encore une perte nette de 111 millions d'euros en juin 2008. Tel qu'indiqué ci-dessus, cette progression s'explique par la reprise des indices boursiers majeurs et, partant, par la meilleure valorisation des titres détenus par les banques.

Les bons résultats obtenus au niveau de la marge sur intérêts et des revenus hors intérêts ont permis aux banques luxembourgeoises de générer un produit bancaire de 5 757 millions d'euros au 30 juin 2009, en hausse de 314 millions d'euros, soit 5,8%, par rapport à l'année précédente. Cette hausse aurait été de 19,2% en faisant abstraction de la baisse des revenus sur dividendes.

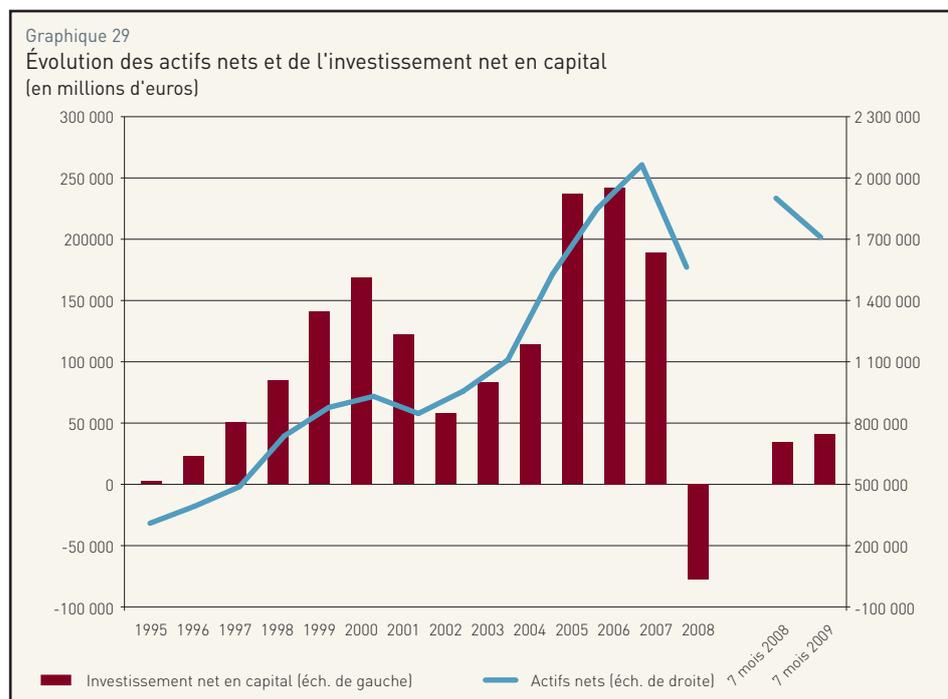
Du côté des dépenses, on notera que le contexte économique difficile rend les établissements de crédit plus sensibles à l'évolution des frais généraux et les pousse à entamer des programmes de réduction des coûts. Ainsi, suite à la mise en œuvre de programmes de réduction de frais, notamment au niveau des frais de voyage, de consultance, etc., la rubrique des frais de personnel et d'exploitation au 30 juin 2009 était en baisse de 64 millions d'euros, soit 3,0%, par rapport au 30 juin 2008.

Dans le détail, cette baisse se compose d'une réduction des frais de personnel de 1,3% (16 million d'euros) et d'une baisse de 5,5% (48 millions d'euros) des frais d'exploitation. Dans ce contexte, il importe de mentionner que le second trimestre de l'année 2009 s'est caractérisé ainsi par une baisse de l'emploi de 106 unités, contribuant à limiter l'évolution des frais de personnel.

3.7.7 Les organismes de placement collectif

L'évolution du nombre des OPC

Au 31 juillet 2009, la liste officielle des OPC luxembourgeois comprenait 3 438 unités. Au cours des sept premiers mois de l'année 2009, 67 nouvelles unités ont été créées, contre 352 au cours de la même période de l'année précédente. Le rythme de croissance de la création d'OPC, très ralenti depuis octobre 2008, reste à un niveau faible (10 créations par mois en moyenne pour le premier semestre de 2009) en comparaison avec le niveau atteint au premier semestre de 2008 (48 créations par mois en moyenne). Quant au nombre de compartiments, il a diminué de 153 unités au cours des six premiers mois de l'année, portant le nombre total d'unités actives sur la place financière à 12 172 unités en juin 2009. Par conséquent, le nombre moyen de compartiments par OPC est en diminution. Ce phénomène est perceptible depuis la mi-2007. En juin 2007, un OPC à compartiments comportait en moyenne 6,3 segments. En juin 2009, ce nombre moyen s'élevait à 5,2.



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

Après avoir enregistré un recul considérable en 2008, la valeur nette d'inventaire des OPC a commencé à se redresser au cours du deuxième trimestre de 2009, passant de 1 526,6 milliards d'euros à la fin mars 2009 à 1 631,3 milliards d'euros au 30 juin 2009, puis à 1 706,0 milliards d'euros au 31 juillet 2009. Fin juillet 2009, le niveau des actifs nets des OPC était à peu près équivalent à celui enregistré en août 2006. Rappelons qu'après un sommet atteint en octobre 2007 (2 123,5 milliards d'euros), la valeur nette d'inventaire des OPC a perdu 28,1% de sa valeur en un an et demi, atteignant son point le plus bas en mars 2009 (1 526,6 milliards d'euros).

Un effet de marché globalement positif au second trimestre de 2009 (85,3 milliards d'euros), encore accru de 52,3 milliards d'euros en juillet, explique en grande partie ce redressement. En outre, au cours des mois d'avril, mai, juin et juillet, l'investissement net s'est avéré positif, après sept mois quasi ininterrompus de souscriptions nettes négatives. Entre avril et juillet, l'investissement net total s'est élevé à 41,8 milliards d'euros. Il semble que les investisseurs retrouvent progressivement le chemin des fonds de placement. Lentement, l'industrie luxembourgeoise des OPC commence à surmonter la crise financière, même si ce redressement reste fragile et dépendant de l'évolution des marchés financiers internationaux.

Tableau 18:

Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois
(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

LES OPC MONÉTAIRES

Le nombre de compartiments

Selon des données provisoires, au 31 juillet 2009, 493 compartiments monétaires étaient officiellement enregistrés, ce qui correspond à une augmentation de 16 unités depuis le début de l'année 2009.

La somme du bilan

Au 30 juin 2009, la somme du bilan des OPC monétaires s'élevait à 338,9 milliards d'euros, en légère baisse par rapport à fin décembre 2008, où elle avait atteint 340,2 milliards d'euros. Ce tassement fait suite à des mois de forte croissance des investissements dans les OPC monétaires. Dans le contexte de la crise financière de 2008, ces derniers, qui offrent un rendement stable tout en étant liquides, ont attiré une grande quantité de capitaux. La valeur de leurs actifs s'est accrue de 38,9% entre la fin décembre 2007 et novembre 2008. Plus récemment, la forte diminution des taux d'intérêt observée sur les marchés monétaires depuis novembre 2008 et le retour de la croissance sur les autres marchés financiers



expliquent l'essoufflement progressif de l'apport de fonds dans ce segment particulier de l'industrie des OPC. Selon des données provisoires, la somme des bilans a atteint 345,3 millions d'euros à la fin du mois de juillet 2009, en légère hausse de 1,9% par rapport au mois précédent.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont presque totalement constitués de dépôts en banque et de titres monétaires ou titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieure à un an.

Au 30 juin 2009, le portefeuille des titres autres que des actions représentait 75,0% des actifs, contre 74,5% à la fin du trimestre précédent. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient 23,5% du total des actifs, contre 23,7% au trimestre précédent.

On notera que la part des créances s'est fortement accrue durant la crise financière, jusqu'à atteindre 32,9% en novembre 2008. Face à l'incertitude sur les marchés financiers et en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt sur les marchés monétaires entre septembre 2007 et octobre 2008, les investissements des OPC monétaires se sont davantage orientés vers les placements bancaires. Toutefois, un renversement de la tendance a pu être observé à partir de novembre 2008 : la part des créances dans le total des actifs s'est progressivement tassée, sans pour autant atteindre le niveau d'avant la crise (12% en juillet 2007). Ce retournement s'explique principalement par la baisse des taux observée sur le marché monétaire à partir de novembre 2008, mais aussi par le retour progressif et fragile de la confiance sur les marchés financiers.

Le portefeuille des titres autres que des actions est investi dans des titres émis par des établissements de crédit (58,1% du total du portefeuille en juin 2009), des titres émis par le secteur public (25,2%) et, dans une moindre mesure, dans des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaires (16,7%). On notera que la part des titres émis par le secteur public s'est progressivement accrue au cours de 2008 et du début de 2009, passant de 4,7% en juin 2008 à 14,6% en mars 2009 pour atteindre 25,2% en juin 2009. Cette évolution reflète les besoins accrus de fonds de la part des administrations publiques au cours de la période sous revue. Cette augmentation de la part des titres émis par les administrations publiques s'est faite au détriment des titres émis par les établissements de crédit, dont la part est passée de 66,5% en juin 2008 à 58,1% en juin 2009, mais surtout au détriment de la part des titres émis par le secteur privé non bancaire, dont la part dans le total du portefeuille de titres est passée de 28,8% en juin 2008 à 16,7% en juin 2009.

A la mi-2009, la ventilation des investissements en titres par zone géographique se présentait comme suit : 1,0% de titres émis par des résidents luxembourgeois, 51,9% de titres émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro, et 47,1% de titres émis dans le reste du monde. La part des titres émis par des résidents luxembourgeois est en net recul depuis un an. Elle a diminué de moitié environ, passant de 2,3% en juin 2008 à 1% en juin 2009.

Les titres autres que des actions émis par les résidents luxembourgeois et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires se concentrent presque exclusivement sur le secteur financier. Ainsi, les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élevait à 2,4 milliards d'euros fin juin 2009, ce qui représentait 96,2% du total des titres émis par des résidents.

Les investissements dans des titres émis par des non-résidents sont également caractérisés, mais dans une moindre mesure, par une forte concentration sur le secteur des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers. En juin 2009, cette part s'élevait à respectivement 68,4% pour les titres émis par des résidents de la zone euro, et à 61,1% pour les titres émis dans le reste du monde.

Tableau 19 :

Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires (en millions d'euros, encours en fin de période, sauf indication contraire)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2008/06	2009/03	2009/06	2008/06 - 2009/06		2009/03 - 2009/06		2009/06	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	5 276	2 087	2 443	-2 833	-53,7	355	17,0	1,0	100,0
Etablissements de crédit	3 239	1 419	1 808	-1 431	-44,2	389	27,4	0,7	74,0
Administrations publiques	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Autres secteurs	2 037	669	635	-1 402	-68,8	-34	-5,1	0,2	26,0
Autres intermédiaires financiers	1 596	589	543	-1 052	-65,9	-46	-7,8	0,2	22,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	95	61	78	-17	-18,1	17	28,1	0,0	3,2
Sociétés non financières	346	19	14	-332	-96,1	-5	-27,9	0,0	0,6
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	108 580	135 525	131 925	23 346	21,5	-3 600	-2,7	51,9	100,0
Etablissements de crédit	70 470	78 450	72 593	2 123	3,0	-5 857	-7,5	28,6	55,0
Administrations publiques	7 547	33 370	37 449	29 902	396,2	4 080	12,2	14,7	28,4
Autres secteurs	30 563	23 706	21 883	-8 680	-28,4	-1 823	-7,7	8,6	16,6
Autres intermédiaires financiers	16 304	17 101	17 656	1 351	8,3	554	3,2	6,9	13,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 307	1 376	984	-323	-24,7	-391	-28,4	0,4	0,7
Sociétés non financières	12 944	5 229	3 243	-9 701	-74,9	-1 986	-38,0	1,3	2,5
Ménages et ISBLM	8	0	0	-8	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	116 010	122 809	119 864	3 854	3,3	-2 945	-2,4	47,1	100,0
Etablissements de crédit	79 160	93 402	73 238	-5 923	-7,5	-20 164	-21,6	28,8	61,1
Administrations publiques	3 231	4 606	26 698	23 467	726,2	22 092	479,6	10,5	22,3
Autres secteurs	33 619	24 801	19 928	-13 690	-40,7	-4 873	-19,6	7,8	16,6
Total	229 866	260 421	254 232	24 366	10,6	-6 189	-2,4	100,0	100,0

Source : BCL

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

3.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

La crise économique mondiale s'est répercutée lourdement sur les échanges de biens du Luxembourg, surtout au cours du dernier trimestre de 2008 et au premier semestre de 2009. Après avoir reculé de 11 % en rythme annuel au dernier trimestre de 2008, les exportations du Luxembourg ont continué à se contracter sur les deux premiers trimestres de 2009, avec des baisses respectives de 27 % et de 33 % 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 %) et au deuxième trimestre (-29 %) de 2009. Quant au déficit du commerce extérieur, après s'être fortement accru (+19 %) sur toute l'année 2008, il s'est résorbé respectivement de 2,5 % au premier trimestre 2009 (1 milliard d'euros) et de 21 % au deuxième trimestre de 2009 (1 milliard). Cette résorption du déficit commercial observée au premier semestre 2009 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 crise économique mondiale est mieux perceptible au travers des évolutions en volume du commerce extérieur. Les exportations se sont ainsi réduites de 23 % au premier¹⁵ trimestre 2009, après avoir déjà baissé de 13 % au dernier trimestre 2008. Il en est de même des volumes importés qui ont décliné de 16 % au premier trimestre 2009, après avoir connu une croissance négative sur toute l'année 2008 (-3,5%). S'agissant des évolutions dans les prix, le premier trimestre 2009 a été caractérisé par une baisse des prix tant à l'exportation (-4,8%) qu'à l'importation (-5,9%), essentiellement suite à la réduction des prix du pétrole et des autres matières premières, alors que ces mêmes prix étaient en hausse sur chacun de quatre trimestres 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 trimestre 2009 alors qu'ils étaient jusque-là en constante détérioration, du moins depuis le dernier trimestre de 2007. Cette situation qui reflète essentiellement l'évolution du prix du pétrole explique en grande partie la contraction récente du déficit commercial du Luxembourg.

Tableau 20 :
Commerce extérieur du Luxembourg (en millions d'euros)

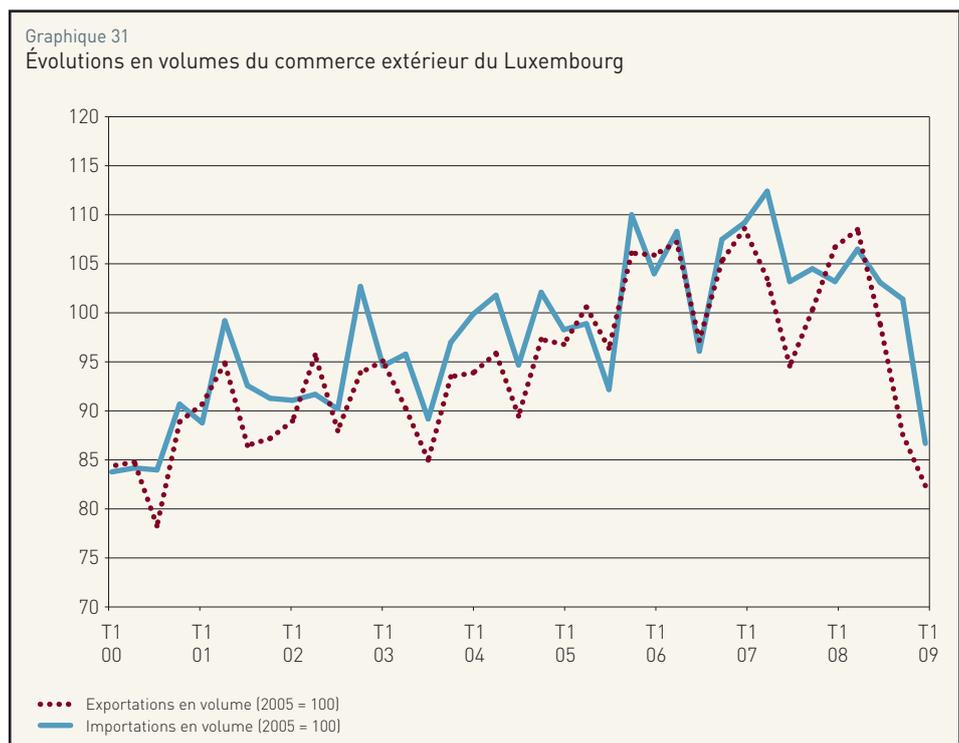
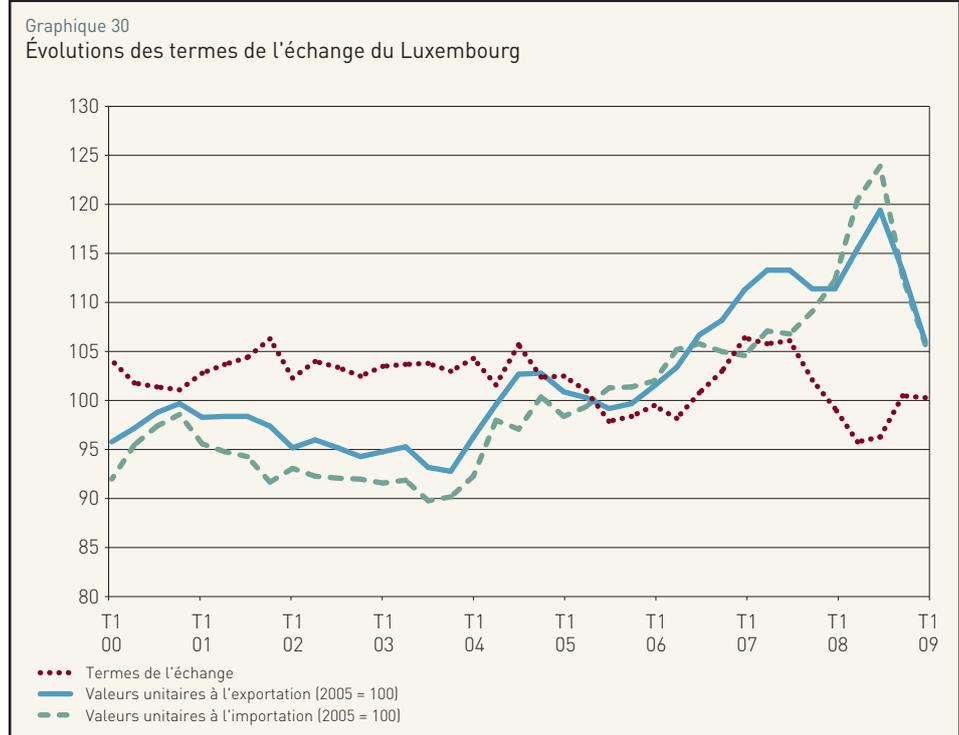
Période	Exportations		Importations		Solde	
	Valeur	Variation	Valeur	Variation	Valeur	Variation
1995	5 720,4	5,5%	7 488,4	5,0%	-1 768,0	3,3%
1996	5 532,5	-3,3%	7 572,8	1,1%	-2 040,2	15,4%
1997	6 259,9	13,1%	8 543,0	12,8%	-2 283,1	11,9%
1998	7 222,3	15,4%	9 735,6	14,0%	-2 513,3	10,1%
1999	7 290,0	0,9%	10 286,3	5,7%	-2 996,4	19,2%
2000	8 497,6	16,6%	11 632,8	13,1%	-3 135,2	4,6%
2001	9 165,0	7,9%	12 583,5	8,2%	-3 418,5	9,0%
2002	9 005,3	-1,7%	12 276,0	-2,4%	-3 270,7	-4,3%
2003	8 833,6	-1,9%	12 108,8	-1,4%	-3 275,2	0,1%
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%
1 ^{er} trim.	2 785,0	10,5%	3 811,5	11,1%	-1 026,4	12,6%
2 ^e trim.	2 877,0	10,6%	4 099,8	17,6%	-1 222,8	38,3%
3 ^e trim.	2 690,6	9,1%	3 667,4	10,7%	-976,8	15,5%
4 ^e trim.	2 954,2	8,2%	4 065,5	2,8%	-1 111,3	-9,3%
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	11 903,4	0,9%	17 246,6	6,0%	-5 343,2	19,2%
1 ^{er} trim.	3 068,3	-1,6%	4 111,9	1,5%	-1 043,6	11,8%
2 ^e trim.	3 231,9	6,9%	4 554,1	6,7%	-1 322,2	6,2%
3 ^e trim.	3 044,9	10,1%	4 531,6	15,9%	-1 486,7	29,9%
4 ^e trim.	2 558,4	-11,3%	4 049,0	0,1%	-1 490,7	28,7%
2009						
1 ^{er} trim.	2 252,2	-26,6%	3 269,6	-20,5%	-1 017,4	-2,5%
2 ^e trim.	2 173,0	-32,8%	3 210,6	-29,5%	-1 037,6	-21,5%

Source : STATEC

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

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% et de 51% aux premier et deuxième trimestres de 2009. 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 deux 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 deux premiers trimestres de 2009. Les livraisons vers les Etats-Unis ont baissé de 42% sur la même période. Les ventes à destination d'Asie (-20%) et des pays d'Europe de l'Est(-29%) ont également lourdement reculé.

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 41% sur les deux premiers trimestres de 2009. En dehors de produits pétroliers, toutes les catégories de biens importés sont aussi en recul, les baisses les plus importantes ayant affecté les matières brutes (-56%), les produits chimiques et connexes (-24%), ainsi que les consommations intermédiaires de l'industrie. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) se sont contractées de 24%, celles en provenance des Etats-Unis et des pays d'Asie ont également fortement baissé (-17% et -7% respectivement).





3.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

3.9.1 Le compte courant

Après la chute brutale (-43%) de son excédent au cours de l'année 2008, le compte courant du Luxembourg a continué à se détériorer au premier trimestre de 2009. L'excédent courant atteint ainsi 891 millions d'euros sur les trois premiers mois de 2009, soit une baisse de 30% par rapport au niveau atteint sur la même période de 2008. En comparaison avec l'importante chute observée au troisième (-62% en rythme annualisé) et au dernier trimestre (-79%) de 2008, la baisse du solde courant s'est toutefois atténuée (-30%) au premier trimestre 2009. Cette importante 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 nettement amélioré au cours du premier trimestre 2009, après s'être lourdement creusé aux troisième et quatrième trimestres 2008. Quant aux déficits dans les revenus et dans les transferts courants, ils se sont également améliorés au premier trimestre 2009.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services a lourdement été affecté par la crise financière internationale. Le surplus total des services a ainsi reculé de 21% au premier trimestre 2009 (pour atteindre 4 milliards d'euros). Cette importante contraction est liée à l'évolution des services financiers dont le surplus représente près de deux tiers du surplus total des services. Le solde positif des services financiers a en effet reculé de 30% à 2,8 milliard d'euros au premier trimestre 2009, sous l'effet d'une importante chute des exportations de services financiers. Alors qu'elles étaient encore en légère progression sur les deux premiers trimestres de 2008, les exportations de services financiers ont reculé de 10% et de 25% respectivement au troisième et au quatrième trimestre 2008. Ce recul atteint 23% au premier trimestre 2009 et s'explique par l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre 2008. Ces exportations 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. Les commissions dépendent elles-mêmes essentiellement de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse observée des cours d'actifs jusqu'au premier trimestre de 2009 a donc occasionné un recul des commissions perçues par les banques résidentes.

S'agissant des autres activités de services, leurs recettes avaient progressé de 12% sur l'année 2008 (et de 5% au dernier trimestre) et leur solde positif s'était amélioré davantage (+22% sur l'année 2008). Toutefois au premier trimestre 2009, certaines prestations des services, particulièrement le transport aérien de marchandises et la publicité, ont été largement affectés par la crise économique et leur surplus était globalement en recul.

L'importante amélioration du solde des biens dont le déficit a fortement chuté (-77% à 171 millions d'euros au premier trimestre 2009) s'explique essentiellement par des ventes nettes d'or non-monnaire. En dehors des transactions sur or non-monnaire, le déficit des marchandises du commerce général n'a reculé que légèrement (-3% à 983 millions d'euros) alors que tant les exportations que les importations de biens ont connu une forte baisse de 27% et de 21% respectivement.

Concernant les revenus, la réduction de leur déficit (-6% à 2,4 milliards au premier trimestre 2009) s'explique en grande partie par une forte baisse des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

3.9.2 Le compte financier

Les transactions financières du Luxembourg se sont soldées par des sorties nettes de capitaux de 1 milliard d'euros au premier trimestre de 2009, soit un niveau quasi-équivalent à celui du premier trimestre 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille ont enregistré des sorties nettes de 37,7 milliards d'euros qui ont été compensées en grande partie par des entrées nettes 33,7 milliards dans les autres investissements.

Dans les investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation ont occasionné des sorties nettes de 1,7 milliard d'euros au premier trimestre de 2009, comparées à des entrées nettes de 29 milliards au même trimestre de 2008. Du côté des avoirs, dans un contexte d'incertitudes accrues sur les marchés boursiers internationaux, les résidents ont procédé à des ventes nettes d'actions étrangères donnant lieu à des entrées nettes de 5,5 milliards. Du côté des engagements, on a assisté à un comportement similaire avec des ventes de titres émis par le Luxembourg, se traduisant par des sorties de 7,2 milliards. Au total, les sorties nettes sur titres de participation sont dues au fait que les ventes nettes, par les non-résidents, de titres luxembourgeois (essentiellement des parts d'OPC) ont dépassé les rapatriements des fonds par les résidents.

En ce qui concerne les titres de créance, au premier trimestre 2009, les résidents ont investi 38 milliards d'euros, essentiellement 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 (7 milliards d'euros), tandis que les obligations ont subi des ventes nettes (4,8 milliards). Au total, les transactions sur titres de créance se sont donc soldées par des sorties nettes de 36 milliards d'euros au profit du reste du monde.

Dans les autres investissements (prêts et dépôts classiques), les entrées nettes de 33,7 milliards d'euros sont liées à la fois aux transactions intra-Eurosystème de la BCL (à concurrence de 8,3 milliards), à une forte baisse des avoirs nets des autres institutions financières monétaires (18 milliards) et à une hausse de l'endettement des autres secteurs (7 milliards).

Tableau 21 :
Balance des paiements du Luxembourg

Unité ¹⁾ : Million EUR	2008/T1	2008/T2	2008/T3	2008/T4	2009/T1
COMPTE COURANT	1 267	43	447	260	891
Marchandises	-746	-942	-1 403	-1 213	-171
Services	5 236	5 098	4 661	4 373	4 131
Revenus	-2 596	-3 652	-2 266	-2 511	-2 532
Transferts courants	-627	-461	-545	-390	-536
COMPTE DE CAPITAL	-64	-40	-69	-45	-92
COMPTE FINANCIER²⁾	-1 185	-172	-222	-287	-1 071
Investissements directs³⁾	-7 416	-4 280	4 666	-9 085	3 248
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-14 624	706	-1 294	-5 873	23 892
Autres opérations, Prêts intragroupe	7 209	-4 986	5 960	-3 212	-20 644
Investissements de portefeuille	6 708	20 498	1 699	-11 348	-37 713
Titres de participation	29 037	10 665	-7 653	-71 824	-1 758
Titres de créance	-22 329	9 833	9 352	60 477	-35 955
Produits financiers dérivés	-2 535	128	-5 250	-7 277	-300
Autres investissements	2 396	-16 623	-1 242	27 183	33 705
Avoirs de réserve	-339	105	-96	239	-11
ERREURS ET OMISSIONS	-17	169	-156	72	272

Sources: 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.

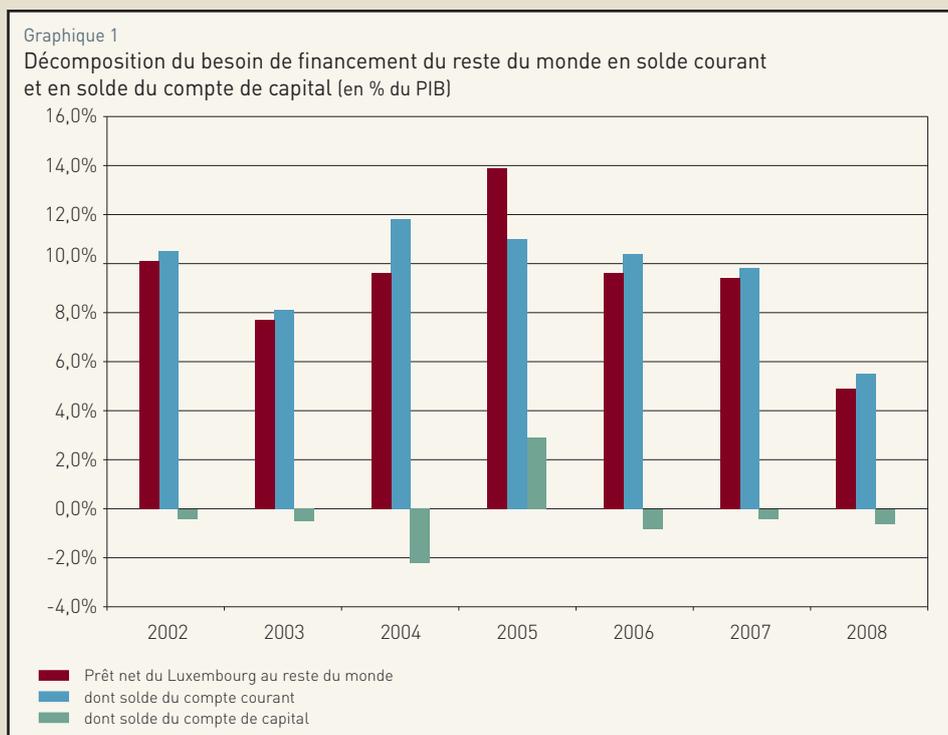
LE SOLDE DE LA BALANCE COURANTE DU LUXEMBOURG AU REGARD DE LA CAPACITÉ OU DU BESOIN DE FINANCEMENT DU SECTEUR PUBLIC ET DU SECTEUR PRIVÉ

1. INTRODUCTION

L'une des identités macroéconomiques issues de la comptabilité nationale fait correspondre la capacité de financement d'une économie ouverte à la somme de son solde du compte des opérations courantes avec le reste du monde et de son solde du compte de capital. Or du point de vue d'équilibres macroéconomiques, la capacité (besoin) de financement d'une économie ouverte n'est rien d'autre que l'excédent (déficit) de l'épargne nationale sur l'investissement. Dès lors, l'évolution à moyen et long terme de la somme du solde de la balance courante et du solde du compte de capital dépend fondamentalement de l'évolution de la situation financière de différents secteurs constitutifs de l'économie. La situation financière des agents dépend elle-même de leur revenu disponible ainsi que de leurs dépenses. Autrement dit, toutes les variables affectant le revenu disponible, la consommation et l'investissement des agents ont des répercussions sur le solde de la balance courante.

Dans la pratique, l'analyse de la situation financière d'une économie se fait en distinguant plusieurs secteurs résidents dont principalement les administrations publiques, les ménages, les sociétés non-financières, les sociétés financières etc... Les comptes financiers établis par la plupart des pays fournissent suffisamment de données permettant d'analyser la situation financière de différents secteurs économiques. Toutefois, étant donné que le Luxembourg ne produit pas à ce jour des statistiques complètes sur ses comptes sectoriels (notamment le compte de revenu et d'utilisation du revenu), le présent encadré se limite à deux secteurs résidents : le secteur public et le secteur privé. Le secteur public couvre toutes les administrations publiques : le gouvernement central, les administrations locales (communes) et les organismes de sécurité sociale. Le secteur privé intègre à la fois les ménages, les entreprises non financières ainsi que le secteur financier.

2. VUE GÉNÉRALE SUR LA CAPACITÉ OU LE BESOIN DE FINANCEMENT D'UNE ÉCONOMIE ET SON SOLDE DE LA BALANCE COURANTE



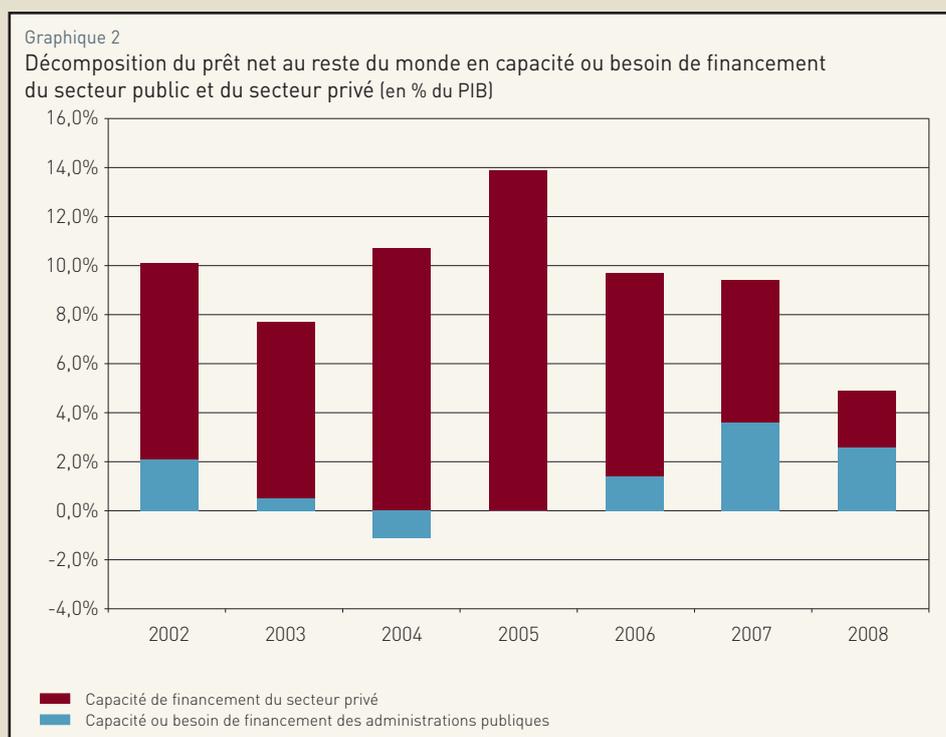
Source : BCL, Statec

La balance courante d'une économie est égale à la somme des soldes des échanges extérieurs de biens, de services, de revenus des facteurs et de transferts courants. Le solde du compte de capital, quant à lui, n'enregistre que les transferts nets en capital et le solde des échanges d'actifs non financiers non produits (brevets, licences, etc). La somme du solde de la balance courante et du solde du compte de capital est une variable clé dans l'analyse de la balance des paiements d'une économie. Dans la pratique, l'ordre de grandeur du solde du compte de capital reste relativement faible comparé au solde du compte courant, permettant ainsi de limiter l'analyse à ce dernier solde. Ce constat se vérifie de façon très remarquable dans le cas du Luxembourg (voir graphique 1 ci-contre).

Un solde positif de la balance courante d'une économie donnée reflète une situation où cette économie réalise des recettes supérieures à ses dépenses pendant la période considérée. En d'autres termes, cette économie effectue, pendant la période considérée, un prêt net au reste du monde. De même, les déficits récurrents de la balance courante signifient, dans un premier temps, que les actifs nets détenus par l'économie sur le reste du monde diminuent et que, dans un second temps, les dettes envers le reste du monde s'accumulent. Le prêt net au reste du monde équivaut donc à la capacité de financement du secteur public et du secteur privé.

En l'absence de statistiques nationales détaillées, l'épargne nette du secteur privé pourrait être calculée par simple déduction (en retirant du prêt net total la capacité de financement des administrations publiques). A titre d'exemple, fin 2008, le prêt net du Luxembourg au reste du monde atteint 4,9% du PIB (dont 5,5% du PIB correspond au solde courant et -0,6% du PIB au solde du compte de capital). Si on considère que la capacité de financement des administrations publiques luxembourgeoises, qui s'est établie à 2,3% du PIB en 2008, constitue un maximum de leur contribution au financement du reste du monde, alors il en résulte une épargne nette de 2,6% du PIB pour le secteur privé.

Notons au passage la chute spectaculaire du prêt net au reste du monde entre 2007 (9,4% du PIB) et 2008 (4,9%, voir graphique). Cette importante réduction reflète la détérioration, sous l'effet de la crise financière, de l'excédent courant entre les deux périodes qui est ainsi passé de 9,8% du PIB en 2007 à 5,5% du PIB en 2008. La contribution à cette chute de la capacité de financement des administrations publiques s'établit au maximum à 1% du PIB, celle du secteur privé à 3,4% du PIB. Par ailleurs, lors de la précédente crise financière (celle liée à l'éclatement de la bulle technologique en 2000-2001), l'excédent courant du Luxembourg avait également fortement chuté (passant de 13% du PIB en 2000 à 8,8% en 2001). A cette époque, l'épargne nette du secteur privé avait chuté de 7,3% du PIB en 2000 à 2,6% du PIB en 2001. L'évolution de l'épargne nette du secteur privé sur ces deux périodes de crise financière (2000/2001 et 2007/2008) pourrait donc suggérer une part assez importante du secteur financier luxembourgeois dans l'épargne totale du secteur privé résident. Ceci est d'autant plus vrai que l'excédent courant du Luxembourg résulte en grande partie des exportations nettes de services financiers.



Source : BCL, Statec

3. LA SITUATION FINANCIÈRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET LE SOLDE DE LA BALANCE COURANTE

Si, au sein d'une économie donnée, l'épargne du secteur privé est au même niveau que son investissement, alors tout surplus (déficit) des finances publiques coexiste avec un excédent (déficit) de la balance courante de même ampleur. Dans cette hypothèse l'évolution du solde de la balance courante n'est affectée que par la situation des finances publiques (les fameux « déficits ou excédents jumeaux »). Quelles sont à cet égard les perspectives sur l'évolution des finances publiques luxembourgeoises ?

Au cours des deux dernières décennies, les finances publiques luxembourgeoises n'ont cessé de dégager des excédents budgétaires récurrents, émanant principalement des organismes de sécurité sociale. Ces excédents récurrents ont donné lieu à une situation patrimoniale caractérisée à la fois par une dette publique très peu élevée (14,7% du PIB en 2008), comparativement à la plupart des pays industrialisés, et par d'importantes réserves financières. Cette situation pourrait toutefois être compromise à moyen et à long terme.

D'un côté les réserves financières accumulées dépendent largement des surplus budgétaires. Or toutes les prévisions récentes¹ font état des déficits budgétaires importants à partir de l'année 2009 pouvant amener le ratio d'endettement à atteindre 20,5% du PIB en 2011. Dès lors, dans un avenir très proche on s'attend à une réduction sensible des réserves financières des fonds spéciaux qui résultent essentiellement des versements de plus-values de recettes par l'Etat central. De l'autre côté, les réserves financières de la sécurité sociale s'expliquent essentiellement par des « excédents résultant d'un déphasage momentané entre les cotisations sociales et les prestations de pension des travailleurs frontaliers »². Ces excédents vont se réduire progressivement pour laisser la place à d'importants déficits au fur et à mesure des départs à la retraite.

De manière générale, la sécurité sociale fait face au défi du vieillissement de la population (résidents et frontaliers) qui entraînera à long terme un accroissement significatif des dépenses de pension et de santé³. Cet accroissement des dépenses va à terme, en l'absence de mesures politiques correctrices, transformer la capacité actuelle de financement des administrations publiques en larges besoins de financements. Ces derniers affecteront à leur tour le prêt net au reste du mode (solde de la balance courante et solde du compte de capital) au cas où la situation financière du secteur privé restait inchangée.

Tableau 1 :
Evolution des excédents budgétaires de différentes administrations publiques (en % du PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Administrations publiques	6,0%	6,1%	2,1%	0,5%	-1,1%	0,0%	1,4%	3,6%	2,6%
dont Administration centrale	2,8%	2,9%	-0,4%	-1,3%	-2,5%	-1,2%	-0,7%	0,8%	-0,3%
dont Administrations locales	0,5%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%	-0,3%	0,2%	0,4%	0,0%
dont Administrations de sécurité sociale	2,7%	3,1%	2,4%	1,8%	1,5%	1,5%	1,8%	2,5%	2,8%

Sources : STATEC, calculs BCL

4. LA SITUATION FINANCIÈRE DU SECTEUR PRIVÉ

Pour rappel, l'absence de statistiques complètes sur les comptes d'utilisation de revenu et sur les comptes financiers sectoriels ne permet pas d'évaluer la situation financière des entreprises et des ménages. Dans le cas des ménages, l'essentiel de leur investissement correspond généralement à l'achat de leurs habitations. Avec le niveau relativement élevé des prix de biens immobiliers au Luxembourg, il n'est pas exclu que la situation financière des ménages luxembourgeois se caractérise par un déficit net d'épargne. De toutes les façons, dans une perspective de long terme, le vieillissement de la population pourrait

1 Voir prévisions de la BCL, prévisions de printemps de la Commission européenne, Addendum de la 10^{ème} actualisation du Programme de Stabilité du Luxembourg (cf. BCL, Rapport Annuel 2008, pp.99-129).

2 Cf. BCL, Rapport annuel 2008, p.117

3 Cf. Commission européenne (2009), « The 2009 Ageing Report : Economic and budgetary projections for the EU-27 Members States (2008-2060) », European Economy, No 2/2009.

générer d'importants besoins de financement (outre ceux liés au financement des pensions et des soins de santé) étant donné que les futurs retraités (de plus en plus nombreux) seront dans une phase du cycle de vie où ils consomment davantage qu'ils n'épargnent. Dans cette optique, à terme le besoin (ou la capacité) de financement des ménages pourrait s'accroître (ou se réduire), ce qui affectera la capacité de financement totale de l'économie et donc le solde de la balance courante.

5. CONCLUSION

Les excédents récurrents de la balance courante du Luxembourg sont le reflet de la capacité de financement de différents secteurs résidents. Tant le secteur public que le secteur privé ont jusque là apporté une contribution positive au prêt net au reste du monde. Toutefois dans une perspective de long terme, la situation financière de différents secteurs pourrait se détériorer surtout avec le vieillissement attendu de la population. Toutes les prévisions sur l'évolution des finances publiques montrent ainsi une détérioration assez marquée des soldes budgétaires de différentes administrations publiques luxembourgeoises dans un horizon assez proche. De larges excédents budgétaires enregistrés par le passé pourraient ainsi se transformer en déficits. S'agissant du secteur privé, si selon toute vraisemblance les sociétés financières dégageraient également d'importants surplus d'épargne, la situation financière des ménages pourrait subir un impact négatif du vieillissement de la population.

Finalement deux leçons peuvent être tirées du présent encadré. Premièrement, le vieillissement attendu de la population affectera non seulement les finances publiques mais aussi le niveau d'épargne des ménages. La capacité de financement de l'économie pourrait se réduire graduellement et avec elle l'excédent de la balance courante. Deuxièmement, les facteurs affectant l'évolution à long terme de la balance courante sont ceux influençant le revenu disponible, les décisions de consommation (ou d'épargne) et d'investissement.

3.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La première estimation des comptes nationaux pour le premier trimestre 2009 indique que la récession s'est poursuivie au Luxembourg. Le glissement annuel du PIB réel s'est établi à -5,4%, après -5,0 au quatrième trimestre 2008 (chiffre revu à la hausse de 0,4 point) et -0,9% au troisième (chiffre revu à la baisse de 0,2 point). Il enregistre ainsi sa plus mauvaise performance depuis 1995, date à partir de laquelle les comptes nationaux trimestriels sont disponibles. De plus, il est négatif pour le troisième trimestre consécutif, ce qui n'était jamais arrivé auparavant. La croissance en moyenne annuelle pour l'année 2008 du PIB n'a, en revanche, pas été révisée et demeure, selon le STATEC, égale à -0,9% (après +5,2% en 2007). À l'exception de l'évolution de la consommation publique sur un an, les composantes de la demande ont toutes accusé un recul au premier trimestre de l'année 2009. Au final, l'acquis de croissance du PIB réel calculé à l'issue de ce premier trimestre, pour l'année 2009, s'établit à -4,4%.

Tableau 22:

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/T2	2008/T3	2008/T4	2009/T1	2008/T2	2008/T3	2008/T4	2009/T1
PIB	0,2	-0,6	-3,6	-1,5	1,2	-0,9	-5,0	-5,4
Consommation privée	1,9	-0,3	-0,4	-1,8	3,6	2,0	1,2	-0,6
Consommation publique	0,9	0,8	0,4	-0,7	1,2	1,4	1,7	1,4
Formation brute de capital fixe	-5,8	15,6	-0,9	-13,6	-9,4	4,9	11,4	-6,8
Exportations	0,3	-1,0	-4,9	-3,8	3,8	0,6	-6,0	-9,2
Importations	0,2	5,6	-8,8	-9,7	3,2	4,3	-3,5	-12,9

Source: Statec

Au niveau sectoriel, il apparaît que l'activité dans les secteurs « agriculture, chasse et pêche » et, dans une bien moindre mesure, « hôtellerie, restauration, cafés » a fait preuve d'une certaine résistance au premier trimestre 2009. Dans le secteur de la construction, la valeur ajoutée s'est érodée sur un an tandis que dans l'industrie, la baisse amorcée au dernier trimestre de l'année passée s'est gravement accentuée.

Les replis sur un an de la valeur ajoutée dans les secteurs « commerce, transports et communications » et « activités financières et services aux entreprises » se sont en revanche modérés par rapport à ceux qui avaient été observés au quatrième trimestre 2008.

Tableau 23 :

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			
	2008T2	2008T3	2008T4	2009T1	2008T2	2008T3	2008T4	2009T1
PIB	0,2	-0,6	-3,6	-1,5	1,2	-0,9	-5	-5,4
Agriculture, chasse et pêche	-5,1	2,9	2	5,3	-9,6	-0,3	8,4	4,9
Industrie y compris énergie	1,6	-1,3	-17,3	-8	4	4,6	-15,3	-23,7
Construction	1,1	0,3	-0,2	-7,9	4	5,6	0	-6,8
Commerce, transports et communications	1	-0,3	-4,9	0,5	1,3	-0,8	-5,9	-3,7
Activités financières et services aux entreprises	-2,5	-1,3	-1,8	1,1	-0,2	-4	-5,3	-4,5
Autres activités de services	1	0,7	0,3	-1,1	1,9	2,1	0,8	0,9
Valeur ajoutée totale	-0,5	-1,4	-3	-0,7	1,2	-1,2	-5,1	-5,4

Source : Statec

3.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE L'ÉTÉ 2009

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de juin dernier, tablent sur une baisse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de -5,0 % à -4,4 % en 2009 (après -0,9 % en 2008). Pour l'année 2010, elles tablent sur une quasi-stabilisation du PIB (la croissance serait comprise entre -0,5 % et +0,5 %).

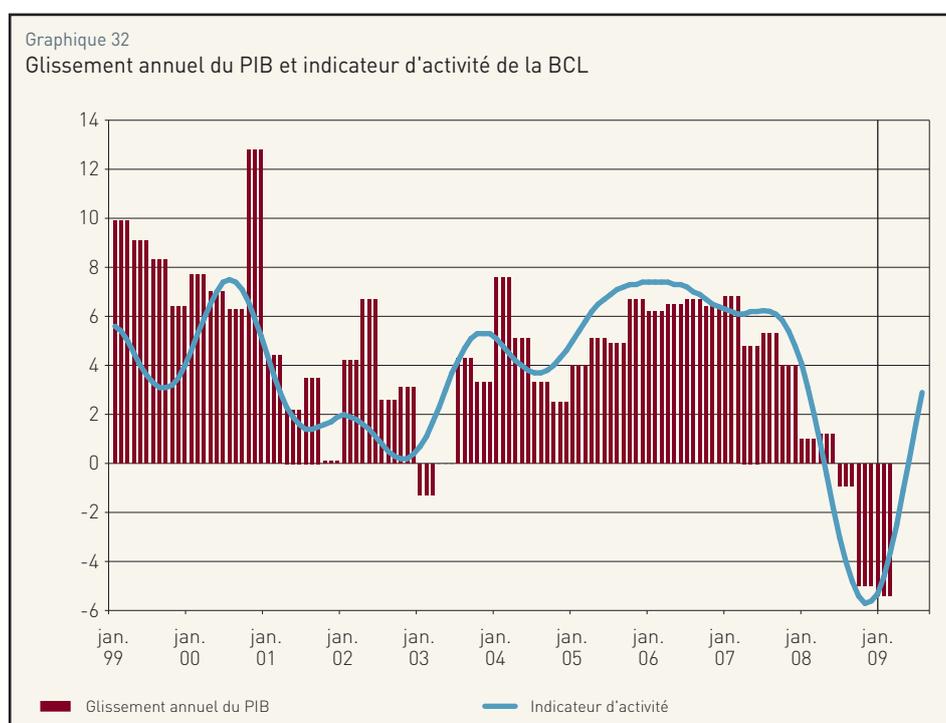
Ces projections ont été élaborées dans un contexte économique particulier. La crise économique, d'origine purement financière s'était généralisée au reste de l'économie, tant dans la zone euro qu'au Luxembourg. Les derniers chiffres alors observés faisaient état de reculs du PIB, à hauteur de -5,4 % et -2,5 % pour respectivement le Luxembourg au quatrième trimestre 2008 et la zone euro au premier trimestre 2009. Au deuxième trimestre 2009, les premiers signes d'une stabilisation avaient émergé. Les marchés boursiers repartaient à la hausse et l'amélioration des enquêtes de conjonctures se poursuivaient. Néanmoins, comme ces derniers indicateurs continuaient d'évoluer à des niveaux déprimés, un retour imminent vers des taux de croissance positifs semblait prématuré. Le recours au chômage partiel et l'augmentation du nombre de chômeurs ne militaient pas non plus pour un net rebond de l'économie et ce dans un environnement international jugé extrêmement critique. Aussi, la récession anticipée au Luxembourg en 2009 était sévère. L'indicateur d'activité de la BCL, pour sa part, indiquait que la dégradation de l'activité pour le début de l'année 2009 serait nettement moins sévère que celle observée fin 2008. Il suggérait non seulement un ralentissement dans la dégradation, mais il laissait aussi entendre que le pire serait derrière nous et que le point bas du glissement annuel du PIB avait été atteint au tournant de l'année 2008.

Depuis lors, de nouvelles statistiques économiques et financières ont été publiées pour le Luxembourg. Début juillet, la publication de la première estimation des comptes nationaux luxembourgeois pour le premier trimestre 2009 a constitué une mauvaise surprise. L'estimation de la croissance du PIB, se fixant à -5,4 % en glissement annuel (après -5,0 au quatrième trimestre 2008) et les révisions qui l'ont

accompagnée n'avaient pas été correctement anticipées. D'un autre côté, les principaux indicateurs mensuels d'activité pour l'industrie et la construction, disponibles pour le second et parfois même pour une partie du troisième trimestre 2009, indiquent une dégradation de l'activité moins intense aux second et troisième trimestres 2009 que celle observée sur le tournant de l'année 2008/2009. Enfin, l'activité dans le secteur financier s'est consolidée au deuxième trimestre du fait d'un environnement financier nettement plus favorable. Dans le secteur des services, en revanche, les dernières statistiques disponibles ne laissent pas anticiper de nette amélioration.

Au niveau international, on notera que dans plusieurs pays industrialisés, des taux de croissance trimestriels positifs ont été observés au deuxième trimestre 2009 – même si les glissements annuels des PIB restent généralement en recul. Chez nos principaux partenaires européens, la France et l'Allemagne, les premières estimations des comptes nationaux pour le deuxième trimestre 2009 ont été nettement plus élevées qu'attendu. La croissance trimestrielle du PIB est ressortie positive dans les deux pays à +0,3% (et les glissements annuels du PIB à -5,9% et -2,6% pour respectivement l'Allemagne et la France). Elle a donc confirmé les signaux encourageants perçus auparavant – comme la hausse de la production industrielle et la remontée du moral des chefs d'entreprise – même si, il est vrai, la hausse du chômage demeure préoccupante. Au total, l'estimation rapide par Eurostat de la croissance dans la zone euro au second trimestre 2009 s'est établie à -0,1%. Auparavant, vers la mi-juillet, la croissance outre-Atlantique était apparue bien meilleure qu'attendue et en nette amélioration par rapport au premier trimestre 2009. Enfin, en Asie, la croissance au Japon s'est révélée positive au deuxième trimestre 2009 (+0,9% par rapport au trimestre précédent). Au final, l'environnement économique international est désormais nettement plus favorable pour le Luxembourg par rapport à celui envisagé lors des projections macroéconomiques de l'été dernier.

L'indicateur d'activité de la BCL intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles au 31 août 2009. Orienté à la baisse depuis septembre 2007, il s'est redressé au tournant de l'année 2008/2009. Les résultats provisoires¹⁶ portent sur la période allant d'avril à août 2009. Ils montrent que l'indicateur d'activité a cessé de se dégrader au cours de ces derniers mois. Encore une fois, le même constat s'observe dans plusieurs pays de la zone euro, où les indicateurs conjoncturels se sont redressés après le premier trimestre 2009. De manière plus générale, les derniers résultats de l'indicateur d'activité sont en ligne avec un nouveau retrait du PIB réel en glissement annuel au cours des deuxième et troisième trimestres. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur, la croissance



Source : Statec, calculs BCL

¹⁶ Les résultats sont provisoires dans la mesure où parmi la centaine de séries utilisées pour la construction de l'indicateur, certaines ne sont pas disponibles après septembre 2008.



du PIB s'établirait dans une fourchette comprise entre -6,8% et -5,2% au deuxième trimestre 2009 (après -5,4% au premier) et entre -5,7 et -2,5% au troisième, ce qui porterait l'acquis de croissance pour l'année 2009 autour de -4,0% (soit entre -5,0% et -3,1%) à l'issue du troisième trimestre de l'année. Ces derniers résultats nous conduisent donc à privilégier la fourchette haute des projections de juin 2009 de la BCL pour le Luxembourg (soit -4,4%). De plus, ils laissent anticiper que nos projections macroéconomiques de décembre 2009 seront révisées à la hausse par rapport à celles de juin. L'ampleur de la révision dépendra en grande partie de la prochaine publication des comptes nationaux pour le deuxième trimestre et de la prochaine estimation par le STATEC des comptes annuels pour l'année 2008 qui ne deviendront disponibles que début octobre.

3.12 LES FINANCES PUBLIQUES

La période s'étendant de juin à septembre 2009 a vu la publication de deux documents d'importance en matière de finances publiques. Premièrement, il s'agit de la note à l'attention du Formateur, suite aux élections parlementaires du 7 juin 2009. Celle-ci présente les projections macroéconomiques et de finances publiques pour la période 2009-2014¹⁷ et a été annexée à la déclaration gouvernementale du Premier Ministre. Cette dernière a été présentée le 29 juillet 2009 à la Chambre des députés. Deuxièmement, il s'agit du décompte annuel global des recettes et dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2008. Le décompte précité, qui, avant l'introduction du statut unique au 1^{er} janvier 2009 était présenté par l'Union des Caisses de Maladie (UCM), a été pour la première fois cette année élaboré par la Caisse nationale de santé (CNS) nouvellement constituée.

La première publication mentionnée ci-dessus permet d'analyser les recettes et les dépenses de l'Administration centrale ainsi que l'évolution correspondante des soldes et de la dette publique pour la période 2008-2014.¹⁸

La BCL compte analyser les projections des experts à travers deux scénarios distincts. Pour le premier, la BCL reprend le même scénario que celui présenté par les experts, pour les recettes et les dépenses totales et ce, sur l'ensemble de la période 2008-2014. En ce qui concerne l'évolution des dépenses pour la période mentionnée, ce scénario semble cependant particulièrement optimiste. Ainsi, il retient une progression des dépenses de 4,2% en moyenne de 2010 à 2014. Or le taux de croissance moyen des dépenses nominales s'est chiffré à 7,2% au cours des treize dernières années. Pour cette raison, le second scénario, privilégié par la BCL, adopte l'hypothèse d'une augmentation de 6% par an des dépenses nominales au cours de la période 2010-2014 (voir tableau ci-dessous). Pour les recettes totales, le scénario des experts semble globalement raisonnable, sauf pour 2014. Il apparaît clairement au tableau que dans le second scénario, qui revient à postuler une progression des dépenses plus ou moins en phase avec l'évolution passée (optique de la politique inchangée), la situation des finances publiques luxembourgeoises subit une franche dégradation dans les années à venir. La différence entre les soldes des deux scénarios en 2014 représente environ 4% du PIB.

¹⁷ La note fut rédigée par des experts internes de l'administration gouvernementale et a été annexée à la déclaration gouvernementale par le Premier Ministre qui a été présentée le 29 juillet 2009 à la Chambre des députés.

¹⁸ Le présent texte se concentre sur l'Administration centrale et non sur l'Administration publique étant donné que c'est cette première entité qui encourt le plus grand risque d'endettement.

Tableau 24 :

Les projections des recettes et dépenses de l'Administration centrale (2008-2014), en millions d'euros

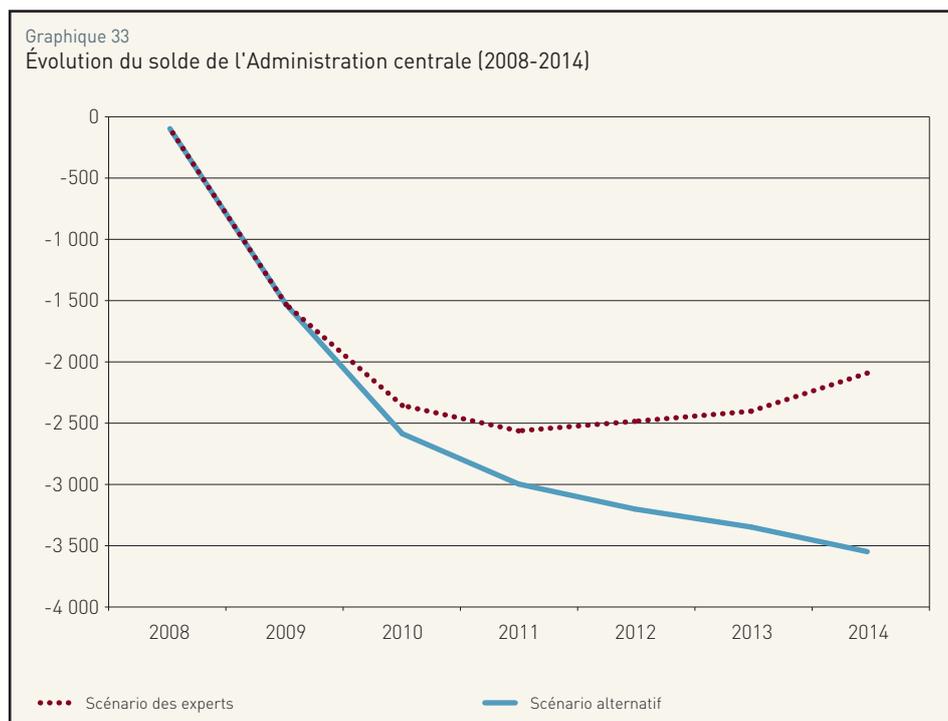
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(1) Projections des experts							
Dépenses	10 742	11 525	11 986	12 516	13 011	13 606	14 189
en %		7,3	4,0	4,4	4,0	4,6	4,3
Recettes	10 645	9 994	9 632	9 955	10 528	11 205	12 099
en %		-6,1	-3,6	3,4	5,8	6,4	8,0
Solde	-97	-1 531	-2 354	-2 561	-2 483	-2 401	-2 090
(2) Scénario alternatif							
Dépenses	10 742	11 525	12 216,5	12 949,49	13 726,46	14 550,05	15 423,05
en %		7,3	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Recettes	10 645	9 994	9 632	9 955	10 528	11 205	11 877,3
en %		-6,1	-3,6	3,4	5,8	6,4	6,0
Solde	-97	-1 531	-2 585	-2 994	-3 198	-3 345	-3 546
Différence entre (1) et (2)	0	0	231	433	715	944	1 456

Source : Note d'experts internes de l'Administration à l'attention du Formateur (Juillet 2009), calculs BCL.

Le graphique ci-dessous atteste clairement cette nette dégradation du solde de l'Administration centrale sous l'hypothèse d'une politique inchangée du Gouvernement.

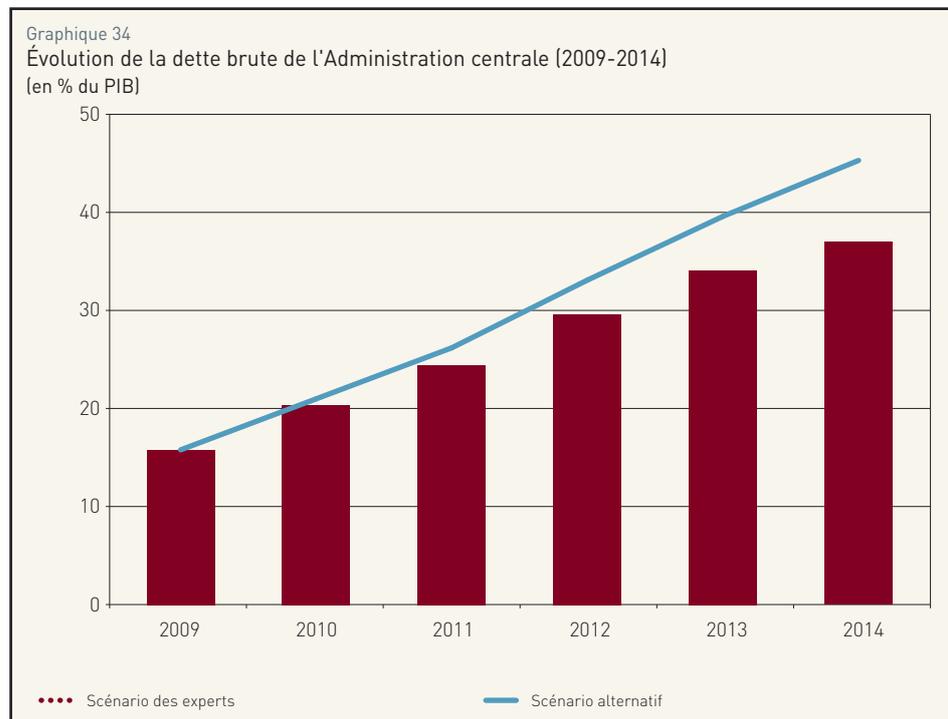
Cette évolution négative aura également un impact sur le niveau de la dette publique de l'Administration centrale. La différence en termes de soldes entre les deux scénarios mentionnés plus haut renforce la dynamique d'endettement. Le graphique ci-après illustre particulièrement bien ce phénomène. Pour le scénario alternatif le niveau de la dette se situe à environ 45 % du PIB en 2014 comparé aux 37 % prévus dans les projections des experts. Ce niveau important de l'endettement supplémentaire aura bien évidemment un impact négatif sur la charge d'intérêts et, de là, sur le solde de l'Administration centrale qui, en conséquence, dérapera encore plus que ne le suggère le tableau ci-dessus.

L'évolution défavorable du budget de l'administration centrale mise en exergue dans la note des experts – et davantage encore dans notre scénario alternatif – est d'autant plus préoccupante que les autres secteurs des administrations publiques vont également faire face à d'importants défis. Ainsi, la soutenabilité à terme de la sécurité sociale est compromise en raison de la forte hausse tendancielle des dépenses de pension et d'assurance maladie. Cette évolution constitue un risque supplémentaire pesant sur l'évolution de l'endettement de l'ensemble des administrations publiques¹⁹.



Source : Note d'experts internes de l'Administration à l'attention du Formateur (Juillet 2009), calculs BCL.

19 Plus de détails à ce sujet sont disponibles dans la partie « Finances publiques » du Rapport annuel 2008 de la BCL.



Source : Note d'experts internes de l'Administration à l'attention du Formateur (Juillet 2009), calculs BCL

La deuxième publication d'importance pour le domaine des finances publiques concerne précisément l'assurance maladie. Il s'agit du décompte annuel global des recettes et dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2008, qui permet d'analyser en profondeur les comptes de cette branche et d'affiner notre perception du défi auquel celle-ci sera confrontée dans les trois années à venir du point de vue du financement.

Pour l'année 2008, les chiffres que renferme le décompte annuel constituent bien entendu le point d'ancrage des estimations de la BCL. Pour en dériver les recettes de l'assurance maladie-maternité au cours des années ultérieures, la BCL a utilisé les chiffres relatifs à la masse salariale publiés dans la note d'experts internes de l'Administration mentionnée plus haut. Ce choix permet de garantir la cohérence avec les projections des experts (voir le tableau ci-dessous). Cependant, il est important de mentionner à ce stade que les projections commentées dans le plus récent rapport annuel de la BCL, publié en juin 2009, laissent augurer une progression de la masse salariale nettement moins soutenue que dans le scénario des experts. La divergence est particulièrement prononcée pour l'année 2009²⁰.

Tableau 25 :
Taux de croissance nominale de la masse salariale

	2008	2009*	2010*	2011*
Masse salariale	7,3	2,9	1,2	3,4

Source : Note d'experts internes de l'Administration à l'attention du Formateur (Juillet 2009).

* représente les projections

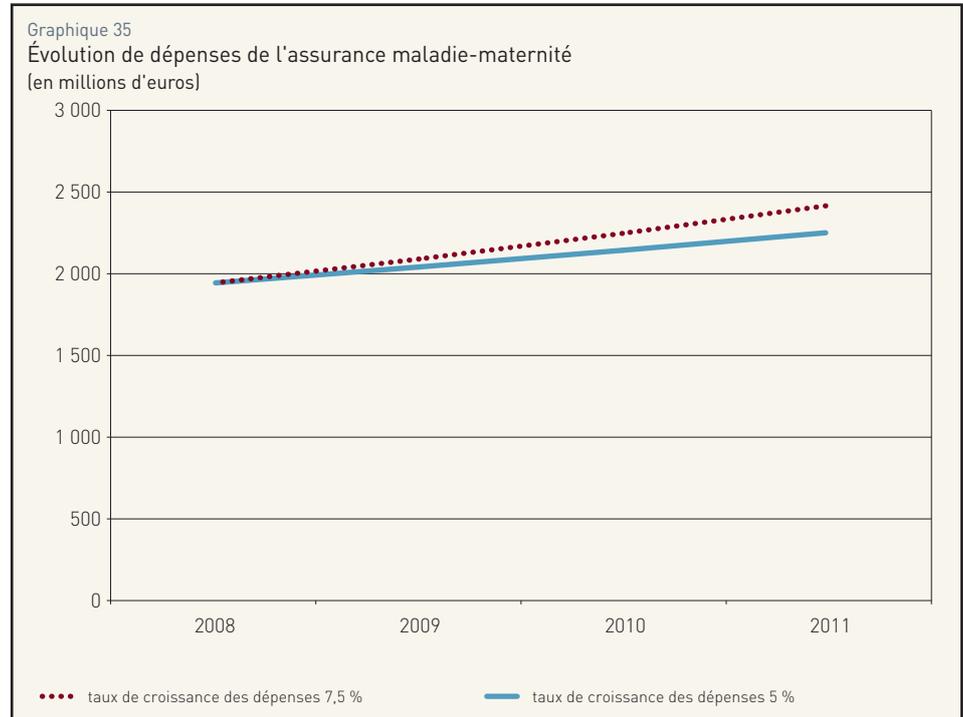
²⁰ Pour plus de détails, voir le Rapport annuel 2008 de la BCL publié en juin 2009.

Pour estimer le taux de croissance des dépenses de l'assurance maladie-maternité en 2009, 2010 et 2011, la BCL a examiné deux scénarios. Pour le premier, elle considère le taux de progression des prestations sociales en nature adopté dans la note des experts pour la période 2009-2011. Dans son scénario alternatif, la BCL utilise un taux paraissant plus réaliste, plus en ligne avec le taux de croissance nominal moyen des treize dernières années (depuis 1995), à savoir 7,5%. La masse cotisable évolue de façon identique dans les deux cas, le scénario retenu étant à titre conservatoire celui des experts.

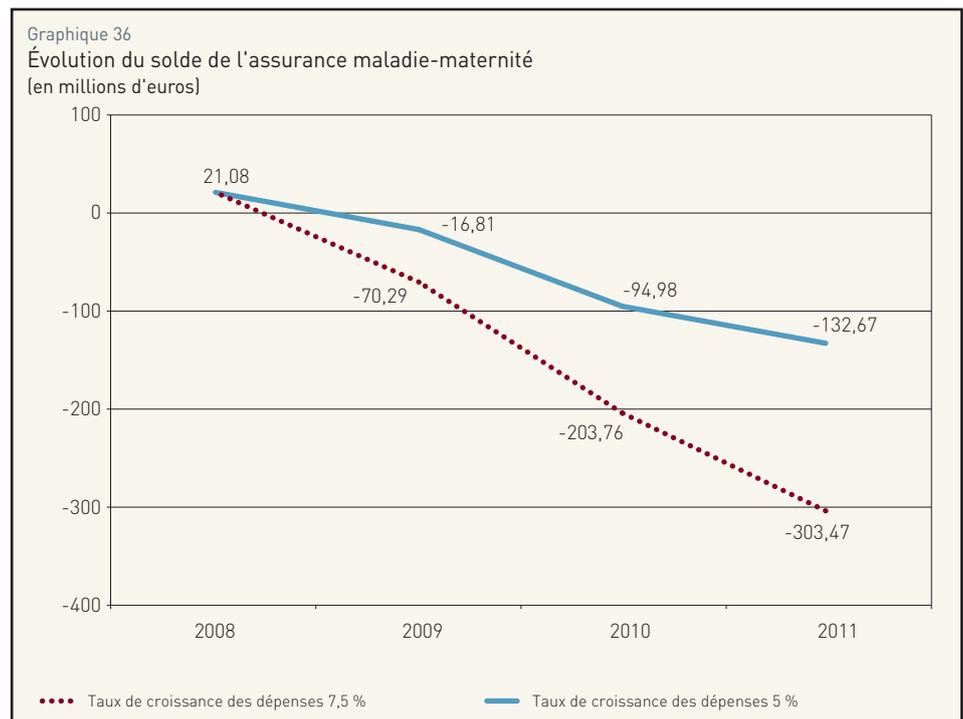
Le graphique ci-contre atteste l'importance de la maîtrise des dépenses de santé pour les années à venir. L'évolution des dépenses diffère en effet considérablement selon le scénario pris en compte, surtout bien évidemment sur un horizon de temps plus lointain.

L'évolution est plus frappante encore lorsque le solde de l'assurance maladie-maternité est pris en considération. Le graphique suivant l'illustre à suffisance. En l'absence d'un ralentissement significatif de la progression des dépenses, l'assurance maladie-maternité sera rapidement confrontée à d'importants déficits, du fait notamment de l'impact sur les recettes de la présente crise économique et financière. Ce déficit atteindrait à politique inchangée (y compris des taux de cotisation stables) plus de 200 millions d'euros en 2010, soit environ 0,6% du PIB, ce qui serait tout à fait contraire à l'exigence légale d'un équilibre budgétaire.

L'analyse du décompte annuel global des recettes et dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2008, en considérant deux scénarios distincts sur l'évolution des dépenses pour les trois années à venir, amène à conclure que la maîtrise des dépenses de maladie-maternité est incontournable. Elle constitue un élément très important de



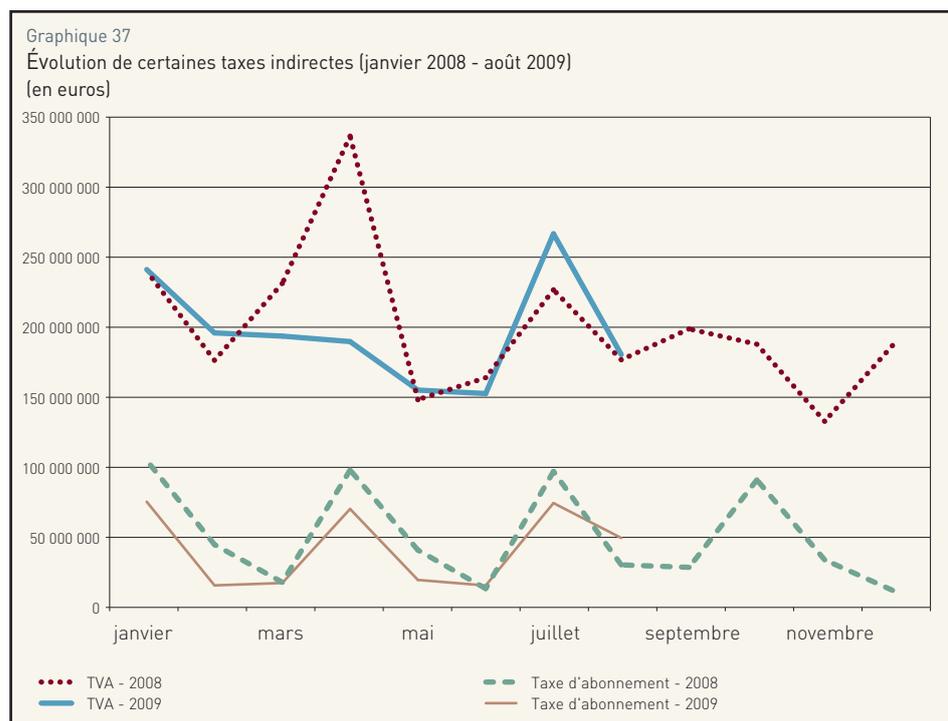
Source : Caisse Nationale de Santé (CNS), calculs BCL



Source : Caisse Nationale de Santé (CNS), calculs BCL

l'encadrement des dépenses totales des administrations publiques, qui doit être pris en considération par le Gouvernement nouvellement formé. De plus, les hypothèses sur l'évolution des recettes de l'assurance maladie-maternité semblent assez volontaristes, en particulier en ce qui concerne la masse salariale.

Finalement, il semble intéressant de regarder l'évolution des flux d'entrées de certaines recettes indirectes. Celles-ci sont exposées à des baisses considérables suite à la crise financière qui a fortement touché l'économie luxembourgeoise. En ce qui concerne les flux d'entrée des recettes de la TVA, ceux-ci marquent le pas par rapport à l'année précédente, suite à une détérioration marquée de la conjoncture économique impliquant une décélération de la consommation privée. Le graphique ci-joint montre que les recettes de la TVA ont fortement chuté au cours des six premiers mois de 2009. Les recettes des mois de janvier et février sont encore soutenues probablement par le festival luxembourgeois de l'automobile, mais une chute prononcée de ces recettes est visible dès le mois de mars. Le mois de juillet se caractérise par une hausse surprenante de ces recettes par rapport au mois précédent, qui pourrait résulter d'une amélioration de la confiance des consommateurs et qui s'explique en partie par les soldes d'été. En août, les recettes reviennent à leur niveau du mois d'août de l'année précédente. En ce qui concerne les recettes en provenance de la taxe d'abonnement, celles-ci baissent d'une manière continue par rapport à 2008 depuis le début de l'année 2009 – à l'exception des mois de mars et de juin – suite à l'impact de la crise financière sur l'industrie des fonds. Par contre, au mois d'août – suite à une certaine reprise sur les marchés financiers – ces recettes affichent un niveau supérieur à celui du même mois de l'année précédente.



Source : Caisse Nationale de Santé (CNS), calculs BCL
Note: Données mensuelles en SEC 95

1